



HISTORIA MONETARIA Y FINANCIERA DE COLOMBIA: 1940-1970

(Informe de Investigación presentado a Colciencias)

FEDESARROLLO
Natalia Salazar

Santafé de Bogotá, Septiembre de 1996

HISTORIA MONETARIA Y FINANCIERA DE COLOMBIA: 1940-1970

Informe de Investigación presentado a Colciencias

Elaborado por Natalia Salazar¹

El período 1940-1970 puede caracterizarse como una época en que la economía se vio sometida a “shocks” muy diversos. Por una parte, dos sucesos externos afectaron la economía colombiana: la Segunda Guerra Mundial y el incremento nunca antes experimentado de los precios del café en los mercados internacionales en 1954. En el campo interno, especialmente en el institucional, se dieron varios cambios. Dos reformas importantes se introdujeron al Instituto Emisor en 1951 y 1963. Con la primera se dotó al Banco de la República de instrumentos más efectivos de control monetario (posibilidad de modificar los encajes) y se le confirió la función de canalizar el crédito de la banca comercial hacia sectores específicos, con el fin de avanzar en el proceso de desarrollo económico, iniciándose así la política de crédito dirigido. La reforma de 1963 buscó independizar la política monetaria de los intereses privados a través de la creación de la Junta Monetaria. Por otra parte, el régimen cambiario fue en varias ocasiones modificado. Seis devaluaciones del tipo de cambio se llevaron a cabo en ese período, con el fin de corregir la recurrente revaluación del tipo de cambio y el desequilibrio en la balanza de pagos. Sólo hasta 1967 se llegó a un sistema cambiario flexible y unificado (de minidevaluaciones) que permitió un manejo del sector externo más acertado. A lo largo del período de estudio, el comportamiento macroeconómico fue fluctuante en términos de crecimiento del PIB y de la inflación. Por último, el país también sufrió las consecuencias de fenómenos políticos desestabilizadores como la violencia de los años 50, los sucesos del 9 de abril de 1948 y la dictadura de Rojas Pinilla entre 1954 y 1957.

¹ Agradezco la gran colaboración de Alejandro Cabal y Juan Carlos Osorio en la realización de este trabajo y los comentarios de Mauricio Cárdenas, Pedro Nel Ospina y Rodrigo Suescún.

En este contexto, surge un tema interesante de analizar: de qué manera actuaron las autoridades monetarias frente a cada uno de estos acontecimientos y, a su vez, que repercusiones tuvieron sus acciones sobre el comportamiento de la economía ?

Intentando responder a este interrogante, el presente trabajo tiene como objetivo revisar la evolución de las principales variables monetarias y financieras del país en el período 1940-1970. El desarrollo del estudio se realiza en cuatro secciones. La primera consiste en una revisión “histórica” de los principales sucesos monetarios. Esta va acompañada de un ejercicio de descomposición de los medios de pago el cual permite ver con mayor claridad en cuál de sus componentes se encontró la fuente de expansión.

La segunda sección estima una función de demanda de dinero para este período, con base en cifras trimestrales y anuales, y utilizando la técnica de cointegración. La pregunta que nos formulamos es si a pesar de haber sido el período 1940-1970 una época de numerosas inestabilidades tanto externas como económicas y políticas, la demanda de dinero mantuvo una relación estable con las variables que predice la teoría económica. Por otra parte, para Colombia existen varias estimaciones de la demanda de dinero desde 1950, sin embargo, ninguna cubre los años 40. Por lo tanto, el segundo objetivo de este ejercicio es extender la muestra una década hacia atrás, en la cual además, ocurrieron fenómenos monetarios de gran importancia.

En la sección III se busca analizar cuáles fueron los efectos que tuvo la política monetaria sobre la economía, particularmente sobre el nivel de actividad económica y de precios, en los años bajo estudio. Tal vez, esta ha sido una de las preguntas más comúnmente formuladas por los historiadores en los Estados Unidos. El ejercicio que se realiza con información trimestral y anual, utiliza la técnica de vectores autorregresivos.

La tercera y última sección estudia el comportamiento del sector de los bancos comerciales en el período considerado con información que hasta el momento no ha sido utilizada en otros trabajos sobre el tema. A partir de los datos de los estados de pérdidas y ganancias y

de los balances de una muestra de 12 bancos comerciales que operaron en ese período, se construyeron varios indicadores de desempeño del sector. De esta manera, se pudo establecer una medida de la tasa de interés activa, de la pasiva, del margen de intermediación, del nivel de rentabilidad bancaria, del grado de eficiencia administrativa y de represión financiera, y por último, del nivel de capitalización de los bancos.

Las conclusiones de este estudio son las siguientes. La primera de estas es que la evolución de los medios de pago en el período 1940-1970 estuvo dominada por el comportamiento de la base monetaria. El multiplicador, por su parte, produjo pequeñas expansiones o contracciones en los subperíodos identificados, y al parecer, sólo hasta después de 1963 apareció el deseo de las autoridades monetarias de afectar el crecimiento de los medios de pago a través de una utilización activa del encaje. Pero en general, el manejo monetario fue “contracíclico” y actuó a través de variaciones en el crédito neto del Emisor a los diferentes agentes de la economía, dependiendo de lo que estuviera sucediendo con el sector externo. Es decir, en los períodos de acumulación de reservas internacionales, la política monetaria intentó contrarrestar el aumento de los medios de pago a través de reducciones en el crédito neto al Gobierno y al sector financiero, particularmente. Por el contrario, períodos de desacumulación de reservas, estuvieron acompañados, por lo general, de aumentos en el crédito a estos dos agentes y al sector cafetero.

Los resultados de la estimación de la función de demanda por dinero para 1940-1970 sugieren que ésta guardó una relación de equilibrio de largo plazo con el nivel de ingreso de la economía y con la tasa de interés. Por otra parte, la elasticidad al ingreso es ligeramente mayor a uno, como se ha encontrado para ejercicios con datos de períodos más recientes. De la misma manera, la elasticidad a la tasa de interés es cercana a 0.2-0.3, cifra muy similar a la que ha sido estimada con información de períodos posteriores. Este resultado es interesante, pues implica que, a pesar de los numerosos cambios que ha vivido la economía colombiana desde entonces, el comportamiento de la demanda de dinero ha sido estable desde los años 40.

Al tomar datos para el período 1940-1970, se encuentra que la política monetaria en Colombia se traduce más en incrementos de los precios que en aumentos de la actividad económica. Aunque el efecto de un choque dado a la cantidad de dinero sobre el PIB es pequeño, este se da en la dirección correcta, que predice la teoría económica. Se encuentra también que en el corto plazo, un aumento de los medios de pago tiene un efecto “liquidez”. De acuerdo con los ejercicios, la tasa de interés parece ser un mecanismo de transmisión importante de la política monetaria que tiene efectos sobre la actividad real. Al tomar cifras anuales, las variaciones de la tasa de interés explican en menor grado la varianza del PIB, lo cual se puede deber a que los datos no permiten ver los mecanismos de corto plazo a través de los cuales actúa la política monetaria (cambios en la tasa de interés).

Por último, se concluye que frente a un mayor grado de represión financiera (encajes, inversiones forzosas e inversiones del encaje) y una intensificación de la política de crédito dirigido, los bancos pudieron en algunos períodos (1966-1969) compensar la pérdida de rentabilidad con mayores márgenes de intermediación. Pero también es claro que en otros períodos (finales de los 50 y comienzos de los 60), la rentabilidad aumentó, no gracias a una elevación del margen de intermediación, sino mediante una descapitalización del sector. Esto implica que si bien es cierto que en este período, la política de crédito dirigido y los mecanismos de represión financiera llevaron a que el sector financiero se involucrara de manera importante en el crecimiento y desarrollo de la economía; también es cierto que esto se dio a costa de un debilitamiento gradual de la actividad financiera, y en cierta forma, de menores posibilidades de crecimiento futuro de este sector. Por último, la información estadística que se provee en esta sección puede constituirse en un insumo importante para futuros análisis del sector financiero en Colombia.

I. ASPECTOS MONETARIOS DEL PERÍODO 1940-1970

Para la descripción de los principales acontecimientos monetarios, el período 1940-1970 fue dividido en siete subperíodos. El primero de estos va desde 1940 hasta 1945 y coincide con la Segunda Guerra Mundial y el cierre de los mercados internacionales. Para Colombia esto significó una acumulación de reservas internacionales importante, la cual se constituyó en la principal fuente de expansión monetaria de este período.

El segundo subperíodo abarca desde 1946 hasta 1950. En estos 5 años fueron factores de tipo interno relacionados con el manejo de la política monetaria y los acontecimientos políticos los que produjeron la expansión monetaria y compensaron la desacumulación de reservas internacionales que se dio al terminarse el conflicto mundial. El tercer subperíodo se definió desde 1951 hasta 1954. Los hechos más importantes que van a marcar la evolución de los medios de pago en estos años fueron el aumento importante de los precios del café en el mercado internacional desde 1953 y el manejo que la autoridad monetaria dio a la bonanza cafetera. Vale la pena mencionar que aunque desde 1951 la autoridad monetaria contaba con mayores instrumentos de control monetario, el manejo de la bonanza fue exitoso desde el punto de vista de los medios de pago y de la inflación pero, debido al hecho de que estuvo enmarcado dentro de la ideología populista de la Dictadura, condujo a una profunda crisis cambiaria en los años 1955 a 1957.

Precisamente, estos dos últimos años delimitan nuestro cuarto período de estudio que como ya se mencionó coincide con la crisis cambiaria, el final del gobierno de la Dictadura y el inicio del programa de ajuste económico llevado a cabo por el gobierno de la Junta Militar. En este período los elementos que más van a influir sobre el crecimiento de los medios de pago fueron el crédito del Emisor al Gobierno (para financiar los gastos de los últimos años de la Dictadura) y al Fondo Nacional del Café que contrarrestaron la reducción de las reservas internacionales debida al aumento inusual de las importaciones y a menores ingresos de exportaciones por concepto de una caída en el precio del café en el mercado internacional.

El quinto período corresponde al comprendido entre los años 1958 a 1962. Se inicia con la política monetaria y financiera restrictiva impuesta en los primeros años del Gobierno de Lleras Camargo. Esta política sólo pudo funcionar hasta 1960 cuando se inició un importante relajamiento de los controles monetarios por presiones de diferentes sectores económicos y una política fiscal expansiva que repercutió de manera importante en la evolución de los medios de pago. Por otra parte, las medidas monetarias se dirigieron a avanzar en la política de crédito dirigido, canalizando mayores recursos hacia sectores económicos específicos. El período finalizó con la devaluación llevada a cabo en 1962.

En 1963 se creó la Junta Monetaria, hecho que va a marcar la independencia de la política monetaria de los intereses privados. Aquí se inicia nuestro sexto período de estudio. Este último se caracteriza por un aumento más bien moderado de los medios de pago, que en buena parte se explica por un incremento muy pequeño de las reservas internacionales. Los créditos otorgados al Gobierno Central, a la Caja Agraria y al Fondo Nacional del Café fueron los responsables de buena parte de la expansión monetaria. Hubo un elevado nivel de represión financiera en estos años. Mientras el encaje marginal fue desmontándose gradualmente, los encajes legales se incrementaron de manera importante. Por otra parte, las medidas monetarias tendieron a perfeccionar los instrumentos de regulación monetaria, debido a que las entidades estaban haciendo un uso indebido del cupo de redescuento en el Banco de la República y frecuentemente incurrían en situaciones de desencaje. Sin embargo, el efecto contraccionista del multiplicador fue de magnitud poco importante. Finalmente se intentó avanzar en la política de crédito dirigido.

El último período se inició con las diferentes medidas de 1966 y 1967 que dieron comienzo a un período de adecuado comportamiento del sector externo. El elemento que más contribuyó a la expansión monetaria fue el comportamiento favorable de las reservas internacionales, el aumento del crédito al Gobierno Central y a las entidades de fomento. De nuevo, debido al elevado nivel de inflación en estos años, hubo un incremento del grado

de represión financiera que se reflejó en un efecto contraccionista importante del multiplicador.

Del análisis de esta sección se extraen algunas conclusiones interesantes. La primera de estas es que la evolución de los medios de pago en el período 1940-1970 estuvo dominada por el comportamiento de la base monetaria. El multiplicador, por su parte, produjo pequeñas expansiones o contracciones en los subperíodos identificados. Al parecer, sólo después de 1963 apareció el deseo de la política monetaria de afectar el crecimiento de los medios de pago a través de una utilización activa del encaje.

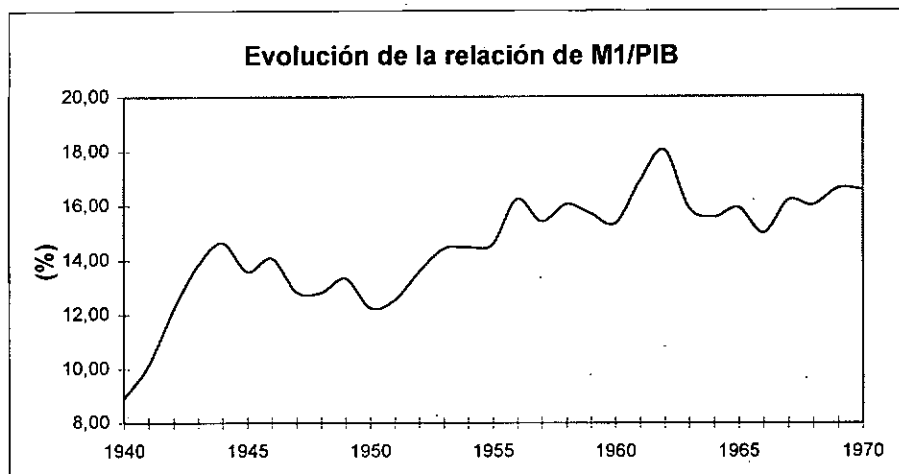
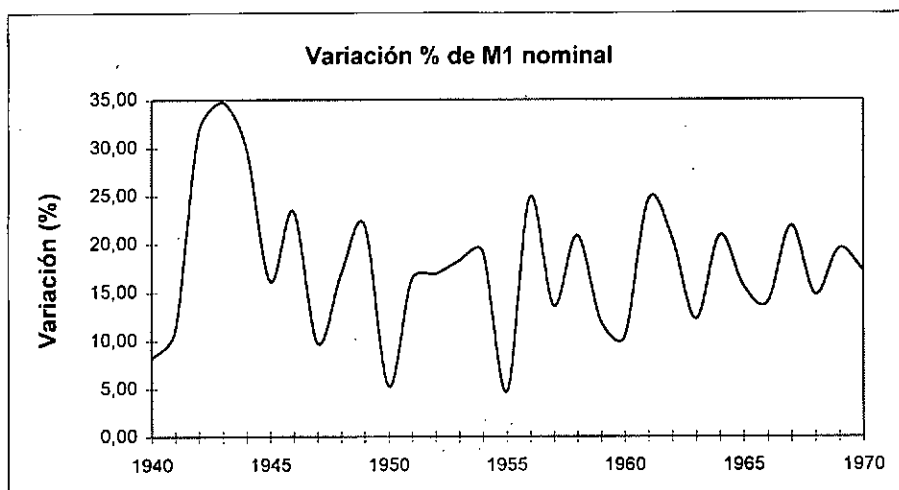
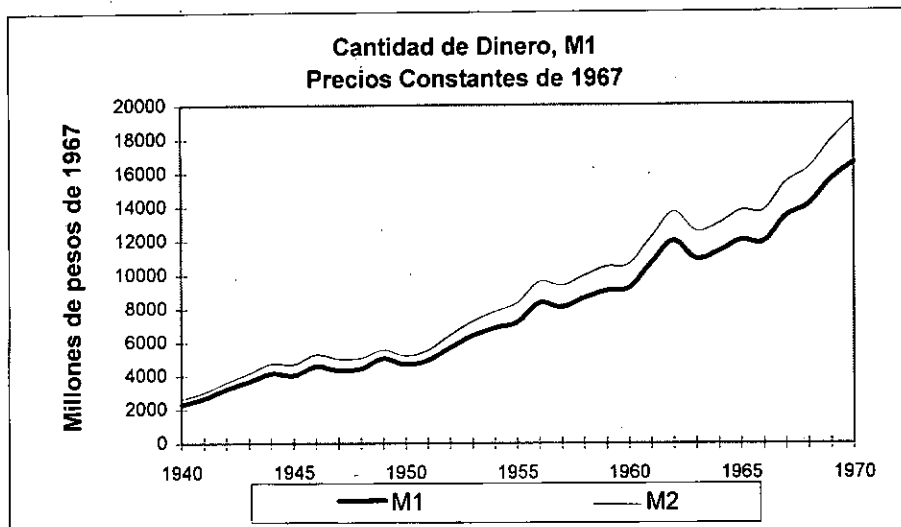
En general y particularmente hasta 1963, el manejo monetario fue contracíclico y se dio a través de variaciones en el crédito del Emisor a los diferentes agentes de la economía, dependiendo de lo que estuviera sucediendo con el sector externo. Es decir, en períodos de acumulación de reservas la política monetaria intentaba contrarrestar el aumento de los medios de pago a través de reducciones en crédito neto al Gobierno y al sector financiero, particularmente. Por el contrario, períodos de importante desacumulación buscaban contrarrestarse a través de aumentos en el crédito al Gobierno, al sector financiero y al sector cafetero, en algunas ocasiones.

A. Período 1940-1945

De acuerdo con el Gráfico I.1 en estos años se presentó el mayor aumento de los medios de pago del período bajo estudio. En promedio, M1 creció 22.0%, pero entre 1942 y 1944, este incremento fue superior al 30%, cifra que no se alcanzó en ningún otro año del período 1940-1970. De la misma manera, la relación M1/PIB pasó de un nivel 8.9% en 1940 a más de 14% en 1944 y a 13.6% en 1945.

Al estallar el conflicto mundial en septiembre de 1939, el precio externo del café sufrió una reducción debido al cierre de los mercados europeos (Alemania y Checoslovaquia, especialmente) y al aumento de las cantidades exportadas del grano hacia los Estados

Gráfico I.1
Evolución de M1, 1940-1970



Fuente: Banco República

Unidos. Esto ocasionó una menor disponibilidad de divisas para efectuar compras en el exterior. Por otra parte, los importadores al prever un cierre futuro de las importaciones provocaron una mayor reducción en las reservas internacionales del país. Este proceso culminó con la imposición de controles a las importaciones a través de cupos, depósitos previos y cambios diferenciales y de la contratación de créditos en el exterior².

Con la entrada de los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial la situación anterior cambió radicalmente. Comenzó a presentarse una escasez de productos en los mercados internacionales y una reducción de las importaciones³, mientras que las exportaciones se mantuvieron en niveles elevados (Gráfico I.2). Esto último se debió a una leve recuperación de los precios del café como consecuencia de la celebración del Convenio Interamericano en 1940 y a que las cantidades exportadas a los Estados Unidos continuaron siendo importantes. El resultado fue una acelerada acumulación de reservas internacionales, que al monetizarse produjeron un incremento sustancial en los medios de pago.

La reducción de las importaciones de materias primas y de bienes de capital tuvieron consecuencias negativas sobre la actividad real, cuyo crecimiento pasó de un poco más de 6% en 1939 a cerca de 0.2% en 1942. Lo anterior ocurrió con un aumento simultáneo de la inflación, la cual superó 20% en 1944, provocando un proceso de estanflación que era de esperarse.

²En vista del crecimiento de las importaciones en 1939, la Oficina de Control de cambios comenzó a imponer varios tipos de restricciones a las importaciones. La Resolución 87 de 1939 limitó éstas a un valor equivalente a los depósitos en moneda extranjera recibidos. De la misma manera, estableció dos turnos de importación, uno preferencial que permitiría la entrada de los artículos de mayor necesidad con mayor rapidez. En 1940, por medio de la Resolución 89 este sistema de turnos se amplió a cuatro. En el primer turno estaban las importaciones de maquinaria y equipo y de los artículos de primera necesidad y se pagarían a una tasa de 1.75 pesos por dólar, mientras que las de los demás turnos se pagarían a una tasa cada vez mayor. En ese mismo año, se impuso un depósito previo a las exportaciones (Resolución 92) equivalente al 10% de su valor. Para mayor detalle ver López, A. (1990), "El Banco de la República y la Política Económica entre 1935 y 1945" en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República, 1990 y Franco, J (1966), *Evolución de las Instituciones Financieras en Colombia*, CELA, México, abril.

³ Esto, a pesar de que se eliminaron buena parte de las trabas existentes al comercio internacional que se habían impuesto al darse el aumento especulativo de las importaciones en 1939.

Frente a esta situación las autoridades reaccionaron para contener el fenómeno inflacionario y el estancamiento de la actividad económica. Se liberaron las trabas al comercio internacional pero estas medidas no tuvieron el efecto deseado. Por otra parte, debido a la caída de las importaciones, los ingresos del gobierno por concepto de impuestos de aduanas disminuyeron y se presentaron situaciones de déficit fiscal, después de varios años de haber obtenido superávits bajo la administración de López Pumarejo. A esta situación también contribuyó el incremento en los gastos del gobierno con el fin de estimular la demanda agregada y la actividad económica. Las autoridades conscientes de este fenómeno, impusieron medidas prontamente de 1942 eliminó algunos impuestos sobre bienes de consumo con el fin de abaratar el costo de vida pero al mismo tiempo elevó otros impuestos como el de renta, de patrimonio y al exceso de utilidades. Por otra parte, a pesar de que en un principio se destinaron recursos del Banco Central para cubrir los déficits, desde 1942 con el fin de evitar su monetización y su efecto sobre el comportamiento de la inflación, se financió al gobierno a través de la emisión de documentos de deuda pública (Bonos Denal)⁴.

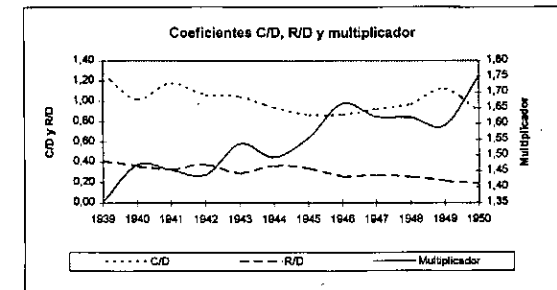
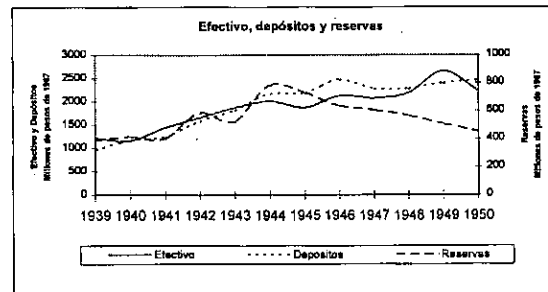
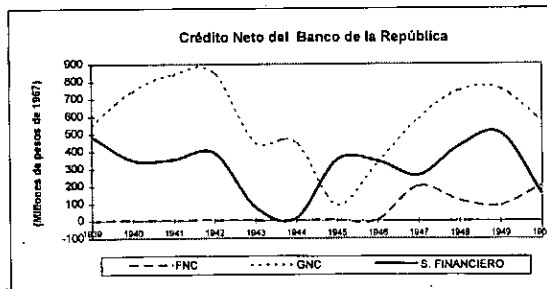
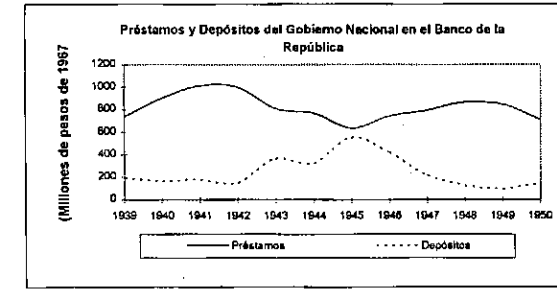
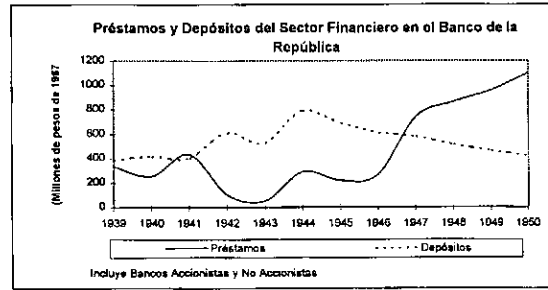
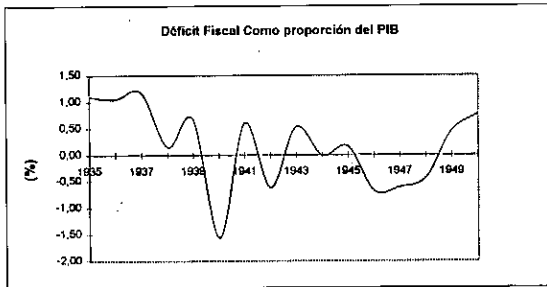
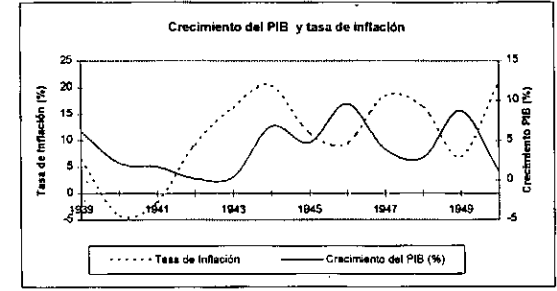
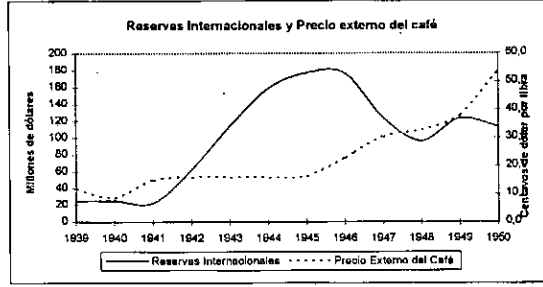
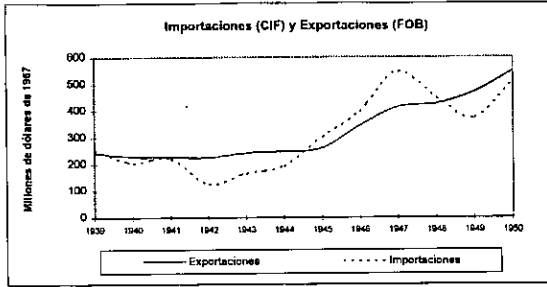
Adicionalmente, con el fin de reducir la liquidez, se permitió al Banco de la República emitir certificados de depósito del Banco de la República, no negociables y con un interés del 4% anual⁵. Se obligó a los empresarios a invertir en estos títulos el 20% de sus utilidades y el 100% de sus depreciaciones, y a los importadores, el 10% del valor de los giros. Adicionalmente, la Oficina de Control de Precios⁶ impuso precios máximos y mínimos sobre varios artículos de primera necesidad, arrendamientos y salarios particularmente, con el propósito de corregir el fenómeno inflacionario.

⁴ Estos bonos fueron de suscripción forzosa para ciertos sectores, con ciertos márgenes que se mencionan a continuación: los bancos de ahorro deberían suscribir en dichos bonos el equivalente a 20% de los depósitos; las compañías de seguros, 10% de sus reservas; algunas empresas, el 10% de sus reservas legales; el Fondo Nacional del Café, el 20% de sus ingresos; los importadores de capital, el 20% del capital importado; el Banco de la República, el 90% de los giros de exportación y las compañías mineras el 20% de las ventas de oro, plata y platino a casas de moneda y al Banco de la República. En 1943, la Ley 7, autorizó otra emisión de Bonos Denal por una cuantía de 50 millones de pesos.

⁵ Decretos 1148 y 2579 de 1943.

⁶ Ley 7 de 1943.

Gráfico I.2: Evolución de algunas variables en el período 1939-1950



Fuente: Banco de la República: "Principales Indicadores Económicos, 1923-1952", Revista del Banco de la República, varios números y Memorias del Gerente a la Junta, varios años

Las autoridades monetarias también intentaron frenar la expansión secundaria a través del multiplicador. Por primera vez en 1943 se utilizaron los encajes para disminuir el crecimiento de los medios de pago. Se estableció que los encajes de los bancos y de las cajas de ahorro fuera elevado gradualmente hasta en un 100%, lo cual se alcanzaría a finales de 1943⁷. Sin embargo, como se verá más adelante este factor no contribuyó de manera importante la reducción del circulante.

De acuerdo con los gráficos presentados, la tendencia de las variables no comenzó a revertirse sino hasta después de terminada la Guerra cuando las reservas internacionales del país disminuyeron. Esto indica que los esfuerzos de la política monetaria no fueron efectivos y que requirieron de un cambio de dirección en la variable que estaba causando la expansión. Al contrario, puede decirse que la autoridad monetaria jugó un papel pasivo que permitió que la cantidad de dinero fluctuara de acuerdo con el comportamiento de las reservas internacionales del país. Una posible explicación es que una contracción monetaria muy fuerte hubiera podido agravar la caída en la actividad productiva. Un hecho que confirma esta hipótesis es que en julio de 1943, por el Decreto 1304 varias de las medidas que se habían tomado con anterioridad fueron relajadas⁸.

A continuación, en el Cuadro I.1 se presenta una descomposición de los medios de pago para los años 1940-1945, lo cual permite detectar en cuál de sus componentes se encontró la causa de la expansión monetaria. La primera parte del ejercicio consiste en una descomposición de M1 en un componente relacionado con el cambio en la base monetaria, B , y en otro correspondiente al cambio en el multiplicador, m (Ver Anexo 1). Como puede observarse, en este período los medios de pago crecieron 22% en promedio (con aumentos mayores al 30% en 1942, 1943 y 1944). De este porcentaje, 19.6%, correspondió a la contribución de la base monetaria y sólo 2.46%, al aumento del multiplicador.

⁷ Estos incrementos en los encajes deberían ser invertidos en títulos del Emisor. López, A (1990), op. cit., pg. 394.

⁸ A las empresas se les redujo el porcentaje de las depreciaciones que debía invertirse en los certificados del Emisor a 50%. Dicho porcentaje de inversiones en papeles del Banco de la República sería para los importadores no del 10% sino del 5%.

Cuadro I.1

Descomposición de los medios de pago, M1: 1940-1945

	1940	1941	1942	1943	1944	1945	Promedio Período
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.							
Cambio porcentual en M1	8,19	11,16	31,79	34,80	30,09	16,20	22,04
Cambio porcentual en B	-0,50	12,39	33,15	25,89	34,48	11,33	19,46
Contribución total de B	-0,54	12,25	32,81	27,66	33,53	11,79	19,58
Cambio porcentual en m	8,73	-1,09	-1,02	6,84	-2,77	4,07	2,46
Descomposición de la Base Monetaria, B.							
Cambio porcentual en la Base Monetaria	-0,50	12,39	33,15	25,89	34,48	11,33	19,46
Contribución de las Reservas Internacionales	1,85	-3,71	56,15	55,81	38,42	11,72	26,71
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Contribución del Crédito al Sector Financiero	-6,82	12,50	-32,11	-2,17	-4,25	-2,52	-5,89
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	12,72	4,19	5,15	-14,40	2,82	-12,36	-0,31
Contribución del Crédito al Resto	-8,24	-0,59	3,96	-13,35	-2,52	14,49	-1,04
Descomposición del multiplicador, m.							
Cambio porcentual en el multiplicador	8,73	-1,09	-1,02	6,84	-2,77	4,07	2,46
Cambio porcentual en C/D	-20,89	15,89	-9,77	-1,91	-10,22	-7,73	-5,77
Contribución total de C/D	5,08	-3,44	2,50	0,46	2,87	1,99	1,58
Cambio porcentual en R/D	-12,31	-9,82	15,65	-22,72	25,33	-6,88	-1,79
Contribución total de R/D	3,66	2,34	-3,52	6,37	-5,63	2,07	0,88
Descomposición de las Reservas Internacionales							
Cambio porcentual en las Reservas en pesos	4,76	-9,09	170,00	83,33	39,39	11,59	50,00
Contribución del componente de reservas en dólares	2,95	-10,60	172,41	83,67	39,51	11,56	49,92
Contribución del componente de tasa de cambio	1,82	1,51	-2,41	-0,34	-0,12	0,04	0,08

Fuente: Cálculos propios

Al llevar a cabo una desagregación de B en sus diferentes elementos (reservas internacionales y crédito interno neto), tenemos que el aumento en las reservas internacionales fue el que más explicó su expansión. Efectivamente de un crecimiento promedio de 19.5% en esta variable, 26.7% correspondió a un incremento en las reservas internacionales, lo cual a su vez significa que el crédito del Banco de la República a los diferentes agentes de la economía (Gobierno Central, Fondo Nacional del Café, Sector Financiero y resto) produjeron, en promedio, un efecto contraccionista sobre B . La contribución de las reservas en la expansión monetaria fue aún más importante en 1942, 1943 y 1944.

En los años en los cuales el crédito neto al gobierno tuvo un efecto positivo importante en el aumento de MI fue en 1940, 1941 y 1942 que como se dijo fue cuando se celebraron varios contratos de empréstitos entre el Banco de la República y Gobierno Central⁹ (Gráfico I.2). Desde este año, el saldo de los préstamos del Banco de la República al Gobierno comenzó a reducirse y a su vez se fue produciendo un aumento en los depósitos de éste en el Emisor. En cuanto a las operaciones del Banco de la República con el sector financiero, tenemos que desde 1941 hasta 1943, se presentó una caída en el saldo de créditos y un incremento de los depósitos. Desde 1943, a pesar de que los préstamos se incrementaron de nuevo, los depósitos lo hicieron en mayor cuantía. Esto llevó a que durante todo el período, el crédito neto al sector financiero fuera un elemento contraccionista de la base monetaria y los medios de pago. En este período, los préstamos no se encontraron las cifras correspondientes al Fondo Nacional del Café por lo que no se puede conocer su participación en la explicación del cambio en la base monetaria.

⁹ En junio de 1941 el Banco de la República le otorgó al Gobierno un préstamo por 17.5 millones de pesos los cuales se monetizaron entre 1941 y 1942. En 1942, utilizando el cupo ordinario del Gobierno en el Emisor, se realizó un préstamo a éste por 4.3 millones de pesos. Por último, en 1942 el Gobierno emitió el "Bono Interno de Salinas" que fue comprado por el Banco de la República, lo cual aumenta el rubro de préstamos al Gobierno del cálculo pues la inversión en documentos de deuda pública se considera como crédito concedido a este agente. Para mayor detalle ver López, A. (1990), op. cit. pg. 374.

Un tercer ejercicio consistió en desagregar el multiplicador, m , en sus dos componentes C/D (relación circulante en poder del público a depósitos) y R/D (relación reservas de los bancos a depósitos). Como puede observarse en el Gráfico I.2, el multiplicador monetario presentó en general una tendencia creciente (aunque entre 1943 y 1944 disminuyó como consecuencia de las medidas sobre encajes), y no produjo un efecto contraccionista. Por el contrario, éste contribuyó con 2.5% del crecimiento en MI .

En la última parte del Cuadro I.1 se presenta una descomposición de las reservas internacionales en pesos en un componente "stock" que está constituido por el cambio en el saldo de reservas internacionales en dólares y un efecto precio que resulta del cambio en la tasa de cambio. El cambio porcentual de las reservas internacionales en pesos fue en promedio 50% en el período bajo estudio¹⁰. Se observa claramente como este cambio se debió prácticamente en su totalidad a cambios en el stock de reservas y no a cambios en el precio de la divisa (i.e. devaluación).

B. 1946-1950

A diferencia del período anterior, entre 1946 y 1950, fueron factores internos muy relacionados con el manejo de la política monetaria los que explicaron la expansión de los medios de pago y de los precios. Adicionalmente, los acontecimientos políticos de 1948 influyeron en el comportamiento de las dos variables.

El crecimiento anual promedio de los medios de pago fue menor al del período 1940-1945 (15.5%), aunque esta tendencia presentó variaciones importantes (Gráfico I.1). En general, las variables de crecimiento e inflación mostraron un comportamiento oscilante, sugiriendo que este fue un período de inestabilidad. Esta última tuvo sus orígenes en las medidas contradictorias tomadas por la autoridad monetaria. Como puede observarse en el Gráfico

¹⁰ Cabe recordar que la contribución total de las reservas al cambio en los medios de pago no es equivalente al cambio porcentual en las reservas internacionales debido a que existen coeficientes de ponderación. Ver Anexo 1.

I.2, el crecimiento porcentual del PIB se redujo desde 1946 y comenzó a recuperarse desde 1948. Por su parte, la tasa de inflación, se incrementó entre 1946 y 1947. En 1948 ésta se redujo para de nuevo aumentar de manera importante en 1950.

En el momento en que terminó la Guerra Mundial, el país contaba con un saldo de divisas muy favorable. Al reanudarse el comercio internacional las importaciones se incrementaron para satisfacer las necesidades acumuladas de la industria y de la agricultura. A pesar de que el país estaba urgido de importar maquinaria y equipo, también se destinó un saldo importante de reservas a la compra de bienes de consumo no estrictamente necesarios. Como puede observarse en el Gráfico I.2, desde 1945, las importaciones superaron las exportaciones después de varios años de haber estado en niveles inferiores. De la misma manera, en 1945 y 1946 se llegó a un punto máximo de acumulación de reservas internacionales y desde ese año el saldo en esta variable comenzó a descender. En un principio, el incremento de las importaciones no fue visto como inconveniente pues tuvo un efecto de reducción en los medios de pago, los cuales habían mantenido un acelerado crecimiento en los años anteriores. Además, el efecto sobre las reservas internacionales no fue grave en un comienzo pues la entrega de las mercancías era muy lenta a causa de la inmensa demanda mundial por éstas, luego de haberse restringido el comercio internacional por varios años¹¹.

Desde muy pronto, varias medidas se tomaron para frenar el aumento de las importaciones. En 1945, la Oficina de Control de Cambios por medio de la Resolución 143 de mayo estableció 3 grupos de importación con cupos de divisas para cada uno y con un depósito de garantía que iba desde el 2% para el grupo preferencial hasta el 20% para el tercer grupo¹². Esta medida no produjo el efecto deseado debido a que contradictoriamente, las autoridades económicas permitieron una expansión importante del crédito comercial, lo cual a su vez daba cabida para una mayor demanda de importaciones. Este hecho se puede observar en la

¹¹ Gaviria, F. (1956), "La Experiencia Monetaria Colombiana en los Años de la Postguerra", en *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*", segunda edición, 1964.

¹² Franco, J. (1966), op. cit. pg. 111.

reducción continua del coeficiente reservas/depositos y el aumento del multiplicador en el período 1945-47 (Gráfico I.2). De la misma manera, se presentó un aumento del crédito al gobierno a través de emisiones del Banco de la República. Esta política monetaria poco restrictiva llevó, al no imponerse otras medidas de tipo cambiario, al rápido aumento de las importaciones y la caída de las reservas internacionales en 1947.

En cuanto al comportamiento de los medios de pago puede decirse que en 1946 la reducción de las reservas internacionales fue más que compensada por el aumento del crédito del Banco de la República al Gobierno y a los bancos. Esto implicó un crecimiento de M1 en 1946 (23.4%) superior al de 1945 (16.2%). Al contrario, en 1947 el aumento del crédito neto del Banco de la República siguió siendo importante pero fue en gran parte compensado por la caída en las reservas produciendo un incremento de sólo cerca de 10% en M1.

Consciente la autoridad monetaria de que la expansión monetaria estaba produciendo efectos indeseados en el comportamiento de las importaciones, en agosto de 1946 se expidió el Decreto 2421 que restringió las nuevas emisiones de deuda pública y se aprobó la Resolución 751 de la Superintendencia Bancaria por medio de la cual se estableció para los bancos, cuya cartera excediera el doble de su capital y reserva legal, un tope del 5% a su crecimiento (sobre los saldos a esa misma fecha). Sin embargo, esta medida se reflejó en una caída de los negocios y en los precios de las acciones y llevó a las autoridades monetarias a derogarla en 1947¹³. Por consiguiente tampoco tuvo un efecto duradero.

En 1948 y 1949 se presentaron factores políticos que resultaron de nuevo en una expansión importante de los medios de pago. Desde 1947 los enfrentamientos políticos entre los dos

¹³ Vale la pena mencionar también la Ley 14 de 1947 por la cual se creó la "Letra Agraria", que consistía en un instrumento de crédito emitido por la Caja de Crédito Agrario, descontable en los bancos comerciales y redescontable en el Banco de la República. También la ley autorizó al gobierno para que por intermedio de la Superintendencia Bancaria permitiera a los bancos comerciales ampliar el plazo de los préstamos a más de un año, cuando se tratara de créditos a la industria o la ganadería, y al Banco de la República para redescantar estas obligaciones (Gaviria F., 1956). Esta medida es importante pues muestra la transición hacia la Reforma de 1951, en donde el Banco de la República comenzó a actuar como agente promotor del desarrollo.

partidos tradicionales colombianos se agudizaron y en abril de 1948 el candidato a la presidencia del Partido Liberal, Jorge Eliécer Gaitán fue asesinado en Bogotá. Los sucesos que se produjeron ese día (incendios, saqueos, etc) obligaron a las autoridades a tomar medidas monetarias y crediticias con fines de restauración económica y de fomento. Por el Decreto 1273 de 1948 se autorizó al Gobierno para contratar préstamos en el exterior por una cuantía de 60 millones de dólares y se facultó al Banco de la República para ampliar el cupo de préstamos al gobierno de 5 a 10 millones de pesos. Posteriormente, el Decreto 1407 del 30 de abril de ese año permitió al Banco de la República establecer y modificar los encajes sobre depósitos a la vista y antes de 30 días de los bancos¹⁴. Por su parte, el Decreto 1766 de 1948 posibilitó a los bancos para otorgar créditos a los afectados por los sucesos del 9 de abril con un interés bajo (6%) y con plazos hasta de 5 años¹⁵.

Simultáneamente, en el campo cambiario se seguían intensificando los esfuerzos para desestimular las importaciones y corregir la revaluación del peso (Gráfico I.3). Por el Decreto 1949 se crearon los certificados de cambio provenientes de las exportaciones distintas de café, banano, cueros y metales preciosos. Estos últimos eran negociables libremente aunque su utilización quedó sujeta a las regulaciones de la Oficina de Control de Cambios¹⁶. Es decir, apareció un mercado libre de divisas. El Decreto 1952 estableció para cada grupo de importación un impuesto de timbre adicional que iba desde 14% hasta 30% sobre los giros. La primera devaluación del período bajo estudio se dio con la expedición de la Ley 90 de 1948 por la cual la tasa de cambio oficial pasó de 1.75 a 1.95 pesos por cada dólar. A pesar de esta devaluación del 10%, el tipo de cambio siguió revaluado frente a la paridad, debido a que la tasa de inflación interna superaba la externa¹⁷.

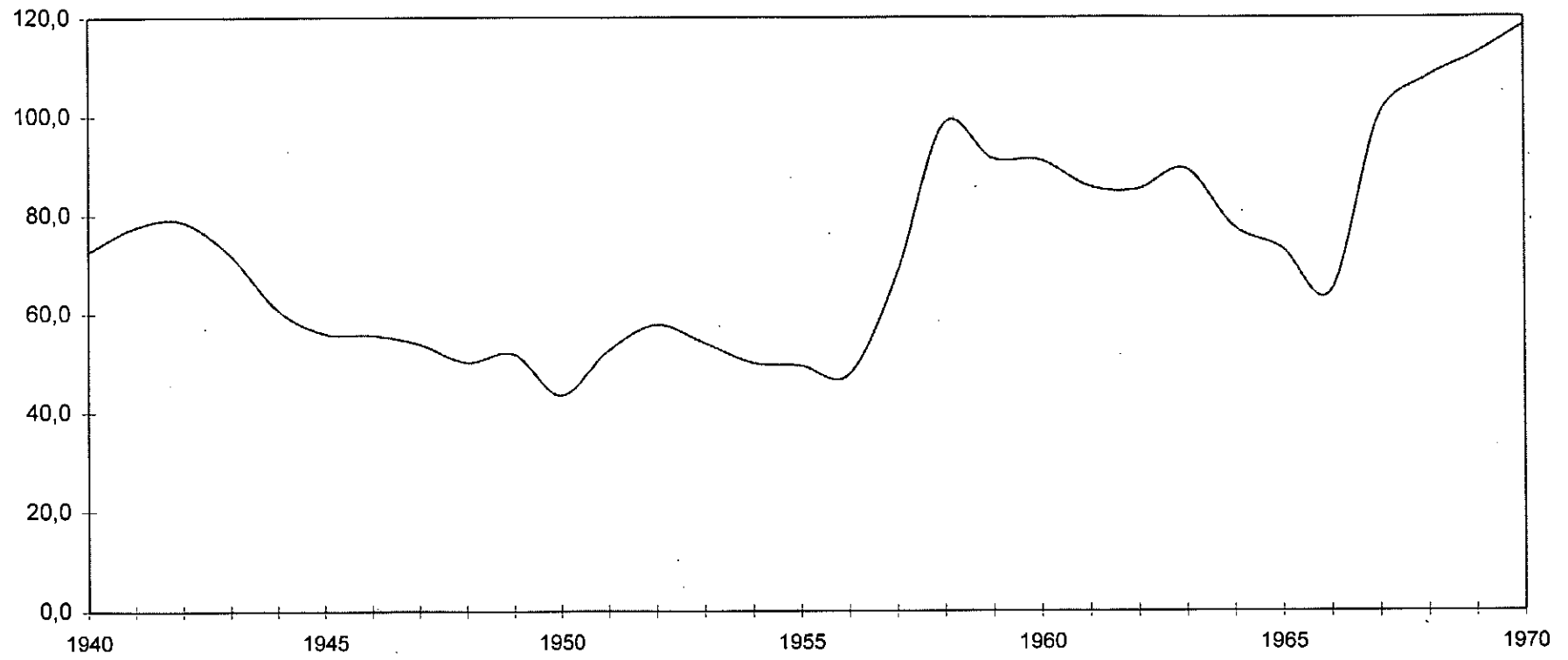
¹⁴ En ese momento los encajes eran establecidos por ley. Esta es otra medida que muestra la tendencia de transformar al Banco de la República en un agente activo de la política monetaria y económica.

¹⁵ Para mayor detalle ver Franco, J. (1966) y Gaviria (1964), op. cit.

¹⁶ Wiesner, E. (1978), "Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia" en *Política Económica Externa de Colombia*, Asociación Bancaria de Colombia.

¹⁷ Meisel, A. (1990), "El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951", en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República. La ley obligó a la banca a suscribir el 5% de sus depósitos a la vista en bonos de la Caja Agraria.

Gráfico I.3
Indice de la Tasa de Cambio Real
1967=100



En 1948 los medios de pago presentaron un crecimiento superior al del año anterior (16.9%) y esto se debió al incremento del crédito neto del Emisor, particularmente al Gobierno. Las reservas internacionales mostraron una reducción de 8% (menor a la que se había presentado en 1947). A esto probablemente contribuyó la devaluación de la tasa de cambio llevada a cabo en 1948. A pesar de que en los primeros meses de 1949 siguió presentándose un desequilibrio entre importaciones y exportaciones (Gráfico I.2), en la segunda mitad de este año el precio externo del café tuvo una leve recuperación y como se puede observar, el nivel de reservas internacionales del país se recuperó.

La situación fiscal, que había sido deficitaria desde 1945, se recuperó hacia finales de 1949 (Gráfico I.2). Se autorizó, por medio del Decreto 3882, una emisión de 8 millones de pesos en bonos para financiación del Gobierno y se estableció que el Fondo de Estabilización¹⁸ podía invertir en estos con fondos provenientes de un depósito de 20% que debían realizar los importadores al hacer sus solicitudes para cambio extranjero. Vale la pena anotar que si bien el depósito servía para recoger dinero de circulación, el hecho de permitir al fondo comprar bonos para financiar al gobierno anulaba tal objetivo. El resultado fue que en 1949 los medios de pago se incrementaron en 22%. Sin embargo, la inflación alcanzó una cifra baja, cercana al 7%, probablemente como consecuencia de el incremento importante en la actividad productiva (8.73%) y el nivel elevado de importaciones.

En 1950 los medios de pago crecieron muy poco (5.3%) y por el contrario, el nivel de la inflación fue bastante elevado (20.3%). Desde finales de 1949 se estaba registrando un importante crecimiento de los préstamos del Banco de la República y de la cartera de los bancos comerciales. Por otra parte, entre 1949 y 1950, un fuerte invierno destruyó varias cosechas e interrumpió algunas vías del país. La conjunción de estos últimos hechos resultaron en un incremento muy pronunciado de los precios. En consecuencia, en el

¹⁸ El Fondo de Estabilización se creó bajo el Gobierno de López Pumarejo con la expedición de la Ley 7a de 1935 con el fin de ayudar al saneamiento de la situación fiscal, que fue una de las mayores preocupaciones de dicho Gobierno. El Fondo se alimentaba de las ganancias generadas al computarse las reservas de oro del Banco de la República. Su función era intervenir en el mercado de capitales comprando y vendiendo títulos del Gobierno de manera a mantener su precio estable. Obviamente estas operaciones tenían efectos monetarios al recoger o soltar dinero a circulación.

segundo semestre, las autoridades se vieron forzadas a tomar medidas para controlar de manera rápida el crecimiento de la cantidad de dinero. En septiembre, el Banco de la República y los dirigentes de los bancos accionistas acordaron unánimemente congelar la cartera de los bancos al nivel que presentaba el día 30 de ese mes¹⁹. Sin embargo, el bajo crecimiento de M1 no fue consecuencia del “pacto de caballeros” (reducción del multiplicador) sino que tuvo sus causas en la reducción de la base monetaria por factores que en seguida se analizan.

En este año se tomó otra medida que constituyó un paso hacia el desarrollo de la política de crédito dirigido y a la cual se hará varias veces referencia en este trabajo. Se trata del Decreto 384 de 1950 que autorizó a los bancos para conceder préstamos hasta con cinco años de plazo siempre y cuando estos se destinaran a sectores específicos de la producción (obras de desarrollo, hidroeléctricas, silos, industrias extractivas y agrícolas y construcción de vivienda popular). Estas operaciones se redescontarían en el Banco de la República.

A continuación presentamos la descomposición de los medios de pago para este subperíodo, siguiendo la misma metodología de la sección anterior (Cuadro I.2). En promedio durante el período 1946-1950, los medios de pago crecieron 15.5%. El componente que más contribuyó (en promedio) a la expansión de M1 fue el cambio en la base monetaria (13%) mientras que el cambio en el multiplicador participó con 2.5%. Sin embargo, es de anotarse que en el año de 1946 y en 1950, cuando se dio una expansión importante de la cartera de la banca comercial, el multiplicador se llevó aproximadamente un tercio de la explicación del crecimiento de M1.

A diferencia de los años 1940 a 1945, la expansión monetaria no fue explicada por un incremento de las reservas internacionales. El acelerado aumento de las importaciones llevó a que esta variable produjera un efecto contraccionista de 5.1% en la base monetaria. Al inicio del período el saldo de reservas presentó una caída suave debido a la lentitud con la

¹⁹ En noviembre se redujo el encaje para los depósitos a la vista y antes de 30 días de 15% a 10%, con el fin de contrarrestar la baja estacional de los depósitos a final de año.

Cuadro I.2

Descomposición de los medios de pago, M1: 1946-1950

	1946	1947	1948	1949	1950	Promedio Periodo
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.						
<i>Cambio porcentual en M1</i>	23,44	9,80	16,94	22,00	5,31	15,50
Cambio porcentual en B	15,34	12,70	17,09	23,92	-4,06	13,00
Contribución total de B	16,41	12,37	17,07	23,55	-4,46	12,99
Cambio porcentual en m	7,02	-2,57	-0,13	-1,55	9,76	2,51
Descomposición de la Base Monetaria, B.						
<i>Cambio porcentual en la Base Monetaria</i>	15,34	12,70	17,09	23,92	-4,06	13,00
Contribución de las Reservas Internacionales	0,33	-25,96	-7,85	11,46	-3,49	-5,10
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	0,00	8,24	-2,44	-0,81	4,35	1,87
Contribución del Crédito al Sector Financiero	3,93	19,17	8,89	6,79	8,68	9,49
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	10,22	12,65	9,96	2,52	-3,30	6,41
Contribución del Crédito al Resto	0,87	-1,40	8,54	3,97	-10,31	0,33
Descomposición del multiplicador, m.						
<i>Cambio porcentual en el multiplicador</i>	7,02	-2,57	-0,13	-1,55	9,76	2,51
Cambio porcentual en C/D	0,10	6,18	5,40	15,77	-18,82	1,72
Contribución total de C/D	-0,03	-1,80	-1,56	-4,38	7,19	-0,12
Cambio porcentual en R/D	-23,49	3,54	-6,50	-15,12	-13,28	-10,97
Contribución total de R/D	7,05	-0,77	1,43	2,83	2,57	2,62
Descomposición de las Reservas Internacionales						
<i>Cambio porcentual en las Reservas en pesos</i>	0,32	-29,45	-14,22	28,34	-8,33	-4,67
Contribución del componente de reservas en dólares	-0,23	-30,08	-24,66	28,17	-8,11	-6,98
Contribución del componente de tasa de cambio	0,55	0,63	10,44	0,17	-0,22	2,31

Fuente: Cálculos propios

que llegaban las mercancías despachadas. En 1947 y 1948, las importaciones se incrementaron de tal forma que causaron una reducción vertiginosa en este saldo. Luego vino un incremento de las exportaciones en 1949 por la recuperación de los precios del café que llevó a que las reservas internacionales resultaran una expansión de M1. Esta reducción de la base monetaria, por concepto de la caída en reservas internacionales fue contrarrestada por el aumento del crédito del emisor a los diferentes agentes de la economía, corroborando la función pasiva de la autoridad monetaria, en el sentido de que operaba de manera a suavizar los movimientos producidos en el sector externo. Esto es lo que explicaremos a continuación.

En una coyuntura de caída de reservas internacionales, un aumento de la base monetaria significa que el crédito neto otorgado por el Banco de la República a los diferentes agentes de la economía aumentó considerablemente. Su contribución fue, en promedio, de 18.1% como se observa en el Cuadro I.2. El crédito al sector financiero y al Gobierno Central fueron los que más participaron en el crecimiento de la base monetaria, especialmente en los años 1947 y 1948. En 1949 el incremento del crédito a estos dos agentes económicos se redujo y las reservas internacionales ganaron participación en la expansión de la base monetaria. En el año de 1950 tenemos que tanto las reservas internacionales como el crédito al Gobierno y al resto de la economía disminuyeron y produjeron una caída de la base monetaria. En este año, el bajo crecimiento de M1 se explicó por un aumento importante del multiplicador (recuerde que la cartera de los bancos comerciales estaba aumentando aceleradamente) que fue contrarrestado en buena parte por una reducción de la base monetaria.

Al llevar a cabo una desagregación del multiplicador en sus componentes C/D y R/D, encontramos que a pesar de que el incremento promedio del primero fue positivo (1.72%), la ponderación que lo multiplica resultó en un efecto contraccionista (-0.12%). Por su parte, el componente R/D presentó en promedio una reducción (-11%), la cual fue especialmente fuerte en 1946, 1949 y 1950.

En la última parte del Cuadro I.2, se presenta la descomposición de las reservas internacionales en sus componentes “stock” y “precio”. Se observa, que en promedio, el primero de ellos tuvo un efecto negativo sobre el saldo de reservas en pesos (-7%) y que la devaluación del 10% llevada a cabo en 1948 compensó parte de este impacto. En 1949, el aumento en el saldo de reservas en dólares fue el elemento que explicó el incremento de las reservas en pesos.

C. 1951-1954

En el período 1951-1954 los hechos más sobresalientes desde el punto de vista monetario fueron la Reforma Financiera de 1951 y el manejo económico que se le dio a la bonanza cafetera de los años 1953-1954, bajo la ideología del gobierno de la Dictadura.

En 1949 se había invitado a dos expertos de la Reserva Federal de los Estados Unidos, David Grove y Gerald Alter, para que realizaran un diagnóstico del sistema bancario colombiano. De acuerdo con su estudio, los instrumentos con los cuales había contado el Banco de la República hasta ese momento no habían sido eficientes en el control de los medios de pago y de la inflación y, su función se había enmarcado dentro de la teoría ortodoxa de un tipo de cambio fijo en la cual la autoridad monetaria se había conformado con jugar un papel pasivo, dejando fluctuar la cantidad de dinero de acuerdo con la acumulación o desacumulación de reservas internacionales²⁰. Por otra parte, hasta ese momento, la banca comercial había tenido la única función de captar recursos del público y otorgar créditos de corto plazo (menores a un año) sin tener, este comportamiento, gran injerencia en el desarrollo económico del país. Con base en este diagnóstico se llevó a cabo la Reforma de 1951 y con ella se inició el período de la orientación selectiva del crédito o política de crédito dirigido en Colombia.

²⁰ Para mayor detalle, ver Meisel, A. (1990), “El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951”, en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República.

La reforma buscó que la banca jugara un papel decisivo en el desarrollo económico del país. Para ello dotó a los bancos de la posibilidad de otorgar créditos a mediano y largo plazo (hasta 5 años) para impulsar actividades como la agricultura y el comercio²¹. En este proceso se le confirió al Banco de la República la función de canalizar el crédito hacia estos sectores considerados claves para el desarrollo económico, concediendo créditos de redescuento a tasas bajas de manera que los bancos se vieran incentivados a prestar recursos a mediano y largo plazo. Adicionalmente, el Banco de la República fue encargado de fijar los cupos de redescuento (ordinario, especial y extraordinario), las tasas de descuento y redescuento y de definir los sectores receptores de créditos de fomento.

La Reforma de 1951 también concedió al Banco de la República instrumentos más efectivos de control monetario; el más importante siendo la posibilidad de determinar y modificar los encajes bancarios. Anteriormente el encaje había sido fijado por ley pero desde 1951 podría ser modificado directamente por las autoridades monetarias. A su vez el Banco de la República quedó facultado para autorizar la inversión del encaje en préstamos a la producción o en algunos instrumentos, lo cual reforzó su función como canalizador del crédito²².

Vale la pena señalar que en este año también se produjeron modificaciones importantes en el campo cambiario, a través del Decreto 637 de marzo. Las medidas tenían el fin de eliminar la revaluación del tipo de cambio, reducir el número de tipos de cambios existentes con anterioridad y permitir un mejor manejo en materia cambiaria²³. Es importante

²¹ Vale la pena anotar que con anterioridad a 1951 se habían tomado algunas medidas en este sentido como la contenida en el Decreto 384 de 1950 y la Ley 90 de 1948.

²² Alviar Oscar (1970), "El Banco de la República", en Gómez H., Ortega F. y P. Sanclemente, *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero.

²³ Se estableció la libertad de importación y exportación, aunque se mantuvo una lista de prohibida importación. Las licencias de importación y exportación se reemplazaron por el requisito de registro de las mismas. Se creó la Oficina de Registro de Cambios, en donde se centralizaron todos los movimientos de moneda extranjera, y la Junta Reguladora de Cambios, encargada de la dirección de esta oficina. Esta última también debía determinar, en acuerdo con la Junta Directiva del Banco de la República, las modificaciones al tipo de cambio, el cual fue establecido en 2.5 pesos por dólar. Otra medida importante fue que se estableció el requisito de un depósito en el Fondo de Estabilización equivalente al 10% del valor de toda importación. Para mayor detalle ver Jorge Franco (1966), op. cit.

mencionar que el tipo de cambio fue establecido en 2.5 pesos por dólar. Por otra parte, el 75% de las exportaciones cafeteras se mantuvieron al tipo de cambio de 1.95 y solamente el 25% comenzaron a pagarse a 2.5 pesos por dólar.

En seguida hacemos un recuento de los principales hechos y de las diferentes medidas que se tomaron en el campo monetario y cambiario en el período 1951-1954. Como se verá más adelante, a pesar de que la Reforma dotó al Banco de la República con instrumentos más eficientes de control monetario, durante los años de la Bonanza Cafetera, las autoridades no reaccionaron prontamente y en muchos casos, actuaron en la dirección equivocada. Efectivamente, los encajes (ordinario y marginal) fueron utilizados frecuentemente en este período pero en algunas ocasiones se modificaron en el sentido errado. El control monetario se dio más bien por el lado de las importaciones las cuales se liberaron de manera importante en la época de la bonanza. La medida fue exitosa desde el punto de vista monetario y de precios pero condujo en los siguientes años a un desequilibrio cambiario de gran magnitud.

En 1951, 1952 y primer semestre de 1953, el Banco de la República haciendo uso de sus nuevas funciones tomó algunas medidas de importancia en cuanto a cupos de redescuento²⁴, depósitos previos y encajes, los cuales fueron aumentando gradualmente²⁵. Con estas

²⁴ En 1951 el cupo ordinario se fijó en 150% sobre los 4 primeros millones de capital y reserva legal de cada banco y 120% sobre el resto. El cupo extraordinario se fijó en 25% sobre el capital y reserva legal (para operaciones sobre las que no se podía cobrar más de un interés mayor en 0.5% sobre el interés de redescuento). También se estableció un cupo especial para operaciones realizadas en desarrollo del Decreto 384 de 1950. Por último en este mismo año, el Banco de la República transfirió 20 millones de pesos en depósitos oficiales en los bancos comerciales.

²⁵ En 1951 se estableció que los encajes para depósitos y antes de 30 días que se habían reducido a 12% en abril de ese año deberían mantenerse en ese nivel. En cuanto a los encajes de las cajas y secciones de ahorro, se determinó que podían estar invertidos en papeles de la Siderúrgica Nacional Paz del Río, en papeles del Instituto de Crédito Territorial y en depósitos sin interés del Banco de la República (Decreto 1465/53). En el año de 1952 se incrementó el encaje ordinario para depósitos a la vista y antes de 30 días del 12% al 15% y se estableció un encaje marginal del 40% sobre los saldos a finales de ese mismo mes. Debido al aumento que seguía registrando la cartera de los bancos comerciales, el Banco de la República impuso un interés sobre los depósitos que había realizado en los bancos comerciales. En septiembre, el Emisor eliminó el encaje marginal y lo reemplazó por un aumento en el encaje legal del 15% al 18% en los depósitos a la vista y antes de 30 días, y de 5% al 8% sobre los depósitos a término. En el primer semestre de 1953 se dictaron nuevas medidas en cuanto a encajes y depósitos previos de importación con el fin de reducir el crecimiento que estaba registrando *MI*. Por último, en mayo se incrementó de nuevo el encaje para exigibilidades a la vista y antes

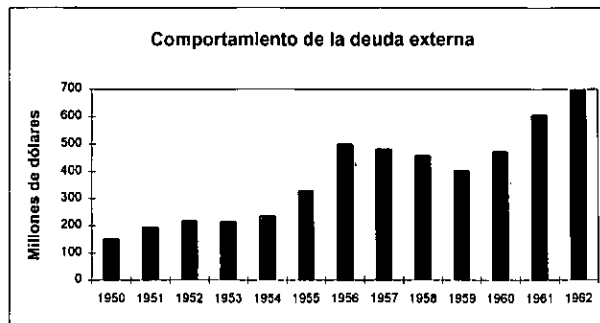
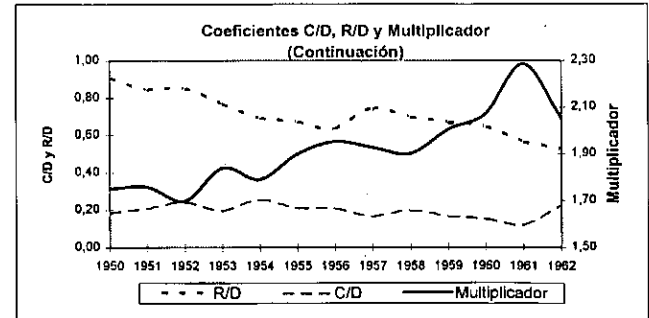
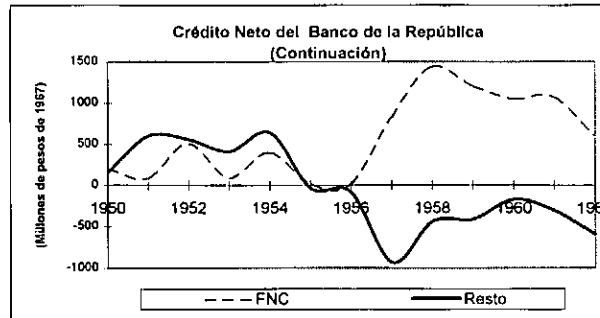
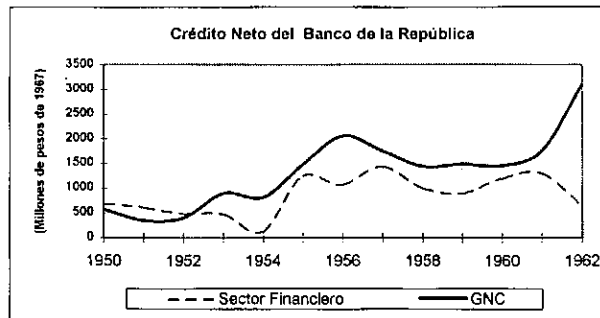
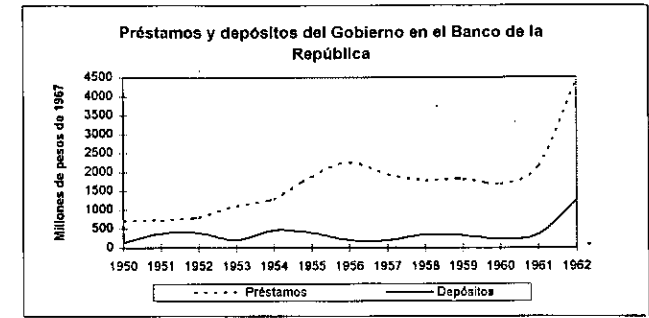
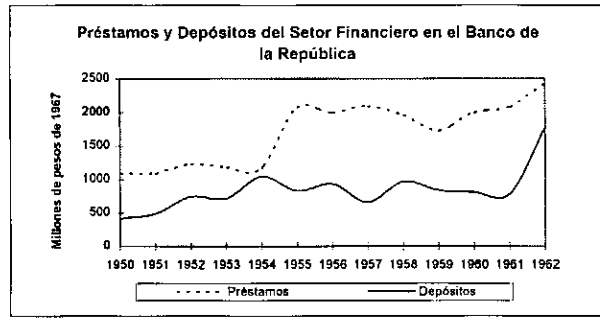
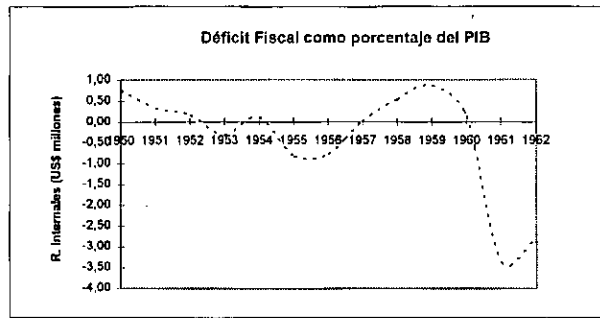
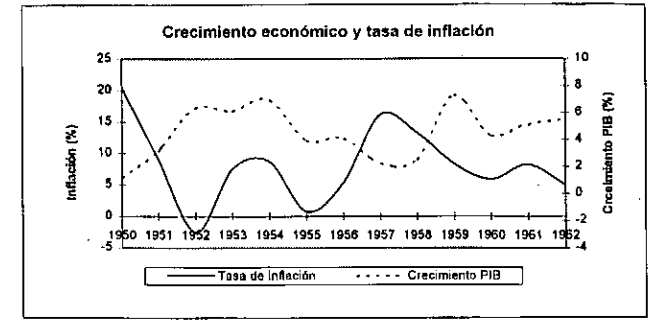
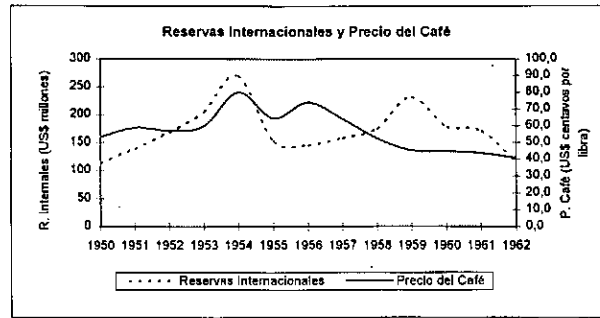
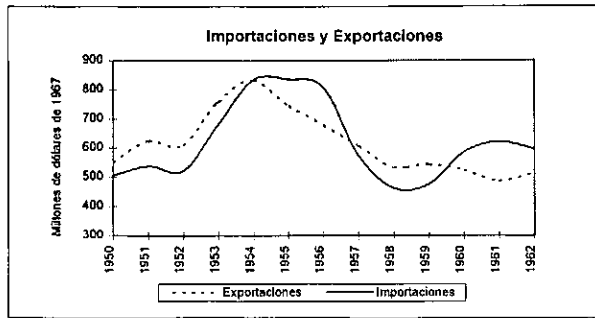
medidas se buscaba frenar el crecimiento de la cartera de los bancos comerciales que se estaba expandiendo inusualmente. Como se verá más adelante este control fue efectivo pues el multiplicador mostró una contribución negativa en el aumento de M1. Por otra parte, la inflación fue baja debido, por un lado al elevado crecimiento económico (Gráfico I.4) y por otro, a un aumento en el nivel de importaciones como consecuencia de las medidas tomadas en 1951. En el campo cambiario, vale la pena destacar el Decreto 2277 de 1951, por el cual el 40% de las exportaciones de café se pagarían a 2.5 pesos por dólar y el 60% restante a 1.95. Este porcentaje pagado a 1.95 pesos por dólar se iría incrementando a razón de 1.5% cada mes hasta que la totalidad recibiera el tipo de cambio oficial de las demás exportaciones (esto se daría en 1955).

En el segundo semestre de 1953 se presentó un incremento del precio del Café de 56 a 65 centavos de dólar la libra, entre junio y diciembre. Esta elevación del precio externo obedeció a las heladas ocurridas en el Brasil que afectaron los cultivos del grano y tuvieron como consecuencia una reducción de la oferta. Sin embargo, las autoridades monetarias no adoptaron medidas inmediatas para contrarrestar el consecuente aumento en las reservas internacionales del país. Es más, contradictoriamente en la segunda parte del año redujeron los encajes sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, los depósitos a término y los de ahorro, en un punto a partir de octubre, y en otro adicional a partir de diciembre, con el fin de financiar la cosecha de café y el habitual pago de impuestos. Por último, en diciembre de 1953, para contrarrestar la baja estacional de los depósitos, la Junta del Banco redujo en tres puntos más el encaje bancario, para exigibilidades a la vista y antes de 30 días, aunque estos aumentarían en los mismos tres puntos a partir de enero de 1954.

En el primer mes de 1954, el precio externo promedio del grano pasó de 59.8 a 80 centavos de dólar por libra, constituyéndose en el mayor precio hasta ese momento registrado en la historia del país (Gráfico I.4). Si bien, los precios habían aumentado desde el año anterior y habían tenido algún efecto sobre las reservas internacionales, solamente a comienzos de

de 30 días y de los depósitos de ahorros en 2 puntos (20% y 10%, respectivamente) y los depósitos previos ponderaron 14% y no 10%, como anteriormente.

Gráfico I.4: Evolución de algunas variables en el período 1950-1962



Fuente: Banco de la República: "Principales Indicadores Económicos, 1923-1992", Revista del Banco de la República, varios números y Memorias del Gerente a la Junta, varios años

1954 vinieron a tomarse medidas de control monetario y cambiario. Estas estaban principalmente dirigidas a reducir el incremento en los ingresos cafeteros²⁶ y a relajar las restricciones a las importaciones (Decreto 513), con el fin de evitar un desbordamiento de los medios de pago²⁷. Esta última disposición tuvo un efecto contraccionista importante. También se adoptaron medidas monetarias en abril cuando se impuso un encaje marginal del 40% para exigibilidades a la vista y antes de 30 días²⁸. Como en julio las presiones monetarias seguían siendo importantes, se estableció un encaje marginal adicional del 20% sobre los depósitos a la vista y a término (sobre saldos a 7 de julio). En el Gráfico I.4 puede apreciarse que en 1954 hubo un incremento considerable de las reservas internacionales del país. Las medidas tomadas en el primer semestre de 1954, aunque efectivas, no fueron suficientes para esterilizarlo pues el crecimiento nominal de M1 entre junio de 1953 y junio de 1954 superó el 27%.

Los precios del café comenzaron a descender desde agosto de 1954, como consecuencia de la devaluación llevada a cabo en el Brasil. Las autoridades económicas gestionaron la cooperación entre países para la defensa de las cotizaciones y de las ventas, pero no hubo los efectos deseados. Desde agosto los envíos se redujeron, los contratos para ventas al exterior decayeron visiblemente y la balanza cambiaria registró pérdidas superiores a los 60 millones de dólares²⁹. En ese momento las medidas debieron dirigirse en la dirección contraria, se suprimieron los mayores encajes marginales impuestos unos meses antes y se

²⁶ Se suspendió lo establecido en el Decreto 2277 de 1951 con el propósito de limitar los ingresos cafeteros. De acuerdo con este decreto, el 60% de las divisas provenientes de las exportaciones de café se liquidarían a la tasa de cambio de 1.95 pesos por dólar y el 40% restante a una de 2.50 pesos por dólar. Este último porcentaje se iría incrementando a razón de 1.5% mensual, de manera que hacia 1955 se igualaran la tasa de cambio cafetera con la vigente para las demás exportaciones. Por lo tanto, la medida consistió en mantener la tasa de cambio del grano en 2.38 pesos por dólar. Adicionalmente, en marzo de 1954, a través de los Decretos 1051 y 448 de 1954, se estableció un impuesto a las exportaciones cafeteras del 50% sobre el valor en dólares que excediera el precio básico de 105 dólares por saco (el precio de reintegro se encontraba en 125 dólares por saco).

²⁷ Se eliminó la lista de prohibida importación y se establecieron las mercancías del segundo grupo, las cuales podrían importarse con la utilización de comprobantes de exportación o con el pago de un impuesto del 40%.

²⁸ El encaje ordinario era de 18% y 8%, para exigibilidades a la vista y antes de 30 días, y para depósitos a término, respectivamente. Para mayor detalle ver, Wiesner, E. (1978), op.cit., 1978, pg. 153 y Gaviria, F. op. cit.

²⁹ Memoria del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio 1954-junio 1955.

trató de limitar las importaciones a las de mercancías más necesarias³⁰. Sin embargo, a pesar de estas medidas, las importaciones siguieron mostrando un acelerado crecimiento (Gráfico I.4), debido en buena parte, a que los interesados en importar buscaban asegurar sus pedidos ante la expectativa de mayores restricciones futuras. A su vez, los pagos por las mercancías no se dieron con el mismo ritmo. Aquí comenzó a generarse un gran problema de deuda externa atrasada que traerá grandes costos para el país en los siguientes años.

En el años de 1954, M1 aumentó en 19.3% y la inflación fue baja (4.4%). Comparando este período con el de 1940-1945, cuando se dio una acumulación de reservas internacionales importante, se concluye que la Bonanza Cafetera no produjo ni una acumulación exagerada de reservas internacionales, ni un crecimiento extraordinario en los medios de pago y los precios. Efectivamente, la libertad dada a las importaciones, junto con el importante crecimiento económico de esos años permitieron un bajo aumento de la inflación. Por el contrario, puede decirse que el control monetario se dio a costa de un aumento exagerado de las importaciones, una consecuente caída de las reservas internacionales (inclusive desde el tercer trimestre de 1954) y una deuda comercial atrasada que representará grandes costos para la economía en los años que siguen.

En el Cuadro I.3 se presenta la descomposición de los medios de pago para el período 1951-1954. Estos crecieron en promedio 17.7%. Como era de esperarse la base monetaria fue el factor que más contribuyó a esta expansión (17.0%). El año de 1953, fue una excepción a este comportamiento, pues mientras la base monetaria conllevó a un crecimiento de 9.2% en los medios de pago (por acumulación de reservas internacionales) el multiplicador contribuyó con 8.3%. La razón de este hecho fue que en el segundo semestre de ese año se redujeron de manera notable los encajes, en un momento de aumento

³⁰ La Resolución 20 de octubre de 1954 la Junta Directiva suprimió los mayores encajes mencionados anteriormente. Por otra parte, la reducción de las reservas internacionales impuso revisar la política de liberación de importaciones y el Decreto 3077 trató de limitarlas a las de carácter esencial, aumentando el número de artículos en la lista del segundo grupo y elevando el impuesto del 40 al 80%. Además la garantía previa que depositaban los comerciantes en el Fondo de Estabilización se fijó en 100% y se ajustó el reintegro cafetero. Para mayor detalle, ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio 1954-junio 1955

Cuadro I.3

Descomposición de los medios de pago, M1: 1951-1954

	1951	1952	1953	1954	Promedio Período
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.					
Cambio porcentual en M1	16,4	16,9	18,3	19,3	17,7
Cambio porcentual en B	15,8	21,0	9,2	22,5	17,1
Contribución total de B	15,9	20,3	10,0	21,9	17,0
Cambio porcentual en m	0,5	-3,4	8,3	-2,6	0,7
Descomposición de la Base Monetaria, B.					
Cambio porcentual en la Base Monetaria	15,8	21,0	9,2	22,5	17,1
Contribución de las Reservas Internacionales	8,7	9,1	9,0	13,2	10,0
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	-4,2	15,3	-12,3	10,1	2,2
Contribución del Crédito al Sector Financiero	-0,6	-4,2	0,3	-9,8	-3,6
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	-7,0	2,2	15,9	0,5	2,9
Contribución del Crédito al Resto	18,9	-1,3	-3,6	8,5	5,6
Descomposición del multiplicador, m.					
Cambio porcentual en el multiplicador	0,52	-3,40	8,29	-2,63	0,7
Cambio porcentual en C/D	-7,04	0,48	-9,38	-10,30	-6,6
Contribución total de C/D	2,61	-0,16	3,40	3,83	2,4
Cambio porcentual en R/D	11,97	17,19	-19,55	31,50	10,3
Contribución total de R/D	-2,09	-3,24	4,89	-6,46	-1,7
Descomposición de las Reservas Internacionales					
Cambio porcentual en las Reservas en pesos	21,8	21,6	21,2	28,1	23,2
Contribución del componente de reservas en dólares	22,1	21,1	21,5	31,6	24,1
Contribución del componente de tasa de cambio.	-0,3	0,5	-0,3	-3,5	-0,9

Fuente: Cálculos propios

de las reservas internacionales. Por otra parte, el multiplicador produjo un efecto contraccionista sobre los medios de pago en 1952 y 1954, cuando las medidas monetarias, a través de aumentos en los encajes, fueron exitosas en el control de la expansión secundaria de dinero.

Al realizar una desagregación del crecimiento de la base monetaria en sus diferentes componentes, se observa que en promedio las reservas internacionales colaboraron con 10 puntos porcentuales de los 17.1 que aumentó la primera variable mencionada. Esto se debió, al buen comportamiento del precio del café en el mercado internacional. En este período puede de nuevo observarse que el control monetario se dio a través de una reducción del crédito neto al sector financiero, al gobierno y al sector cafetero. Efectivamente, los préstamos al Fondo Nacional del Café no fueron un factor preponderante en la expansión monetaria. Igualmente, los préstamos otorgados al Gobierno Central disminuyeron su participación promedio con respecto al período anteriormente analizado, probablemente como consecuencia de los mayores ingresos del gobierno por concepto de la Bonanza Cafetera. Sin embargo, en 1953 cuando se registró un pequeño déficit en las finanzas del Gobierno (Gráfico I.4), se presentó una expansión importante de la base por concepto de los créditos otorgados a este agente. El sector financiero produjo en promedio un efecto contraccionista sobre la base en la medida en que los préstamos a este sector se mantuvieron más o menos constantes y los depósitos se incrementaron, llevando a que el crédito neto mostrara una tendencia decreciente en el período bajo estudio. Por último, el crédito neto al resto de la economía, el cual de acuerdo con nuestra metodología se construyó por residuo, fue un factor expansivo de la base monetaria en 1950 y 1954. Este resultado puede resultar consistente con un período de elevadas importaciones por parte del sector privado. Como se recuerda, hubo un relajamiento de las restricciones a las importaciones que se pueden haber reflejado en una caída o menor crecimiento de los depósitos previos de importación, es decir en un mayor crédito neto del Banco de la República a los agentes para financiar la compra de bienes en el exterior.

El multiplicador produjo en todo el período una leve expansión de M1 (0.7%). Esto puede ser un resultado de la Reforma Financiera de 1951 que permitió al Banco de la República modificar más eficientemente los encajes de acuerdo con las necesidades de la política monetaria. Es decir, en los años en que el Banco de la República se puso como meta frenar la expansión secundaria de dinero, lo logró a través de movimientos en los encajes. Este es el caso de los años 1952 y 1954. En el primero de estos se buscó una reducción en el crecimiento de la cartera del sector financiero y en el segundo, una menor expansión secundaria en una coyuntura de aumento en la base monetaria por concepto de las mayores reservas internacionales. Asimismo, puede observarse el comportamiento contradictorio del año de 1953 cuando se inicia el incremento de los precios del café, en que la autoridad monetaria optó por reducir los encajes. El resultado de esto fue que el componente más importante de la expansión monetaria fue el multiplicador y no la base.

Por último, el cambio en las reservas internacionales en pesos se incrementaron por un cambio en su stock de reservas en dólares y no por el efecto de un aumento en el tipo de cambio. Vale la pena anotar que, a pesar de que hasta el momento la bonanza cafetera de 1954 era la más importante que se había presentado en la historia del país, las reservas internacionales no tuvieron un incremento anormalmente superior al de otros períodos en los cuales también hubo una importante acumulación de reservas internacionales, como los años 1940-1945.

D. 1955-1957

Este período correspondió en una primera parte a la crisis del sector externo, causada por la caída en los precios del café en el mercado internacional, el crecimiento de las importaciones como consecuencia de la revaluación del tipo de cambio y un déficit fiscal de magnitud importante que agravó aún más el problema de la balanza de pagos. Después de terminado el gobierno de la Dictadura, se inició un severo programa de ajuste con el fin de retornar al equilibrio en el sector externo y fiscal.

La Dictadura de Rojas Pinilla había coincidido en sus inicios con un período de prosperidad cafetera muy importante. Sin embargo, esta prosperidad no perduró sino hasta 1954. Para atenuar los efectos monetarios e inflacionarios de la Bonanza Cafetera, dicho gobierno llevó a cabo una política de importaciones liberal que no solamente evitó la acumulación exagerada de reservas en 1954 sino que también condujo, entre 1955 y 1957, a una caída vertiginosa de esta variable. Los resultados fueron un desequilibrio cambiario de gran magnitud, la casi paralización de las importaciones hacia 1957 y la acumulación de una deuda comercial atrasada sin antecedentes en el país. Por su parte, los medios de pago presentaron un crecimiento importante, especialmente en 1956 y 1957, con un consecuente incremento de los precios. Esta expansión monetaria tuvo su explicación en el crédito otorgado al Gobierno Nacional y al Fondo Nacional del Café, y también, en la liquidez generada por la demora de los pagos al exterior³¹.

La crisis que se presentó en este período fue el resultado de una decisión política tomada en el año de la Bonanza Cafetera. Efectivamente, desde el segundo semestre de 1954 se podía prever el desequilibrio cambiario que se avecinaba el cual podía ser resuelto de dos maneras alternativas: se podía llevar a cabo una política de importaciones estricta para atenuar las presiones cambiarias. Esto sólo tendría resultados satisfactorios si se acompañaba de una gran austeridad en el campo monetario y fiscal. La segunda posibilidad era insostenible en el largo plazo pero daba buenos resultados desde el punto de vista político y consistía en seguir permitiendo una política de importaciones liberal, lo cual daba cabida a una política fiscal monetaria y fiscal expansivas, sin un impacto exagerado sobre los medios de pago y la inflación. El gobierno de la Dictadura optó por la segunda alternativa³².

En este período, las principales medidas ocurrieron en el campo cambiario pues fue en este mercado en donde persistió hasta 1957 un fuerte desequilibrio. Al terminar la Dictadura y comenzar el Gobierno de la Junta Militar, las medidas del programa de ajuste llevado a

³¹ Wiesner, Op. Cit. pg. 159.

³² Para mayor detalle ver Gutiérrez Castro Edgar (1966), estudio económico preliminar en Hernando Agudelo Villa, *Las Cuatro Etapas de la Inflación en Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá-Colombia, 1967.

cabo atacaron en primer lugar este campo. Por lo tanto, buena parte de esta sección se dedica al recuento de las principales medidas cambiarias, aunque se comentaran las más importantes disposiciones en el contexto monetario. Al final, se realiza una descomposición de los medios de pago en donde se analizan las principales fuentes de su expansión.

En los años 1955, 1956 y primer semestre de 1957 aumentaron los signos de debilidad cambiaria. La demanda por importaciones se mantenía en niveles elevados a pesar de que varias medidas tendieron a restringirlas (Gráfico I.4). Entre ellas vale la pena mencionar: la creación de cinco grupos de mercancías de importación³³ y la institución de un mercado libre de divisas en 1955 (Decreto 1372), cuya oferta estaba constituida por las divisas provenientes de los capitales que ingresaban al país sin derecho a desembolso, las entradas por concepto de exportaciones de servicios y las exportaciones diferentes de café, banano, cueros crudos, petróleo y platino. Estas divisas serían utilizables para el pago de algunas mercancías (grupos segundo, tercero y cuarto)³⁴. A pesar de estas medidas, las presiones cambiarias no cedían y por lo tanto se tomaron nuevas medidas en 1956 tendientes a trasladar más mercancías al mercado libre, aumentar la oferta en este mercado y tornar más estrictos los depósitos de importación³⁵. Por último, en 1956 y 1957 se dictaron diversas

³³ El Decreto 331 clasificó las importaciones en 5 grupos, de acuerdo con su esencialidad. Los grupos quedaron definidos de la siguiente manera con su impuesto de timbre y depósito previo

	tx timbre	dep previo
preferencial	3	20
primero	10	24
segundo	30	30
tercero	80	40
cuarto	100	60

Por otra parte, las importaciones de algunas mercancías quedaron suspendidas o sujetas a ciertas condiciones. Con este fin se dispuso que las mercancías incluidas en la tercera categoría sólo podían venir de naciones con las cuales Colombia tuviera una balanza comercial más o menos equilibrada y que sólo para el pago de las importaciones de mercancías de la cuarta categoría serían utilizables los comprobantes de exportación. Adicionalmente, El Decreto 1259 (junto con el Decreto 331) estableció un sistema de comercio de trueque: los registros de importación que se autorizaran solamente podían ser pagados con divisas provenientes de exportaciones dirigidas al mismo país de donde fuera originaria la mercancía. Por último, se estableció un segundo grupo especial de importaciones, con el mismo impuesto de timbre pero cuyas importaciones se pagarían en el mercado libre.

³⁴ Es decir, los grupos preferencial y primero serían reembolsables con dólares oficiales y los demás con dólares libres. Debido a que la situación no mejoraba notablemente, se expidió el Decreto 2958 de 1955 que efectuó nuevos traslados al mercado libre.

³⁵ En abril de 1956 se había restringido el uso de divisas oficiales para importación de materias primas y productos esenciales y se suspendió el sistema de trueque mencionado anteriormente. Las demás compras de

disposiciones para adelantar los pagos de la deuda externa que alcanzaban niveles de retraso elevados³⁶. El sucesivo traslado de mercancías de importación al mercado libre y la mayor demanda por divisas en este mercado para atender el pago de la deuda conllevaron a un aumento del tipo de cambio libre y un distanciamiento cada vez mayor entre éste y la tasa oficial, haciendo cada vez más evidente el desequilibrio cambiario. Adicionalmente el

bienes debían efectuarse a través del mercado libre de divisas, cuyas fuentes se ensancharon a partir de octubre de 1955 con las divisas provenientes de despachos de banano y de las entradas procedentes de indemnizaciones de seguros. En ese mismo mes, el Decreto 813 modificó los depósitos previos de importación fijándolos en (40%, 40%, 50%, 60%, 80%, 100%) y en junio, se autorizó la libre negociación de divisas provenientes de las exportaciones de platino (Decreto 1505). En los últimos meses del año varias medidas se tomaron con el fin de restringir aún más las importaciones. En octubre se intensificaron las restricciones y se clausuró temporalmente en la oficina de cambios, la inscripción de importaciones. En noviembre, se creó un comité integrado por los ministros de Hacienda y Fomento y con observadores de los gremios industriales y comerciales para estudiar y seleccionar registros de importación que fueran inaplazables. Sin embargo, las aprobaciones no fueron restringidas como la situación lo requería. Adicionalmente, el Decreto 2643 de noviembre de 1956 aumentó el número de mercancías de prohibida importación. En diciembre, se reclasificaron las importaciones en cuatro grupos, con diferentes impuestos de timbre y de depósito previo y también se adoptó una lista de suspendida importación al mismo tiempo que se mantenía la lista de prohibida (Decreto 3142):

	timbre	dep previo
Primero especial	10	40
Primero	40	50
Segundo	60	60
Tercero	90	80

Adicionalmente, el Decreto 2929 de noviembre de 1956 creó los Títulos de Divisas. Estos se otorgarían a cambio de las divisas provenientes de las exportaciones, que hasta ahora se negociaban en mercado libre. Se elevó en el mismo mes el reintegro cafetero de US\$90 a US\$105 por cada saco de café de 70 kg. De estos US\$105, US\$87.5 se pagarían a tasa de 2,50 y US\$17.5 con títulos de divisas. Así se hizo fluctuante la tasa de cambio del café. Este sistema entró en vigencia efectiva en 1957. Para mayor detalle ver: Wiesner, op. cit. y Kalnins, *Análisis de la Moneda y de la Política Monetaria Colombiana*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, Colombia, 1963 y López Alejandro, "El Banco de la República y la política macroeconómica, 1955-1962", en *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República.

³⁶ Debido a que se quería reducir parte de la deuda comercial atrasada, en junio de 1956, se expidió una fórmula opcional que permitía para quienes se acogieran a ésta, el pago del 50% de la deuda en dólares oficiales y el 50% en dólares libres. Se pagaron con esta fórmula cerca de 25 millones pero esto presionó el precio de la divisa en el mercado libre y se redujeron las reservas internacionales. En un principio se hizo un arreglo con los bancos de Estados Unidos de manera que Colombia, por intermedio del Banco de la República, pagaría de contado el 60% del valor de la deuda a 31 de diciembre de 1956, y el 40% restante sería cubierto con pagarés a cargo del Gobierno y del Banco de la República (con tasa de interés de 4% anual), para cuya emisión y por cuantía de 70 millones de dólares el Gobierno fue autorizado por el Decreto 10 de 1957. Este fue el llamado "Arreglo 60-40". La medida no fue efectiva pues solamente comprendía los giros directos hasta el 31 de diciembre, y de otra porque con posterioridad a la mencionada fecha se acumulaban nuevos atrasos, debido a que las reservas no eran suficientes para pagar la deuda. En febrero, de 1957 se dio a los importadores que habían anticipado sus pagos en dólares libres, la opción de recibir en lugar de cambio oficial, pesos a 4.95 por cada dólar. Ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio de 1956-junio de 1957.

incremento de los medios de pago y de los precios agudizaba aún más el problema de la revaluación. Cada vez se hacía más urgente la devaluación para retornar al equilibrio en balanza de pagos (Gráfico I.4). Sin embargo, había una gran resistencia a ésta pues existía el temor de que al aumentar el tipo de cambio se provocaba un fenómeno inflacionario aún mayor.

En mayo de 1957 terminó el gobierno de la Dictadura y en los meses siguientes las medidas tomadas por la Junta Militar buscaron restablecer el orden en las instituciones. La urgencia de solucionar el desequilibrio que persistía llevaron a la reforma del régimen cambiario en junio de 1957 a través del Decreto Legislativo 107. El objetivo principal de este decreto era eliminar la revaluación del tipo de cambio y un equilibrio en la balanza de pagos a través de un rígido control de importaciones.

Con este propósito, se creó un nuevo régimen cambiario donde coexistían dos mercados fluctuantes: el de certificados de cambio y el de capitales³⁷. La reforma también creó el Fondo de Regulación Cambiaria que tenía la función de intervenir en el mercado cambiario de manera a suavizar los cambios abruptos o estacionales. Para este objetivo contaría con reservas destinadas a tal fin y un crédito “stand by” concedido por el FMI. También se estableció una lista de prohibida importación y otra de licencia previa. Por último, para el pago de la deuda comercial pendiente se creó un impuesto de sobre el producto de las exportaciones del 15% y sobre los giros uno de 10%. Sin embargo, el problema de la deuda externa sólo pudo ser resuelto mediante un crédito del Export Import Bank y otro otorgado por un grupo de bancos estadounidenses.

³⁷ La oferta en el mercado de certificados de cambio estaría dada por las divisas provenientes de las todas las exportaciones y las de las entradas de capital destinadas a la industria petrolera y extracción de metales. Estos certificados se utilizarían para el pago de importaciones de mercancías, reembolsos de capitales registrados con anterioridad a esta medida, al pago directo a las empresas de transporte del 80% del valor de los fletes sobre importación, a los pagos del gobierno, a los giros de estudiantes y al pago de capitales e intereses de las deudas externas registradas con anterioridad al decreto en cuestión. En el mercado de capitales, la oferta estaría dada por los nuevos capitales, los renglones de turismo, de residentes, de regalías y otros menos importantes y la demanda estaría conformada por el servicio de los nuevos capitales y de los créditos posteriores a la reforma, el turismo y el pago de servicios.

La tasa de cambio del certificado se estableció en 4.85 y la del mercado de capitales 5.9. La reforma protocolizó una devaluación del casi 100% que en la práctica ya se había dado. Efectivamente, el dólar libre se encontraba en un nivel mayor que el oficial, y cada vez más mercancías de importación se habían trasladado a este mercado, lo cual significaba una devaluación indirecta. Además el Banco de la República había vendido dólares a 4.95 a los importadores para agilizar los pagos de la deuda comercial atrasada. Pocos meses después de la anterior reforma fue necesario aumentar el depósito previo de importación a 100%³⁸. Esto indicaba que la devaluación no había sido suficiente y que el mercado cambiario seguía en desequilibrio³⁹.

En el contexto monetario se pueden hacer las siguientes observaciones para este período. Como puede observarse en el Gráfico I.1, en 1955 el crecimiento de los medios de pago fue bajo (4.7%). Aquí hay factores opuestos que produjeron dicho resultado. Por un lado las reservas internacionales resultaron en una contracción que prácticamente alcanzó a compensar el incremento del crédito al gobierno y al sector financiero. El crédito al Gobierno Central tuvo su origen en un déficit fiscal de magnitud importante explicado a su vez por el apoyo financiero que el gobierno debió prestar a la Siderúrgica Paz del Río. Esta operación fue financiada con la emisión de bonos comprados a su vez por el Banco de la República, es decir con emisión.

En este año tampoco hubo una presión al alza de los precios pues el bajo crecimiento de los medios de pagos complementó con un nivel elevado de importaciones⁴⁰. En cuanto a las medidas de control monetario tenemos que en abril de 1955 la Junta Directiva del Banco

³⁸ Resolución 16 del Banco República.

³⁹ Incluso, adelantándonos un poco vale la pena mencionar que por este motivo, en marzo de 1958 por el Decreto 80, se determinó que la compra de divisas de exportación se haría a un tipo de cambio fijo pero ajustable eventualmente. El Banco podría afectar el precio de compra después de que el precio de venta superara después de 120 transcurridos y por cuatro semanas consecutivas, el precio de compra en más de 60 puntos. Por su parte, la venta de divisas se daría a través de remates públicos. Adicionalmente se estipuló que el pago de fletes ya no se haría a través del mercado de certificados sino a través del mercado de capitales. Se creó el impuesto de retención cafetera (10%) y se fijó el tipo de cambio de compra y de venta en 6.10. Luego se aumentó a 6.73 en abril. Cabe recordar que el dólar libre fluctuaba alrededor de 8 pesos por dólar. Por el Decreto 102 de 1958 se modificó la retención cafetera (15%).

⁴⁰ Memoria del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio 1955-junio 1956.

elevó el encaje ordinario en 5 puntos sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días y los depósitos a término⁴¹. La reglamentación impuso además un encaje marginal del 40% sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días⁴². Sin embargo, tal incremento de 5 puntos fue eliminado como consecuencia de las presiones bajistas en la oferta de dinero⁴³.

En 1956 hubo un incremento considerable de los medios de pago (24.9%). De acuerdo con las Memorias, al examinar las fuentes de riqueza no existen cambios para justificar dicho crecimiento y, en realidad, se hizo poco para limitar dicho fenómeno. Tan solo las autoridades se limitaron a tomar algunas medidas en cuanto al cómputo del encaje de los bancos⁴⁴. La expansión se dio en este año en el crédito del emisor otorgado al Gobierno Nacional, el cual de nuevo presentó una situación de déficit. De acuerdo con Wiesner⁴⁵, la expansión tuvo también sus causas en la demora de los pagos al exterior, la cual significaba liquidez en los importadores al no exigírseles el depósito en moneda colombiana de acuerdo con lo que representaban las deudas.

En el primer semestre de 1957, la expansión de los medios de pago fue importante (Gráfico I.1). El crecimiento entre junio del 56 y junio del 57 fue de 27.5%. De acuerdo con la Memorias del Gerente, el crédito otorgado por el Emisor alcanzó una suma muy elevada, creciendo en cerca de 55% entre junio 56-junio 57. Este aumento correspondió a actividades del sector cafetero (pues el precio externo del grano comenzó a reducirse de manera importante desde 1957), los préstamos del Banco de la República al Fondo de Estabilización⁴⁶ y de los bancos comerciales (Gráfico I.4). La expansión secundaria de

⁴¹ A partir de abril 2.5 puntos y a partir de mayo lo demás.

⁴² No se estableció encaje marginal sobre los depósitos de ahorro.

⁴³ Memoria del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio 1955-junio 1956.

⁴⁴ Se suprimió la facultad de un año atrás que tenían los bancos para utilizar sus excesos de encaje en moneda extranjera para compensar deficiencias de encaje en moneda nacional. (Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio de 1956-junio de 1957, pg. 79).

⁴⁵ Wiesner, Op. Cit. pg. 159

⁴⁶ Desde 1950 hasta 1957, se había establecido que los depósitos previos de importación se realizaran en el Fondo de Estabilización, el cual no los congelaba sino que los destinaba a créditos mediano y largo plazo, eliminando parte del efecto monetario contraccionista que los depósitos podían producir. La Reforma de 1957 se determinó que los depósitos debían permanecer en el Banco de la República, recortando de manera importante los ingresos del Fondo de Estabilización. Para cancelar sus compromisos el Banco de la República debió prestarle recursos.

dinero también fue importante. Solo hasta mediados del año, al iniciar el programa de ajuste vinieron a tomarse medidas correctivas. Ya en 1956, por el Decreto 101, se suprimió desde enero de 1957 la facultad que tenían los bancos de compensar sus defectos de encaje en moneda legal con excesos de encaje en moneda extranjera, lo cual estaba permitiendo un elevado crecimiento de la cartera bancaria. Además, en vista de que las presiones expansionistas no cedían, en mayo de 1957, se elevó el encaje de 14% a 18% para exigibilidades a la vista y antes de 30 días y de 5% a 9%, para las de más de 30 días⁴⁷. En este último mes, se ordenó un encaje total para las exigibilidades a la vista y a término, a partir del 1 de julio, de 80%⁴⁸. Por último, en diciembre de 1957 se emitió la Resolución 11 en cuanto a los cupos de descuento para los bancos oficiales⁴⁹.

En el cuadro I.4 se presenta una desagregación de los medios de pago para este período. Estos crecieron en promedio 14.4%. El incremento fue en su mayoría el resultado de una expansión de la base monetaria, que en promedio contribuyó en 11.9%. En 1955, el crecimiento en los medios de pago fue muy bajo (4.7%) y se dio básicamente por un aumento importante del multiplicador (6%). Las cifras anteriores implican que en ese año la base monetaria produjo un efecto contraccionista. Esto se debió a la caída en reservas, como consecuencia del aumento en las importaciones que compensó un incremento supremamente importante del crédito al sector financiero y al Gobierno Central.. En el año de 1956 se produjo un crecimiento elevado de los medios de pago, originado primordialmente en la expansión de la base monetaria. En este año, las reservas internacionales se recuperaron y el crédito otorgado al Gobierno Central fue el que

⁴⁷ Medida que entraría en vigencia a partir de junio 12.

⁴⁸ Los depósitos en moneda extranjera que recibirían los bancos comerciales de acuerdo con el Decreto Legislativo 107 también estarían sujetos a un encaje del 80%, y para los depósitos de ahorro siguió operando el encaje del 25%.

⁴⁹ Dichos cupos quedaron establecidos de la manera siguiente:

- Ordinario: equivalente a 150% sobre los primeros 4 millones de capital pagado y reserva legal del respectivo banco.
- Segundo cupo ordinario: equivalente a 120% del remanente del capital y reserva legal del respectivo banco.

Estos dos cupos tenían un límite superior de 250% del capital y reserva del Banco de la República y se debían destinar de acuerdo con lo siguiente: i) 25% para fomento económico, ii) 35% para operaciones agrícolas y iii) 40% para operaciones normales de redescuento.

Extraordinario: equivalente al 50% del capital y reserva del banco en cuestión.

Cuadro I.4

Descomposición de los medios de pago, M1: 1955-1957

	1955	1956	1957	Promedio 55-57
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.				
Cambio porcentual en M1	4,70	24,90	13,62	14,41
Cambio porcentual en B	-1,24	21,49	15,14	11,80
Contribución total de B	-1,31	22,09	14,94	11,91
Cambio porcentual en m	6,02	2,81	-1,31	2,50
Descomposición de la Base Monetaria, B.				
Cambio porcentual en la Base Monetaria	-1,2	21,5	15,1	11,80
Contribución de las Reservas Internacionales	-20,2	6,1	2,3	-3,91
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	-9,8	-0,4	22,4	4,05
Contribución del Crédito al Sector Financiero	29,1	-2,2	14,2	13,70
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	17,1	19,5	-0,1	12,16
Contribución del Crédito al Resto	-17,5	-1,5	-23,7	-14,20
Descomposición del multiplicador, m.				
Cambio porcentual en el multiplicador	6,0	2,8	-1,3	2,50
Cambio porcentual en C/D	-2,8	-6,0	17,5	2,91
Contribución total de C/D	1,0	2,3	-5,9	-0,90
Cambio porcentual en R/D	-17,5	-2,2	-20,4	-13,33
Contribución total de R/D	5,0	0,5	4,6	3,41
Descomposición de las Reservas Internacionales				
Cambio porcentual en las Reservas en pesos	-41,1	20,8	8,1	-4,08
Contribución del componente de reservas en dólares	-45,2	-7,0	8,8	-14,46
Contribución del componente de tasa de cambio	4,0	27,8	-0,8	10,38

Fuente: Cálculos propios

produjo la expansión monetaria. En el año de 1957, el crecimiento de los medios de pago fue menor al del año anterior probablemente como consecuencia de las medidas correctivas tomadas en el segundo semestre. La reducción de los precios en el mercado internacional obligaron al Emisor a conceder en este año créditos al Fondo Nacional del Café, lo cual tuvo efectos expansionistas.

De nuevo se puede corroborar que en períodos de reducción de las reservas internacionales, la autoridad monetaria permitió un incremento del crédito neto a los diferentes agentes de la economía, a pesar de que desde 1951 se quería que ésta jugara un papel menos pasivo ante los movimientos en el sector externo. De acuerdo con la descomposición de la base monetaria encontramos que los elementos que más contribuyeron a su crecimiento fueron, el crédito del Emisor al sector financiero, al Gobierno Central y al Fondo Nacional del Café. El crecimiento en el crédito a los otros dos agentes tuvo su origen en la política fiscal y monetaria “laxa” de los años del gobierno de Rojas Pinilla. El año en que el crédito al sector financiero fue muy importante en el crecimiento de la base monetaria fue el año de 1955 (recuérdese que en este mismo año el multiplicador tuvo un efecto expansivo sobre M1). El crédito al Gobierno Central también fue importante en 1955 y 1956, últimos años de la Dictadura en los cuales se llevó a cabo una política fiscal expansiva con fines populistas. En 1957, por el contrario, se produjo una caída en los préstamos a este agente, probablemente como consecuencia de las medidas de ajuste del comienzo del gobierno de la Junta Militar. Vale la pena destacar la importante contribución contraccionista del crédito al resto de la economía. La razón de este hecho puede ser que las diferentes medidas en cuanto a depósitos previos produjeron un aumento de este rubro.

Por su parte, durante todo el período hubo una contribución negativa de las reservas internacionales en el crecimiento de la base monetaria. De nuevo, como consecuencia de las elevadas importaciones de este período, las reservas internacionales se redujeron de manera importante en 1955. Desde 1956 se presenta un incremento importante de esta variable (en pesos) debido a que la devaluación de 1957, que se había adelantado en la práctica. Por el

contrario en 1957 hubo un efecto “stock” como consecuencia de la mejor posición externa luego de la devaluación.

En cuanto a la descomposición del multiplicador monetario en sus diferentes componentes encontramos que, en promedio el componente de C/D tuvo en total un efecto contraccionista mientras que el componente R/D, un efecto expansivo. Es importante anotar que en el coeficiente de reservas a depósitos decreció en todo el período y de forma muy importante en 1955 y 1957.

E. 1958-1962

Este período se inició con el comienzo del Frente Nacional, presidido por Lleras Camargo quien se comprometió a ejecutar una política económica de gran austeridad y restricciones en el campo financiero. En 1958 y 1959 este objetivo se cumplió pero desde 1960, por presiones de diferentes sectores de la economía, que clamaban por una política monetaria menos estricta (mayores créditos) para poder contribuir al crecimiento económico, se fue relajando poco a poco. Como consecuencia, entre 1960 y 1962 se presentó un acelerado crecimiento de los medios de pago cuya explicación estuvo en el crédito del Emisor otorgado al Gobierno Central y al sector financiero, y en la expansión secundaria de dinero a través del multiplicador monetario. Debido al aumento de los precios y de la revaluación del peso, en 1962, las autoridades monetarias se vieron obligadas a retornar a estrictos controles para evitar un desbordamiento mayor de los medios de pago y a una devaluación del tipo de cambio con el fin de corregir el desequilibrio del sector externo. A continuación realizamos un recuento más detallado de los principales acontecimientos monetarios y cambiarios de este período.

A pesar de que en 1957 se habían tomado medidas correctivas en todos los campos y se había logrado ajustar parte del desequilibrio cambiario, quebrar la tendencia creciente de los medios de pago y atacar el problema de la deuda externa, a comienzos de 1958 reaparecieron presiones inflacionarias, explicadas en parte porque los precios del café en el

mercado internacional seguían reduciéndose de manera importante y esto estaba obligando a retener inventarios, lo cual era financiado a través de créditos del Banco de la República, y en parte, porque continuaba existiendo demora en los pagos al exterior lo cual generaba liquidez en los importadores. Vale la pena mencionar aquí que en 1957, se había celebrado un convenio en México para defender las cotizaciones del grano. Al país se le fijó una cuota máxima de exportación y éste se comprometió a retener parte de la cosecha. En 1958, se creó por el Decreto 80 el impuesto de retención cafetera en 10% (luego se elevó a 15%), se le hizo un aporte al Fondo Nacional del Café y se destinó la diferencia entre el tipo de cambio de compra y venta en el mercado oficial, como mecanismos de financiación de la acumulación de inventarios. A pesar de la expedición de este decreto, se debieron destinar recursos adicionales al sector cafetero lo cual tuvo un impacto importante en el comportamiento de los medios de pago. La Junta Directiva del Banco tomó medidas tendientes a evitar un desbordamiento de los medios de pago. Se redujeron los cupos ordinarios de redescuento⁵⁰ de manera que el incremento del capital y reserva de los bancos no sirviera para aumentar dicho cupo, se incrementó el encaje ordinario sobre depósitos a la vista y antes de 30 días (a 20% y más tarde a 23%) y sobre los depósitos a término (de 9 a 11%, y luego, a 15%)⁵¹ y se estableció un encaje marginal del 100%⁵². Por último, esta misma resolución aumentó los depósitos previos de importación y el tiempo que estos debían permanecer congelados en el Banco de la República⁵³.

En 1959, ya se había controlado el acelerado crecimiento de los medios de pago cuya tasa de crecimiento pasó de 20.9% en 1958 a 12% en 1959 (Gráfico I.1). Como consecuencia de esto la inflación cedió pasando de 13.2% a 8.3% (Gráfico I.4). Sin embargo, el control monetario siguió siendo estricto⁵⁴. La medida monetaria de 1959 fue la Ley 26 pues con

⁵⁰ La reducción fue del 20% y su nivel fue congelado al nivel del capital y reserva de cada banco en esa fecha (Resolución 3/58).

⁵¹ Resolución No. 4 de Febrero

⁵² La fecha base era el 30 de enero de 1958.

⁵³ Se determinó que los depósitos previos que ascendían a 100% se mantendrían por un período adicional de 60 días, contados a partir de la nacionalización de las mercancías Gaviria, F, op. cit. pg. 357-58.

⁵⁴ Las importaciones que tenían un depósito equivalente al 100% pasaron a tener uno de 130%. Además la devolución de dichos depósitos no se haría luego de 60 días de nacionalizada la mercancía sino después de 90

ella se avanzó en el empeño de dirigir el crédito hacia sectores claves de la economía. Dicha ley estipuló que al menos el 15% de los depósitos a la vista debía destinarse a créditos para la agricultura y la ganadería. Si el porcentaje en un determinado banco llegaba a ser mayor, este excedente sería descontable en el Banco de la República.

Entre 1960 y 1962 la política monetaria se dirigió en dos sentidos. Por presiones de diversos sectores de la economía buscó relajar los controles monetarios impuestos los dos años atrás, al mismo tiempo que trató de impulsar la política de crédito dirigido. En 1960, los medios de pago crecieron solamente 10.4%, debido al efecto de una caída en las reservas internacionales que compensó buena parte del incremento en el crédito del Banco de la República al sector financiero y al resto de la economía (Gráficos I.1 y I.4). En 1961 y 1962 se presentó, por el contrario, una expansión monetaria de gran magnitud (24.6% y 20.7%), respectivamente). Las razones de esta expansión se encuentran principalmente en los déficits fiscales en los cuales incurrió el gobierno en esos años, en el crédito del Emisor al sector financiero con fines de desarrollo económico y en el multiplicador monetario. A continuación hacemos un breve recuento de las principales medidas tomadas en el campo monetario entre 1960 y 1962.

Como respuesta a presiones de diferentes sectores de la economía, en 1960 se presentó un relajamiento de varios controles a la expansión monetaria. Se suprimió el encaje marginal del 100% que regía desde 1958 debido a que su cómputo, manejo y control resultaba complicado⁵⁵. En su remplazo se introdujo un tope al crecimiento de los activos productivos de los bancos del 3%⁵⁶. Por la Resolución 16 de junio se redujo de 90 a 45 días el plazo de cancelación de los depósitos previos de importación siempre y cuando lo liberado se utilizara en el pago de importaciones. La Resolución 34 de agosto otorgó mayores posibilidades de expansión a los bancos, elevando el tope al crecimiento de la

días a partir de ésta. Para mayor detalle, ver Memorias del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio de 1959-junio de 1960

⁵⁵ Resolución 18 de 1960.

⁵⁶ La mitad de este aumento debía dirigirse a la compra de bonos agrarios y la mitad a préstamos de acuerdo con Decreto 384 y Ley 26 de 1959.

cartera a 8% y luego a 12% en noviembre⁵⁷. Diversas disposiciones tendieron a dirigir el crédito financiero hacia sectores claves y a aumentar los cupos de redescuento de los bancos en el Banco de la República⁵⁸.

En 1961 las medidas monetarias apuntaron a relajar aún más los controles al crecimiento de la cartera que se habían impuesto con anterioridad, pero guardando el objetivo de la canalización del crédito hacia sectores claves para el desarrollo económico. Se abandonó el límite a la cartera que había estado rigiendo y los bancos quedaron en libertad para aumentar este rubro hasta donde lo permitiera el ensanche normal de los depósitos, manteniendo, sin embargo la política de orientación de crédito⁵⁹. De acuerdo con las Memorias del Gerente a la Junta Directiva, durante los primeros cuatro meses se observó un crecimiento muy bajo de los medios de pago y se hizo necesario tomar nuevas medidas de relajamiento de los controles, aunque con cierta cautela pues se esperaba la llegada de créditos externos concedidos al Gobierno hacia finales del año. Las medidas operaron sobre los redescuentos, dirección del crédito, encajes y depósitos de importación⁶⁰. Como

⁵⁷ El incremento debía destinarse de la siguiente manera: para bonos de prenda no menos de 30%, para crédito ordinario hasta 20% y el resto en actividades agrícolas, ganaderas e industriales.

⁵⁸ Resolución 35 de 1960 derogó el artículo 1o de la Resolución 3 de 1958 que reducía en 20% los cupos de redescuento. Los cupos quedaron determinados así:

ordinario: 150% sobre los primeros 4 millones del capital pagado y reserva legal del banco

120% sobre el remanente

extraordinario: 30% del capital pagado y reserva legal del banco.

⁵⁹ No menos del 25% de los aumentos en el crédito debían destinarse a la compra de bonos de prenda, hasta el 25% para operaciones ordinarias y el resto para crédito industrial y agropecuario de mediano plazo. Se redujeron en un 10%, a partir de julio, los cupos ordinarios de redescuento. Se convino una ampliación en el plazo y en las condiciones de redescuentabilidad de las operaciones ordinarias de los bancos, particularmente las de tipo comercial. Así serían redescontables las operaciones industriales, agrícolas y ganaderas, con un plazo de 150 días y un interés no mayor al 7% anual, y las comerciales, de igual término y un interés no superior al 8%. Se estableció además que el acceso al redescuento estaba condicionado a la distribución de la cartera de acuerdo con los porcentajes señalados.

⁶⁰ Las principales medidas se resumen a continuación:

Resolución 16 de 196: se modificaron los porcentajes de asignación del aumento del crédito: no menos de 25% para operaciones de descuento de bonos de prenda, hasta 25% para operaciones ordinarias, el resto y hasta completar 90% del crecimiento para las operaciones calificadas de primordiales. Se amplió además hasta 270 días el plazo para operaciones de redescuento en favor de empresarios industriales y agrícolas que carecieran capital de trabajo. Se modificaron los cupos de redescuento, y al mismo tiempo, se disminuyó el encaje para exigibilidades a la vista a 15%, determinándose que las sumas liberadas debían destinarse a la cancelación de redescuentos.

La Resolución 24 de 1961: Se aceptó una reducción de los depósitos de importación. Las autoridades pensaban en eliminar dicho mecanismo pero con el propósito de evitar una expansión exagerada de los medios de pago por este concepto, a partir de agosto se impuso una elevación gradual de los encajes a razón

resultado de la política, cada vez más laxa, en 1961 la expansión monetaria fue elevada (24.6%). Este porcentaje no se registraba desde 1956 (Gráfico I.1). Buena parte de este crecimiento se dio a través del multiplicador como se podrá confirmar más adelante. Adicionalmente, en este año, se registró el déficit fiscal más amplio del período 1951-62 (Gráfico I.4)), lo cual significó un incremento del crédito del Emisor para cubrirlo. Por último, el crédito al sector financiero se expandió en forma importante, debido a las diferentes medidas sobre el cupo de redescuento y encajes tomadas en ese año.

El año de 1962 también se caracterizó por una importante expansión monetaria (20.7%). Sin embargo, su ritmo de crecimiento se redujo con respecto al año anterior. El déficit del Gobierno continuó elevado y debió ser cubierto con créditos del Banco de la República (Gráfico I.4). Más aún, no sólo el déficit de 1962 debió ser liquidado a través de emisiones del Banco de la República; también debió cancelarse el de 1961⁶¹. El desequilibrio fiscal obedecía a que los ingresos del gobierno se habían deteriorado de manera sustancial como consecuencia de la reducción del impuesto de aduanas y también como consecuencia de un

de un punto mensual durante cinco meses. Esta medida de aumento gradual en los encajes se fue relajando un poco a través de otras medidas.

Resolución 40 de octubre: Se elevaron las posibilidades de crédito que estaban solicitando los empresarios y productores debido a que el Gobierno no había utilizado los recursos provenientes de los créditos externos. La resolución suspendió a partir del 1o de octubre la medida sobre aumento en el encaje de manera que éste quedó en 17% sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días en lugar de 20% cifra a la que se llegaría según lo previsto; amplió en 10% el cupo de redescuento en Banco de la República para los establecimientos de crédito y facilitó a los bancos para conceder préstamos a los empresarios industriales y agrícolas hasta con plazos de 270 días. Por último, el cupo de crédito del Banco Ganadero se estableció igual al de la Caja Agraria.

Resolución 46 de diciembre: Se redujo en 4 puntos el encaje de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, con el fin de contrarrestar la baja estacional de los depósitos en cuenta corriente a final del año. Tal disminución también era aplicable a los depósitos a término a partir del 14 de diciembre. Estos se situaron en 13% y 10%. La misma Resolución señaló que los porcentajes se elevarían en 5 puntos en enero (quedando en 18% y 15%). Los encajes sobre depósitos de ahorro no sufrieron ninguna modificación (su nivel permaneció en 25%).

En cuanto a los cupos de redescuento se dictaron varias medidas: 1) Resolución 9 de marzo de 1961: ordinario: 150% sobre los primeros 4 millones de capital y reserva del banco y 125% sobre el remanente; extraordinario: 30%, 2) Resolución 22 de mayo de 1961: ordinario: 120% sobre los primeros 4 millones de capital y reserva y 80% sobre el remanente, extraordinario: 30% sobre el capital y reserva, 3) Resolución 40 de octubre de 1961: ordinario: 120% sobre los primeros 4 millones de capital y reserva y 90% sobre el remanente (El aumento se destinó a créditos de la Ley 26 de 1959), extraordinario: 30% sobre el capital y reserva.

⁶¹En 1961 el déficit ascendía a 238 millones los cuales fueron financiados a través del descuento por parte del emisor de los mencionados Bonos Ley 59 de 1962. En 1962 se cubrió el déficit fiscal de la misma manera. Ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, julio de 1961-junio de 1962.

deterioro de los ingresos por concepto de impuesto directos en la medida en que la Reforma Tributaria de 1960 había concedido exenciones y deducciones en el impuesto de renta de las industrias básicas. Además la puesta en marcha del Plan de Desarrollo había obligado al gobierno a incrementar sus gastos.

Como consecuencia de lo anterior, la política monetaria debió volver a los controles impuestos a comienzos en 1958 y 1959 para evitar una exagerada expansión monetaria. La Resolución 46 de 1961 había señalado aumentos en el encaje legal de 5 puntos⁶². La Resolución 2 de 1962 elevó lo de nuevo en cuatro puntos más (es decir, a 22%) y más tarde se aumentó otra vez (a 25%) además de establecerse un encaje marginal del 100%⁶³. También se recurrió a un incremento de los depósitos previos⁶⁴.

Veamos ahora cuáles fueron las principales medidas en el campo cambiario. En 1959 se expidió la Ley 1a. que consolidó, confirmó y sistematizó lo plasmado en el decreto 107 de 1957, sin hacer cambios a lo establecido en éste⁶⁵. El precio de compra de los certificados de cambio permaneció en 6.10 y el de venta en 6.40. El dólar libre fluctuó alrededor de 8

⁶² Este incremento se haría a partir del 8 de enero de 1962. Así, los encajes bancarios alcanzaron así un nivel de 18% para depósitos a la vista y 15% para depósitos a término.

⁶³ La Resolución 26 de 1962 elevó de manera gradual en tres puntos más el encaje bancario y por la Resolución 35 de 1962 se dispuso la creación de un encaje marginal de 100% sobre saldos a 3 de diciembre (sobre los depósitos en cuenta corriente y a término cuando su monto excediera 50 millones de pesos).

⁶⁴ Resolución 8 de 1962. Los incrementos se dieron así: las importaciones que mantenían un nivel de depósitos previos de 100% pasaron a tener uno de 200%, las de 75% a 180%, las de 50% a 150% y las de 20% a 50%. Pero esta medida no tuvo el efecto deseado. Por lo tanto, se trasladaron mercancías de la lista de libre a licencia previa (Decreto 1216 de mayo) y en Septiembre se dictó el Decreto 2551 que pasó todas las mercancías de libre a licencia previa.. Luego el Decreto 2922 trasladó la totalidad del universo arancelario ala lista de prohibida importación en espera de la toma de una medida de importancia en cuanto a impuestos.

⁶⁵ La Ley 1a. es una recopilación de la legislación dispersa en materia de cambios internacionales y comercio exterior. A continuación enumeramos las principales disposiciones de dicha ley. En cuanto a operaciones de cambios internacionales se estableció que los exportadores debían vender al Banco de la República, al tipo de cambio que la Junta Directiva señalara periódicamente, las divisas provenientes de la exportación. Las exportaciones distintas de café, banano, cueros crudos de res y metales preciosos se pagarían al tipo de cambio promedio de las tasas que se hubieran registrado en las operaciones bancarias del mercado libre durante la semana anterior. En cuanto a las exportaciones manufactureras, un valor de éstas equivalente al valor de las importaciones para su fabricación se pagarían a la tasa que señalara el Banco de la República. Se confirmó la creación del Fondo de Regulación cambiaria. Las divisas provenientes de importaciones de capital con destino a la exploración y explotación de petróleo y la de metales podían ser poseídas y negociadas libremente. Por último, se confirmó el impuesto de exportación equivalente al 15% del valor de cada exportación. En este año dos decretos (1087 y 1110) dictaron normas sobre exoneración del impuesto de giros.

pesos por dólar al final del año se redujo a 7. En 1960, el Banco de la República elevó el precio del certificado de cambio a 6.50 y el de venta llegó a 6.70 (Resolución 20⁶⁶). Por otra parte, el dólar libre seguía bajando hasta 6.80 y se puede decir que la diferencia entre los dos tipos de cambio era mínima. A mediados de 1960 se comenzó a experimentar con minidevaluaciones del certificado pero esta política no tuvo apoyo político y fue suspendida. La tasa de cambio se congeló en 6.7 hasta 1962 cuando fue modificada a 9. Sin embargo, en el segundo semestre de 1962 se amplió de nuevo el diferencial entre las dos tasas de cambio. Entre otras de las medidas que se tomaron, vale la pena destacar lo establecido en el Decreto 2591 de 1960 por el cual se fijó en 9% el impuesto de retención cafetera con el fin de crear recursos al Fondo Nacional del Café para financiar sus compras y de manera a que ésta financiación no se diera a través de mecanismos inflacionarios como era el crédito del Emisor. En 1961 se adoptaron otras disposiciones sobre la retención cafetera, el impuesto ad-valorem a las exportaciones y los depósitos de importación⁶⁷.

Varios estudios técnicos recomendaban modificar la tasa de cambio de remate de los certificados de cambio para situar en un nivel más realista la cotización del dólar en dicho mercado y ajustar la demanda de importaciones que estaba presentando un nivel innecesariamente elevado⁶⁸. Dichas recomendaciones fueron confirmadas por las opiniones del Banco Mundial, por el Comité de la Alianza para el Progreso y por técnicos del FMI, quienes aconsejaron la devaluación como medida indispensable para la efectividad de un crédito stand-by. En noviembre, el Banco de la República elevó el precio del certificado (de los remates) a 9 por dólar mediante intervenciones del Fondo de Regulación Cambiaria⁶⁹.

⁶⁶ La elevación se debió a que la tasa de venta de certificado superó en más de 60 puntos el precio de compra durante cuatro semanas consecutivas.

⁶⁷ Por el Decreto 2682 de 1961, se estableció que desde noviembre de 1961 hasta diciembre 31 del mismo año la retención cafetera se fijaría en 4% aunque inmediatamente después retornaría a su nivel del (15%). Por la Ley 146 y Decreto 3235 el impuesto ad-valorem sobre las exportaciones, que había sido fijado en 15% (Decreto 2918/1960) quedó suspendido a partir de 1962.

⁶⁸ Ver Memorias del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República (Enero a Diciembre de 1962).

⁶⁹ Adicionalmente, la Ley 83 de diciembre 26 distribuyó el diferencial de la manera siguiente: 0.30 por dólar para el Fondo Nacional del Café, 0.10 por dólar para que la Nación subvencione a los gobiernos departamentales, municipales y a las entidades públicas, y el resto para el gobierno nacional. Luego, mediante la Resolución 36 de diciembre 19, se modificó el precio de compra a 7.10 lo cual significó un aumento del ingreso cafetero. Ver Memorias del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República (Enero a Diciembre de 1962).

La devaluación del tipo de cambio generó un crecimiento de las reservas internacionales en pesos, y de esta manera, un incremento de la base monetaria.

En el Cuadro I.5 se presenta una descomposición de los medios de pago en sus diferentes componentes. En promedio, esta variable creció en 17.7%. Este porcentaje fue, en su mayor parte, explicado por una expansión de la base monetaria (16.6%) mientras que el multiplicador contribuyó con 1.53% en el crecimiento de los medios de pago. En todo el período, la expansión de la base tuvo su origen en el crédito neto al Gobierno y en el incremento de las reservas internacionales. Veamos en mayor detalle lo ocurrido en cada uno de estos años.

En 1958 la expansión de los medios de pago se dio por el lado del crédito otorgado por el emisor al Fondo Nacional del Café debido a que continuaba reduciéndose el precio del café en el mercado internacional. Adicionalmente, hubo un incremento del crédito al resto de la economía. En 1959, M1 y la base monetaria presentaron una expansión moderada (12%). Esto se dio como consecuencia de la estricta política monetaria y financiera del comienzo del Gobierno de Lleras Camargo. Sin embargo es de notar que a pesar de las medidas contraccionistas sobre la base, estas no tuvieron el mismo efecto sobre la expansión secundaria de dinero. Efectivamente, el multiplicador contribuyó con aproximadamente la mitad del crecimiento de los medios de pago en este año. Aquí corroboramos lo dicho anteriormente, la autoridad monetaria buscaba controlar los medios de pago pero continuando con la política del crédito de fomento, la cual, a pesar de las medidas restrictivas, permitía que los bancos incrementaran sus colocaciones.

A pesar de que en 1960 se comenzaron a relajar muchos de los controles impuestos con anterioridad, en 1960, los medios de pago crecieron poco (10.4%) debido a que la reducción en las reservas internacionales compensó la expansión de la base monetaria por concepto del mayor crédito del Emisor al sector financiero, al Gobierno Central y al resto de la economía. El multiplicador siguió produciendo un efecto expansionista pero menor al del año anterior.

Cuadro I.5

Descomposición de los medios de pago, M1: 1958-1962

	1958	1959	1960	1961	1962	Promedio 58-62
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.						
Cambio porcentual en M1	20,90	11,99	10,41	24,61	20,66	17,71
Cambio porcentual en B	22,52	6,22	6,83	12,94	34,29	16,56
Contribución total de B	22,22	6,56	7,06	14,28	30,81	16,19
Cambio porcentual en m	-1,32	5,43	3,34	10,34	-10,15	1,53
Descomposición de la Base Monetaria, B.						
Cambio porcentual en la Base Monetaria	22,5	6,2	6,8	12,9	34,3	16,56
Contribución de las Reservas Internacionales	2,6	7,7	-7,4	-0,6	30,0	6,48
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	19,2	-3,3	-1,7	2,5	-9,3	1,50
Contribución del Crédito al Sector Financiero	-7,0	-1,3	8,9	4,7	-12,9	-1,53
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	-2,8	3,2	2,0	9,9	33,5	9,15
Contribución del Crédito al Resto	10,5	-0,1	5,0	-3,5	-7,1	0,96
Descomposición del multiplicador, m.						
Cambio porcentual en el multiplicador	-1,3	5,4	3,3	10,3	-10,2	1,53
Cambio porcentual en C/D	-5,9	-4,2	-3,4	-12,2	-7,7	-6,67
Contribución total de C/D	2,4	1,7	1,4	5,9	3,3	2,93
Cambio porcentual en R/D	20,1	-16,0	-9,1	-20,2	83,3	11,61
Contribución total de R/D	-3,7	3,8	1,9	4,4	-13,4	-1,41
Descomposición de las Reservas Internacionales						
Cambio porcentual en las Reservas en pesos	9,5	31,7	-24,4	-2,8	163,1	35,41
Contribución del componente de reservas en dólares	10,0	32,9	-22,0	-4,4	-124,5	-21,61
Contribución del componente de tasa de cambio	-0,5	-1,2	-2,4	1,6	287,6	57,02

En 1961, se presentó de nuevo una reducción en las reservas internacionales, pero la medidas de relajamiento de los controles monetarios llevaron a que otros rubros de la base monetaria, especialmente el crédito del Banco de la República al sector financiero y al Gobierno Nacional, más que compensaran dicha reducción. También como resultado de menores encajes y del relajamiento de los toques a la cartera del sector financiero, el multiplicador produjo una excesiva expansión de los medios de pago (10.34%).

En 1962 se observa una recuperación de las reservas internacionales no porque hayan aumentado en términos de cantidad (stock) sino debido a la devaluación llevada a cabo en ese año. Por otra parte, para cancelar los déficits de 1961 y 1962, hubo un incremento de gran magnitud en el crédito del Emisor al Gobierno Central en este último año. Estos dos factores fueron los que causaron la expansión monetaria. El multiplicador, como consecuencia de las medidas monetarias restrictivas que se debieron imponer, produjo una contracción monetaria de importancia.

F. 1963-1966

Este período se inició con una importante reforma en el campo monetario: la creación de la Junta Monetaria, a través de la Ley 21 de 1963. La finalidad de crearla era “independizar del interés privado las medidas monetarias, cambiarias y de crédito que el país necesitara tomar para el desarrollo de su economía” [...]. El problema radicaba en que “la presencia de representantes de la banca privada en la Junta Directiva del Emisor, hacía necesario su voto favorable para la adopción de normas referentes al manejo de la moneda y del crédito”⁷⁰. La Junta Monetaria de acuerdo con esta ley tendría las funciones de estudiar y tomar medidas monetarias, cambiarias y de crédito que, hasta este momento correspondían a la Junta Directiva del Banco de la República y ejercer las demás funciones que se le adscribieran. El Decreto 2206 procedió a organizar la Junta Monetaria, la cual quedó integrada por el

⁷⁰ Ver Memorias del Gerente a La Junta Directiva del Banco de la República, 1963.

Ministro de Hacienda, de Fomento, de Agricultura, el jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios Técnicos, el Gerente del Banco y dos expertos asesores.

Sus funciones principales se resumen a continuación: i) regular todo lo relacionado con el cupo de redescuento de las instituciones bancarias, ii) fijar las tasas de interés que los bancos pueden cobrar, establecer la que cobra el Banco de la República y los tipos de interés diferenciales de acuerdo con la clase de operaciones, iii) manejar los encajes, iv) Controlar el monto de crédito de las instituciones bancarias (i.e. señalar tasa de crecimiento de activos, las tasas máximas de interés de los préstamos, sus plazos, clases y los montos de garantías requeridas), iv) prohibir determinadas operaciones y v) establecer depósitos en las instituciones bancarias, vi) regular el mercado de capitales y vii) ejercer todas las funciones de regulación cambiaria que tenía la Junta Directiva del Banco de la República.

En este período, las condiciones desfavorables que habían caracterizado los años de 1961 y 1962 se vieron atenuadas. La Reforma Cambiaria de 1962 había aliviado las presiones sobre la balanza de pagos. Por otra parte, como puede observarse en el Gráfico I.5, en 1963, el precio del café presentó una recuperación lo cual generó un efecto benévolo sobre las exportaciones y el nivel de reservas internacionales. A pesar de que el Gobierno Central continuó en déficit, las finanzas tendieron al equilibrio. En el campo monetario, en el periodo 1963-1966 los medios de pago crecieron de manera moderada, salvo en 1964, cuando se presentó un crecimiento importante de las reservas internacionales y del crédito del emisor al Fondo Nacional del Café y a las entidades de fomento. Por su parte la inflación alcanzó niveles elevados en 1963 y 1964 para luego descender. En 1963 esta fue de 25.8%, que de acuerdo con las cifras para el período bajo estudio es el más elevado. Uno de los factores que pudo haber influido en este comportamiento fue la devaluación llevada a cabo a finales de 1962. Adicionalmente se produjo un aumento de los salarios (Ley 1 de 1963) que resultó en un incremento en la capacidad de compra y que, acompañado por una menor tasa de crecimiento del PIB, llevaron a un aumento de los precios. Por último, la confluencia de otros factores como huelgas, movimientos especulativos, menores cosechas

y desplazamiento de cultivos a otros diferentes de alimentos agravó dicho fenómeno.⁷¹ Por otra parte, en 1964 la inflación tuvo como una de sus causas principales el incremento en la cantidad de dinero. El comportamiento cambiario que se había visto aliviado en 1963 y 1964, comenzó a deteriorarse desde 1965. La reducción en el precio del café y de la cuota asignada al país, la revaluación del peso como consecuencia del proceso inflacionario que se había vivido y la fuerte demanda de importaciones, obligaron a las autoridades a establecer un nuevo control de cambios en 1966.

En este período la política monetaria tendió por un lado a la reducción y posterior eliminación del encaje marginal, el cual, se consideraba, ya había cumplido su función en el control de los medios de pago. Esta reducción fue acompañada de aumentos sucesivos en los niveles de encajes ordinarios. En 1963 apareció otro mecanismo que intentó dirigir recursos hacia el crédito de fomento: el encaje reducido y se creó el primer fondo financiero (FIP), el cual con base en recursos externos fomentaría inversiones industriales de largo plazo. Asimismo, dentro del marco de la política del crédito de fomento, varias disposiciones elevaron el cupo de la Caja Agraria en el Banco de la República, que al utilizarse tuvo efectos importantes en términos monetarios. Por otra parte, debido a que las entidades financieras no estaban cumpliendo a cabalidad con las disposiciones sobre encajes y cupos de redescuento, se llevó a cabo una revisión de la reglamentación de manera que las sanciones por desencaje o uso indebido del cupo de redescuento fueran más estrictas. A continuación hacemos una revisión más detallada de los diversos acontecimientos y medidas monetarias y cambiarias de este período.

En 1963 los medios de pago crecieron 12.2%. Fue en el segundo semestre que ocurrió una importante expansión. Las razones de este hecho fueron las mayores exportaciones de café y las mayores entradas por concepto de créditos externos, la utilización del crédito del emisor por parte del sistema financiero y una importante expansión secundaria que éste llevó a cabo. Adicionalmente a estos factores, como medida para compensar la caída

⁷¹ Revista del Banco de la República, octubre de 1963.

estacional de depósitos del público al final del año, en 1963, el Emisor optó por llevar a cabo depósitos en las instituciones de crédito por montos elevados, lo cual también tuvo efectos sobre los medios de pago. En este año varias medidas monetarias importantes fueron adoptadas. Primero, las autoridades monetarias actuaron sobre los cupos de redescuento limitando a 70% la utilización de estos por parte de las entidades bancarias y las corporaciones financieras⁷². Esta medida buscaba frenar la expansión secundaria que podría ocurrir por las emisiones realizadas en 1962 para cubrir los déficits del Gobierno. La misma resolución concedió a la Caja Agraria un cupo especial de descuento para los bonos agrarios que complementaba el ordinario de 45% sobre su capital y reserva. Aunque la justificación de esta excepción era válida (fomentar al desarrollo económico) tuvo efectos importantes sobre el crecimiento de los medios de pago. Por otra parte, se incrementó el encaje legal sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días en dos puntos (a 27%), en forma gradual⁷³. Sin embargo, esto no significaba una reducción del circulante pues dichos dos puntos podían ser invertidos en operaciones de crédito agrícola e industrial. El 30 de abril se expidió la Resolución 18 de 1963, tal vez la medida más importante de ese año. Primero en ésta se reunieron todas las disposiciones relativas al crédito del Emisor, fijación de encajes y tasas de descuento y redescuento y establecimiento de un porcentaje mínimo de crédito (de 30%) dirigido a cartera de fomento⁷⁴. Segundo, en ella se estableció un encaje legal de 30% y 20% para los depósitos a menos de 30 días y a término, respectivamente. Sin embargo, de

acuerdo con un convenio firmado por todos los bancos, se llevaron los niveles de encaje a 15% y 10%, si se destinaba más de cierto porcentaje a la cartera de fomento (30%). Por último, para compensar la caída de los depósitos a final de año, por medio de la Resolución 1 de la Junta Monetaria se ordenó el depósito en las entidades bancarias de 250 millones de pesos y, en noviembre, a través de la Resolución 27 se reglamentó el uso de los préstamos

⁷² Resolución 3 de 1963.

⁷³ Resolución 5 de 1963. Los encajes para depósitos de ahorro y a término quedaron establecidos en 15% y 25%.

⁷⁴ Ver Memorias del Gerente (1963).

y descuentos al gobierno cuando se recurriera al cupo de emergencia⁷⁵. En 1963 se creó el primer fondo financiero FIP.

En 1964 los medios de pago experimentaron un crecimiento importante (20.9%), a pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades monetarias para detener este fenómeno. Aquí hubo varios factores importantes que incidieron en esta expansión. Por una parte, como se observa en el Gráfico I.5, se presentó un alza en el precio internacional del café que en promedio pasó de 39.6 centavos de dólar por libra en 1963 a 48.8 en 1964, lo cual significó una ligera acumulación de reservas internacionales. Segundo, la Resolución 3 de ese año determinó un nuevo cupo total de la Caja Agraria, el cual se fijó en 750 millones y las utilidades realizadas por esta entidad de su cupo a través del descuento de bonos representativos de cartera influyeron en el volumen de medios de pago. Tercero, a pesar de la leve recuperación del precio externo del grano, el crédito concedido por el Emisor al Fondo Nacional del Café se vio incrementado, así como el concedido a las corporaciones financieras. Por último, el Banco de la República y la Junta Monetaria reconocieron que las instituciones de crédito no se estaban ciñendo como deberían a las disposiciones sobre encajes y cupos de redescuento y estaban realizando una injustificada utilización de estos últimos. La razón de este hecho era que el castigo por desencaje o por utilización injustificada del cupo no era en realidad muy grande⁷⁶.

En 1964 las medidas de la Junta Monetaria actuaron sobre los encajes y cupos de redescuento. Por una parte se redujo el encaje marginal, compensando dicha reducción con incrementos en el encaje legal⁷⁷. Se dictaron medidas sobre los cupos de redescuento en el

⁷⁵ Ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República (1963).

⁷⁶ De acuerdo con la Resolución 756 de 1959, el castigo consistía en un interés 12% anual sobre los saldos diarios de desencaje, porcentaje que al ir aumentando las tasas de interés se hizo insuficiente.

⁷⁷ Como se recordará en 1962 se había fijado un encaje marginal del 100%. La autoridad consideró que este encaje adicional había cumplido su función y que era conveniente reducirlo. Así, por medio de la Resolución 9 de 1964 se disminuyó a 75% el encaje marginal y se aumentó en dos puntos, a 17% y 12% el ordinario sobre las exigibilidades a la vista y depósitos a término, respectivamente. Por su parte, la Resolución 15 de abril redujo de nuevo el encaje marginal a 50% al mismo tiempo que incrementó el ordinario sobre exigibilidades a la vista a 21% y el de depósitos a término mayor a 30 días a 14%.

Emisor con el fin de controlar manera más adecuada la expansión monetaria⁷⁸. Se congeló el cupo ordinario (al monto de capital y reserva en marzo de ese año) con el fin de eliminar la automaticidad en el ajuste del mismo al darse aumentos en el capital y reserva de los bancos. Con el objetivo de corregir el uso injustificado del cupo extraordinario por parte de algunas entidades, la Junta Monetaria expidió un reglamento estricto para la utilización de éste⁷⁹. En agosto de este año se tomaron otras medidas a través de la Resolución 38 de la Junta Monetaria, las cuales se dirigieron a reducir aún más el encaje marginal y modificar la forma de cómputo de la cartera de fomento (aumentando el porcentaje mínimo a 36%).

En el año de 1965 el crecimiento de los medios de pago fue sensiblemente menor al presentado en 1964 (15.7%). De acuerdo con las Memorias del Gerente, en los primeros 11 meses, los medios de pago habían crecido en sólo 10% y fue en diciembre cuando se presentó la mayor expansión. El incremento obedeció prácticamente en su totalidad a aumentos en el crédito neto al Gobierno Central, debido a su vez a la utilización de los cupos de crédito y la celebración del contrato sobre consolidación de la deuda pública interna⁸⁰. En este año se dictaron medidas tendientes a modificar el encaje marginal⁸¹ al permitir destinar una parte de éste hacia créditos selectivos. Por otra parte, hubo disposiciones importantes dirigidas a sancionar las prácticas de desencaje excesivo, de utilización de cupos de forma injustificada y de cubrimiento de deficiencias en el encaje legal con excesos de encaje en moneda extranjera, prácticas que estaban siendo llevadas a

⁷⁸ Resolución 20.

⁷⁹ Ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1964.

⁸⁰ Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1965.

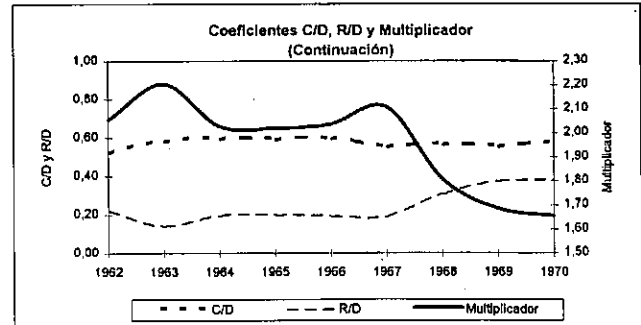
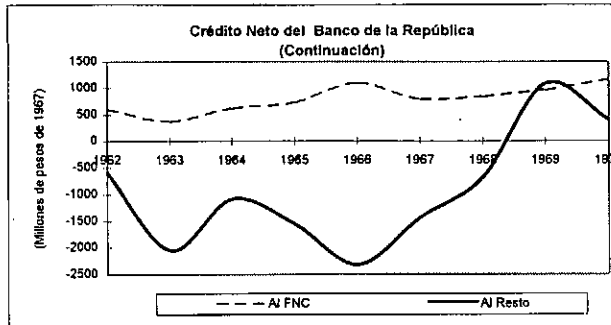
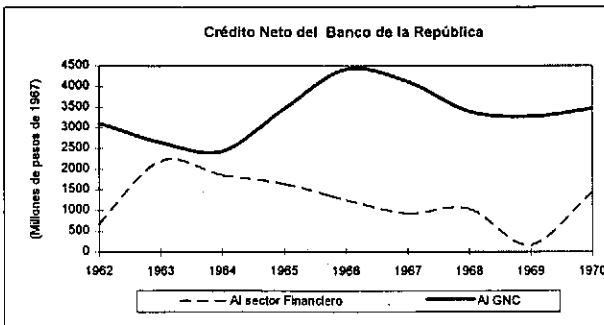
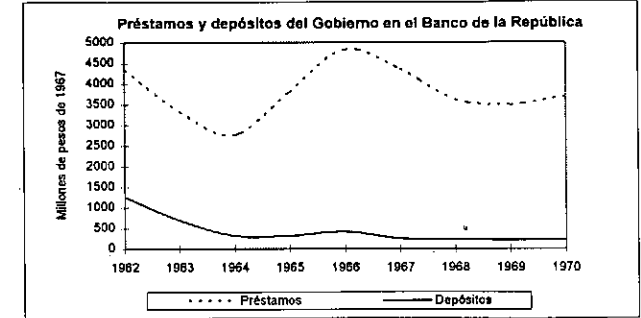
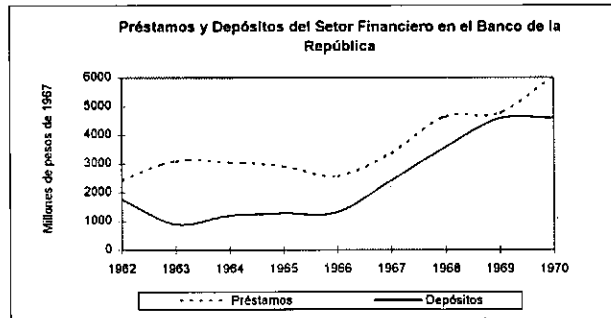
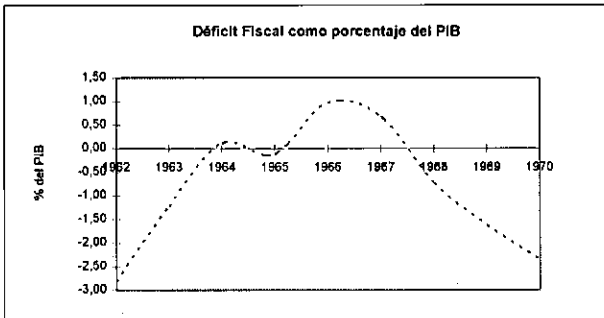
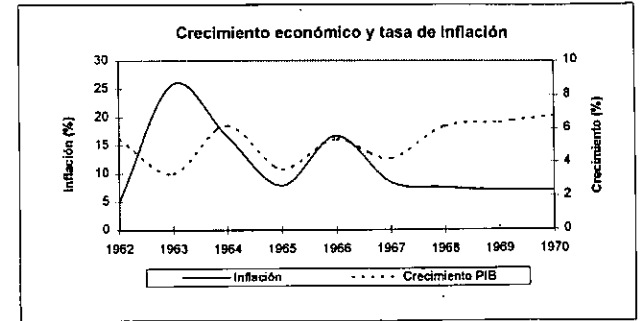
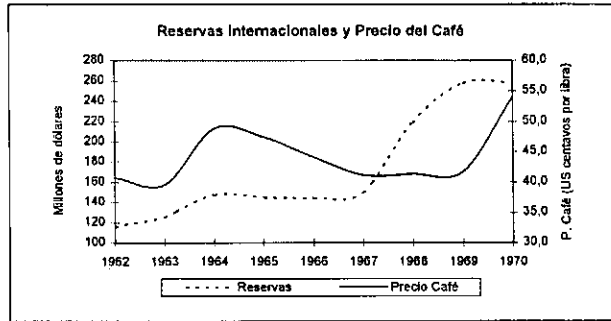
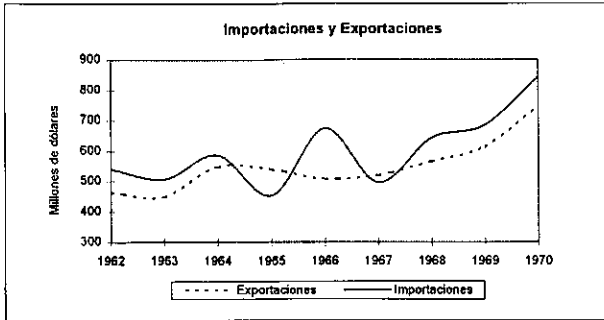
⁸¹ La Resolución 19 de junio comenzó a transformar parcialmente el encaje marginal al convertir en créditos selectivos algunos puntos de tal obligación (para cultivo de algodón, para la importación y adquisición de taxis). La Resolución 26 de julio, dispuso destinar hasta dos puntos más del encaje marginal a nuevos préstamos para el cultivo del algodón. La Resolución 31 estableció que los préstamos hasta por cinco años, que los bancos hicieran a los transportadores para importación y adquisición de taxis de servicio público, se computarían para efectos de encaje marginal. La Resolución fijó un límite a tales préstamos de 30 millones para el conjunto del sistema bancario. La Resolución 37 de septiembre estableció que dos puntos adicionales del encaje marginal podían destinarse a préstamos orientados a la rehabilitación de plantaciones bananeras, afectadas por fenómenos meteorológicos. Así mismo autorizó a la Caja Agraria para destinar dos puntos adicionales a préstamos en favor de los contribuyentes del impuesto a la renta y complementarios, vencidas con anterioridad a 1965, lo mismo que para los correspondientes intereses moratorios. Aunque este relajamiento supone una mayor oferta monetaria, las medidas se justificaban por el hecho de que iban destinados al sector agrícola.

cabo por algunos bancos y que no permitían un efectivo control del medio circulante por parte del Banco de la República⁸².

En el año de 1966 los medios de pago crecieron en 14%, es decir menos que en 1964 y 1965. Como veremos más adelante, este bajo crecimiento obedeció a una caída en las reservas internacionales, como consecuencia de la reducción en las cotizaciones del precio del café y de la cuota asignada al país, que compensó buena parte del incremento en el crédito al Fondo Nacional del Café. Los préstamos a este sector tenían el objetivo de aliviar la difícil situación de las Finanzas del Fondo. En enero, agosto y noviembre se había ajustado la tasa de cambio cafetera pero esta medida no fue suficiente y se debió recurrir a una reducción del precio interno del grano. Sin embargo, estas medidas no evitaron que la Federación de Cafeteros acudiera al crédito del Emisor. Por su parte, el Gobierno logró un saneamiento importante en sus finanzas (Gráfico I.5). Sin embargo, se incrementó el crédito del Emisor (más que todo en documentos de deuda pública); mientras que los depósitos presentaron un menor aumento. De acuerdo con las Memorias del Gerente de ese año, el incremento que se registra en el crédito del emisor consiste en un efecto puramente contable. “Se trata de la reincorporación a las inversiones del banco emisor de los

⁸² Las principales medidas tomadas a este respecto en 1965 fueron las siguientes: la Resolución 1, estableció, en cuanto a la utilización del cupo de emergencia mayores tasas de interés aplicadas a las porciones de crédito que hubieran sido utilizadas sin una correspondiente caída de depósitos. Además, los bancos que se encontraban en tal situación no podrían aumentar sus colocaciones y tendrían que someterse a una serie de requisitos hasta alcanzar una situación regular. Estas sanciones también se aplicaron a entidades bancarias con excesiva situación de desencaje. Es más, al no cumplir con los requisitos de encaje se recibía a una sanción adicional de aumento de los niveles de éstos. La Resolución también buscaba la unificación del encaje computable al eliminar la posibilidad de cubrir deficiencias de encaje sobre exigibilidades en moneda nacional con excesos de encaje de los depósitos en moneda extranjera. Esta medida tuvo un doble propósito, pues anulaba también, el estímulo que tenían los bancos para mantener los excesos de encaje en moneda extranjera en forma de depósitos en el instituto emisor. El problema radicaba en que el retiro de estos depósitos implicaba una pérdida de reservas internacionales. La Resolución, por lo tanto, obligó a los bancos a mantener depósitos en divisas, sin interés, en el Banco de la República, por el equivalente al 80% del encaje requerido sobre las exigibilidades en moneda extranjera antes y después de 30. Esta era una manera de lograr que los depósitos en moneda extranjera se mantuvieran a la orden del emisor. Posteriormente, la Resolución 16 señaló que las sanciones a los bancos que utilizaran injustificadamente el cupo de emergencia, se le levantarían en el caso de que mantuvieran simultáneamente un nivel de sobre-encaje equivalente al monto de la utilización del cupo extraordinario. En noviembre, debido a que seguían encontrándose entidades desencajadas, se expidió la Resolución 42, que suspendió los préstamos, descuentos y redescuentos a dichas entidades. Varias disposiciones se tomaron con el fin de reglamentar y limitar el otorgamiento de avales y garantías de los bancos (Decreto Legislativo 3233 y Resolución 50 de ese año).

Gráfico I.5: Evolución de algunas variables en el período 1963-1970



Fuente: Banco de la República: "Principales Indicadores Económicos, 1923-1992", Revista del Banco de la República, varios números y Memorias del Gerente a la Junta, varios años

documentos de deuda pública cedidos a los bancos y que fueron computados como parte del encaje marginal”⁸³. El bajo crecimiento de M1 también tiene explicaciones en las medidas restrictivas tomadas por la autoridad monetaria. La Junta Monetaria eliminó el encaje marginal pero a su vez elevó el encaje ordinario sobre exigibilidades antes de treinta días, constituidas en moneda nacional⁸⁴. En septiembre se detectaron defectos de encajes y un aumento poco conveniente de la cartera de los bancos. Por esta razón, la Junta estableció que si había deficiencias de encaje en un determinado mes, se debía congelar el saldo de los activos productivos y destinar el 50% de los recaudos de cartera a sanear la posición del encaje o mantener los niveles de encajes elevados durante el mes siguiente⁸⁵. Por último, con el fin de limitar la dependencia de los bancos del crédito del emisor, se tomaron medidas en cuanto al cupo de redescuento⁸⁶. El cupo ordinario, que estaba establecido en 45% del capital pagado y reserva legal del respectivo banco en 31 de marzo de 1964, fue reducido al 15%. Como se verá el crédito a estas entidades se redujo, produciendo un efecto contraccionista sobre los medios de pago.

Desde el punto de vista cambiario, de acuerdo con Wiesner⁸⁷ el año de 1964 fue de especial importancia debido a que en el segundo semestre se gestó la última devaluación del período 1948-66. En el transcurso del año la cotización del certificado permaneció en 9 pesos por dólar. Por otra parte se incrementó la demanda en el mercado libre y se presentó una presión sobre su precio⁸⁸. Este hecho fue en parte compensado por la política de intervenciones del Banco de la República. En el mes de octubre se acrecentaron las operaciones de tipo especulativo y el Banco decidió suspender la venta de dólares en el mercado libre (Resolución 46).

⁸³ Memorias del Gerente, 1966.

⁸⁴ Resolución 8 de 1966. Adicionalmente, la Resolución 27 definió como depósitos en moneda extranjera los establecidos en cuenta corriente, a la vista, a término o en garantía por créditos, y determinó que su encaje total debería permanecer disponible en divisas libres en el Banco de la República. Luego, a través de la Resolución 49 se elevó al 100% la reserva sobre los mencionados rubros.

⁸⁵ Resolución 44 de la Junta Monetaria. Para mayor detalle ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1966.

⁸⁶ Resolución 8 de la Junta Monetaria.

⁸⁷ Wiesner, op. cit.

⁸⁸ Para un mayor detalle sobre lo ocurrido en materia cambiaria en este período, ver García, J. (1976), “History of Economic Policies in Colombia, 1953-1970”, tesis de doctorado, Universidad de Chicago.

Los despachos de café comenzaron a disminuir porque la cuota asignada al país se redujo y esto había comenzado a afectar los ingresos de divisas. La distancia entre el dólar en el mercado libre y oficial era cada vez mayor, la demanda por importaciones más elevada y la presión sobre las reservas internacionales se hacía cada vez más palpable. Esto llevó a las autoridades a expedir, en septiembre de 1964, el Decreto 2322 que realizó un cambio importante al régimen existente en esta materia. Estableció dos mercados oficiales de divisas: el preferencial y el intermedio⁸⁹, eliminando el de certificados de cambio. Dentro de un sistema de cambios múltiples, el decreto buscó llevar hacia el mercado con la cotización más alta un número creciente de rubros de importaciones (excluyendo las importaciones más necesarias y que son las que inciden en los precios del consumo). La Junta Monetaria fijó en 9 y 13.50 el precio de venta en los mercados preferencial e intermedio, respectivamente. También ordenó algunas ventas al mercado libre, pero por motivos especulativos las cotizaciones en éste se incrementaron en los primeros nueve meses. Luego por la confianza en el nuevo régimen cambiario, la situación se ordenó y se presenció un descenso en esta cotización. En este año, comenzó a gestionarse la concesión de un crédito con el Fondo Monetario Internacional, para atender necesidades económicas.

Como consecuencia de las medidas de relajamiento del comercio exterior la demanda por divisas se incrementó. Por otra parte, los ingresos de exportaciones se habían reducido

⁸⁹ La oferta en el mercado preferencial estaría dada por las divisas provenientes de las exportaciones de café y otras (cuyo contenido de materia prima fuera superior a 50%). Estas se utilizarían para de importaciones, pago de petróleo crudo, compromisos contractuales anteriormente adquiridos por el gobierno, departamentos, municipios, y empresas oficiales en las condiciones establecidas en el Decreto. En el mercado intermedio, las divisas provendrían de las exportaciones diferentes de café, inversiones extranjeras, créditos externos cuyo producto es obligatorio vender al Banco de la República, y los ingresos de las entidades de derecho público. Se pagarían con estas divisas las nuevas obligaciones de las entidades oficiales, el 80% de fletes de importación y, el reembolso y servicio de los capitales y deudas registradas con anterioridad al 17 de junio de 1957, repatriaciones y utilidades de los capitales y deudas que se registraran en este mercado y la deuda nacional contraída con anterioridad al decreto, en la parte que se vendiera a la tasa de este mercado. Se regresó al registro de capitales sólo con fines estadísticos y se conservó la libertad de repatriación del capital extranjero. Facultó a los inversionistas a registrar sus capitales en el mercado intermedio, lo cual les facilitó reembolsar y transferir sus intereses a la tasa vigente en este mercado en el momento del giro. En cuanto al crédito externo, éste debía ser registrado y vendido al Banco de la República a la tasa del mercado intermedio. La Resolución también autorizó al gobierno para cancelar al Banco de la República el saldo a su cargo en la Cuenta Especial de Cambios y dispuso que las utilidades futuras de dicha cuenta corresponderían a ingresos del presupuesto nacional.

como consecuencia de la disminución del precio del café. Esta situación, unida a las dificultades para obtener créditos en el exterior y al hecho de se vencían obligaciones en moneda extranjera, llevaron al Gobierno a establecer un nuevo régimen de control de cambios a través del Decreto 2867 de 1966. De esta manera se trataba de evitar un mayor deterioro de la balanza de pagos y dirigir las escasas divisas hacia las actividades más esenciales. Obviamente, para que el sistema fuera efectivo, esta reforma eliminó el mercado libre de divisas y dispuso que solamente el Banco de la República podría venderlas y comprarlas. Este mercado se reemplazó por el “mercado de capitales “ donde la tasa de cambio sería fijada por la autoridad monetaria. Luego, mediante la Resolución 49 el Banco de la República se fijaron las tasas de cambio en 16.25 para compra y 16.3 pesos por dólar para venta.

En el Cuadro I.6 se presenta una descomposición de los medios de pago para el período comprendido entre 1963 y 1966. Los medios de pago crecieron en promedio 15.7% con un elevado crecimiento en 1964 de 20.9%. Este incremento, se debió en su totalidad a aumentos en la base monetaria. Como se puede observar por primera vez en este período el multiplicador produjo una leve contracción monetaria, en promedio. Las posibles razones se encuentran en la creación de la Junta Monetaria, como ente independiente del sector privado que usó de manera más activa el encaje como instrumento de control monetario. Efectivamente, en este período la Junta estableció varios aumentos de los encajes y limitó el uso de los cupos de redescuento, lo cual reducía las posibilidades de los bancos para aumentar sus colocaciones. Adicionalmente, dio varios pasos hacia el perfeccionamiento de los instrumentos control monetario al eliminar las prácticas de desencaje exagerado por parte de los bancos y de utilización de los cupos de emergencia sin una justificada caída en los depósitos, lo cual llevaba luego a expansiones secundarias a través del multiplicador.

Los factores que más contribuyeron a la expansión de la base monetaria fueron el aumento de los préstamos al Gobierno Nacional, a los bancos y a la Federación Nacional de Cafeteros. La participación de las reservas internacionales en un principio fue importante pero fue cayendo durante el período, como consecuencia de menores ingresos cafeteros (por

Cuadro I.6

Descomposición de los medios de pago, M1: 1963-1966

	1963	1964	1965	1966	Promedio 63-66
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.					
Cambio porcentual en M1	12,22	20,90	15,66	14,00	15,70
Cambio porcentual en B	5,34	30,70	16,33	13,40	16,44
Contribución total de B	5,73	28,25	16,27	13,51	15,94
Cambio porcentual en m	7,31	-7,99	-0,40	0,82	-0,07
Descomposición de la Base Monetaria, B.					
Cambio porcentual en la Base Monetaria	5,3	30,7	16,3	13,4	16,44
Contribución de las Reservas Internacionales	3,1	5,1	1,3	-0,7	2,19
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	-2,5	7,0	3,2	8,8	4,10
Contribución del Crédito al Sector Financiero	35,0	-0,7	-1,1	-3,2	7,49
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	2,8	3,6	24,0	27,0	14,33
Contribución del Crédito al Resto	-33,0	15,8	-11,0	-18,4	-11,67
Descomposición del multiplicador, m.					
Cambio porcentual en el multiplicador	7,3	-8,0	-0,4	0,8	-0,07
Cambio porcentual en C/D	10,9	2,5	-0,3	0,2	3,32
Contribución total de C/D	-4,1	-1,0	0,1	-0,1	-1,26
Cambio porcentual en R/D	-37,2	40,0	2,2	-3,6	0,33
Contribución total de R/D	11,4	-7,0	-0,5	0,9	-1,19
Descomposición de las Reservas Internacionales					
Cambio porcentual en las Reservas en pesos	8,5	13,7	4,0	-2,4	5,94
	1,0	1,0	1,1	1,0	1,00
Contribución del componente de reservas en dólares	8,0	17,0	-1,4	-0,7	5,72
Contribución del componente de tasa de cambio	0,50	-3,32	5,40	-1,70	0,22

Fuente: Cálculos propios

reducción en el precio y también de la cuota del país), de mayores importaciones y de menores posibilidades de conseguir crédito externo. El aumento del crédito al sector financiero fue importante únicamente en 1963 (cuando el Banco realizó un depósito elevado para compensar la caída estacional de depósitos). En los demás años este rubro fue contraccionista, a causa seguramente, de las limitaciones al uso del cupo de redescuento, ordinario y especialmente del extraordinario. Por el contrario, este fue un período en que la Federación de Cafeteros acudió de manera importante al crédito del Emisor con el fin de corregir el efecto sobre sus finanzas de un menor precio externo del grano. El crédito al Gobierno Nacional, en todos los años y especialmente en 1965 y 1966 aumentó de manera importante (14.3% en promedio). Además, como puede verse en el Gráfico I.5, los depósitos del Gobierno tendieron a caer mientras entre 1964 y 1966 hay un aumento importante de los préstamos y descuentos. El crédito neto al resto de la economía fue en todos los años negativo.

El multiplicador produjo en promedio una contracción monetaria, aunque muy pequeña. Esto se debió principalmente a los sucesos de 1963 cuando la banca realizó una fuerte expansión secundaria y hubo un aumento en el crédito del Emisor. El efecto contraccionista fue débil en ese año como consecuencia de una recurrente posición de desencaje de los bancos. Las medidas de aumento en los encajes y reducción de los cupos de redescuento que se tomaron en los años siguientes llevaron a una corrección de esta situación, inclusive ante la reducción del encaje marginal. En 1966, los bancos tendieron de nuevo a desencajarse y las medidas correctivas no alcanzaron a contrarrestar la expansión a causa del multiplicador.

La última parte del cuadro muestra la descomposición de las reservas internacionales en pesos en un componente stock (reservas internacionales en dólares) y un componente precio (devaluación). Las reservas aumentaron poco en términos porcentuales (5.9%) a causa de un ligero aumento del stock en dólares (5.7%) y un impacto pequeño del aumento en la tasa de cambio.

G. 1967-1970

El año de 1967 se inició con una gran expectativa en materia cambiaria. En el año inmediatamente anterior la situación desfavorable del sector externo había obligado a las autoridades a tomar medidas restrictivas en materia cambiaria. En 1967 se inició un análisis de medidas tendientes a aliviar la crisis cambiaria en la cual se encontraba el país. Se miraba hacia el establecimiento de un régimen que permitiera en el largo plazo hacer frente a situaciones desfavorables de la balanza de pagos y permitir el desarrollo económico del país a través de mayores exportaciones, mayor producto y mayor empleo. En síntesis, el Gobierno buscaba simultáneamente un aumento de las restricciones al comercio exterior con el fin de desestimular las importaciones y encontrar un régimen de tipo de cambio muy flexible que estimulara las exportaciones y desalentara las importaciones, sin necesidad de recurrir a cambios bruscos del precio del dólar, lo cual tenía consecuencias sobre la inflación. En el largo plazo, al alcanzar cierta solidez, el sistema podría ir simplificándose a través del relajamiento gradual de las restricciones. Esta filosofía quedó plasmada en los Decretos 444 y 688 de 1967.

Con el decreto 444 se implantó un control de cambios total y se concentró el manejo de la totalidad de las reservas internacionales en el Banco de la República. Todos los ingresos en moneda extranjera y la producción de oro debían venderse al Emisor y para realizar giros al exterior era necesaria la obtención de una licencia de cambio. El Decreto 444 confirmó la existencia de dos mercados: el de certificados de cambio (donde el precio se fijaría por oferta y demanda debido a que los títulos eran expedidos por el Banco de la República pero eran de libre negociación) y el de capitales, al cual debían ingresar todas las divisas que anteriormente ingresaban al mercado libre y para el cual la Junta Monetaria fijaría un precio de compra y uno de venta⁹⁰. En el mercado de certificados el precio de venta se aumentó a 13.5 pesos por dólar, reflejando una devaluación de cerca del 50% (estaba en 9 pesos por dólar). En el mercado intermedio no hubo cambio (quedó en 13.5 pesos por dólar) ni

⁹⁰ Ver Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1966.

tampoco en el mercado de capitales en donde el precio de venta se había fijado en 16.30 desde 1966. El Decreto 444 fue un elemento esencial del desarrollo cambiario colombiano, pues recogió la experiencia en materia cambiaria desde la post-guerra. En él se establecieron los aspectos más importantes de lo que sería el manejo cambiario en los casi 24 años siguientes⁹¹. En el decreto se consagró el control de cambios y un tipo de cambio flexible, que se aspiraba, unificado. Esto se logró en 1968.

Como puede observarse en el Gráfico I.5 el período 1967-1970 se caracterizó por un aumento significativo de las reservas internacionales, como consecuencia del buen resultado de las medidas cambiarias adoptadas. A partir de 1969, esta tendencia se vio reforzada por el aumento de los precios del café en el mercado internacional.

El incremento de reservas fue un elemento significativo del crecimiento en los medios de pago en el período (18.3%). Adicionalmente, los años 1967 a 1970 fue un período de crecimiento sostenido del PIB (desde 1968 por encima de 6%). La combinación de los dos últimos elementos junto con una mayor disponibilidad de productos importados hicieron que la inflación se redujera gradualmente a niveles del 7% y 8%. A pesar de que en el Gráfico I.5, se presenta una situación deficitaria del Gobierno a partir de 1968, la mayor disponibilidad de crédito externo llevó a que se disminuyeran las necesidades de crédito interno del Emisor, con respecto al período anterior.

En el año de 1967 los medios de pago crecieron en 21.9%. Este comportamiento se debió en buena medida a un incremento de las reservas internacionales del país como consecuencia de la política cambiaria aplicada desde 1966. También hay que destacar la participación de la utilización de créditos externos y de las operaciones de los bancos los cuales aprovecharon estos recursos externos para aumentar sus niveles de cartera⁹². El crédito del Banco Central al sector financiero y Fondo Nacional del Café se redujo. Por el contrario, los recursos del Banco al Gobierno Nacional crecieron aunque en menor

⁹¹ Wiesner, op. cit. pg. 173.

⁹² Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1967.

proporción que el año anterior. Por último, el crédito al sector privado aumentó de manera importante.

En este año la autoridad monetaria se preocupó por reducir la posible expansión secundaria de los bancos a través de sucesivos incrementos en los encajes, que en total sumaron 5 puntos. Se previó un aumento adicional de tres puntos a comienzos de 1968. En las Memorias del Gerente de ese año ya aparecía la preocupación por simplificar el cómputo de encaje (el cual debería estar conformado únicamente por disponibilidades en caja y depósitos en el Emisor) y reducir la posibilidad de que este pudiera invertirse en operaciones para las cuales ya existían posibilidades de crédito. Por otra parte, se hizo obligatorio vender todas las divisas al Banco de la República y, por lo tanto la exigencia de un encaje del 100% sobre depósitos en moneda extranjera, ya no era necesario. Fue reemplazado por uno de 30% sobre los depósitos constituidos con posterioridad a esta medida. Adicionalmente, la Resolución 20 de ese año ordenó depositar en el Banco de la República, a manera de reserva, 8.5 pesos por cada dólar entregado a los establecimientos financieros, cuando esto fuera necesario para el desenvolvimiento de sus operaciones externas. En cuanto a los cupos de redescuento, en términos generales se conservaron los lineamientos que venían de años atrás.

En el aspecto cambiario, en 1968 año se pudo constatar el fortalecimiento en el nivel de las reservas internacionales, confirmando los resultados positivo de la reforma cambiaria. Este incremento en las reservas internacionales estuvo explicado por un mayor volumen de exportaciones, no solamente cafeteras (las exportaciones menores en este año crecieron a un ritmo de 30%). A través de devaluaciones sucesivas que se hicieron en el mercado de certificados de cambio desde el nivel de 13.5 pesos por dólar, en junio de 1968, la tasa de cambio de este mercado alcanzó 16.3 pesos por dólar, de manera que se igualaron las dos tasas. Por medio de la Resolución 24 de la Junta Monetaria se estableció la unificación del mercado de capitales y del mercado de certificados⁹³.

⁹³ La única tasa diferencial que permanece es la de la venta de divisas petroleras (9 pesos por dólar)

En 1968, el crecimiento de los medios de pago fue de 14.8% (Gráfico I.1), cifra inferior a la registrada en los años anteriores. Como se verá más adelante, el incremento en la cantidad de dinero por concepto del aumento en las reservas internacionales se vio contrarrestado por el efecto del multiplicador, que registró una reducción de 14%, cifra muy significativa.

Uno de los instrumentos más utilizados en 1968 para el control monetario fue el encaje. Como se recordará, la Resolución 17 de 1967 había previsto un incremento de tres puntos en esta variable y en enero de 1968 se llevó a cabo un incremento de dos puntos más sobre los depósitos a la vista y a término. De esta manera, se pasó a un nivel de encaje de 34% para las exigibilidades antes de 30 días y a uno de 27% para las exigibilidades a término. Sin embargo, un poco más avanzado el año, las presiones inflacionarias continuaron y por lo tanto se hizo necesario tomar nuevas medidas de control. Para este fin se adoptó una de las disposiciones más importantes de ese año, a través de la Resolución 17, mediante la cual se intentó una simplificación del cómputo del encaje, a la vez que éste se quiso hacer éste más restrictivo: La Junta Monetaria suprimió algunos de los préstamos e inversiones (en papeles del Banco de la República, del BCH, etc.) que venían computándose como parte del encaje legal⁹⁴. Otra de las medidas que vale la pena resaltar de este año fue el intento de las autoridades monetarias de diversificar los instrumentos de control monetario mediante la realización de “operaciones de mercado abierto” con la banca comercial de títulos denominados “Títulos Reserva”⁹⁵.

⁹⁴ Otras medidas de esta resolución se mencionan a continuación. La autoridad monetaria aprobó un incremento al 15% de los intereses adicionales que las entidades bancarias debían pagar al Emisor por recursos utilizados, sobre un monto equivalente a la cuantía del desencaje presentado en el período correspondiente. También se eliminó la posibilidad que tenían los bancos con situación de encaje positiva de poder invertir hasta 6 puntos del encaje en valores del Banco de la República. Por último, la Resolución estableció que las entidades bancarias deberían destinar por lo menos tres puntos del mínimo requerido a cartera de fomento, en bonos del Fondo Financiero Agrario.

⁹⁵ Estos títulos de deuda pública fueron creados por la Resolución 17, ya mencionada, serían emitidos por el Banco de la República con un interés del 4% y se venderían con descuento. Este margen de descuento podría ser modificado por la Junta Monetaria según si se quisiese recoger dinero de circulación o al contrario.

En 1969 de nuevo se confirmaron los buenos resultados de la política cambiaria y de comercio exterior: se incrementaron las exportaciones, no sólo las cafeteras, sino también las no tradicionales, y por otro lado se llevó a cabo un gasto más racional de las divisas disponibles. Adicionalmente, en los últimos meses de 1969, se dio una recuperación de los precios internacionales del café debido a las heladas en el Brasil que destruyeron parte de los cultivos del grano en ese país.

En 1969 los medios de pago crecieron 19.5%, siendo el segundo porcentaje más elevado del este período. La causa se encontró en el incremento de las reservas internacionales como consecuencia de los factores enunciados en el párrafo anterior y del crédito al resto de la economía. Efectivamente, el crédito neto del Emisor se dirigió principalmente al sector privado diferente de los bancos y corporaciones financieras y también a las entidades de fomento. De acuerdo con las Memorias del Gerente de ese año, el crédito se destinó al Fondo Nacional del Café y, especialmente al resto del sector privado (financiación de importaciones a través de convenios de compensación). Por otra parte, se dio un incremento del crédito las entidades de fomento (Caja Agraria, BCH, Fondos de Promoción de Exportaciones, Fondo de Inversiones Privadas, Fondo Financiero Agrario, Fondo de Desarrollo Urbano y Fondo Financiero Industrial).

Varias medidas de control monetario se tomaron en este año. Por medio de la Resolución 17 de marzo se elevó de 3 a 6 puntos la cartera de fomento que debía invertirse en bonos del Fondo Financiero Agrario. En agosto, por medio de la Resolución 44, se elevó en dos puntos el encaje para exigibilidades a la vista. Vale también la pena mencionar que se realizaron esfuerzos para desarrollar el mecanismo de operaciones de mercado abierto, a través del traslado de fondos de unos sectores a otros. En esta forma se adquirieron pagarés del Fondo Vial Nacional para solucionar sus problemas de tesorería, bonos del ICT con destino a la financiación de la remodelación de la zona de Chambacú y bonos de desarrollo económico. En las Memorias se reconoció que el efecto de estas primeras medidas sobre la cantidad de dinero no fueron muy significativas en parte porque se requería la formación

de un “fondo de operación” o reserva que permitiera al banco de la República actuar con mayor agilidad⁹⁶.

En el año de 1970, en materia cambiaria, encontramos los mismos resultados que en los años anteriores. Los medios de pago crecieron un 17.23%. Este incremento estuvo explicado por un aumento en la base monetaria. Al contrario de lo que mencionan las Memorias del Gerente, encontramos que la expansión de la base monetaria no se dio por un aumento de las reservas internacionales, sino más bien por un aumento del crédito a los bancos y en menor medida, al Gobierno y a la Federación de Cafeteros. El incremento del crédito al sector financiero (Gráfico I.5) se explicó por una ampliación del cupo ordinario como consecuencia de los esfuerzos de capitalización y fortalecimiento de las reservas del sistema bancario, base sobre la cual se comenzó a calcular este cupo. El incremento del crédito al sector cafetero se explicó por la necesidad de mantener el precio interno del grano a niveles superiores a los del año anterior. También hubo un ligero aumento del crédito al Gobierno Nacional básicamente por un leve incremento en los préstamos y descuentos a éste. El resto de la economía (sector privado diferente de cafetero) y entidades de fomento, acudieron en menor medida al crédito del emisor.

En el Cuadro I.7 se presenta una descomposición de los medios de pago para el período 1967-1970. En este período los medios de pago crecieron en promedio 18.35%. Como puede verse el incremento de la base monetaria fue para este período, en promedio, de 24.7%, lo cual significa que el multiplicador monetario produjo un efecto contraccionista importante sobre los medios de pago. De nuevo en estos años la autoridad monetaria realizó una utilización más activa del encaje como instrumento de control monetario.

Al descomponer el crecimiento de la base monetaria (24.7%) en sus diferentes componentes, encontramos que el rubro que produjo un mayor efecto expansionista fue el de las reservas internacionales, 12.3%, y el resto de la economía (sector privado excluyendo

⁹⁶ Ver Memorias del gerente a al Junta Directiva, 1969.

Cuadro I.7

Descomposición de los medios de pago, M1: 1966-1970

	1967	1968	1969	1970	Promedio 58-62
Descomposición en base, B, y multiplicador, m.					
<i>Cambio porcentual en M1</i>	21,88	14,76	19,52	17,23	18,35
Cambio porcentual en B	17,42	33,82	28,30	19,24	24,69
Contribución total de B	18,03	29,00	26,37	18,92	23,08
Cambio porcentual en m	3,49	-14,25	-6,82	-1,70	-4,82
Descomposición de la Base Monetaria, B.					
<i>Cambio porcentual en la Base Monetaria</i>	17,4	33,8	28,3	19,2	24,69
Contribución de las Reservas Internacionales	12,1	23,9	11,4	1,9	12,33
Contribución del Crédito al Fondo Nacional del Café	-3,9	2,0	2,6	3,3	-0,98
Contribución del Crédito al Sector Financiero	-4,4	3,4	-11,1	15,1	0,73
Contribución del Crédito al Gobierno Nacional Central	10,3	-6,3	3,4	11,0	4,60
Contribución del Crédito al Resto	3,4	10,9	22,0	-12,3	5,99
Descomposición del multiplicador, m.					
<i>Cambio porcentual en el multiplicador</i>	3,5	-14,2	-6,8	-1,7	-4,82
Cambio porcentual en C/D	-7,5	2,5	-1,8	3,8	-0,77
Contribución total de C/D	3,1	-0,8	0,5	-0,9	0,47
Cambio porcentual en R/D	-1,5	62,1	22,2	2,1	21,21
Contribución total de R/D	0,4	-13,4	-7,3	-0,8	-5,29
Descomposición de las Reservas Internacionales					
<i>Cambio porcentual en las Reservas en pesos</i>	48,6	76,0	27,6	4,6	39,19
	1,4	1,2	1,1	1,0	1,19
Contribución del componente de reservas en dólares	5,0	55,7	19,4	0,4	20,12
Contribución del componente de tasa de cambio	43,6	20,3	8,3	4,2	19,08

el cafetero y las entidades de fomento), 10.1%. En este cuadro también se aprecia el esfuerzo realizado por el Gobierno para no recurrir al crédito del Banco Central, a pesar de presentar déficits en sus cuentas en los últimos años de los 60. Lo mismo puede decirse del sector cafetero. Probablemente, como consecuencia de las medidas sobre cupos el crédito, el sector financiero produjo en 1967 y 1969 un efecto contraccionista mientras que en 1970 produjo un efecto contrario debido a sus esfuerzos de capitalización que permitieron ampliar su cupo en el Emisor.

En este período encontramos un efecto contraccionista importante por el lado del multiplicador (-4.8%, en promedio). En la parte inferior del Cuadro I.7 donde se presenta su descomposición encontramos que este efecto se debió principalmente al incremento del coeficiente reservas sobre depósitos. Como se recordará, en este período, la autoridad monetaria elevó en diversas ocasiones los porcentajes de encajes, tomó medidas importantes hacia la simplificación de su cómputo y eliminó parcialmente la posibilidad de que ciertos préstamos e inversiones se computaran como parte del encaje legal.

Por último, en la última parte del cuadro encontramos la descomposición de las reservas en su componente stock (reservas en dólares) y su componente precio (devaluación). En este período vemos que tanto el stock como la devaluación que se produjo gradualmente en estos años tuvieron aproximadamente el mismo efecto sobre el comportamiento en pesos de las reservas internacionales.

II. LA DEMANDA DE DINERO EN COLOMBIA: 1940-1970

En esta sección se estudia la demanda de dinero en Colombia en el período 1940-1970, con base en cifras trimestrales y anuales, y utilizando un método de cointegración para su estimación. De acuerdo con los Gráficos II.1 y II.2, este fue un período de inestabilidad, con importantes fluctuaciones en el PIB y en la tasa de inflación y con varias reformas en el campo cambiario, monetario y financiero. Por lo tanto surge la pregunta si la demanda de dinero y las variables que la determinan según la teoría económica, guardaron una relación de equilibrio estable de largo plazo en el período bajo estudio. En consecuencia resulta útil el ejercicio de cointegración aquí propuesto, pues nos ayuda a responder esta inquietud.

Alberto Musalem (1971)⁹⁷, estimó una función de demanda por dinero para el período 1950-67 (utilizando datos anuales) y para el período 1955-67 (utilizando datos trimestrales), encontrando como resultado que en el período de la postguerra había indicios de sustitución de saldos reales inventarios de activos. Una conclusión aún más importante es que gran parte de los inventarios de bienes estaban compuestos por aquéllos que participaban en el comercio internacional. Es decir, cuando se generaba un desequilibrio cambiario y había expectativas de devaluación, los agentes sustituían saldos reales por inventarios de bienes provenientes de operaciones de comercio exterior. En su estimación, las variables independientes utilizadas fueron la tasa de inflación esperada, los inventarios de bienes mantenidos por las sociedades anónimas y un índice de liberación de importaciones. Otro estudio para el período 1950-1967, sobre la demanda de dinero, fue realizado por Rosas (1976)⁹⁸. En su trabajo, incluye, además del la variable ingreso y costo de oportunidad del dinero (medido por la inflación más una tasa de interés real del 12%), una variable de desarrollo del sector financiero. Lo que demuestra el estudio es que el desarrollo del sector financiero tiene dos efectos importantes sobre la demanda de dinero. En un principio, el

⁹⁷ Musalem, A. (1971), "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos, la Experiencia de Colombia en la Post-Guerra", Banco de la República.

⁹⁸ Rosas, L.E. (1976), "Demanda por Dinero, Intermediarios Financieros y Desarrollo Económico", en Gómez, O., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero, 1976.

crecimiento de la actividad bancaria tiene un impacto positivo en el proceso de monetización de la economía pero a medida que este desarrollo avanza y se ofrecen nuevos activos sustitutos del dinero, su efecto sobre la demanda de dinero es negativo.

En esta sección se estima una demanda de dinero tradicional donde el costo de oportunidad de tener saldos reales está medido por la tasa de interés. Adicionalmente, las estimaciones abarcan un período un poco más largo: 1941-1970, para las estimaciones anuales y 1943.1 y 1970.4 para las estimaciones trimestrales.

Este ejercicio de demanda por dinero se realiza con base en la técnica de cointegración desarrollada por Engle y Granger (1987)⁹⁹. Se puede decir, de manera muy simple, que dos o más variables están cointegradas si una combinación lineal de éstas es estacionaria. En otras palabras, si las variables involucradas en la función de demanda por dinero están cointegradas, esto quiere decir que están sujetas a cumplir entre ellas una relación de equilibrio de largo plazo. Temporalmente pueden desviarse de esa relación de equilibrio pero la restricción de cointegración las hará volver a éste. Este es el hecho que queremos confirmar o rechazar en el ejercicio que aquí presentamos utilizando información anual y trimestral para el período 1940-1970 en Colombia.

A. Cambios institucionales, políticos y económicos en Colombia en el periodo 1940-1970.

En la primera sección de este estudio se describieron, los principales sucesos económicos y especialmente, los monetarios para el período bajo estudio, por lo cual no volvemos en detalle sobre ellos. De manera general se puede decir que éste fue un período de inestabilidad económica y política. En los Gráficos II.1 y II.2 se observa que tanto el crecimiento del PIB, como de los medios de pago y de la inflación tuvieron un comportamiento de grandes oscilaciones.

⁹⁹ Engle, R. y C. Granger (1987), "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing, *Econometrica*", 55, 251-76.

GRAFICO II.1:
Crecimiento de M1 y del PIB
(%)

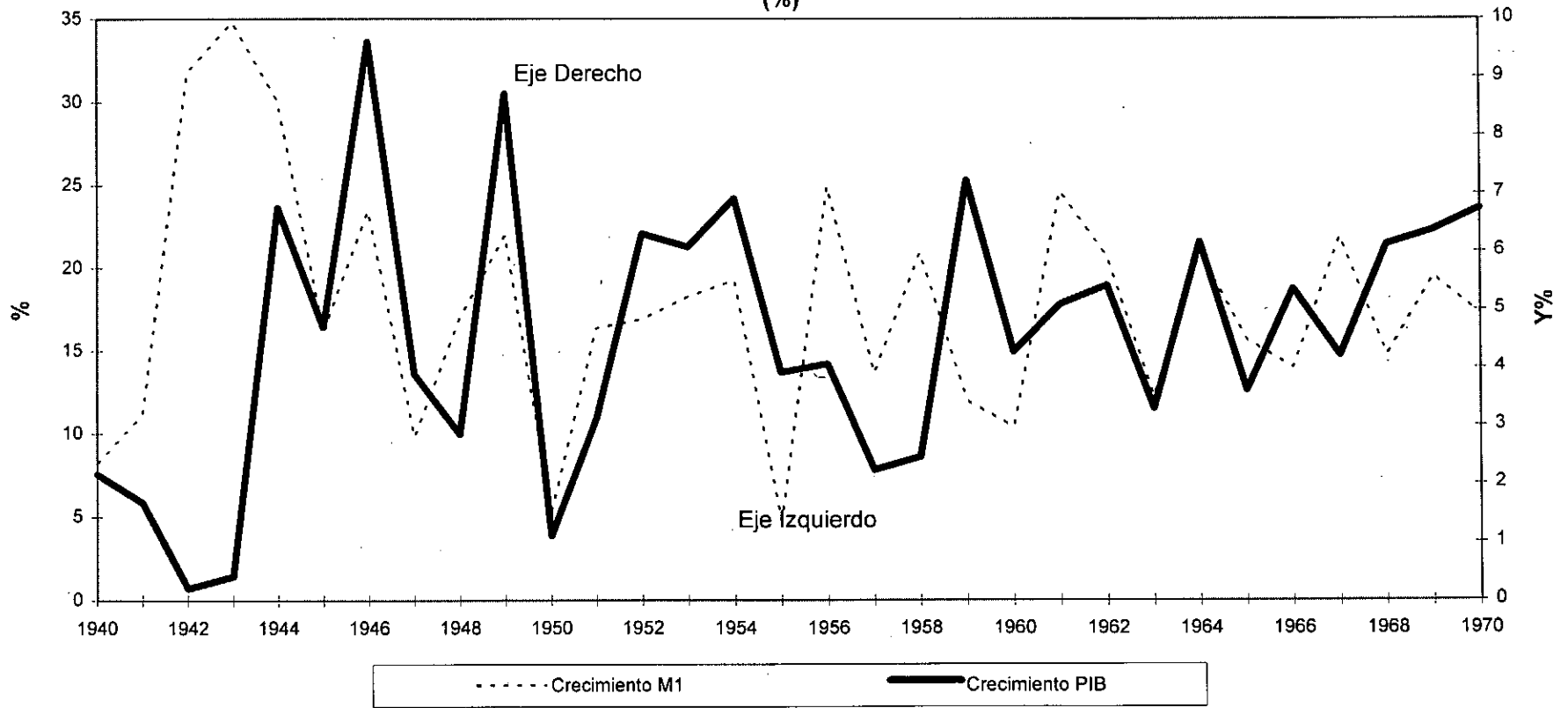
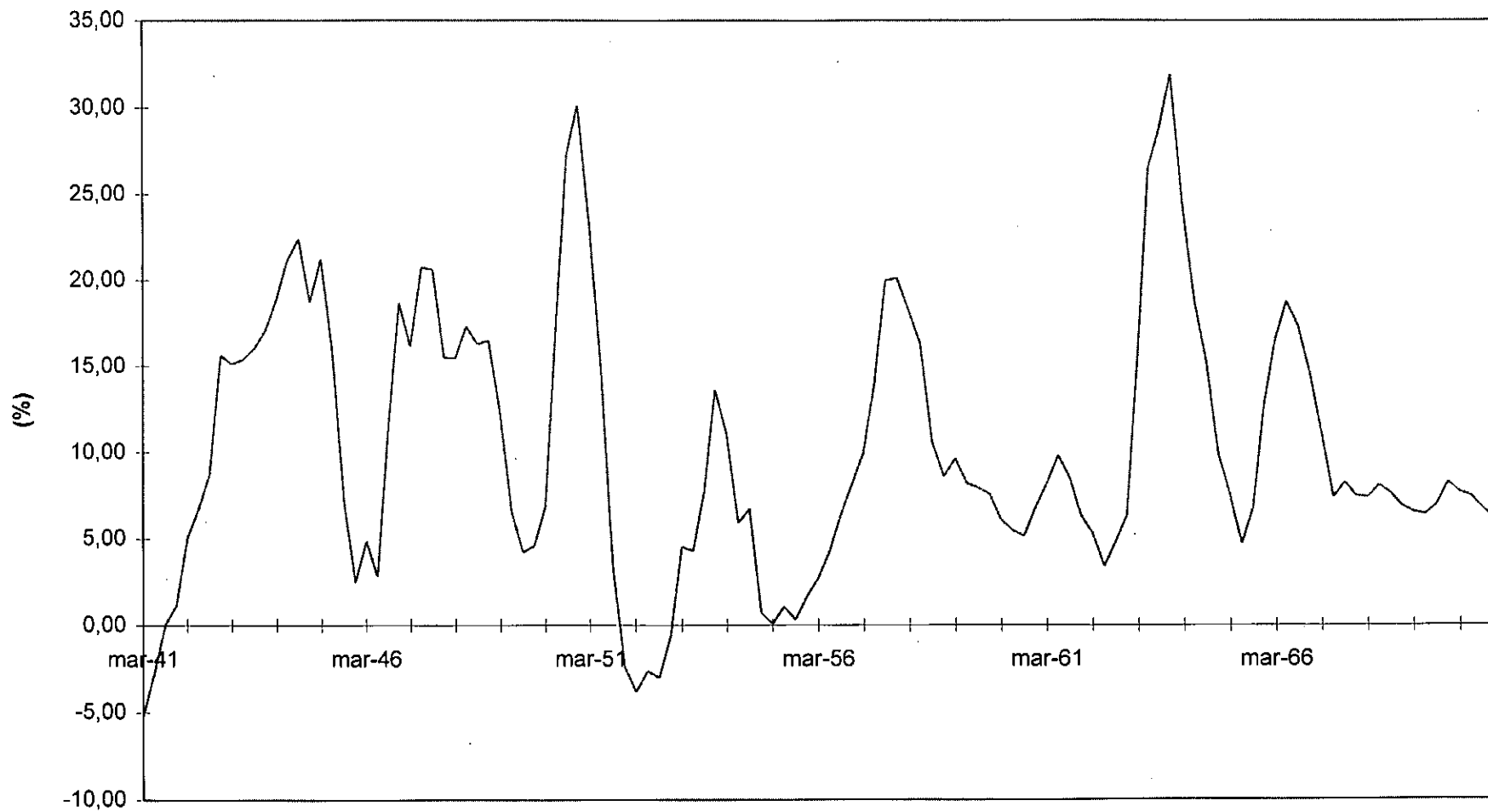


GRAFICO II.2
Evolución de la tasa de inflación en Colombia
(año corrido)



En el período 1940-1970 dos reformas importantes se hicieron en cuanto al Instituto Emisor. En 1951 se dotó al Banco de la República de más y mejores herramientas para el control monetario (manejo de los encajes). Con esta reforma se inició la política de crédito dirigido a través del Emisor la cual tenía el propósito de impulsar sectores claves para el desarrollo del país. En cuanto al sector financiero, se le permitió a los bancos otorgar créditos de largo plazo con fines específicos. En 1963 se creó la Junta Monetaria del Banco de la República que reemplazó en sus funciones a la antigua Junta Directiva a la cual pertenecían representantes del sector privado, especialmente de los bancos. Con esta reforma se pretendía independizar la política monetaria de los intereses del sector privado. El campo cambiario también se caracterizó por grandes inestabilidades. Varias veces se modificó el régimen cambiario existente como consecuencia de los recurrentes problemas de revaluación del peso y en balanza de pagos. Adicionalmente, la economía colombiana se vio sometida a shocks externos como la Segunda Guerra Mundial que llevó al cierre de los mercados internacionales y la Bonanza Cafetera de 1954, como consecuencia de una helada en el Brasil que llevó a una reducción de su cosecha y un incremento jamás experimentado hasta ese momento de los precios internacionales del grano. Por último, el país también sufrió las consecuencias de fenómenos políticos desestabilizadores como los del 9 de abril de 1948 y de la dictadura entre 1954 y 1957.

B. Aspectos conceptuales y fuentes de la información

De manera muy simple, la función de demanda de dinero puede representarse de la siguiente forma:

$$\left(\frac{M}{P}\right)_d = f(y, i)$$

Esta función establece que la demanda por saldos reales $(M/P)_d$, donde M es la cantidad nominal de dinero y P , el nivel de precios, depende de dos variables. Una de estas refleja el volumen de transacciones en la economía como el nivel de ingreso y , y otra representa

el costo de oportunidad de mantener saldos reales como la tasa de interés o la tasa de inflación i . La relación con la primera variable es positiva mientras que la relación con la segunda es negativa. La expresión que estimaremos será de la forma:

$$\ln(M_t/P_t) = \alpha + \ln\beta(y_t) + \lambda i_t + \varepsilon_t$$

donde

- $\ln(M/P)_t$ está medido como la relación de M1 y el índice de precios de la economía. Para las estimaciones trimestrales, el indicador para esta última variable que se utilizó fue el índice de precios al consumidor, IPC y para las anuales, se utilizó el deflactor implícito del PIB. Como la información del IPC sólo está disponible desde 1954, la serie se calculó hacia atrás con base en el índice del costo de la vida de la clase obrera en Bogotá. El deflactor implícito del PIB se midió como la razón entre el PIB nominal y el PIB real.
- y_t o nivel de transacciones de la economía se aproxima a través de la variable PIB. Para la estimación anual se utilizó la información del Banco de la República¹⁰⁰ y para la trimestral, una desagregación del PIB realizada para Colombia por Montoya (1996), con base en métodos estadísticos¹⁰¹. Ambas series están medidas en términos reales.
- i_t o costo de oportunidad de mantener saldos reales se aproxima con un indicador de tasa de interés de la economía. Para la estimación trimestral se utilizó información sobre tasas de interés del mercado de hipotecas publicado en la Revista del Banco de la República. En el caso de las regresiones anuales se usó la tasa de interés calculada por Carrizosa (1986)¹⁰² desde el año 1950 y se calculó hacia atrás con la información anual de tasas de interés del mercado de hipotecas publicada por el Banco de la República.

¹⁰⁰ Banco de la Republica (1992), "Principales Indicadores Económicos, 1923-1992".

¹⁰¹ Montoya (1996), "Desagregación trimestral del PIB: Un Estudio Comparativo", tesis de magister, Universidad de los Andes.

¹⁰² Carrizosa M. (1986), "Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia", Editorial Presencia, Bogotá.

- α , β y λ son los parámetros a estimar y representan el valor de la constante, la elasticidad de la demanda de dinero al ingreso y la semi-elasticidad de ésta a la tasa de interés. Por último, ε_t es el término de error de la regresión.

La estimación de la demanda de dinero mediante un ejercicio de cointegración, consiste en probar que las tres variables, saldos reales, ingreso y tasa de interés guardaron una relación de equilibrio de largo plazo entre sí. Es decir, se debe demostrar que las tres variables estuvieron cointegradas en el período 1940-1970.

Por otra parte, se dice que dos o más variables están cointegradas, si todas son integradas del mismo orden, en este caso $I(1)$, y si la combinación lineal de las tres variables resulta en una serie estacionaria, $I(0)$. Por lo tanto, el primer paso del ejercicio empírico consiste en demostrar que cada una de las variables involucradas tiene una raíz unitaria en niveles y que la combinación lineal, o sea el error ε_t de la regresión, es una serie estacionaria.

C. Resultados econométricos

El test de Dickey-Fuller aumentado fue utilizado para probar la presencia de raíces unitarias en las series. Para el caso de cada una de las variables, en niveles o diferencias, se utilizó una constante y una variable de tendencia en el test (si ésta última resultaba significativa), solamente una constante (si esta resultaba significativa, mientras que la tendencia no) o ninguna de las dos (si ninguna resultaba significativa). En el test se incluyeron rezagos de las diferencias de la variable sometida a la prueba hasta encontrar ruido blanco en los errores (un nivel de significancia de Q de Ljung-Box superior a 0.40).

- **Análisis Trimestral**

En el Cuadro II.1 se presentan los resultados del test de Dickey y Fuller (1981)¹⁰³ aumentado para las series trimestrales. Como puede observarse, todas las variables aceptan la hipótesis de existencia de una raíz unitaria con un elevado nivel de confiabilidad. Consecuentemente, puede pasarse al segundo paso del ejercicio de cointegración.

En el Cuadro II.2, se presenta la estimación de la demanda por dinero y el test de cointegración de Engle y Yoo (1987)¹⁰⁴, utilizando series trimestrales. Como puede observarse, los signos de las variables independientes es el esperado (positivo para LPIB y negativo para INT) y los dos son estadísticamente diferentes de 0. La prueba F también indica que en conjunto, las dos variables independientes explican la demanda por saldos reales.

La elasticidad de la demanda de dinero al ingreso para el período 1940-70 es mayor a uno (y estadísticamente diferente de 1), lo cual se asemeja a los resultados encontrados para las estimaciones más recientes de la demanda por saldos reales. La semielasticidad de la cantidad demanda de dinero con respecto a la tasa de interés es cercana a 2.8. Esta semielasticidad parece elevada, pero si se considera que el promedio de la tasa de interés fue cercana al 12% en ese período, la elasticidad tasa de interés de la demanda de dinero es cercana a 0.3. De nuevo, este resultado es similar al encontrado en estimaciones con información de períodos más recientes.

En los Gráficos II.3, II.4, y II.5, se muestra que estos coeficientes son estables a lo largo del período estudiado, salvo para los últimos tres años de la década de los 50. Cabe recordar que estos son los años siguientes a la caída de la Dictadura, cuando la economía se encontraba en una situación importante de desajuste y se dieron las primeras medidas para corregirlo.

¹⁰³ Dickey, D. y W. Fuller (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autorregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of Econometrics*, 49.

¹⁰⁴ Engle, R. y B.S. Yoo, "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", *Journal of Econometrics*, 35, 143-159.

Cuadro II.1: Pruebas de raíz unitaria sobre series trimestrales

VARIABLES a/	DF Estadístico	Raíz Unitaria**	Constante y/o Tendencia	Rezagos	Nivel de significancia Q
LM1R	-2.73	raíz	C,T	8	0.99
LPIB	-3.30	raíz	C,T	5	0.82
INT	-2.28	raíz	C	6	0.79

a/ VARIABLES: LM1R, logaritmo de M1 deflactada por IPC, LPIB, logaritmo del PIB, INT tasa de interés nominal.

** Se trabajó al 5% de significancia.

Cuadro II.2: Test de Cointegración.**Series trimestrales: 1943.1-1970.4****Regresión de Cointegración por MCO****Variable dependiente: LM1R**

<i>Variable</i>	<i>Coficiente</i>	<i>Error estándar</i>	<i>T-estadístico</i>
C	-3.8	0.2	-16.4
LPIB	1.3	0.02	49.6
INT	-2.8	0.6	-4.2

R-cuadrado: 0.97

Durbin-Watson estadístico: 0.4

Test de Cointegración**Variable dependiente: DE1**

<i>Variable</i>	<i>Coficiente</i>	<i>Error estándar</i>	<i>T-estadístico</i>
DE1	-0.2	0.05	-3.5

R-cuadrado: 0.10

Test de Engle y Yoo sobre residuos (se incluyeron los rezagos 2,4,6 y 8, todos significativos)

Valor crítico de Engle, Yoo: (100 obs, 3 var) 4.22 al 1%, 3.62 al 5% y 3.32 al 10%

VARIABLES: LM1R, logaritmo de M1 deflactada por IPC, LPIB, logaritmo del PIB real.

INT, tasa de interés nominal. Una D que antecede las variables representa las primeras diferencias.

Gráfico II.3
Test de estabilidad de los coeficientes de la regresión
Estimación trimestral

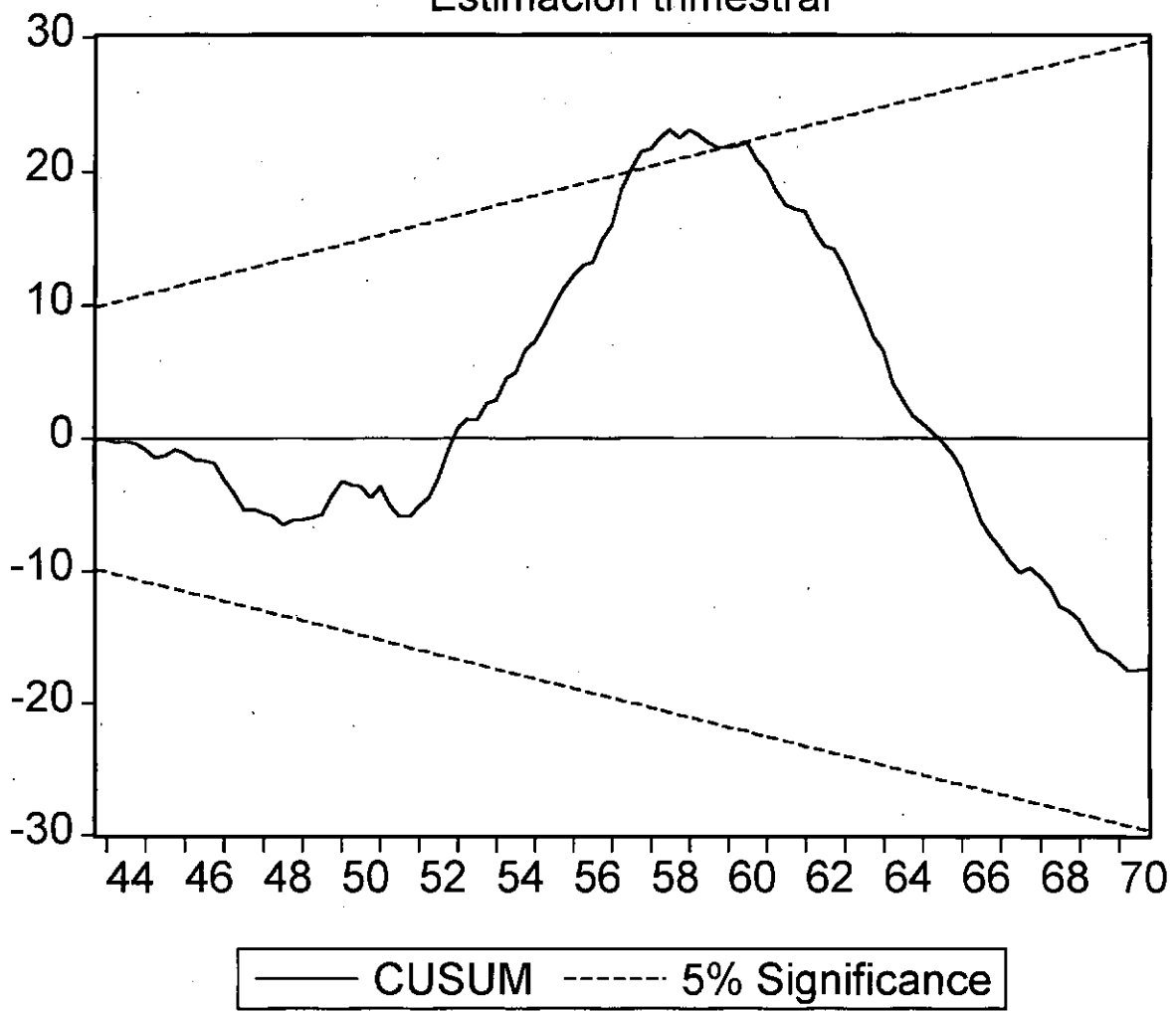


Gráfico II.4
Test de estabilidad del coeficiente del PIB (C2)
Estimación trimestral

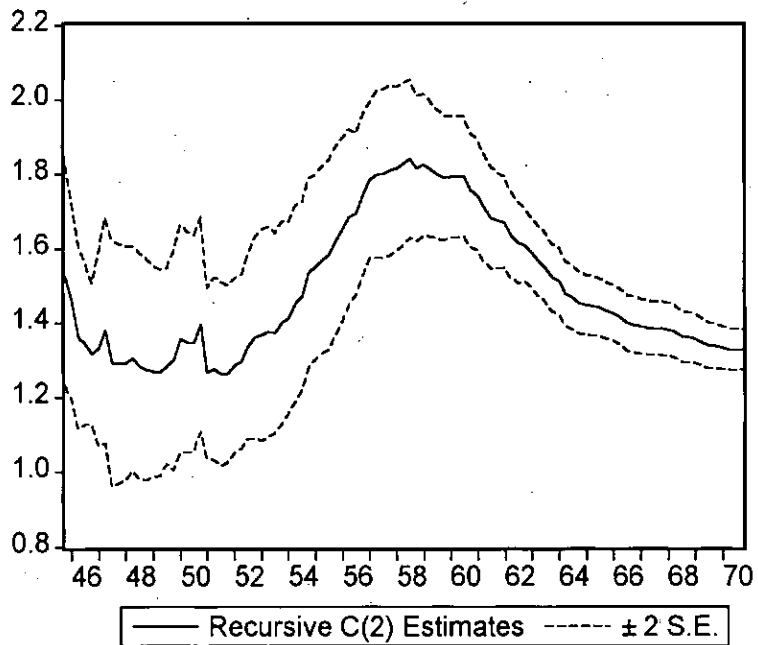
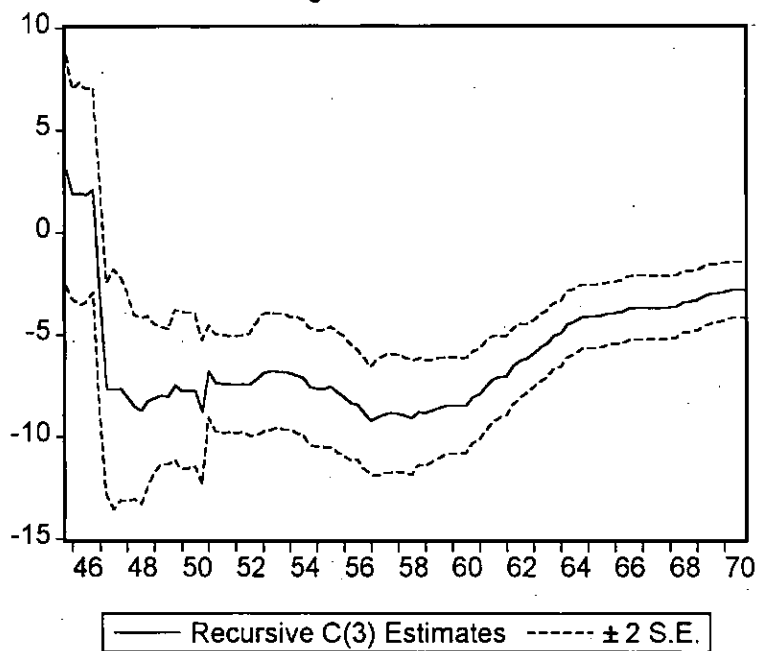


Gráfico II.5
Test de estabilidad del coeficiente de
la tasa de interés (C3)
Regresión trimestral



En ese mismo cuadro, en la parte inferior, se presenta el test de cointegración. A pesar de que el Durbin Watson de la regresión mencionada anteriormente es bajo, los resultados de la prueba sugieren que las tres variables estuvieron cointegradas (al 10% de significancia) en el período estudiado. Es decir, la demanda por saldos reales, el ingreso y la tasa de interés guardaron una relación de equilibrio (aunque ligeramente débil) en el período que aquí nos interesa. Además, estos resultados, sugieren que esta relación fue estable, a pesar, de que hubo diversas fuentes de inestabilidad en el período 1940-70.

• **Análisis Anual**

En el Cuadro II.3 se reportan los resultados del test de Dickey-Fuller para las series con frecuencia anual. De nuevo, para las tres series en niveles se acepta la hipótesis de existencia de una raíz unitaria.

En el Cuadro II.4 se presentan los resultados del test de cointegración para la estimación anual. Como puede observarse, los coeficientes tienen el signo esperado y son estadísticamente diferentes de cero. La elasticidad de la demanda de dinero al ingreso es cercana a 1.3, cifra similar a la obtenida para los cálculos trimestrales. Por el contrario, la semi-elasticidad de la demanda de saldos reales con respecto a la tasa de interés es más pequeña (1.55 o 1.7), implicando a su vez una elasticidad cercana a 0.2. Estos resultados son de nuevo similares a los encontrados para estimaciones recientes de la demanda por saldos reales en Colombia. En cuanto al test de cointegración, tenemos que los errores de la regresión anterior son estacionarios al 5% de significancia. Por otra parte, los test de CUSUM para los coeficientes muestran que éstos fueron estables en el período de estudio, salvo para los últimos años de los 50 (Gráfico II.6, II.7, y II.8). De nuevo, este ejercicio sugiere que la demanda de saldos reales, el ingreso y la tasa de interés guardaron una relación de equilibrio estable en el período 1941-1970.

D. Conclusiones

Cuadro II.3: Pruebas de Raíz Unitaria sobre las series anuales

<i>VARIABLES a/</i>	<i>DF estadístico</i>	<i>Raíz Unitaria **</i>	<i>Constante y/o Tendencia</i>	<i>Rezagos</i>	<i>nivel significancia Q</i>
LM1R	-3,32	raíz	C,T	3	0,99
LPIB	-3,41	raíz	C,T	3	0,96
INT	-2,03	raíz	C	1	0,72

a/ VARIABLES: LM1R, logaritmo de M1 deflactada por defactor implícito del PIB,

LPIB, logaritmo del PIB real, INT, tasa de interés nominal.

**** Se trabajó al 5% de significancia**

Cuadro II.4: Test de Cointegración**Series anuales: 1941-1970**

Regresión de Cointegración				
Variable dependiente :LM1R				
<i>Variable</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Error estándar</i>	<i>T- Estadístico</i>	
C	- 5.01	0,41	-12.2	
LPIB	1.30	0.04	30.9	
INT	- 1.55	0,65	-2.37	
R-cuadrado 0.98				
Durbin-Watson estadístico 0.97				
Test de Cointegración				
Variable dependiente:DE1				
<i>Variable</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Error estándar</i>	<i>T- Estadístico</i>	
E1	-0.63	0,15	-4.29	
R-cuadrado 0.4				
Test de Engle y Yoo sobre residuos: (se incluyeron los rezagos 1,2,3; el último significativo)				
Valor crítico de Engle, Yoo:(50 obs, 3 var) 4.84 al 1%; 4.11 al 5%; 3.73 al 10%				

a/ VARIABLES: LM1R es el logaritmo de M1 deflactada por deflactor del PIB, LPIB es el logaritmo del PIB e INT es la tasa de interés nominal.
Una D que antecede las variables representa las primeras diferencias.

Gráfico II.6
Test de Estabilidad de los Coeficientes
Regresión Anual

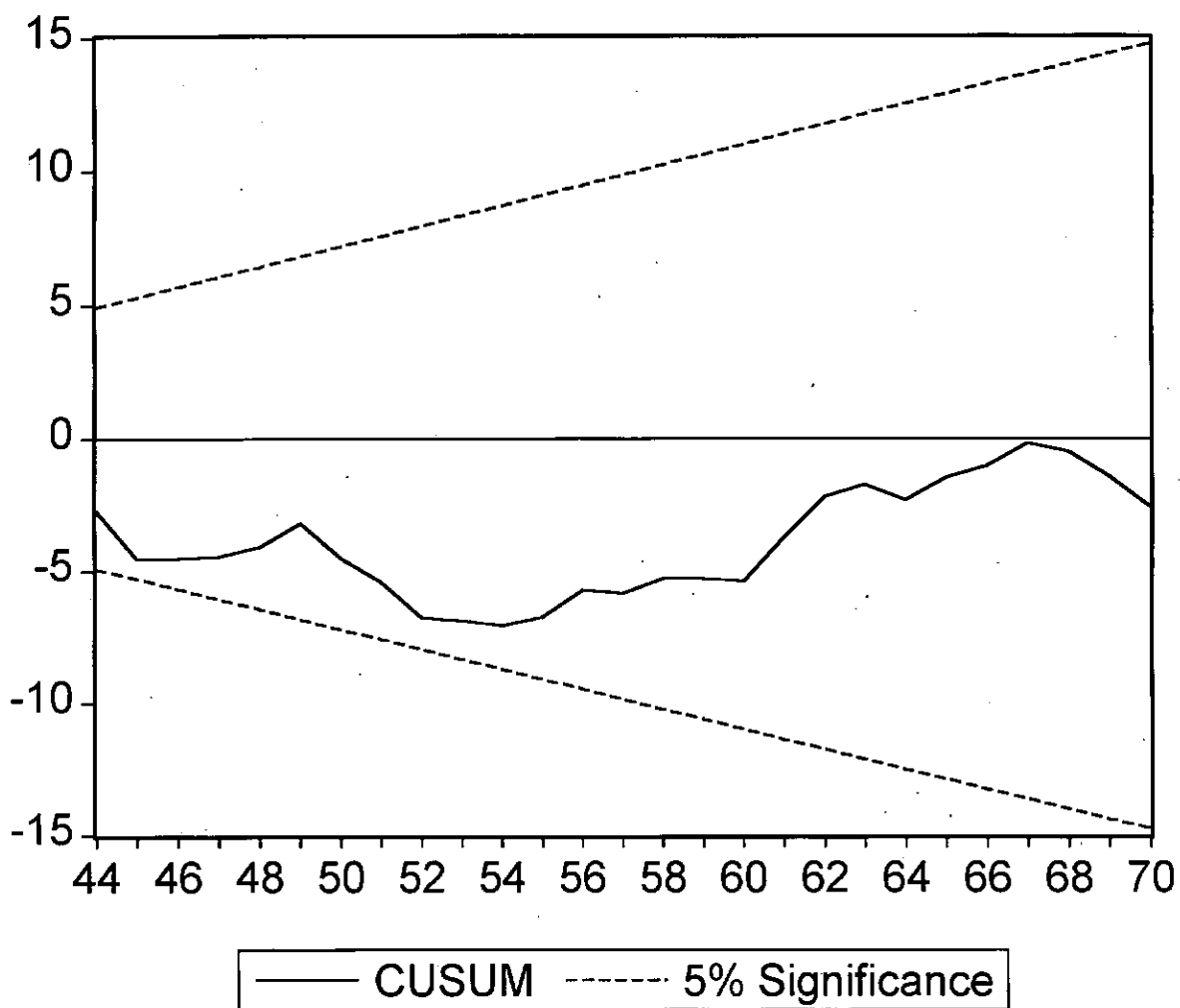


Gráfico 7
Test de Estabilidad del coeficiente del PIB (C2)
Regresión anual

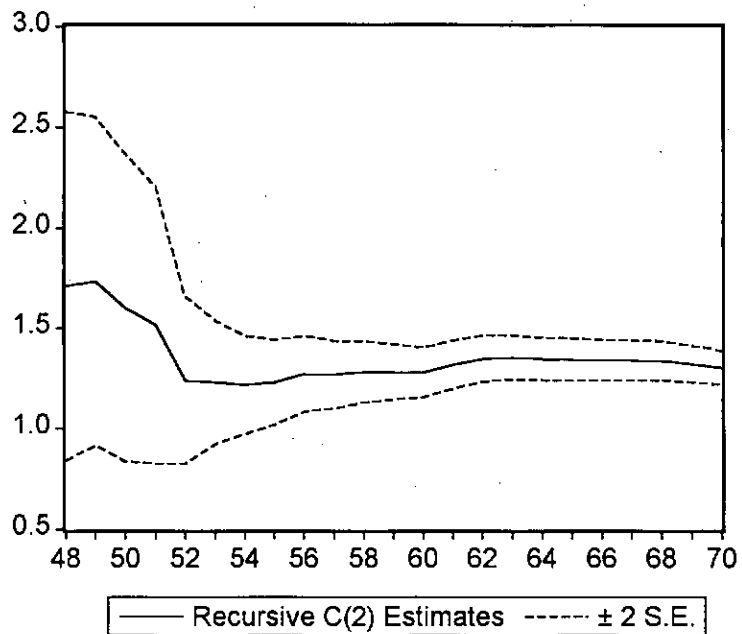
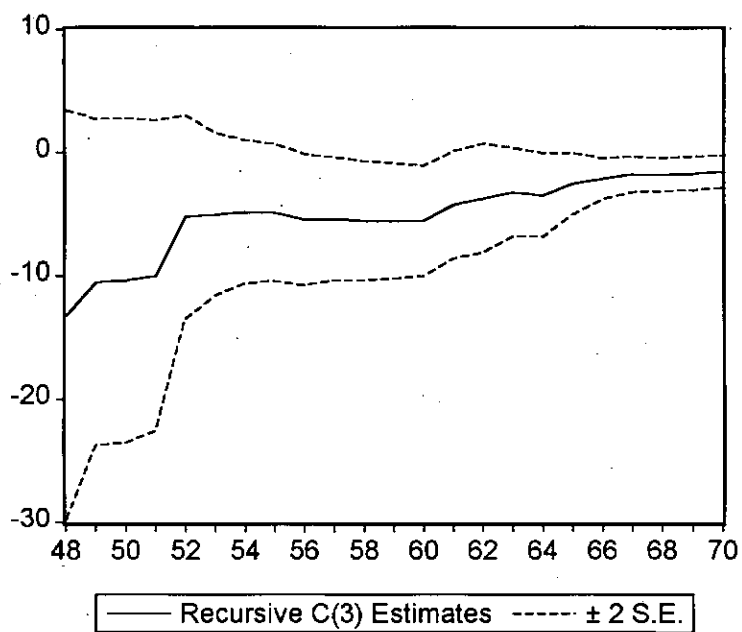


Gráfico 8
Test de estabilidad del coeficiente de la tasa
de interés (C3)
Regresión anual



En esta sección analizamos el comportamiento de largo plazo de la demanda de dinero en el período 1940-70, con base en información trimestral y anual y utilizando técnicas de cointegración. Este período mostró grandes fluctuaciones del producto y de la tasa de inflación, y además fue una época en que la economía estuvo sujeta a varias reformas en el campo cambiario, monetario y financiero, a shocks externos como el estancamiento del comercio internacional durante la Segunda Guerra y la bonanza cafetera más importante hasta ese momento, y a períodos de inestabilidad política. Pese a estos factores, la demanda de dinero y las variables que la determinan de acuerdo con la teoría económica, ingreso y tasa de interés, mantuvieron una relación de equilibrio de largo plazo y estable, pues mostraron estar por lo menos débilmente cointegradas en el período bajo estudio.

Otro resultado interesante es que los coeficientes de las estimaciones arrojan resultados muy similares a los encontrados en trabajos que utilizan información más reciente. Aunque habría que replicar los ejercicios para el período 1945 hasta hoy, los resultados de este ejercicio sugieren que el comportamiento de la demanda de saldos reales ha sido estable a lo largo del tiempo.

III. EFECTOS DE LA POLITICA MONETARIA SOBRE LA ACTIVIDAD REAL

La sección I de este trabajo se centró en la descripción de los diferentes acontecimientos monetarios en el período de 1940-1970. En dicho capítulo se llevó a cabo una descomposición de los medios de pago para averiguar cuál había sido la fuente de crecimiento o disminución de esa variable en cada uno de los períodos seleccionados. Surge otro tema de interés: cuáles fueron los efectos de la política monetaria en variables tales como el nivel de actividad económica o la inflación ?

De acuerdo con la teoría monetarista, un cambio en el stock de dinero tiene efectos reales en el corto plazo (aumenta el producto transitoriamente). En el largo plazo la política monetaria es neutral y solo tiene como efecto un aumento de los precios. Este ha sido uno de los aspectos empíricos más estudiados en el campo de la historia monetaria para el caso de los Estados Unidos. En estos trabajos se pueden diferenciar claramente dos líneas de investigación. Por una parte, está el “enfoque narrativo” cuyos pioneros son Friedman y Schwartz (1963)¹⁰⁵, quienes abordan los efectos del dinero en la actividad económica, no a través de un modelo de la economía que les permita derivar estos efectos, sino a través del análisis de la evidencia histórica. Los autores, en su estudio, sugieren que en el largo plazo el dinero es neutral y un incremento de M2 sólo tiene como consecuencia última una elevación del nivel de precios. Sin embargo, en el corto plazo las fluctuaciones en el stock de dinero (lo cual constituye una medida de los cambios en la política monetaria) precedieron, en el período estudiado, fluctuaciones del ingreso, debido principalmente a rigideces transitorias de los precios. A su vez, las variaciones en M2 no obedecieron a fluctuaciones previas del ingreso. Esto constituye la prueba de los autores en cuanto a la no-neutralidad del dinero en el corto plazo.

¹⁰⁵ Friedman, M. y A. Schwartz (1963), “A Monetary History of the United States, 1867-1960”, Princeton University Press. Un ensayo que revisa el trabajo de estos autores se encuentra en Lucas, R. Jr. (1994), “Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz : A Monetary History of the United States, 1867-1960”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34, No. 1, Agosto de 1994.

Otra aproximación al estudio de los efectos de las fluctuaciones monetarias sobre la actividad económica se encuentra en Sims (1972) y Sims (1980)¹⁰⁶. En el primero de los estudios, Sims se aproxima al problema, aplicando pruebas de causalidad estadística, en el sentido a Granger, a las cifras del período de la Post-Guerra para los Estados Unidos. Los resultados sugieren que la causalidad entre dinero e ingreso es unidireccional y va de la primera variable hacia la segunda. Por el contrario, no hay evidencia de causalidad en sentido de Granger, de ingreso a dinero.

En un segundo estudio, Sims (1980) estudia la relación dinero-actividad económica separando el período Entre-Guerras y el de la Post-Guerra, a través de técnicas de vectores autorregresivos, en donde el comportamiento de las variables se interpreta como resultado de choques o sorpresas en todas las demás. Encuentra que en ambos períodos hay causalidad en el sentido de Granger desde el dinero hacia el producto. Sin embargo, al incluir una variable de tasa de interés en el VAR, Sims encuentra que hay similitudes en cuanto a la dinámica entre los dos períodos. Por el contrario, en el período de la Post-Guerra, el efecto del dinero sobre la actividad económica se pierde en parte y la tasa de interés pasa a jugar un papel fundamental en la explicación de las fluctuaciones del ingreso. Sims sugiere varias explicaciones a este hecho. De acuerdo con el autor, el público puede anticipar movimientos inducidos de la cantidad de dinero por la autoridad monetaria. En este caso, bajo el supuesto de expectativas racionales, un aumento de la tasa de interés implica un menor crecimiento, una mayor inflación esperada y una menor oferta monetaria como reacción de la autoridad monetaria. Cuando no se hace el supuesto de expectativas racionales, el resultado puede tener otra explicación. Si no son los cambios inesperados en la cantidad de dinero los que tienen efectos reales, entonces es aceptable que algunos movimientos de la política monetaria sean anticipados por aumentos en la tasa de interés (los cuales tienen efectos reales). Por lo tanto, es posible que cambios en la base monetaria

¹⁰⁶ Sims, C.A. (1972), "Money, Income and Causality", *American Economic Review*, Vol. 62, No. 4, septiembre y Sims C.A. (1980), "Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered", *American Economic Review*, Vol 70, No. 2, mayo.

se transmitan al stock de depósitos o de dinero con algún retraso pero que tengan un efecto inmediato sobre tasas de interés. Los resultados empíricos no sustentan esta tesis: al introducir la base monetaria en el VAR en remplazo de M1, los resultados no cambian. Otra dificultad de esta explicación es que si los cambios son anticipados no hay efectos reales (de acuerdo con la teoría monetarista con expectativas racionales) pero el efecto sobre precios es mayor al que se presentaría en el caso en donde la política no es anticipada. Los resultados empíricos sugieren lo contrario.

Romer y Romer (1989)¹⁰⁷, desarrollan la misma problemática combinando el “enfoque narrativo” y el análisis estadístico para medir el efecto de las decisiones de política monetaria sobre el nivel de actividad económica. Para los autores, el enfoque narrativo es la mejor manera de aproximarse al problema de la relación dinero-ingreso pues éste provee información que permite establecer la causalidad entre las dos variables, lo cual no se puede lograr a través de los análisis de VAR. Sin embargo, el enfoque narrativo también tiene algunos problemas de sesgo, particularmente en el paso de escogencia de los choques monetarios a partir del análisis de los archivos históricos. Para el período de la Post-Guerra, Romer y Romer encuentran que una reducción en la cantidad de dinero (como política anti-inflacionaria) tiene un efecto promedio de reducción en el ingreso del 12% y de aumento de 2 puntos en el desempleo. Este efecto se siente especialmente luego de dos años y medio después del cambio en la política. Por último, a pesar de que las variables tienden a volver a su trayectoria inicial, los resultados del ejercicio sugieren que un porcentaje del impacto inicial tiende a mantenerse en el tiempo, o lo que es lo mismo, es permanente.

El objetivo de este trabajo es analizar, para el caso colombiano, la relación que existió entre dinero e ingreso entre 1940 y 1970. Se sigue la metodología de Sims (1980), en el sentido en que utilizamos para la estimación la técnica de valores autorregresivos, VAR. El primer ejercicio consiste en la estimación de un VAR cuyas variables involucradas son M1, PIB y precios. El segundo ejercicio consiste en introducir al VAR anterior una variable de tasa de

¹⁰⁷ Romer, C. y D.H. Romer (1989), “Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz”, *NBER Macroeconomics Annual*, No. 4.

interés con el fin de analizar, si al igual que para el caso de la Post-Guerra en los Estados Unidos, esta variable cobra un papel importante en la explicación de las fluctuaciones del producto de la economía.

A. Aspectos conceptuales y fuentes de la información

Los ejercicios de estimación se basan en la técnica de vectores autorregresivos. En nuestro VAR, inicialmente hay tres variables: M1, PIB y Precios. La estimación a través de un VAR supone que cada una de estas variables está explicada por rezagos de ella misma y por rezagos de todas las demás variables. Las tres ecuaciones que se derivan de lo anterior conforman un sistema de ecuaciones simultáneas en donde todas las variables están endógenamente determinadas. "Cada una de las series puede ser representada como una combinación lineal de las innovaciones corrientes y pasadas en todas las demás variables del sistema. Estas innovaciones son por construcción serialmente no correlacionadas y si se transforman de manera que sean contemporáneamente no correlacionadas, la varianza de las variables en el sistema pueden ser descompuestas sin ninguna ambigüedad en componentes atribuibles a cada innovación"¹⁰⁸.

El número de rezagos de las variables que se incluyen en la estimación determinan el orden del VAR. En la mayoría de casos el orden del VAR no se conoce. Sin embargo, existen criterios estadísticos como el de Akaike o Schwarz para determinar el número de rezagos que debe incluirse.

Otro de los problemas con la estimación de vectores autorregresivos es el orden en que las variables se colocan dentro del vector, pues diferentes ordenamientos pueden llevar a diferentes resultados. Una de las posibilidades es poner en primer lugar la variable menos endógena, es decir que se supone afecta las demás pero no es afectada por éstas últimas. Luego se incluiría la segunda menos endógena, es decir la que afecta a las demás menos a

¹⁰⁸ Sims (1980), op. cit.

la primera y que es afectada por ésta última y así sucesivamente. Luego puede realizarse un ejercicio de sensibilidad de los resultados a cambios en el ordenamiento del VAR.

Por último, la estimación del VAR supone que todas las variables del sistema son estacionarias. Sin embargo, surge el problema de si las variables están cointegradas en niveles, caso en el cual en la estimación en diferencias debe incluirse como variable exógena el error de cointegración (es decir, estimar un modelo de corrección de errores). Para evitar esta etapa, se puede estimar el VAR en niveles, lo cual resulta equivalente al modelo de corrección de errores y arroja una estimación eficiente.

Las variables utilizadas en este ejercicio son las siguientes: LMI (logaritmo de M1 nominal), LPIB (logaritmo del PIB real), LIPC (logaritmo del índice de precios al consumidor) y LINT (logaritmo de la tasa de interés). Los ejercicios se harán con datos trimestrales y anuales. La información sobre medios de pago se tomó del libro del Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos: 1923-1992", el PIB anual se tomó de la misma fuente y el trimestral del trabajo de Montoya (1996), "Desagregación Trimestral del PIB Colombiano: Un Estudio Comparativo (1925-1992)". La tasa de interés trimestral corresponde a la tasa de interés del mercado de hipotecas en el país, publicada mensualmente en la Revista del Banco de la República. La serie anual, utiliza la información de Carrizosa (1986)¹⁰⁹ desde 1950 y se calculó hacia atrás con base en la tasa de interés anual del mercado de hipotecas publicada en la Revista del Banco de la República.

B. Resultados obtenidos

El primer ejercicio consistió en determinar si las variables en niveles que entran en el VAR son estacionarias o tienen una raíz unitaria. Los resultados se presentan en el cuadro III.1.

¹⁰⁹ Carrizosa M. (1986), op. cit.

Cuadro III.1

Pruebas de Raiz Unitaria (1940-1970)

<i>VARIABLES a/</i>	<i>DF Estadístico</i>	<i>Raiz Unitaria</i>	<i>Constante y/o Tendencia</i>	<i>Rezagos</i>	<i>Nivel de significancia Q</i>
LPIB	-3.45	raiz	C,T	7	0,58
LPC	-2.25	raiz	C	4	0,75
LIPC	-2.52	raiz	C,T	8	0,87
LM1	-3.18	raiz	C,T	6	0,48

Se trabaja al 5% de significancia

Como puede verse, de acuerdo con las pruebas de Dickey-Fuller¹¹⁰ Aumentado, las series en niveles tienen una raíz unitaria. Por lo tanto nuestro VAR será estimado en niveles, siguiendo la recomendación de Sims anteriormente mencionada. Vale la pena anotar que las pruebas también se realizaron para las variables anuales, obteniendo resultados similares.

La segunda prueba realizada es acerca del número de rezagos que deben entrar en la estimación del VAR. Para ello se estimaron los tres VAR mencionados: a) LM1, LPIB y LIPC y b) LIINT, LM1, LPIB y LIPC incluyendo de 1 a 12 rezagos y calculando el estadístico de Akaike y el de Schwartz¹¹¹. En el Cuadro III.2 se presentan los resultados. El estadístico de Akaike no da resultados claros mientras que el de Schwartz sugiere que se deben incluir tres rezagos de todas las variables en el VAR¹¹². En seguida comentamos los resultados arrojados por la estimación del VAR en cada uno de los casos que nos interesan.

I. VAR: LM1, LPIB, LIPC

Esta estimación incluyó un término constante como variable exógena. El ordenamiento de las variables en el VAR es como el que aparece en el título. Se realizaron ejercicios de sensibilidad al orden de las variables en el VAR, obteniendo resultados muy semejantes en las diferentes estimaciones.

La prueba F de exogeneidad sugiere que los coeficientes de las variables LPIB y LIPC no son en conjunto, estadísticamente diferentes de 0, lo cual estaría confirmando que LM1 es la variable menos endógena (Cuadro III.3). Por el contrario, con 99% de confiabilidad se puede afirmar que los coeficientes de los rezagos en LM1 y LIPC son estadísticamente diferentes de cero en la ecuación de LPIB y que pasa lo mismo con los coeficientes de los rezagos de LM1 y LPIB en la ecuación de LIPC.

¹¹⁰ Dickey, D. y W. Fuller (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autorregressive Time Series with a Unit Root, *Econometrics*, 49.

¹¹¹ Todas las estimaciones incluyen un término constante como variable exógena. Ninguno incluye una variable de tendencia.

¹¹² Par el caso de los VAR anuales se incluyó únicamente un rezago.

Cuadro III.2

Determinación del número de rezagos

Criterio de shwartz:												
	NUMERO DE REZAGOS											
VAR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
LM1, LPIB2, LIPC	-23.53	-24.17	-24.88	-24.78	-24.63	-24.46	-24.41	-24.11	-24.06	-23.82	-23.47	-23.30
LPC, LM1, LPIB2, LIPC	-28.38	-29.01	-29.62	-29.37	-29.14	-28.83	-28.62	-28.18	-27.78	-27.25	-26.66	-26.38
LR, LM1, LPIB2, LIPC	-29.17	-29.74	-30.35	-30.03	-29.53	-29.28	-29.08	-28.63	-28.19	-27.60	-27.23	-27.01
Criterio de Akaike:												
	NUMERO DE REZAGOS											
VAR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
LM1, LPIB2, LIPC	-15.29	-16.14	-17.06	-17.18	-17.24	-17.28	-17.45	-17.38	-17.55	-17.54	-17.42	-17.48
LPC, LM1, LPIB2, LIPC	-17.49	-18.49	-19.47	-19.60	-19.75	-19.83	-20.00	-19.96	-19.96	-19.83	-19.65	-19.79
LR, LM1, LPIB2, LIPC	-18.30	-19.27	-20.29	-20.37	-20.28	-20.44	-20.66	-20.63	-20.62	-20.47	-20.54	-20.76

Cuadro III.3
Estadístico F de exogeneidad
VAR: LM1, LPIB, LIPC

Variable Dependiente	Estadístico F	Significancia
LM1	1,31	0,255
LPIB	3,94	0,001
LIPC	5,23	0

La trayectoria de la respuesta de las variables ante un choque en el stock de dinero se presenta en el Gráfico III.1 (primera parte). Al dar un choque a LM1 por una sola vez, los precios responden inmediatamente, incrementándose. Solo después de un año, LPIB comienza a desviarse positivamente con respecto a su tendencia de largo plazo. Como puede observarse, el incremento en los precios es importante mientras que el impacto sobre el PIB es más bien pequeño (inclusive podría ser estadísticamente igual a cero). Qué pasa en el largo plazo? Primero, la cantidad de dinero, aunque disminuye en el tiempo no vuelve a su tendencia de largo plazo. Sin embargo, no habría razón para que lo hiciera. El shock es por una sola vez y se supone que no vuelve a suceder otra innovación, es decir si se saca dinero a circulación este tiende a quedarse allí. Es posible que disminuya un poco en el caso de una economía abierta donde puede haber una sustitución de moneda doméstica por extranjera. Segundo, los precios, tienden a mantenerse por encima de su tendencia de largo plazo mientras que el efecto sobre el PIB sigue siendo muy pequeño.

Analicemos ahora el VAR anual (Gráfico III.2). Como puede observarse, los efectos sobre las variables son muy parecidos a los del caso trimestral. Un shock a LM1 produce un aumento de los precios permanente y de magnitud importante, y por el contrario, un impacto pequeño sobre la variable real.

En conclusión, de acuerdo con las cifras del período 1940-1970, un aumento de la cantidad de dinero se traduce en el largo plazo en un aumento importante de los precios. El efecto sobre el PIB va en la dirección que predice la teoría económica pero es de magnitud reducida, tanto en el corto como en el largo plazo.

El Cuadro III.4 presenta la descomposición de varianza de cada una de las variables que entraron el VAR en la estimación trimestral. En la primera parte del cuadro observamos que tanto en el corto plazo como en el largo plazo, LM1 está determinada por sus propias innovaciones. Innovaciones en la cantidad de dinero, LM1, explican en el corto plazo una pequeña proporción de la varianza del PIB pero a partir del octavo semestre esta proporción

Gráfico III.1
Funciones impulso respuesta en VAR: LM1, LPIB, LIPC

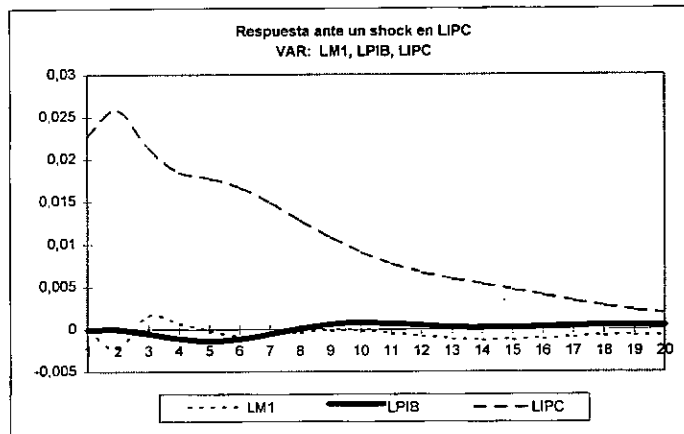
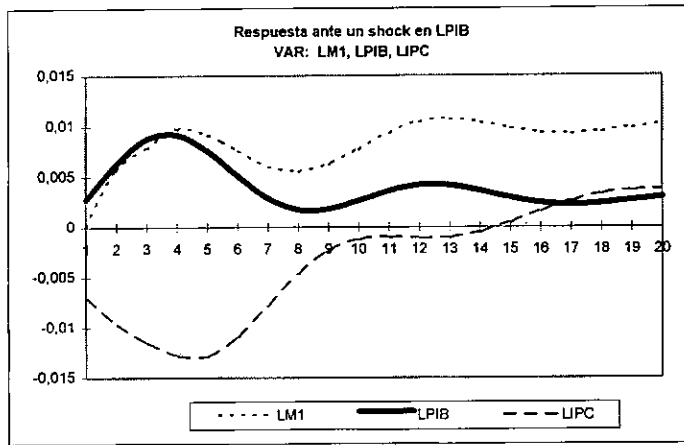
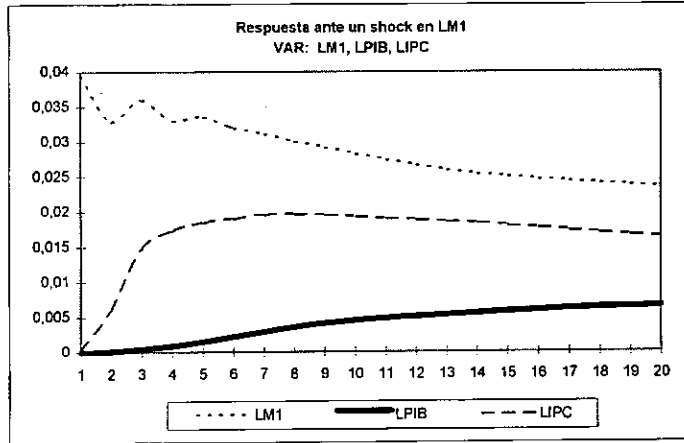
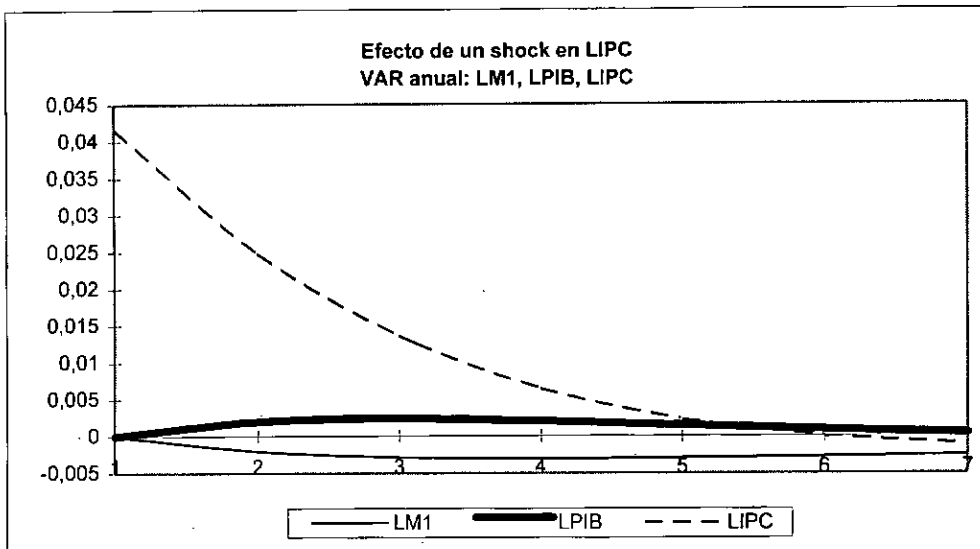
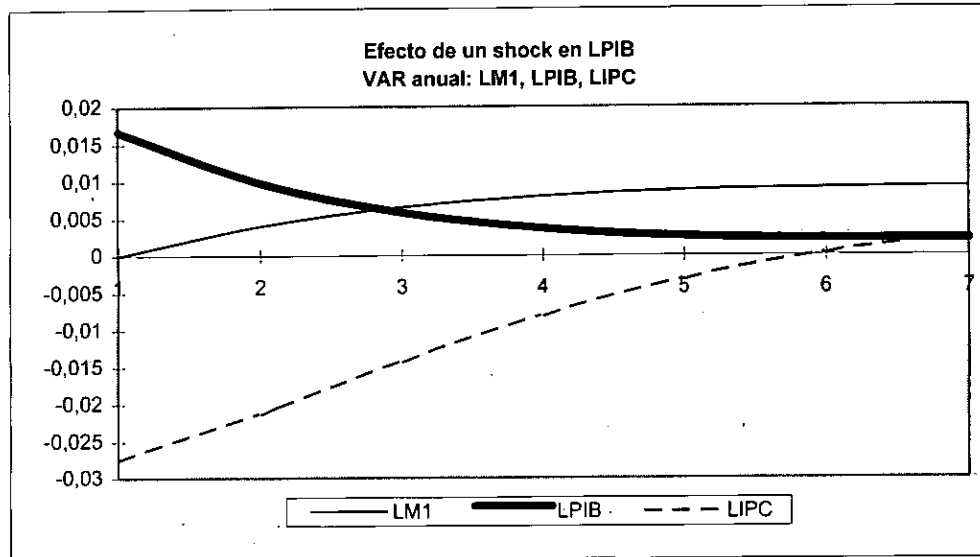
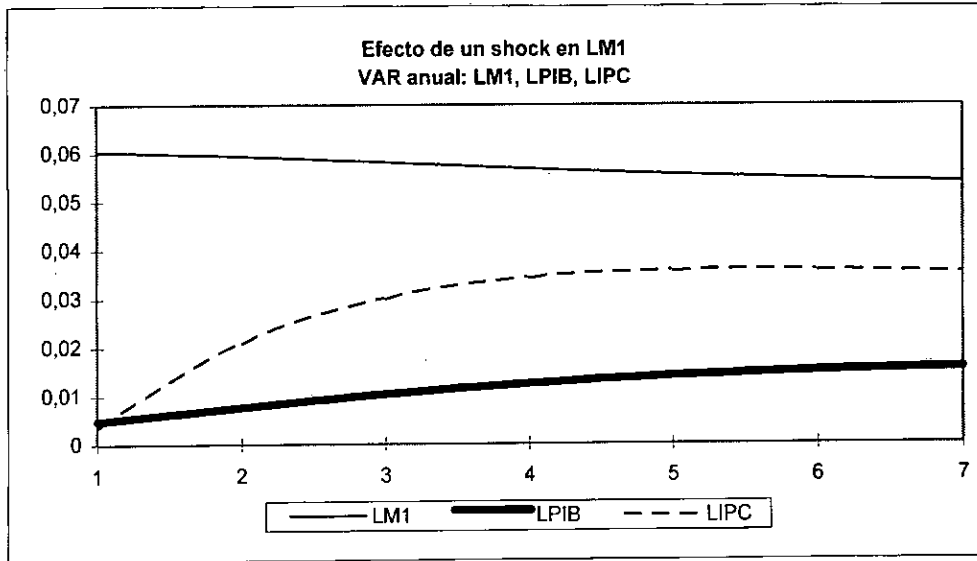


Gráfico III.2
Funciones Impulso Respuesta en VAR anual: LM1, LPIB, LIPC



Cuadro III.4
Descomposición de varianza
VAR: LM1, LPIB, LIPC

Descomposición de LM1

<i>Trimestres hacia adelante</i>	<i>Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en</i>		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	100.00	0.00	0.00
2	98.62	1.17	0.21
3	97.54	2.26	0.19
4	96.29	3.55	0.16
8	95.60	4.18	0.10
12	94.57	5.34	0.08
16	92.99	6.90	0.11
20	91.97	7.92	0.11

Descomposición de LPIB

<i>Trimestres hacia adelante</i>	<i>Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en</i>		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	0.01	99.99	0.00
2	0.05	99.94	0.00
3	0.15	99.66	0.19
4	0.47	98.88	0.65
8	8.62	89.99	1.40
12	24.86	73.78	1.36
16	38.11	60.86	1.03
20	48.93	50.17	0.90

Descomposición de LIPC

<i>Trimestres hacia adelante</i>	<i>Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en</i>		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	0.00	8.50	91.50
2	2.49	10.34	87.18
3	11.45	12.59	75.97
4	18.40	14.72	66.88
8	34.76	14.01	51.22
12	45.98	10.84	43.18
16	53.40	9.16	37.44
20	58.23	8.51	33.26

se incrementa. En el largo plazo (5 años), un 48.9% de la varianza del PIB está explicada por innovaciones en la cantidad de dinero. De la misma manera, tanto en el corto como en el largo plazo, choques dados a la cantidad de dinero determinan un porcentaje importante de la varianza del índice de precios (42.5%). El Cuadro III.5, muestra la descomposición de varianza que surge del VAR anual. Al cabo de 5 años, un 54.9% de la varianza del PIB y se explica por choques dados a la cantidad de dinero y un 47.9% de la varianza de los precios se explican por innovaciones en la cantidad de dinero. Es decir, los resultados anuales y trimestrales arrojan resultados similares.

2. VAR: LR, LMI, LPIB y LIPC.

En el Gráfico III.3 se presenta la función impulso respuesta del VAR trimestral en el cual se incluyó la tasa de interés. Varios resultados interesantes surgen del ejercicio. Al dar un choque a la cantidad de dinero los precios aumentan inmediatamente y de forma importante. El efecto sobre el PIB es prácticamente nulo en el corto plazo. En cuanto a la tasa de interés hay un comportamiento interesante. Al aumentar la cantidad de dinero, los bancos y demás intermediarios financieros, para colocar los recursos entre el público, deben reducir la tasa de interés, este es el llamado efecto liquidez. Este se observa claramente en este gráfico. Luego, cuando la demanda de crédito aumenta la tasa de interés vuelve a aumentar y este es el llamado efecto de Fischer. Qué se tiene en el largo plazo? A diferencia del ejercicio que no incluye la tasa de interés, los medios de pago retornan en el largo plazo a su trayectoria inicial. Adicionalmente, un aumento en la cantidad de dinero tiene un efecto importante sobre precios y el impacto sobre el PIB es prácticamente nulo.

En cuanto a los resultados anuales tenemos lo siguiente. Al dar un choque a LMI los precios aumentan y de manera importante (Gráfico III.4). A diferencia de la estimación trimestral, estos no retornan a su trayectoria inicial. El efecto sobre el PIB es mayor con respecto al ejercicio anterior, aunque en términos relativos sigue siendo pequeño. El impacto sobre la tasa de interés también es diferente. Cuando se toman datos anuales no es

Cuadro III.5
Descomposición de varianza
VAR: LM1, LPIB, LIPC

Descomposición de LM1

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	100	0	0
2	99,71	0,22	0,06
3	99,33	0,55	0,11
4	98,96	0,88	0,15
5	98,65	1,16	0,17

Descomposición de LPIB

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	7,78	92,21	0
2	17,93	81,18	0,88
3	31,26	67,11	1,62
4	44,27	53,91	1,81
5	54,96	43,38	1,65

Descomposición de LIPC

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en		
	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	0,49	30,14	69,35
2	11,06	30,22	58,71
3	25,23	26,8	47,96
4	38,04	22,63	39,32
5	47,93	19,08	32,98

CUADRO III.3
Funciones Impulso respuesta en VAR: LINT, LM1, LPIB, LIPC

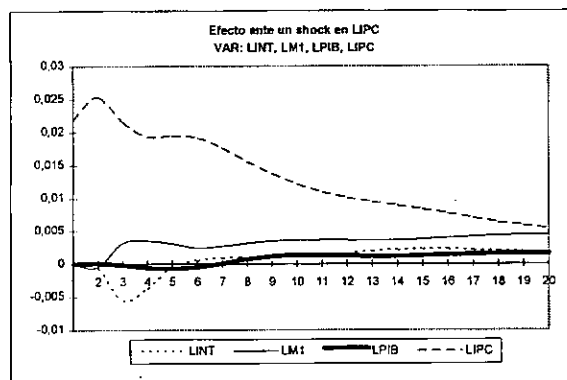
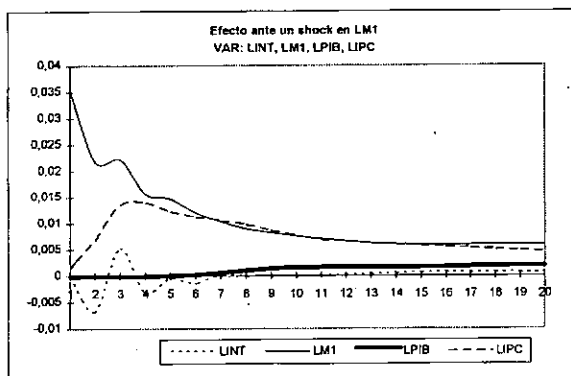
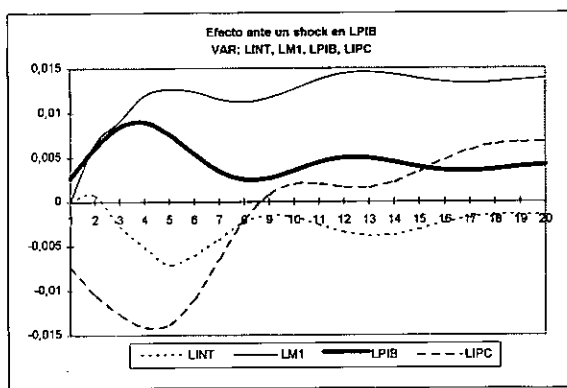
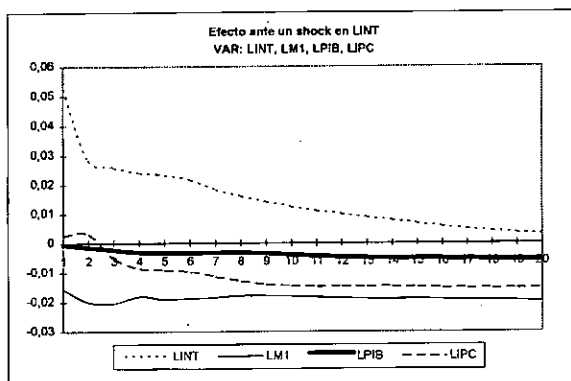
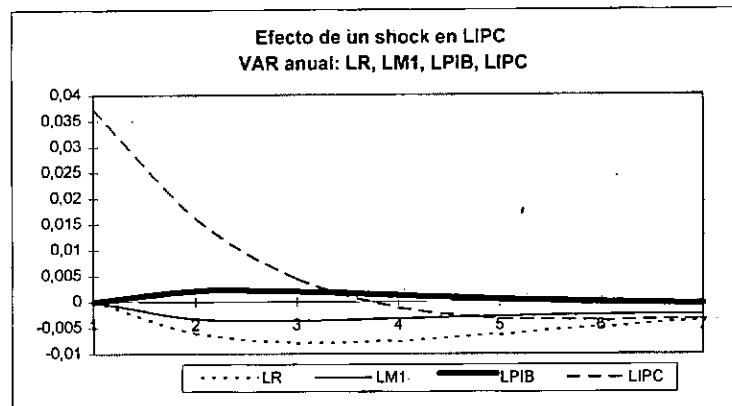
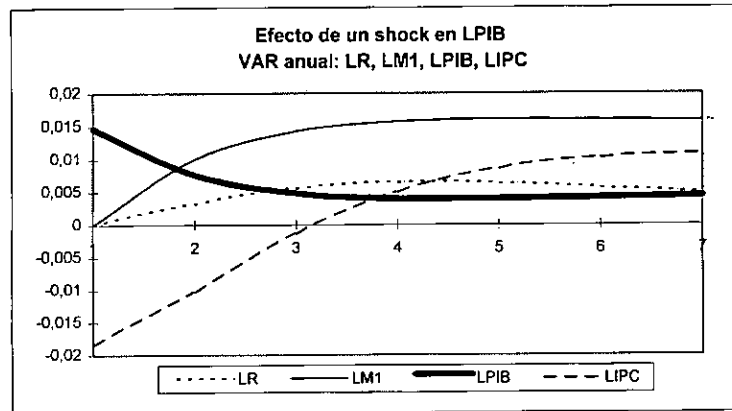
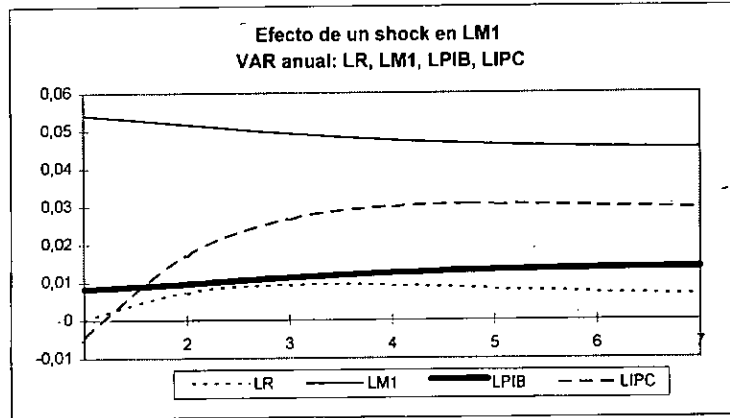
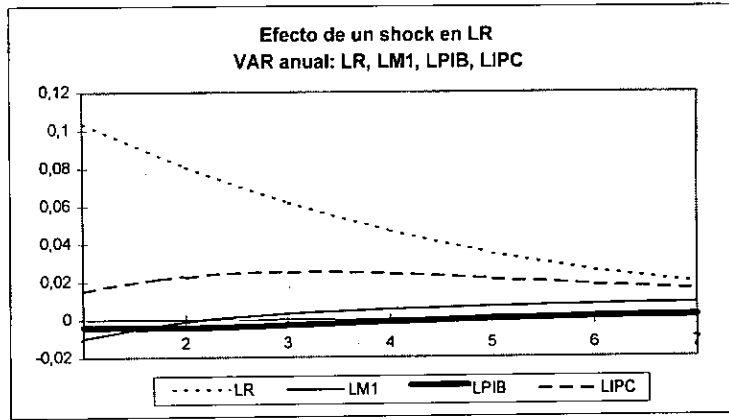


Gráfico III.4
Funciones Impulso Respuesta en VAR anual: LR, LM1, LPIB, LIPC



posible deducir el efecto liquidez que si se puede observar en la estimación trimestral. Sin embargo, el efecto ocurre en la dirección correcta: en el largo plazo, un aumento de la cantidad de dinero tiende a incrementar la tasa de interés por el efecto de la inflación.

La descomposición de varianza trimestral muestra los mismos resultados que Sims en el caso de los Estados Unidos. Las innovaciones en la tasa de interés pasan a explicar buena parte de la varianza del PIB, mientras que los shocks a la cantidad de dinero pierden importancia (Cuadro III.6). Así, al cabo de 5 años, el 50.5% y 25.6% de la varianza en el PIB son explicadas por innovaciones en la tasa de interés y en la cantidad de dinero, respectivamente. El ejercicio anual muestra un resultado diferente (Cuadro III.7). Al cabo de 5 años, el 61% de las variaciones en el PIB se explican por innovaciones dadas a la cantidad de dinero y sólo cerca del 4% son explicadas por innovaciones en la tasa de interés.

Una posible explicación a esta discrepancia puede encontrarse en la frecuencia de los datos. Como se mencionó anteriormente, un choque a la cantidad de dinero tiene efectos en el muy corto plazo sobre la tasa de interés. Estos no son observables cuando se trabaja con datos anuales. En otras palabras, los datos anuales “ocultan” los mecanismos de corto plazo a través de los cuales la política monetaria se transmite, como es la tasa de interés. Como estos movimientos transitorios de corto plazo en la tasa de interés, que suceden luego de un choque a los medios de pago (efecto liquidez-efecto de Fischer) y que pueden tener efectos importantes de corto plazo sobre el producto real, se pierden al tomar datos anuales, es probable que se encuentre que la tasa de interés tiene menores efectos en la varianza del PIB.

C. Conclusiones

De esta sección extraemos las siguientes conclusiones. Tomando datos para el período 1940-1970, se encuentra que la política monetaria en Colombia se traduce más en incrementos de los precios que en aumentos de la actividad económica. Aunque el efecto sobre el PIB es pequeño, este se da en la dirección correcta. Encontramos también que en el

Cuadro III.6
Descomposición de varianza
VAR: LM1, LPIB, LIPC

Descomposición de LR

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	100,00	0,00	0,00	0,00
2	98,00	1,33	0,00	0,00
3	98,54	1,71	0,00	-0,01
4	97,36	1,71	-0,01	0,00
8	95,77	1,31	0,00	0,00
12	95,69	1,20	0,00	0,00
16	95,01	1,17	0,00	0,00
20	94,72	1,18	0,00	0,00

Descomposición de LM1

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	16.09	83.91	0.00	0.00
2	26.46	71.79	1.73	0.01
3	30.80	65.28	3.61	0.31
4	33.21	59.79	6.44	0.55
8	41.12	45.42	12.62	0.83
12	45.30	36.30	17.20	1.21
16	48.17	29.86	20.51	1.45
20	50.47	25.58	22.22	1.73

Descomposición de LPIB

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	2.37	0.08	97.55	0.00
2	4.12	0.04	95.81	0.02
3	5.40	0.03	94.53	0.03
4	7.12	0.02	92.70	0.15
8	15.38	0.44	83.77	0.41
12	24.07	2.24	72.12	1.57
16	32.09	3.16	62.73	2.01
20	38.21	3.98	55.15	2.66

Descomposición de LIPC

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	1.14	0.35	10.06	88.44
2	1.16	3.49	12.20	83.14
3	1.90	10.45	14.88	72.77
4	3.87	13.96	17.37	64.80
8	10.54	16.01	15.75	57.70
12	19.90	15.45	12.34	52.31
16	27.13	14.60	10.85	47.42
20	32.87	13.58	11.03	42.51

Cuadro III.7
Descomposición de varianza
VAR: LM1, LPIB, LIPC

Descomposición de LR

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	100,00	0,00	0,00	0,00
2	99,43	0,29	0,06	0,22
3	98,70	0,63	0,19	0,48
4	98,07	0,90	0,35	0,68
5	97,60	1,11	0,49	0,81

Descomposición de LM1

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	3,08	96,91	0,00	0,00
2	1,62	96,46	1,73	0,17
3	1,23	94,88	3,60	0,27
4	1,21	93,45	5,02	0,30
5	1,32	92,33	6,02	0,31

Descomposición de LPIB

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	4,87	22,89	72,23	0,00
2	6,93	34,02	58,13	0,91
3	6,49	45,24	46,98	1,28
4	5,28	54,69	38,82	1,19
5	4,28	61,73	32,99	0,99

Descomposición de LIPC

<i>Trimestres hacia adelante</i>	Porcentaje de la varianza explicada por innovaciones en			
	<i>LR</i>	<i>LM1</i>	<i>LPIB</i>	<i>LIPC</i>
1	11,80	1,01	17,01	70,16
2	23,45	9,69	14,12	52,71
3	30,11	22,34	9,98	37,55
4	32,04	31,67	7,94	28,33
5	31,72	37,90	7,39	22,97

corto plazo, un aumento de los medios de pago tiene un efecto liquidez o de reducción en la tasa de interés. De acuerdo con los ejercicios, esta variable parece ser un mecanismo importante de transmisión de la política monetaria que tiene efectos sobre la actividad real. Al tomar cifras anuales, la explicación que tiene esta variable en la varianza del PIB se reduce pues los datos no permiten ver los mecanismos de corto plazo a través de los cuales actúa la política monetaria (cambios en la tasa de interés).

IV. ASPECTOS FINANCIEROS: LOS BANCOS COMERCIALES

En esta sección del trabajo se realiza un análisis descriptivo de algunos aspectos financieros del período 1940-1970 con base en indicadores que se construyeron a partir de la información de los balances y de los estados de pérdidas y ganancias de doce bancos comerciales que operaron en ese período. Estos indicadores se refieren a la tasa de interés activa y pasiva, al margen de intermediación, al grado de ineficiencia del sector bancario medido a través de la proporción entre costos laborales y administrativos sobre préstamos, a un indicador de rentabilidad y a uno de represión financiera.

Revisando los estudios sobre los aspectos financieros del período en cuestión, se encuentra que la mayoría de los trabajos se refieren a la evolución del sector en cuanto a tamaño, nivel, plazo y destino de los créditos, y, nivel y composición de los depósitos¹¹³. El objetivo era primordialmente analizar el efecto de la política de crédito dirigido que se inició en ese período y la evolución del sector financiero y de la economía en general. Sin embargo, para ese período, no hay estudios que analicen el comportamiento del sector financiero colombiano desde el punto de vista de indicadores de desempeño dentro del contexto de la política de crédito dirigido. Es decir, los estudios existentes no responden preguntas sobre de qué manera se adaptaron los bancos al hecho de que estaban obligados a destinar cada vez una mayor parte de los recursos al crédito de fomento y de que en algunos momentos estuvieron sujetos a un nivel elevado de represión financiera (encajes e inversiones forzosas).

Dado que buena parte de los recursos destinados al crédito de fomento eran redescontables en el Banco de la República y que éste, a su vez, fijaba tanto la tasa de redescuento como la de descuento (es decir el margen para estos créditos era fijo), se podría suponer que al tener

¹¹³ Fajardo, C.J. y N: Rodríguez, (1980), "Tres décadas del Sistema Bancario Colombiano: 1950-1979", en Cabrera, M, *Sistema Financiero y Políticas Anti-Inflacionarias*, Asociación Bancaria de Colombia, Alviar, O., (1976), "Los Bancos Comerciales y las Cajas de Ahorro en los Mercados de Dinero", en Gómez, H., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas Sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero y Urdinola, A., "El Crédito de Fomento y la Banca Comercial", en Gómez, H., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas Sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero.

que destinar gradualmente una mayor porción de su cartera a préstamos de fomento, los bancos se ajustaban cobrando un mayor margen de intermediación. De la misma manera, ante una mayor represión financiera que les obligaba a dejar más recursos como encajes o en inversiones forzosas (a un interés muy bajo), es de pensar que los bancos aumentaron el margen de intermediación, con el fin de mantener su rentabilidad. Sin embargo, lo que se puede concluir de esta sección es que el margen financiero, aunque bastante elevado, se mantuvo relativamente estable a medida que avanzaba en la política de crédito de fomento y se sometía a los bancos a un mayor grado de represión financiera. Tan solo entre 1945-1952 y entre 1966-1969, el margen y la rentabilidad evolucionaron de la misma manera. Pero, en los años 60, cuando la represión financiera aumentó de manera importante, los bancos, buscando elevar su rentabilidad (o mantenerla constante) se acomodaron a la mayor represión financiera a través de una reducción importante del nivel de capitalización.

Por otra parte, el margen de intermediación es considerado hoy en día demasiado elevado cuando se le compara con el existente en países desarrollados o en países de nivel de desarrollo similar al de Colombia. De la misma manera, se argumenta que el grado de ineficiencia del sector bancario colombiano es alto con respecto a los estándares internacionales. Una observación interesante que surge de este análisis es que el margen de intermediación en Colombia por lo menos desde el año de 1945 ha sido elevado. Es decir, esta característica del sector financiero colombiano no es reciente.

Por último, las cifras recolectadas se pueden convertir en insumos estadísticos importantes para la realización de futuros estudios sobre el tema. Efectivamente, hasta el momento la mayoría de los estudios sobre el sector financiero de esa época se basan en la información de los balances de las entidades. Aquí se utiliza, por primera vez, la información de los reportes que realizaban los bancos a sus accionistas en los cuales se reportaban los estados de pérdidas y ganancias de los bancos.

A. *Breve reseña sobre la evolución de los bancos comerciales en el período 1940-1970.*

Antes de analizar los indicadores mencionados comenzamos esta sección con una breve reseña sobre la evolución de los bancos comerciales en cuanto al marco regulatorio en el cual operaron.

Entre 1940 y 1950, la evolución de los bancos comerciales se enmarcó dentro de la ortodoxia monetaria (Ley 45 de 1923) que asignó a los bancos la función de recibir depósitos del público y conceder créditos de corto plazo (menos de un año), de manera a garantizar la liquidez de la banca comercial. Poco a poco, debido a la presión de varios sectores de la economía como el agropecuario y la industrial que necesitaban recursos de capital de trabajo e inversión y que no encontraban en el mercado de capitales una solución a su necesidades de financiamiento, se fue induciendo a la banca a conceder créditos de más largo plazo de manera que ésta contribuyera en forma activa al desarrollo del país. Se iniciaba con esto la llamada política de orientación selectiva del crédito, la cual contó con diversos mecanismos, entre los que vale la pena mencionar las facilidades de redescuento en el Banco de la República, la reducción de encaje si se destinaba una mayor porción de la cartera al crédito de fomento y la obligación de suscribir inversiones forzosas¹¹⁴.

En 1950 con la expedición del Decreto 384 se inició deliberadamente la política de asignación selectiva del crédito al permitir a los bancos prestar a plazos mayores de un año (y hasta 5 años) siempre y cuando estos estuvieran dirigidos al fomento de determinados sectores¹¹⁵. Con este fin, se otorgaron facilidades de redescuento en el Banco de la República, consistentes en créditos a tasas de interés bajas, de manera que los bancos se vieran incentivados a conceder recursos de mediano y largo plazo. Con la Reforma de 1951 se avanzó aún más en esta dirección al entregar a la Junta del Banco de la República la

¹¹⁴ Dentro de la política de orientación selectiva de crédito también se crearon diferentes entidades especializadas en otorgar créditos a sectores específicos (por ejemplo la Caja Agraria, el BCH, el BAH, el ICT, el IFI, las corporaciones financieras y los fondos financieros).

¹¹⁵ Con la Ley 83 de 1962 el plazo de los créditos se amplió a 10 años.

función de canalizador del crédito de fomento y los instrumentos necesarios para ejercerla¹¹⁶.

Hasta este momento las medidas se habían dirigido a hacer atractivos para los bancos los llamados créditos de fomento. Desde mediados de los años 50 la política cambió en este aspecto. En 1955 se forzó a los bancos comerciales a destinar no menos del 5% de sus depósitos a la compra de bonos de crédito industrial. Vale la pena mencionar que en 1948, ya había aparecido una medida en el mismo sentido a través de la Ley 90 de 1948. Dicha Ley obligaba a mantener el 5% de los depósitos en bonos de la Caja Agraria. De la misma manera, con la expedición de la Ley 26 de 1959, se convirtió en una obligación para las entidades, destinar el 15% de sus depósitos a la vista y a término al fomento al sector agropecuario¹¹⁷. Tales colocaciones serían redescontables en el Banco de la República. Poco después se crearon y comenzaron a operar las corporaciones financieras (1960), las cuales estarían encargadas de proveer recursos a la industria.

Otro de los mecanismos a través de los cuales se llevó a cabo la política de crédito de fomento se creó en 1963 (Resolución 18). Los bancos estaban sujetos a un encaje de 30% sobre los depósitos a la vista y antes de 30 días. Sin embargo, si un determinado banco mantenía al menos un porcentaje de 30% de su cartera en créditos de fomento, éste gozaría de un encaje reducido de 15%. Por último, desde 1963 aparecieron varios fondos financieros cuyos recursos también se destinaron al fomento de diferentes sectores de la economía. Parte de los recursos de estos fondos provenían de puntos del encaje y de las inversiones forzosas.

¹¹⁶ Con el Decreto 756 de 1951 se oficializó al Banco de la República como fuente de recursos para las actividades de fomento y se crearon los cupos ordinarios, ordinario y especial. Este último estaba destinado al redescuento de operaciones de fomento.

¹¹⁷ La ley 26 de 1959 recogió lo dispuesto en el Decreto 198 de 1957 donde se obligaba a destinar un porcentaje mínimo de 14% al sector agrario y actualizó otras disposiciones sobre financiamiento al este sector.

La banca comercial también estuvo sometida a la política de encajes diseñada por el Banco de la República (desde 1951)¹¹⁸. Como se recordará en varias coyunturas se recurrió al encaje marginal, el cual alcanzó niveles de 100% en 1958. Este luego se remplazo por un tope al crecimiento de la cartera en 1960¹¹⁹. En 1961 se abandonó dicho tope pero se estableció que el 25% del incremento en los activos productivos debía destinarse al descuento de bonos de prenda, 50% a créditos de fomento y 25% a créditos ordinarios. En 1962 se recurrió de nuevo al encaje marginal del 100% con fines de control monetario. Este se fue eliminando gradualmente en siguientes años, compensando esta reducción con sucesivos aumentos en el encaje legal.

B. Evolución del tamaño del sector de los bancos comerciales en el período 1940-1970

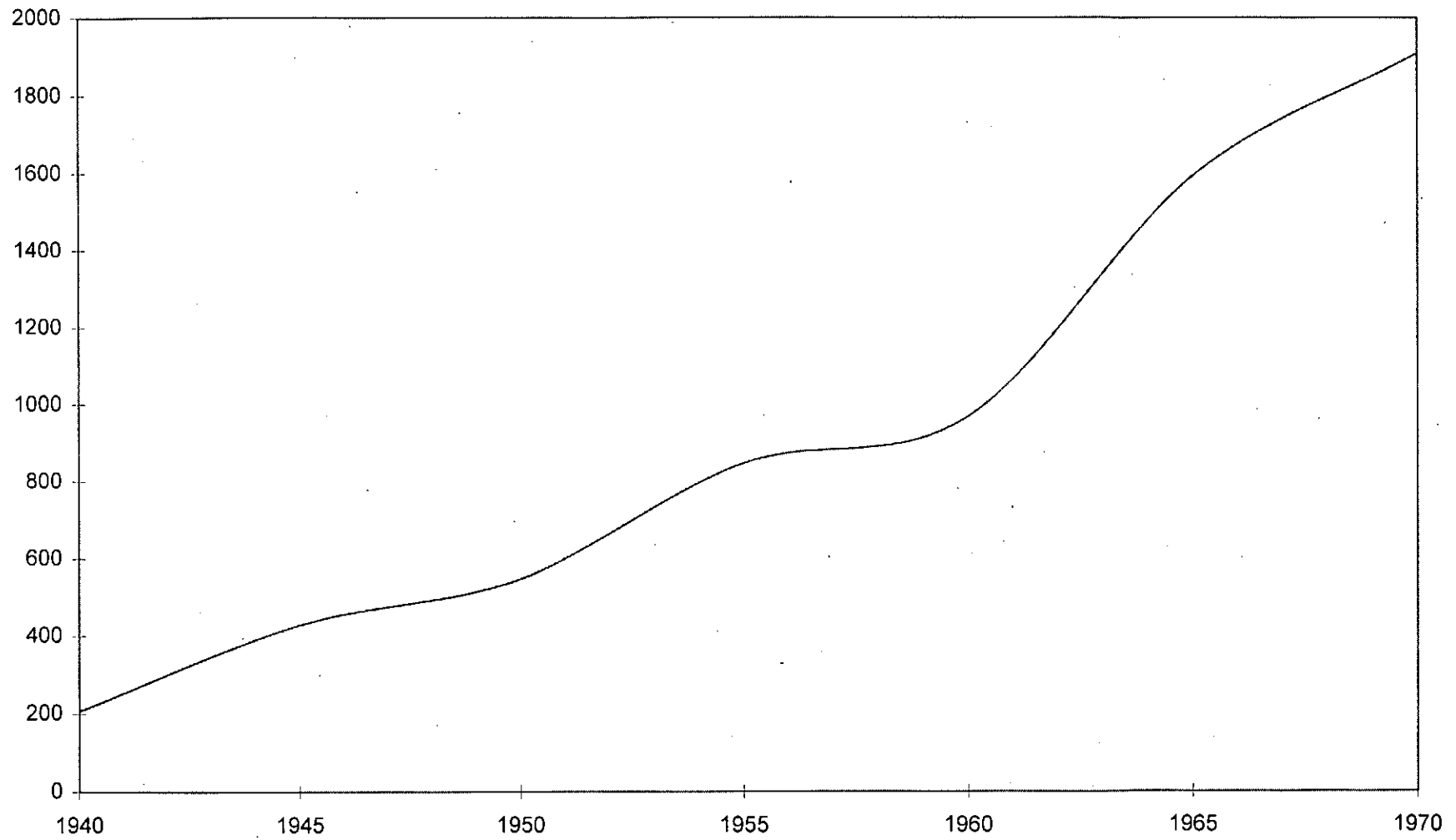
Veamos ahora, dentro de este contexto cuál fue el comportamiento de las principales variables de los bancos comerciales. En general, puede afirmarse que en el período 1940-1970 el sector de los bancos comerciales tuvo un continuo crecimiento. Varios indicadores comprueban esta afirmación. El Gráfico IV.1 presenta el número de oficinas bancarias en operación. Este pasó de cerca de 200 en 1940 a cerca de 900 en 1970 y, de 2.3 oficinas por cada 100.000 habitantes en 1940 a 9 oficinas por cada 100.000 habitantes en 1970.

El Gráfico IV.2 se presenta la evolución de los activos y depósitos de los bancos comerciales como proporción del PIB que también nos dan una idea de la evolución del tamaño del sector. Las dos variables muestran una evolución similar. Entre 1940 y 1950 las relaciones en cuestión exhibieron un comportamiento estable (alrededor de 10% la primera y de 8% la segunda). Luego desde comienzos de la década de los 50 y hasta 1956, la relación activos/PIB y depósitos/PIB presentaron un incremento importante (sobrepasando el 20% la primera y 15% la segunda). Entre 1956 y 1960, las dos variables registraron una reducción para luego exhibir hasta 1970 una tendencia creciente, aunque oscilante y

¹¹⁸ Anteriormente el encaje era establecido por ley.

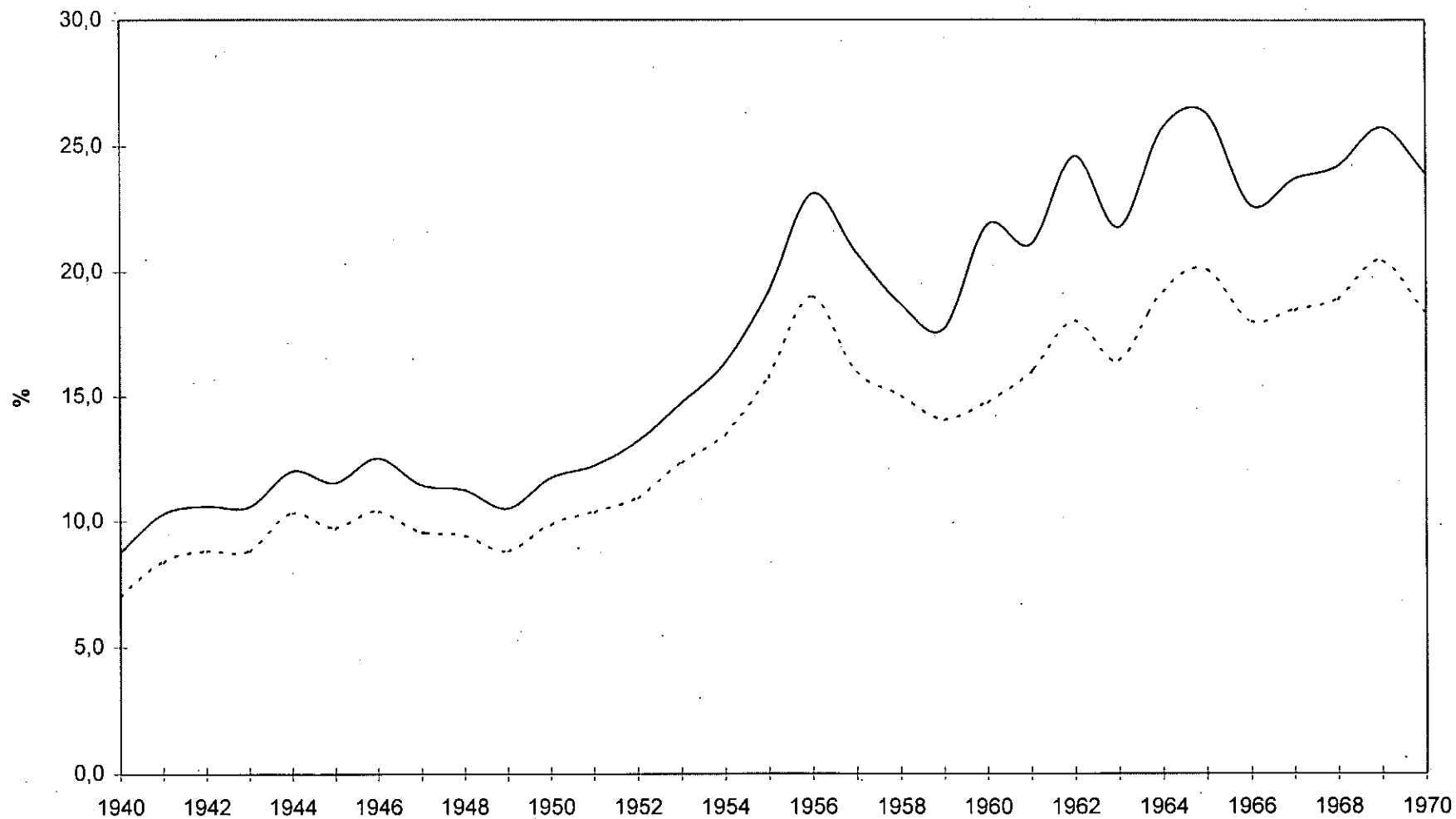
¹¹⁹ Este tope se fijó en un principio en 3% pero luego fue aumentando hasta 12%.

Gráfico IV.1
Número de oficinas bancarias en operación



Fuente: Revista de la Superintendencia Bancaria

Gráfico IV.2
Evolución de los activos y depósitos de los bancos comerciales
(% del PIB)



Nota: Incluye todos los bancos comerciales

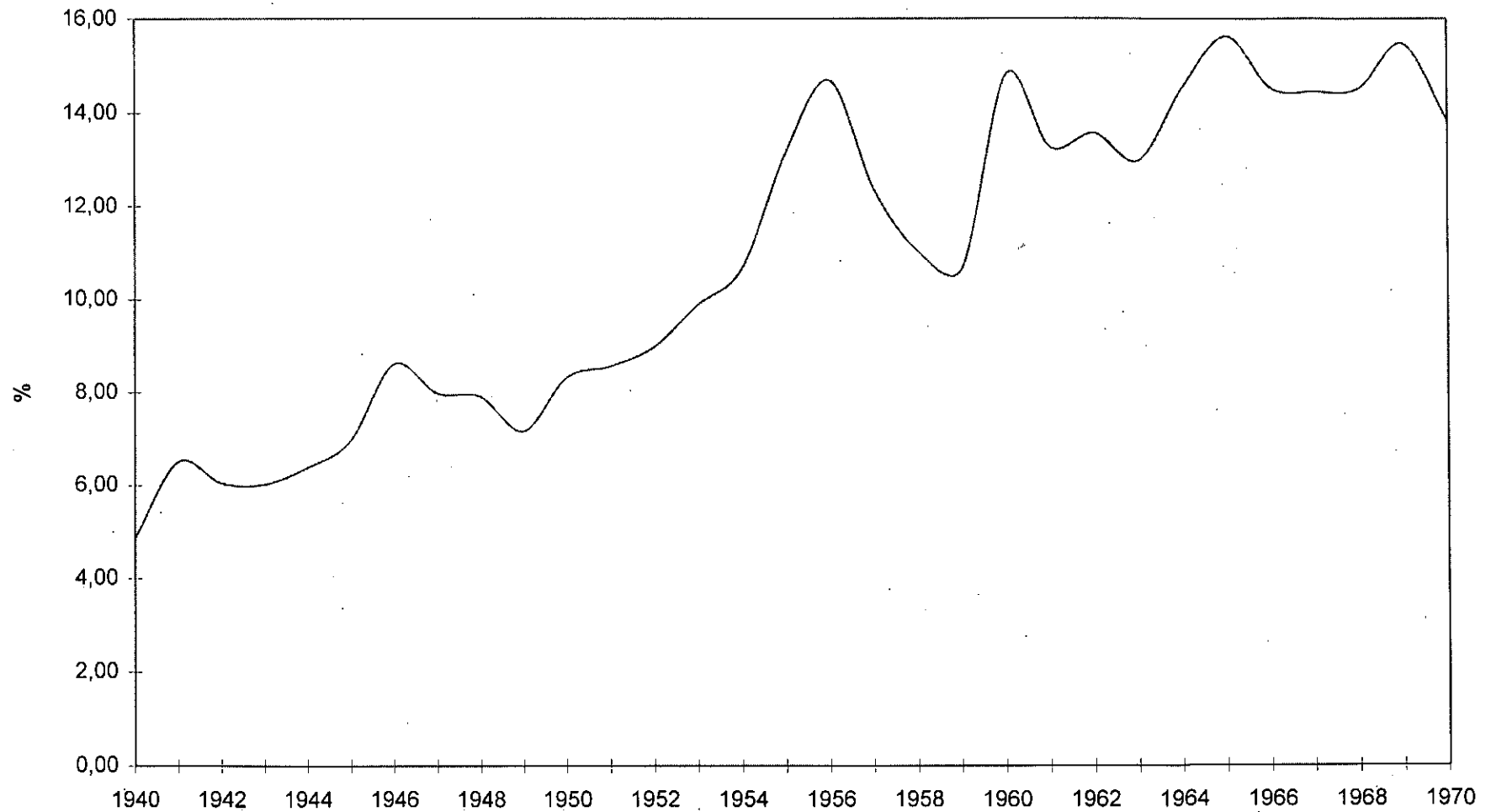
Fuente: Asociación Bancaria (1990), "Series Estadísticas del Sistema Financiero Colombiano, los Bancos Comerciales, 1924-1989"

ligeramente menos acelerada que en el período 1950-56. El gráfico IV.3 reporta la evolución de la cartera del sector de los bancos comerciales como proporción del PIB. Su comportamiento es muy similar al de las dos variables comentadas anteriormente.

El cambio en la evolución de estas variables los primeros años de los 50 puede explicarse por el inicio de la política del crédito dirigido a comienzos de los 50, en la cual el Banco de la República permitió a través del redescuento que los bancos comerciales incrementaran de manera importante sus colocaciones. A su vez, el cambio de tendencia que exhibieron las variables a comienzos de los años 60 puede estar asociada con una política monetaria más restrictiva desde finales de la década de los 50 cuando se estableció varias veces un elevado nivel de encaje marginal, tope al crecimiento de la cartera, sucesivos incrementos del encaje legal y además se tomaron diversas medidas de sanción para los bancos que no cumplieran con los requerimientos de encaje o usaran injustificadamente los cupos de redescuento del Banco de la República. Lo anterior explicaría una ligera desaceleración en el crecimiento de las diferentes variables. Sin embargo, a pesar de las restricciones monetarias importantes que existieron en algunos períodos, la tendencia de las variables es creciente. Esto pudo deberse al hecho de que el redescuento y la utilización de algunos puntos del encaje y de las inversiones forzosas para alimentar los fondos financieros, permitieron que los bancos pudieran seguir incrementando sus colocaciones, a pesar de la restricciones monetarias.

Con el fin de mostrar el progreso en la política de orientación selectiva del crédito, en los Gráficos IV.4 y IV.5 se presenta desde 1951 la distribución de la cartera (nuevos préstamos) por plazo y por destino económico. Mientras que en 1940 el 90% de los créditos de los bancos comerciales eran de corto plazo (menores de un año) este porcentaje pasó a cerca del 70% en 1970. Por destino económico, encontramos que la participación de los créditos a la agricultura y ganadería pasó de 12% en 1940 a alrededor de 17% en 1970. La industria fue el sector que más ganó participación (pasó de representar el 18% de los créditos en 1940 a 31% de éstos en 1970) compensando la pérdida de importancia del sector comercio (cuyo porcentaje pasó de 55% a 33% en los dos años mencionados).

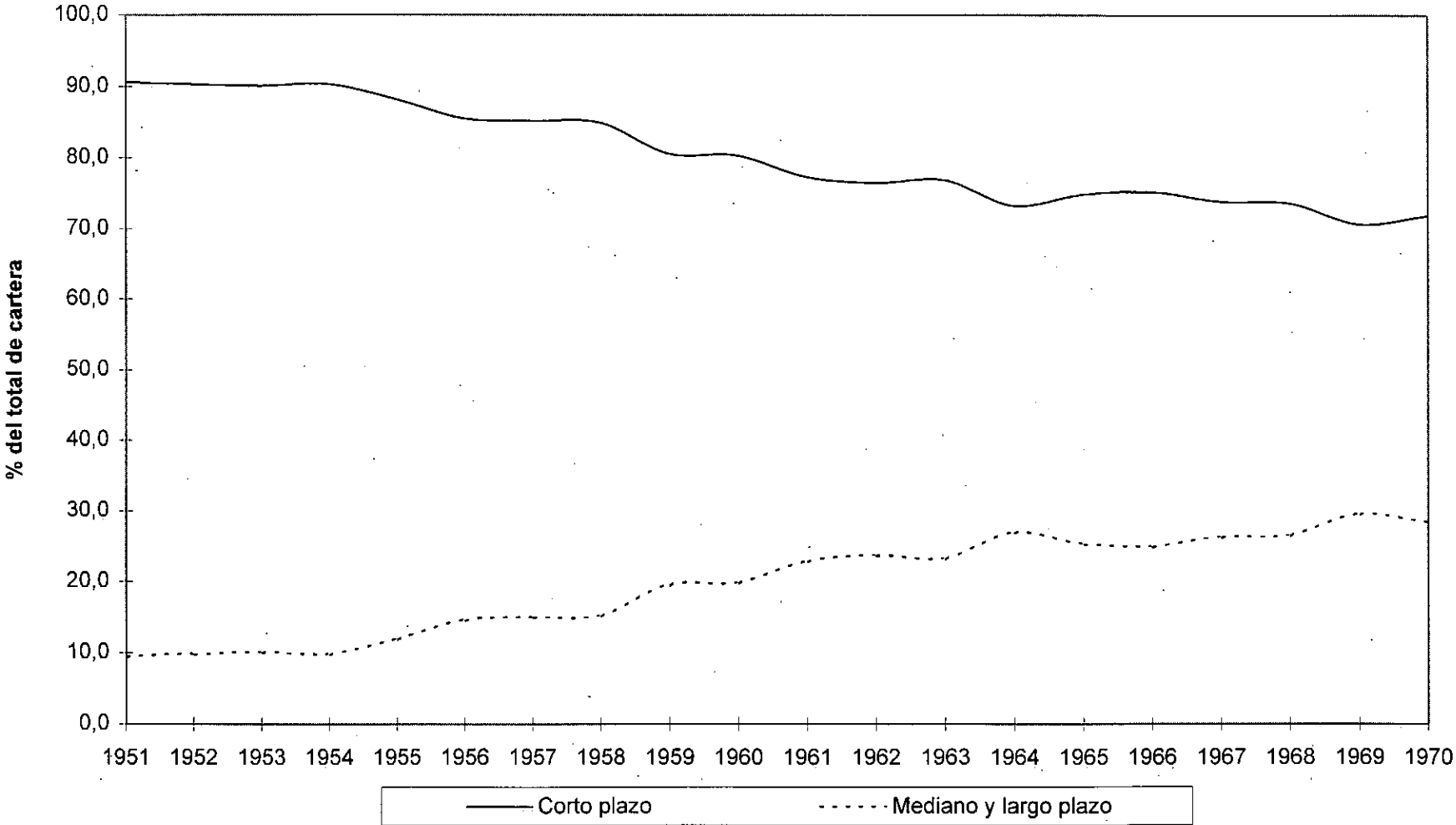
Gráfico IV.3
Evolución de los préstamos de los bancos comerciales
(% del PIB)



Nota: Incluye préstamos y descuentos y deudores varios

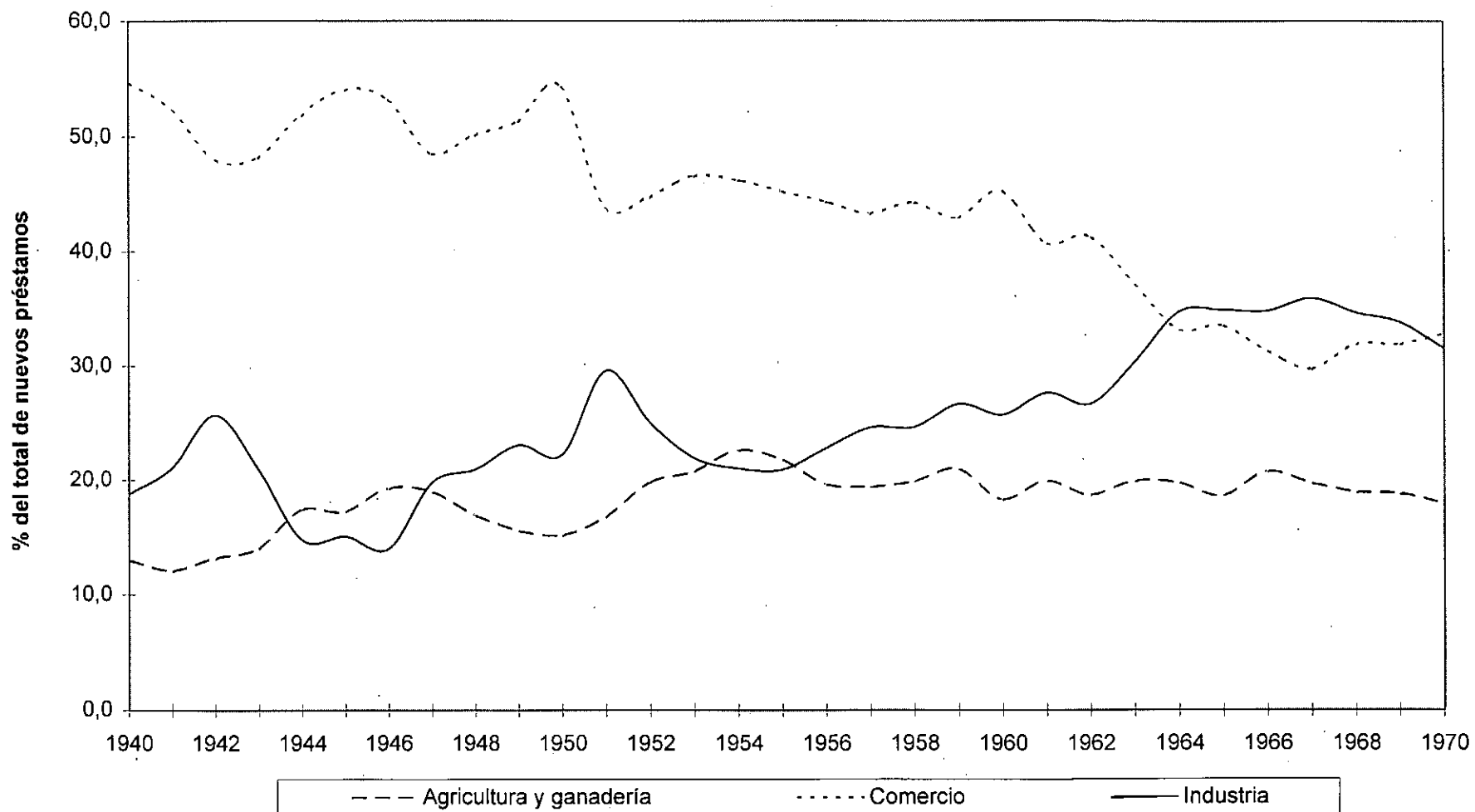
Fuente: Asociación Bancaria (1990), "Series Estadísticas del Sistema Financiero Colombiano, los Bancos Comerciales, 1924-1989"

Gráfico IV.4
Cartera de los bancos comerciales según plazo



Fuente: Revistas del Banco de la República, varios números, Informes del Gerente a la Junta, varios años.

Gráfico IV.5
Nuevos préstamos según destino económico



Fuente: Revistas del Banco de la República, varios números, Informes del Gerente a la Junta, varios años.

C. *Indicadores contruidos con base en una muestra de 12 bancos comerciales*

En esta sección presentamos algunos indicadores que se construyeron para un grupo de 12 bancos comerciales que operaron en el período bajo estudio. Estos indicadores se refieren a la tasa de interés activa y pasiva, al margen de intermediación, al grado de ineficiencia del sector bancario medido a través de la proporción entre costos laborales y administrativos sobre préstamos, a un indicador de rentabilidad y a uno de represión financiera. En seguida se presenta la metodología que se utilizó en la construcción de cada uno de los indicadores y una breve descripción de su comportamiento en el período bajo estudio. Luego intentamos relacionarlos para extraer algunas hipótesis sobre el comportamiento de los bancos en ese período.

1. La muestra utilizada

Para el objetivo de este trabajo se escogió una muestra de 12 bancos que funcionaban en ese período. Se trabajó únicamente con el sector de los bancos comerciales (sin incluir la Caja Agraria) que representaba cerca del 70% del total del sistema financiero de la época. A su vez dentro del sector de los bancos comerciales se escogieron 12 entidades que abarcaban en promedio más del 70% del total del sector. La escogencia se dio básicamente por la disponibilidad de información y los bancos escogidos fueron los siguientes: Colombia, Bogotá, Cafetero, Ganadero, Popular, Comercial Antioqueño, Industrial Colombiano, Estado, Comercio, Santander, Construcción y Desarrollo y Grancolombiano.

Se utilizaron dos fuentes de información en la construcción de los indicadores. Las cifras sobre balances de los bancos se tomaron de la publicación de la Asociación Bancaria, "Series estadísticas del sistema financiero colombiano, los bancos comerciales 1924-1989". Esta información a su vez proviene de los balances de los bancos remitidos a la Superintendencia Bancaria. La dificultad para el propósito del estudio fue la información de los estados de pérdidas y ganancias de los bancos, los cuales no eran publicados por la

Superintendencia Bancaria en esa época. Se recurrió por lo tanto a los informes (en su gran mayoría semestrales, salvo para el Banco Ganadero) que remitían los bancos a sus accionistas. Esta información hasta el momento no ha sido utilizada en otro estudio y su recolección constituye un aporte significativo de este estudio.

La información de los estados de pérdidas y ganancias se tomó en forma semestral (salvo para el Banco Ganadero, que hacía cortes anuales) y para obtener el dato de cada año se sumaron los correspondientes rubros de los dos semestres. En muy contados casos no se encontró la información semestral de algunos bancos y en este caso lo que se hizo fue duplicar la información del semestre para el cual sí existía información. Las estadísticas de los balances se encuentra publicada en forma anual y así fue utilizada.

2. Los resultados obtenidos (Anexo 2)

Tasas de interés:

Carrizosa (1986)¹²⁰ construyó, desde 1950 hasta 1984, varios indicadores de las tasa de interés nominal, con el fin de evaluar la evolución de la remuneración del ahorro en Colombia en esos 35 años. Varias series son presentadas en ese trabajo, entre ellas la tasa de interés establecida por regulación sobre los depósitos de ahorro y a término, la de los papeles comerciales y una construida con base en el rendimiento de una muestra de acciones. Esta última serie ha sido la más comúnmente utilizada en los trabajos sobre el tema. Uno de los problemas con la serie de Carrizosa (la cual es calculada con base en el rendimiento de una muestra de acciones) es que no se sabe muy bien si se trata de una tasa pasiva (vista desde el punto de vista de quienes invierten en acciones) o activa (vista desde el punto de vista de las empresas que se financian colocando acciones). Por otra parte, en ese período el mercado accionario era todavía muy pequeño y por lo tanto el indicador así construido podría resultar muy volátil.

¹²⁰Carrizosa, M. (1986), op. cit.

En esta sección del trabajo intentamos hacer una nueva aproximación a la tasa de interés entre 1945 y 1971, con base en la información de balances y los estados de pérdidas y ganancias de los doce bancos ya mencionados.

Por una parte se construyeron dos indicadores de tasas activas definidas de la siguiente manera:

$$i_t^a = \frac{Y_t}{\text{Pr omedio} (P_t, P_{t-1})}$$

donde i_t^a , Y_t y P_t representan la tasa de interés activa promedio, los ingresos por intereses y comisiones, y, los préstamos y descuentos totales (incluyendo deudores varios y deudores en moneda extranjera) en t, respectivamente.

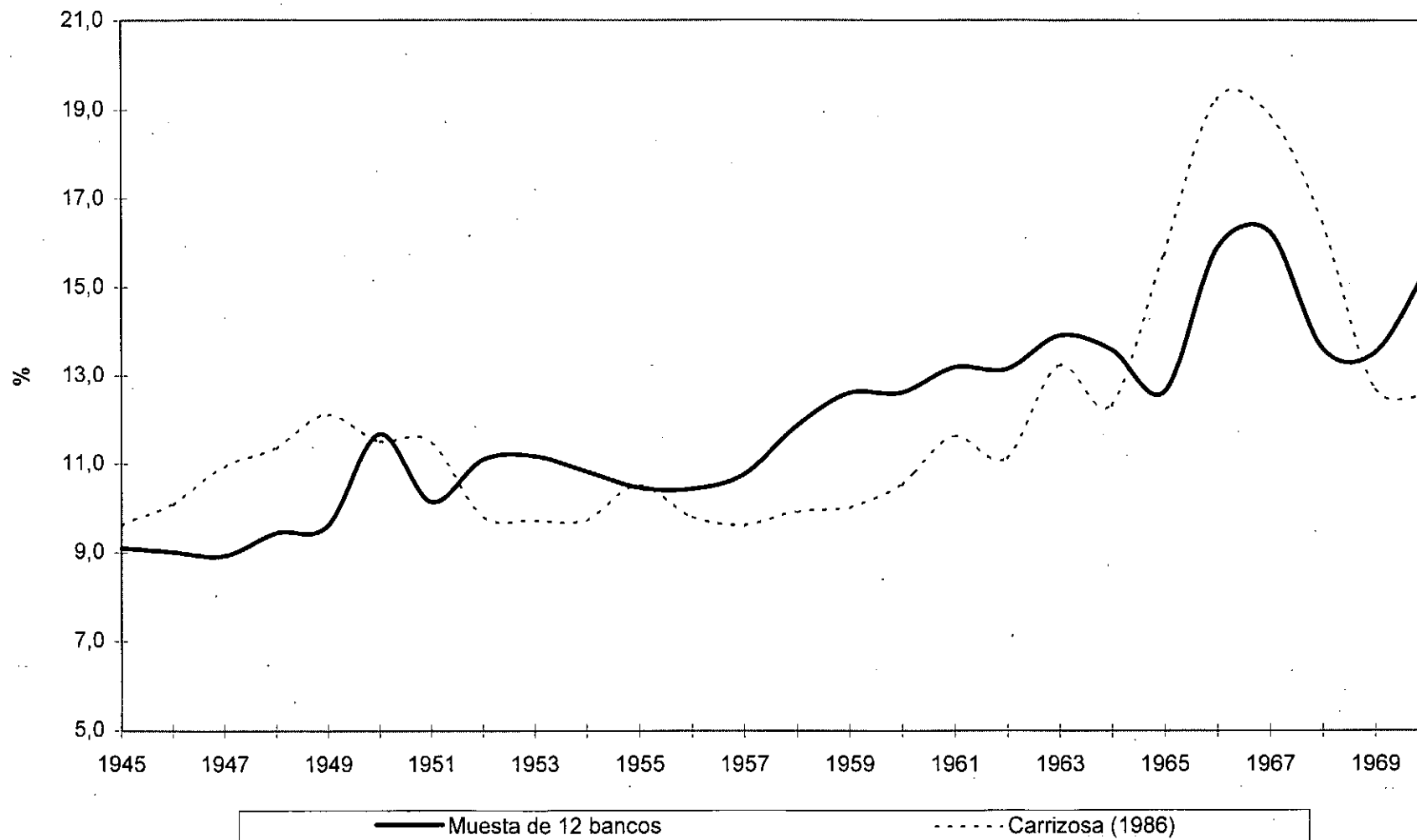
En el Gráfico IV.6 se presentan el indicador así construidos y la serie de Carrizosa (1986). Una primera observación es que aunque en niveles las series no son iguales, en tendencia se asemejan bastante. Como se deduce del gráfico la tasa de interés nominal presentó una tendencia creciente en el período estudiado, pasando de 9% en 1945 a 15.4% en 1970.

De la misma manera se intentó construir un indicador de la tasa pasiva o de captación de los bancos para el período de 1945-1970. La metodología utilizada fue la siguiente:

$$i_t^p = \frac{G_t}{\text{Pr omedio} (D_t, D_{t-1})}$$

donde i_t^p , G_t y D_t representan, la tasa de interés pasiva, los egresos por intereses y comisiones y los depósitos en t, respectivamente. Los depósitos están constituidos por todas las exigibilidades diferentes de cuentas corrientes y depósitos a la vista. Vale la pena mencionar que en ese período había límites para la tasa de interés de los depósitos de ahorro y a término (4% y 5%, aproximadamente).

Gráfico IV.6
Tasa de interés activa
(%)



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas , Carrizosa (1986) y cálculos propios

En el Gráfico IV.7, se presenta la evolución de este indicador. Dos observaciones hacemos en este momento. Su evolución es similar a la de la tasa activa. Por otra parte, su nivel es del orden de lo que se esperaba, alrededor de 5% y 6%.

Margen financiero y margen de intermediación

En el Gráfico IV.8 se presentan varios indicadores del margen financiero. El primero se refiere al margen financiero bruto (MFB) medido como el cociente entre la diferencia de ingresos y egresos por intereses y comisiones, y el total de préstamos y descuentos (incluyendo deudores varios y deudores en moneda extranjera)¹²¹. El otro indicador se calculó como la diferencia entre la tasa activa y la pasiva. Como puede observarse todas las medidas muestran la misma tendencia ligeramente creciente en el tiempo. El MFB pasa de 8% en 1945 a 114% en 1970. El margen de intermediación varió de 5.9% en 1945 a 7.9% en 1970.

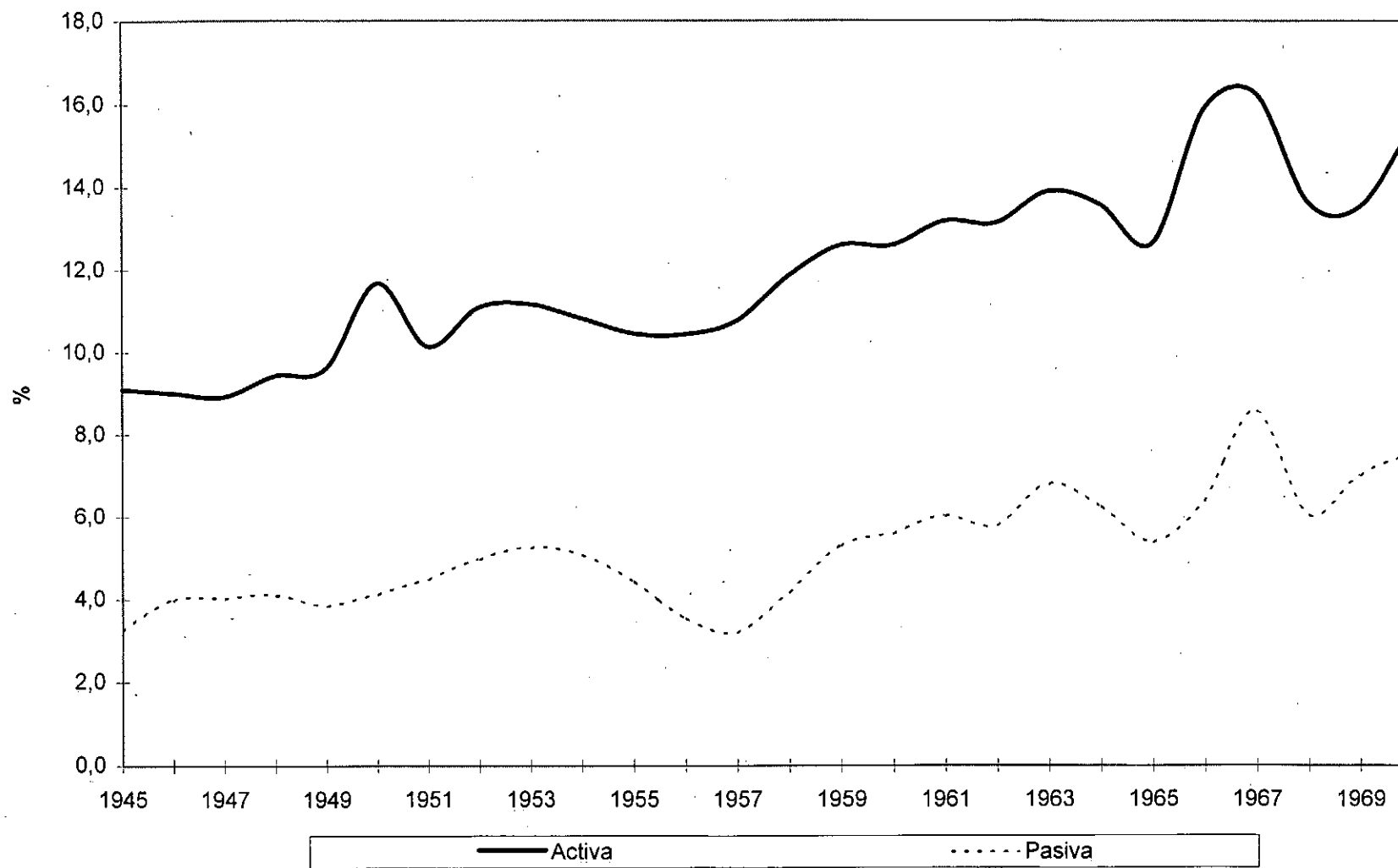
Costos laborales y administrativos

En el Gráfico IV.9 se presentan dos indicadores de ineficiencia bancaria para el período 1945-1971. El primer indicador se calculó como el cociente entre los costos laborales y los préstamos y descuentos (incluyendo deudores varios), El segundo adiciona al numerador los gastos administrativos (egresos varios).

De nuevo puede decirse que la tendencia de los dos indicadores es a crecer en el tiempo. La relación costos laborales a préstamos y descuentos pasa de cerca del 3% en 1945 a cerca del 6% en 1971. Por su parte, la relación costos laborales y administrativos pasan de cerca del 4.5% en 1945 a cerca del 8% en 1971. También puede observarse que desde 1957, los costos laborales y administrativos tendieron a crecer y a estabilizarse alrededor de un

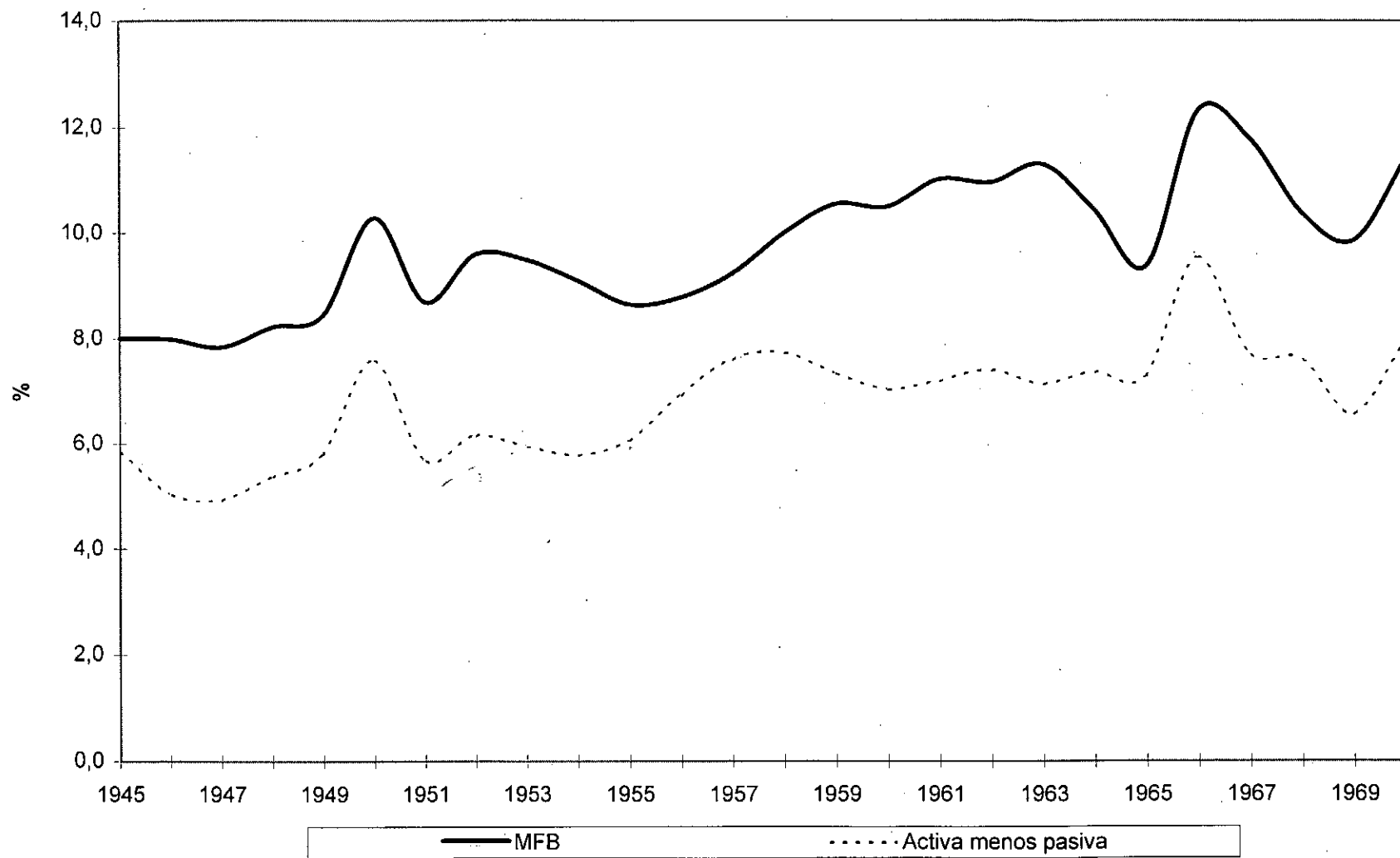
¹²¹ Los préstamos y descuentos se calculan para un año t como el promedio de este rubro en t y t-1.

Gráfico IV.7
Tasa de interés activa vs. pasiva



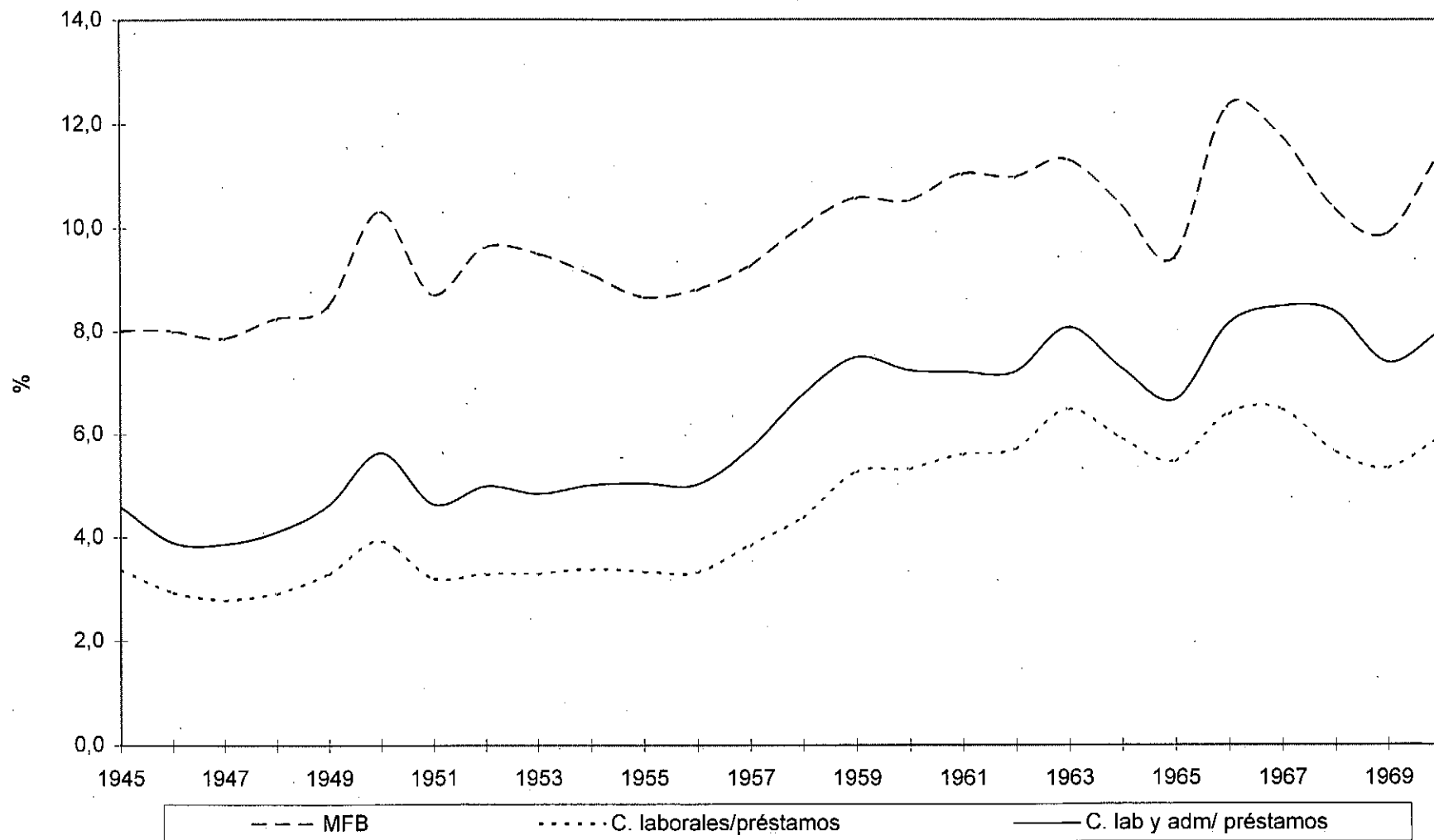
Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

Gráfico IV.8
Margen financiero



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

Gráfico IV.9
Costos laborales, administrativos y MFB



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

promedio más elevado que el del período 1945-1956. En el mismo gráfico se presenta de nuevo la evolución del margen financiero. Se puede apreciar que los costos laborales y financieros y el margen presentaron una evolución muy similar.

Una observación interesante es que el margen de intermediación ha sido, por lo menos desde 1945, elevado para el caso colombiano. Por otra parte, la evolución del margen de intermediación es muy similar a la de los costos laborales y administrativos.

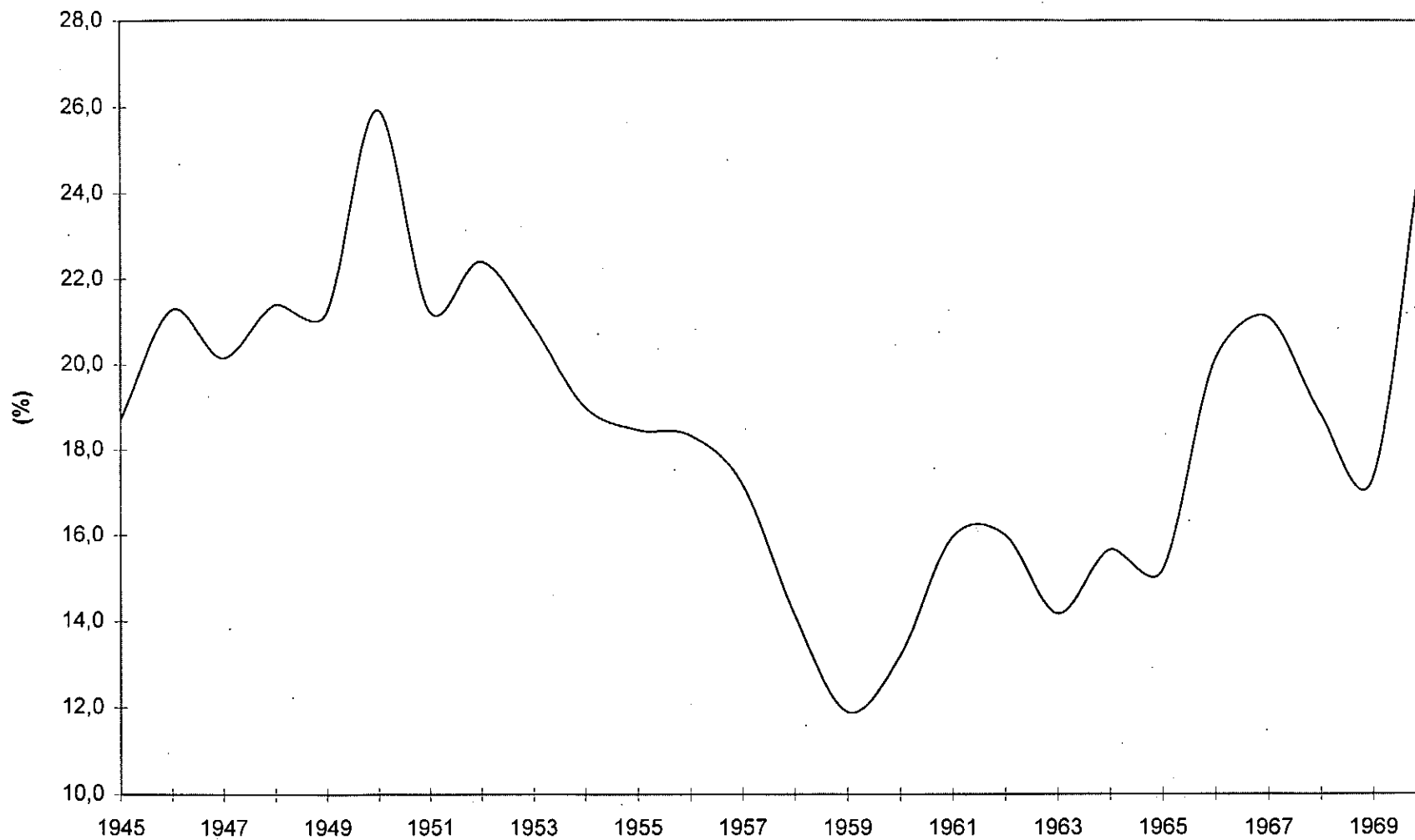
Rentabilidad bancaria

El indicador de rentabilidad de los bancos se calculó como el cociente entre las utilidades y la suma del capital pagado y reserva promedio del año. Su evolución se presenta en el Gráfico IV.10. Entre 1945 y 1952 la rentabilidad del sector bancario presentó una tendencia ligeramente creciente (fluctuando alrededor de 20% del capital y reserva). Luego viene un período de tendencia a la baja hasta 1958 (11.9%). De ahí en adelante se recupera aunque presentando algunas fluctuaciones (hasta cerca de 25% en 1970).

Índice de represión financiera

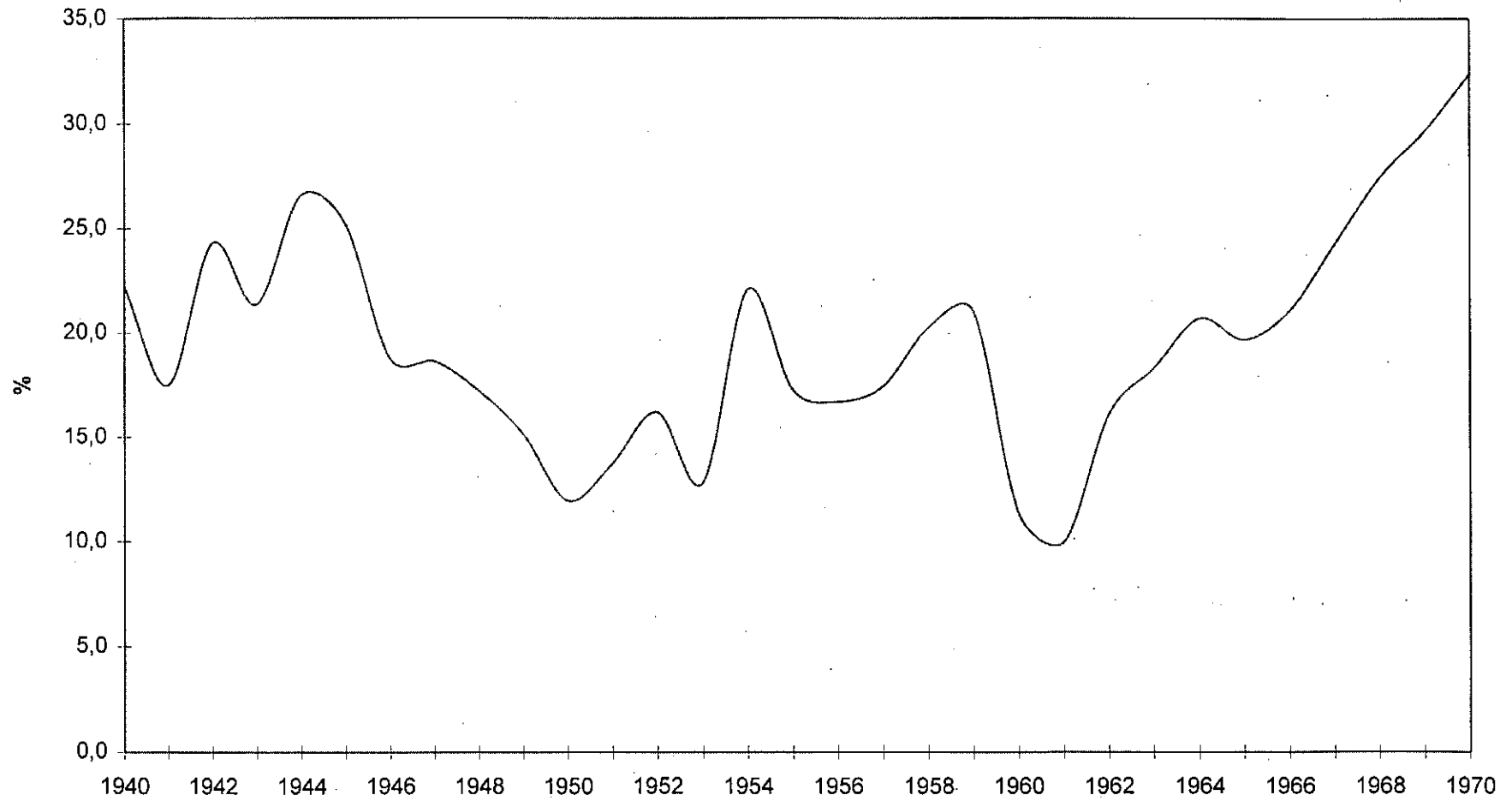
El indicador de represión financiera se calculó con base en la totalidad de los bancos comerciales. Se calculó como el cociente entre la suma del rubro de caja y depósitos en el Banco de la República, las inversiones forzosas y las inversiones del encaje, y, el total de los depósitos (Gráfico IV. 11). De acuerdo con este indicador, la represión financiera aumentó entre 1940 y 1945 y presentó una tendencia decreciente entre 1944 y 1950. En la década de los años cincuenta tendió a crecer posiblemente como consecuencia del comienzo de la política de crédito dirigido. Hubo un período de reducción en la represión financiera durante los años de la Dictadura, cuando se llevó a cabo una política monetaria más laxa. Volvió a aumentar hasta el año 1959 como consecuencia de la política de ajuste que se inició con el Frente Nacional. Luego, como se recordará se relajaron varios de los

Gráfico IV.10
Rentabilidad de los bancos comerciales



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

Gráfico IV.11
Índice de Represión Financiera
(Caja y dep. en BR + inv. forz + inv. encaje)/Depósitos totales



Nota: Incluye préstamos y descuentos y deudores varios

Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

controles monetarios que se habían impuesto con anterioridad. De allí en adelante, el índice de represión financiera aumentó de manera continua y acelerada hasta 1970.

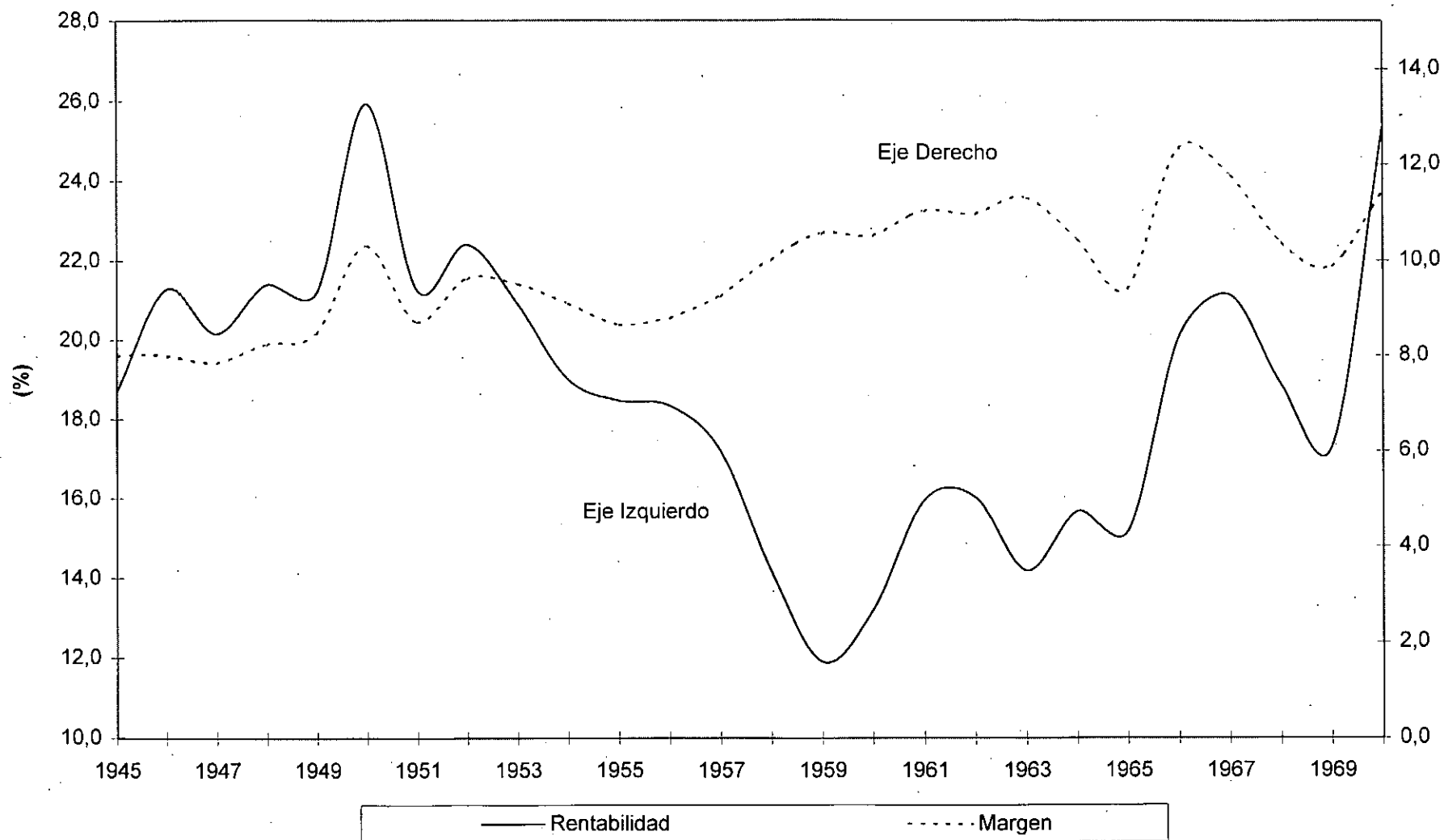
D. Breve análisis de la rentabilidad bancaria en el período 1945-1970

En la sección anterior presentamos de manera muy breve la evolución de los diferentes indicadores construidos para algunos bancos comerciales que operaron en el período de estudio. En esta sección intentamos ver cómo se relacionaron los diferentes indicadores entre sí. La pregunta que nos formulamos es cómo se adaptaron los bancos en un período en que avanzó de manera importante la política de orientación del crédito hacia sectores específicos de la economía y en los que además, por factores de tipo externo e interno (económicos y políticos), en muchos años, se tomaron medidas monetarias restrictivas.

En el gráfico IV.12 se presenta simultáneamente el indicador de rentabilidad bancaria y la evolución del margen de intermediación. En el período 1945-1952, la evolución del margen y de la rentabilidad parecieron estar positivamente relacionadas. Desde entonces, esta relación se perdió pues mientras el margen de intermediación presentó una ligera tendencia creciente, la rentabilidad bancaria se redujo de manera importante entre 1952 y 1959 y luego se incrementó (aunque de manera oscilante) entre 1959 y 1970. Tal vez, volvió a presentarse una relación positiva entre ambas variables en el período 1966-1969. Esto nos llevaría a concluir que la rentabilidad del sector de los bancos comerciales no estuvo determinada por el comportamiento del margen de intermediación, salvo para los años 1945-1952 y los años 1966 a 1969.

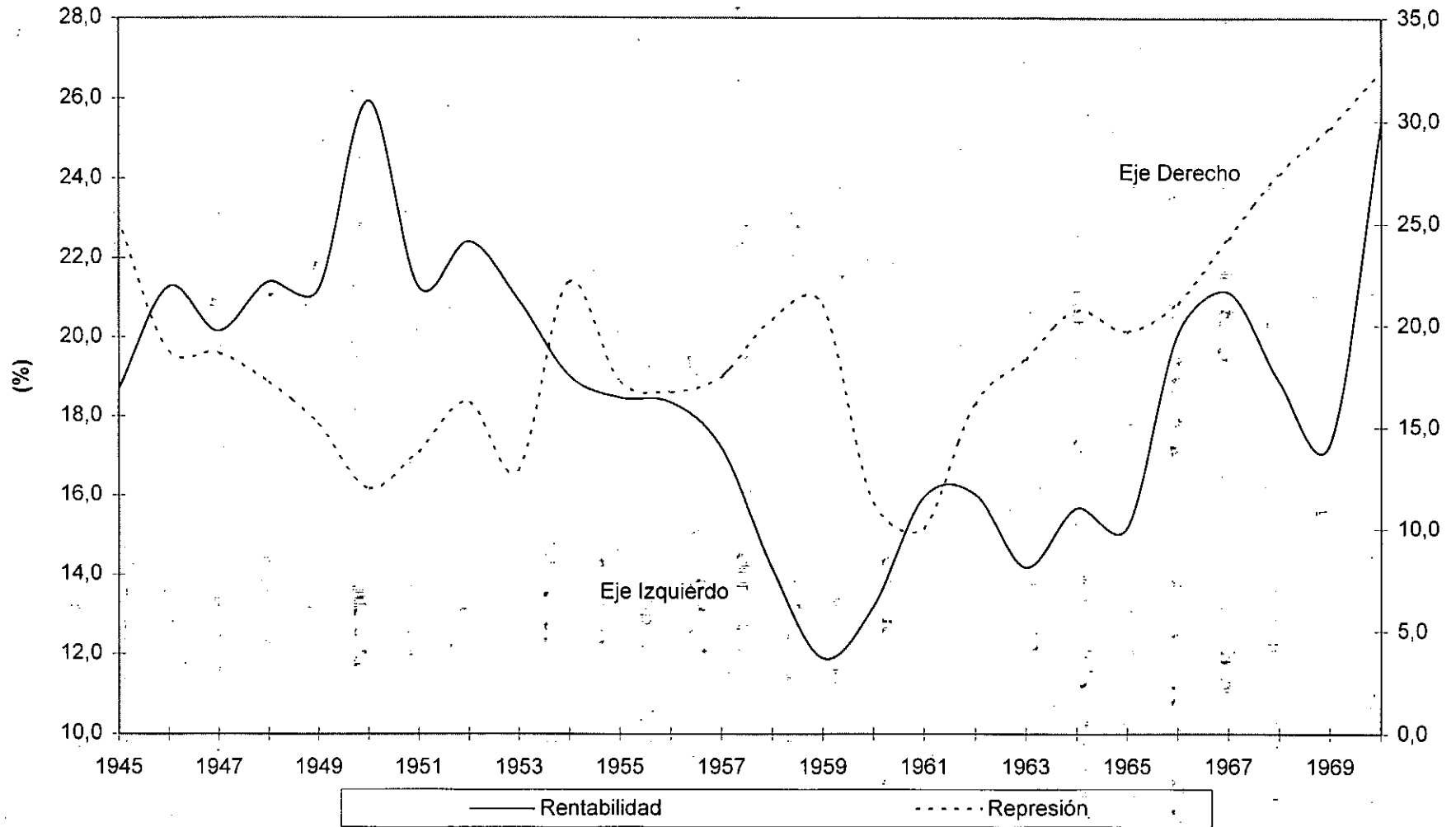
Ahora bien, en el Gráfico IV.13 se presenta la evolución del indicador de rentabilidad y el de represión financiera. Como puede observarse, entre 1945 y 1950, la relación entre las dos variables fue negativa, como era de esperarse. De la misma manera, entre 1951 y 1959, primeros años de la política de crédito dirigido, la rentabilidad presentó una fuerte tendencia decreciente y esto coincidió con un aumento de la represión financiera. A partir de 1960, aunque la represión financiera aumentó (y se dictaron nuevas medidas en

Gráfico IV.12
Rentabilidad y margen de intermediación



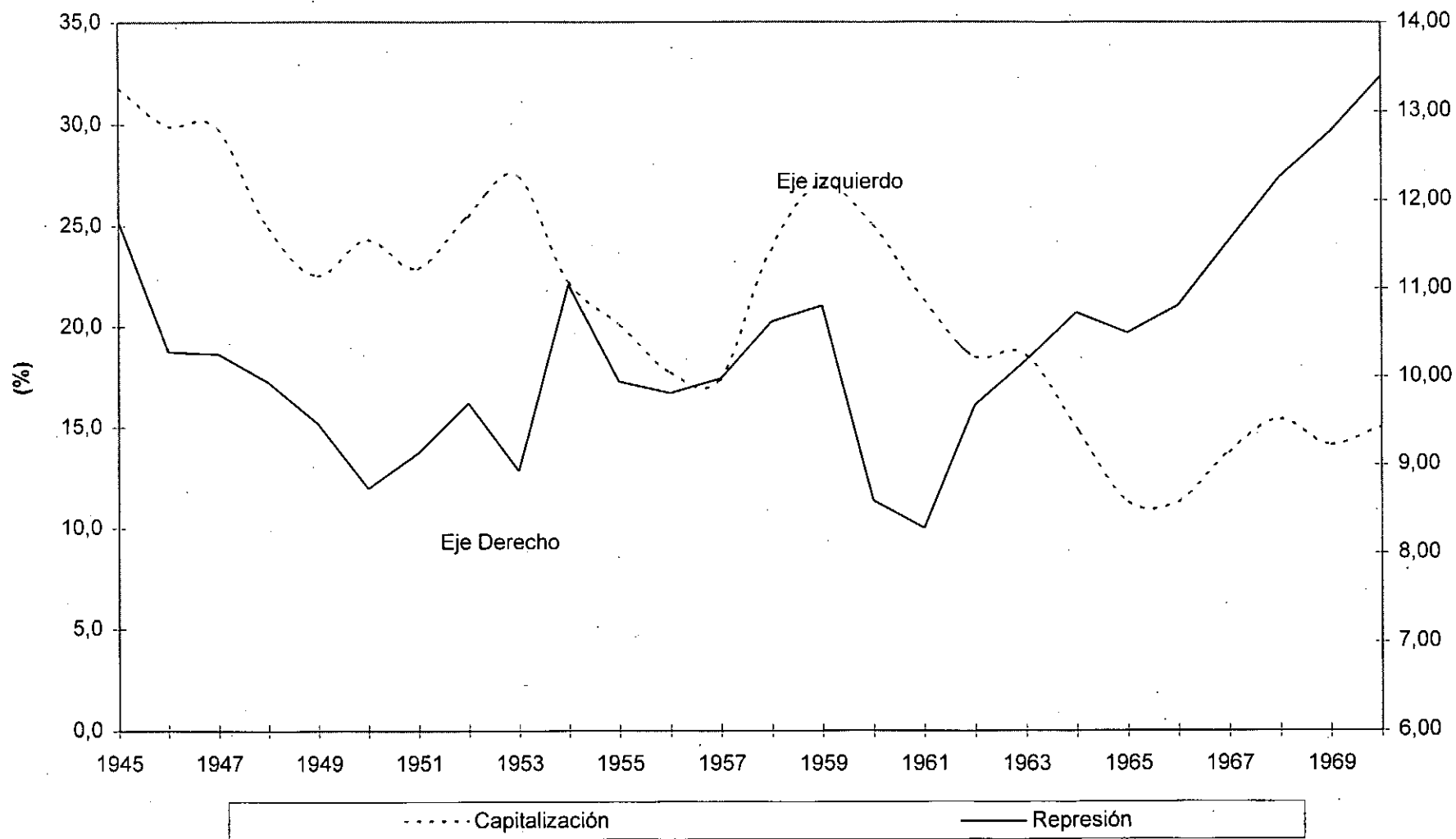
Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

Gráfico IV.13
Rentabilidad y represión financiera



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

Gráfico IV.14
Represión financiera y nivel de capitalización



Fuente: Asociación Bancaria, informes de los bancos a sus accionistas y cálculos propios

de manera importante dicha represión, los bancos incrementaron su rentabilidad a través de una descapitalización de las entidades. Es decir, en los períodos en que el margen no fue la variable de ajuste, los bancos compensaron la pérdida de rentabilidad a través de una reducción del capital de las entidades. En los últimos años de los 60 hubo un esfuerzo por incrementar la capitalización de los bancos (con base en esta se otorgaban los cupos en el Banco de la República). Por esta razón, en estos años pudo haber un incremento del margen para compensar la mayor represión financiera.

A nuestro modo de ver, esta reducción del nivel de capitalización, es un costo que tuvo la política de crédito de fomento y de represión financiera. Si bien este fin, desde el punto de vista económico era justificable, no fue así desde el punto de vista del sector financiero. Una descapitalización de las entidades significa una mayor vulnerabilidad del sector a la vez que limita sus posibilidades de crecimiento. Un mayor margen de intermediación, como mecanismo de ajuste, tampoco es adecuado. Este significa una mayor costo de los recursos para los sectores productivos no amparados por la política de crédito de fomento.

V. CONCLUSIONES GENERALES

Este trabajo consistió en hacer una revisión de los principales acontecimientos monetarios y financieros de Colombia en el período 1940-1970. Con este objetivo, en la primera sección del estudio, se llevó a cabo un recuento de los principales sucesos monetarios, financieros y cambiarios. Para facilitar, el análisis se identificaron 7 períodos. El primero de éstos va desde 1940 a 1945 y coincide con los años de la Segunda Guerra Mundial. En estos años hubo un cierre de los mercados internacionales que significaron para Colombia una acumulación de reservas internacionales importante y un proceso de estanflación. Entre 1946 y 1950 se normalizó el comercio internacional de mercancías y se incrementaron de manera importante las importaciones colombianas. Se dio una caída de las reservas internacionales la cual tuvo efectos contraccionistas sobre los medios de pago. Sin embargo, este efecto fue en buena parte contrarrestado por los sucesos económicos y políticos de esos años.

La década de los cincuenta se inició con una reforma de gran envergadura en el campo monetario y financiero. El tercer subperíodo de estudio se inicia con esta reforma y va hasta 1954. Estos años correspondieron al aumento de los precios del café en el mercado internacional. El manejo que el gobierno de la Dictadura le dio a la Bonanza Cafetera fue exitoso desde el punto de vista de los medios de pago y de los precios pero condujo en los años siguientes a una crisis cambiaria de gran magnitud. El cuarto período correspondió justamente a estos años de crisis del sector externo y terminó con el programa de ajuste en 1957 que significó una devaluación masiva del tipo de cambio. Los años 1958 a 1962 delimitan nuestro quinto período. En los dos primeros años se llevó a cabo un manejo económico muy austero con el fin de corregir los desequilibrios que aún persistían en diferentes campos (como el financiero) pero por presiones de varios sectores económicos, en los tres años siguientes, la política monetaria se relajó bastante al mismo tiempo que ocurrió uno de los mayores déficits fiscales del período bajo estudio. En 1962 se debió

volver a los controles monetarios impuestos unos años antes. Por otra parte, la revaluación de la moneda y el desequilibrio de la balanza de pagos obligaron a una nueva devaluación.

El sexto período de estudio se inicia con la creación de la Junta Monetaria. Esta reforma al Banco de la República buscaba que el manejo monetario fuera independiente de los intereses del sector privado, especialmente de los intereses de los bancos. Entre 1963 y 1967 el comportamiento de la economía es oscilante debido a los diferentes movimientos en el campo de la política cambiaria. En el aspecto monetario, este es un período de un elevado grado de “represión financiera” y de intensificación de la política de crédito dirigido. Sólo hasta 1967, el país encontrará un sistema de tipo de cambio que le permitirá un mejor manejo del sector externo. Aquí comienza nuestro séptimo período de estudio que se extiende hasta 1970.

De los ejercicios de descomposición de los medios de pago se pudieron extraer algunas conclusiones sobre cómo fue el manejo monetario en cada uno de esos subperíodos. En general, se puede decir que el comportamiento de los medios de pago en el período 1940-1970 estuvo dominado por la evolución de la base monetaria. A pesar de que desde 1951, el Banco de la República tenía la facultad de manejar el encaje de acuerdo con la coyuntura, se pudo ver que el multiplicador monetario produjo en la mayoría de los períodos pequeñas expansiones o contracciones. Sólo hasta después de 1963, y especialmente entre 1967 y 1970, apareció el deseo de las autoridades monetarias de afectar el crecimiento de los medios de pago a través de una utilización más activa del encaje. Por lo general, el emisor controló los medios de pago a través de alteraciones en el crédito neto del Emisor a los diferentes agentes de la economía. Pudo establecerse además, que en los períodos de acumulación de reservas internacionales, la política monetaria intentó contrarrestar el aumento de los medios de pago a través de reducciones en el crédito neto al Gobierno y al sector financiero, particularmente. Por el contrario, en los períodos de desacumulación de reservas internacionales las autoridades monetarias permitieron aumentos en el crédito a estos dos agentes y al sector cafetero.

La segunda sección estimó una función de demanda de dinero para este período, con base en cifras trimestrales y anuales, y utilizando la técnica de cointegración. El punto de partida de esta sección es el reconocimiento de que en este período, la economía colombiana se vio sometida a shocks de diversa índole, internos (económicos, institucionales y políticos) y externos. La pregunta que nos formulamos fue cómo reaccionó la demanda de dinero en un ambiente de relativa inestabilidad. Los resultados sugieren que la demanda por por saldos reales guardó una relación de equilibrio de largo plazo con el nivel de ingreso de la economía y con la tasa de interés. Es decir, se encontró que las tres variables estuvieron cointegradas en el período de estudio. Por otra parte, la elasticidad con respecto al ingreso es ligeramente mayor a 1 y con respecto a la tasa de interés está entre 0.2 y 0.3. Estas elasticidades son muy similares a las encontradas para ejercicios con datos de períodos más recientes. Por otra parte, para Colombia existen varias estimaciones de la demanda de dinero desde 1950, sin embargo, ninguna cubre los años 40. Por lo tanto, el segundo objetivo de este ejercicio fue extender la muestra una década hacia atrás, lo cual resultaba interesante en la medida en que en esta ocurrieron acontecimientos monetarios de gran importancia.

En la tercera sección del trabajo se intentó analizar los efectos de la política monetaria sobre la actividad real y el nivel de precios. Este es uno de los aspectos más estudiados en los Estados Unidos en el campo de la historia monetaria. Hay dos enfoques alternativos para abordar este tema. El primero es el método narrativo, en el cual, a través del estudio de los “minutos de la política monetaria” se intentan extraer los shocks y los efectos de la política monetaria. El segundo enfoque es dejar “que hablen los datos”, es decir utilizar métodos econométricos. En este trabajo escogimos el segundo enfoque y el ejercicio se realizó utilizando la técnica de vectores autorregresivos. Al tomar datos para el período 1940-1970, se encontró que la política monetaria en Colombia se tradujo más en incrementos de los precios que en aumentos de la actividad económica. Aunque el efecto de un choque dado a la cantidad de dinero sobre el PIB fue pequeño, este se dio en la dirección que predice la teoría económica. En el corto plazo, se detectó un efecto liquidez justo después de la innovación en los medios de pago. Es decir, que los bancos, luego de una expansión

monetaria se veían forzados a reducir la tasa de interés con el fin de colocar los recursos entre el público. En los ejercicios trimestrales, en el largo plazo, un porcentaje importante de la varianza del PIB se explicó por innovaciones en la tasa de interés. Al tomar cifras anuales, este resultado no se dio, lo cual se puede deber a que los datos no permiten ver los mecanismos de corto plazo a través de los cuales actúa la política monetaria (cambios en la tasa de interés).

La última sección estudió el comportamiento del sector de los bancos comerciales en el período 1940-1970. Revisando los trabajos sobre el tema, se encontró que la mayoría se basa en datos de los balances de los bancos los cuales permiten analizar como se avanzó en la política de crédito de fomento y cómo evolucionó el tamaño del sector bancario. Sin embargo, no es posible con datos de los balances únicamente, analizar el desempeño de la actividad bancaria como tal. Con el fin de poder analizar este punto, se construyeron en esta sección varios indicadores que no han sido utilizados en otros trabajos. Así, con base en la información de los estados de pérdidas y ganancias y de los balances de una muestra de 12 bancos, se obtuvo una medida de la tasa de interés activa, de la pasiva, del margen de intermediación, del nivel de rentabilidad bancaria, del grado de eficiencia administrativa y de represión financiera, y por último, del nivel de capitalización de los bancos. En esta sección se concluyó que los bancos pudieron en algunos períodos, como el comprendido entre 1966-1969, compensar la pérdida de rentabilidad, debida a un mayor grado de represión financiera (encajes, inversiones forzosas e inversiones del encaje) a través de mayores márgenes de intermediación. Pero también es claro que a finales de los 50 y comienzos de los 60, con el fin de elevar su nivel de rentabilidad, se ajustaron a un mayor nivel de represión financiera y una intensificación de las actividades de fomento, a través no, de una elevación del margen de intermediación, sino mediante una descapitalización del sector. Esto implicó que si bien es cierto que en este período, la política de crédito dirigido y los mecanismos de represión financiera llevaron a que el sector financiero se involucrara de manera importante en el crecimiento y desarrollo de la economía, también es cierto que esto se dio a costa de un debilitamiento gradual de la actividad financiera, y en cierta forma, de menores posibilidades de crecimiento futuro de este sector.

VI. BIBLIOGRAFIA

Alviar, O., (1976). "Los Bancos Comerciales y las Cajas de Ahorro en los Mercados de Dinero", en Gómez H., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas Sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero.

Alviar, O., (1976). "El Banco de la República", en Gómez H., Ortega F. y P. Sanclemente, *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero, 1976.

Banco de la República (1992). "Principales Indicadores Económicos, 1923-1992".

Carrizosa, M., (1986). "Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia", Editorial Presencia, Bogotá.

Dickey, D., and W. Fuller, (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autorregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of Econometrics*, 49.

Engle, R. and C. Granger, (1987). "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometría*, 55, 251-76.

Engle, R., and B.S. Yoo, "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", *Journal of Econometrics*, 35, 143-159.

Fajardo, C.J., N. Rodríguez, (1980). "Tres décadas del Sistema Bancario Colombiano: 1950-1979", en Cabrera, M., *Sistema Financiero y Políticas Anti-Inflacionarias*, Asociación Bancaria de Colombia.

Franco, J., (1966). Evolución de las Instituciones Financieras en Colombia, CELA, México, abril.

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

García, J., (1976), "A History of Economic Policies in Colombia, 1953-1970", tesis de doctorado, Universidad de Chicago.

Gaviria, F. (1956). "La Experiencia Monetaria Colombiana en los Años de la Postguerra", en *Moneda, Banca y Teoría Monetaria*, segunda edición, 1964.

Gutiérrez Castro, E. (1966). Estudio económico preliminar en Hernando Agudelo Villa. *Las Cuatro Etapas de la inflación en Colombia*. Ediciones Tercer Mundo, Bogotá-Colombia. 1967.

Informes semestrales de los Bancos a sus accionistas, Banco Cafetero, Banco de Bogotá, Banco Comercial Antioqueño, Banco de Colombia, Banco de Construcción y Desarrollo, Banco del Comercio, Banco del Estado, Banco Ganadero, Banco Grancolombiano, Banco Industrial Colombiano, Banco Popular y Banco Santander, todos los informes disponibles para cada uno de estos bancos entre 1945 y 1971.

Kalnins, A., (1963) *Análisis de la Moneda y de la Política Monetaria Colombiana*, Ediciones Tercer Mundo. Bogotá-Colombia.

López, A., (1990). "El Banco de la República y la Política Económica entre 1935 y 1945" en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*. Banco de la República, 1990.

Lucas, R. Jr., (1994). "Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz 'A Monetary History of the United States, 1867-1960', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34, No. 1, Agosto.

Meisel, A., (1990). "El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951", en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República.

Memorias del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, varios años.

Montoya (1996). "Desagregación trimestral del PIB: Un Estudio Comparativo", tesis de magister, Universidad de los Andes.

Musalem, A. (1971), "Dinero, Inflación y Balanza de Pagos, la Experiencia de Colombia en la Post-Guerra". Banco de la República.

Ocampo, J.A. (1989), "Ciclo Cafetero y Comportamiento Macroeconómico", Informe de Investigación, Fedesarrollo.

Rosas, L.E. (1976). "Demanda por Dinero, Intermediarios Financieros y Desarrollo Económico", en Gómez, O., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero, 1976.

Romer, C. and D.H. Romer,(1989). "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz", *NBER Macroeconomics Annual*, No. 4.

Revista del Banco de la República, varios ejemplares.

Sanchez, F., (1994), "Moneda y Política Monetaria en Colombia, 1920-1939", en *Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria en Colombia*, TM-Editores, Fedesarrollo y Asobancaria.

Sims, C.A.,(1972). "Money, Income and Causality", *American Economic Review*, Vol. 62, No. 4, septiembre.

Sims C.A., 1980). "Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered", *American Economic Review*, Vol. 70, No. 2, Mayo.

Urdinola, A., (1976). "El Crédito de Fomento y la Banca Comercial" en Gómez, H., Ortega, F. y P. Sanclemente, *Lecturas Sobre Moneda y Banca en Colombia*, Fondo Cultural Cafetero, 1976.

Wiesner, E., (1978). "Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia" en *Política Económica Externa de Colombia*, Asociación Bancaria de Colombia.

ANEXO 1: DESCOMPOSICION DE LOS MEDIOS DE PAGO

A. Descomposición en base monetaria y multiplicador

$$M_t = m_t B_t$$

$$M_{t+1} = m_{t+1} B_{t+1}$$

donde M_t : medios de pago en t

B_t : base en t

m_t : multiplicador monetario en t

$$M_{t+1} - M_t = m_{t+1} B_{t+1} - m_t B_t$$

$$\frac{M_{t+1} - M_t}{M_t} = \frac{m_{t+1}(B_{t+1} - B_t)}{m_t B_t} + \frac{B_t(m_{t+1} - m_t)}{m_t B_t}$$

$$\frac{M_{t+1} - M_t}{M_t} = \frac{m_{t+1}}{m_t} \left(\frac{B_{t+1} - B_t}{B_t} \right) + \frac{B_t}{B_t} \left(\frac{m_{t+1} - m_t}{m_t} \right)$$

$$\text{Cambio \% en } M = \frac{m_{t+1}}{m_t} (\text{Cambio\% en } B) + (\text{Cambio\% en } m)$$

B. Descomposición de la base monetaria

$$B_t = RI_t + CG_t + CSF_t + CFNC_t + OA_t$$

$$\frac{B_{t+1} - B_t}{B_t} = \frac{(RI_{t+1} - RI_t) + (CG_{t+1} - CG_t) + (CSF_{t+1} - CSF_t) + (CFNC_{t+1} - CFNC_t) + (OA_{t+1} - OA_t)}{B_t}$$

donde:

RI_t : Reservas Internacionales en t

CG_t : Crédito neto al Gobierno Central en t

CSF_t : Crédito neto al Sector Financiero en t

$CFNC_t$: Crédito neto al Fondo Nacional del Café en t (se supone que no hay depósitos del FNC en el Banco de la República)

OA_t : Otros activos netos en t

C. Descomposición de las reservas internacionales

$$RI_t = e_t RI_t^*$$

$$RI_{t+1} = e_{t+1} RI_{t+1}^*$$

$$\frac{RI_{t+1} - RI_t}{RI_t} = \frac{e_{t+1}}{e_t} \frac{RI_{t+1}^* - RI_t^*}{RI_t^*} + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}$$

La tasa de cambio se construyó como la razón $\frac{RI^*}{RI}$

donde :

e_t : tasa de cambio en t

RI^* : Reservas Internacionales en dólares en t

RI : Reservas Internacionales en pesos en t

D. Descomposición del multiplicador

$$m_{t+1} - m_t = \frac{1 + c_{t+1}}{c_{t+1} + r_{t+1}} - \frac{1 + c_t}{c_t + r_t}$$

$$\frac{m_{t+1} - m_t}{m_t} = \frac{-(1 - r_t)c_t}{m_t(c_t + r_t)(c_{t+1} + r_{t+1})} \left[\frac{c_{t+1} - c_t}{c_t} \right] - \left(\frac{r_t}{c_{t+1} + r_{t+1}} \right) \left[\frac{r_{t+1} - r_t}{r_t} \right]$$

m_t : multiplicador en t

c_t : coeficiente circulante a depósitos en t

r_t : coeficiente reservas a depósitos en t

Anexo 2

Indicadores financieros de los bancos comerciales*

(Cifras en porcentajes)

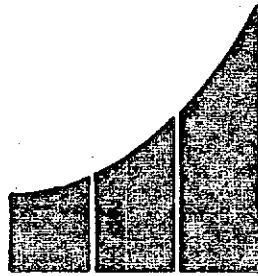
AÑO	Tasa de interés activa	Margen financiero (1)	Tasa de interés pasiva	Margen de intermediación (2)	Costos laborales sobre préstamos	Costos laborales y administrativos sobre préstamos	Rentabilidad	Nivel de capitalización	Indice de represión financiera
1945	9,1	8,0	3,2	5,9	3,4	4,6	18,7	13,27	25,3
1946	9,0	8,0	4,0	5,0	2,9	3,9	21,3	12,83	18,8
1947	8,9	7,8	4,0	4,9	2,8	3,9	20,2	12,81	18,6
1948	9,4	8,2	4,1	5,3	2,9	4,1	21,4	11,70	17,2
1949	9,6	8,4	3,8	5,8	3,3	4,6	21,2	11,14	15,2
1950	11,7	10,3	4,1	7,6	3,9	5,6	25,9	11,55	12,0
1951	10,1	8,7	4,5	5,7	3,2	4,6	21,3	11,22	13,7
1952	11,1	9,6	5,0	6,1	3,3	5,0	22,4	11,81	16,2
1953	11,2	9,5	5,2	5,9	3,3	4,8	20,9	12,27	12,8
1954	10,8	9,1	5,1	5,8	3,4	5,0	19,0	11,08	22,1
1955	10,5	8,6	4,4	6,0	3,3	5,0	18,5	10,60	17,3
1956	10,4	8,8	3,5	6,9	3,3	5,0	18,3	10,05	16,7
1957	10,8	9,2	3,2	7,6	3,8	5,7	17,2	9,96	17,4
1958	11,9	10,0	4,1	7,7	4,4	6,8	14,2	11,43	20,3
1959	12,6	10,6	5,3	7,3	5,2	7,5	11,9	12,17	21,1
1960	12,6	10,5	5,6	7,0	5,3	7,2	13,2	11,73	11,4
1961	13,2	11,0	6,0	7,2	5,6	7,2	16,0	10,88	10,0
1962	13,1	11,0	5,8	7,4	5,7	7,2	16,0	10,22	16,1
1963	13,9	11,3	6,8	7,1	6,5	8,1	14,2	10,25	18,3
1964	13,6	10,4	6,2	7,3	5,9	7,3	15,7	9,42	20,7
1965	12,6	9,4	5,4	7,3	5,5	6,7	15,2	8,58	19,7
1966	15,9	12,3	6,4	9,5	6,4	8,1	20,1	8,57	21,0
1967	16,3	11,8	8,6	7,7	6,5	8,5	21,1	9,13	24,2
1968	13,6	10,4	6,0	7,6	5,6	8,4	18,9	9,51	27,4
1969	13,5	9,9	7,0	6,5	5,3	7,4	17,3	9,22	29,6
1970	15,4	11,4	7,5	7,9	5,9	8,0	25,3	9,41	32,4

* Con base en muestra de 12 bancos

(1) Medido como el cociente entre la diferencia de los ingresos y egresos por intereses y comisiones, y el nivel de préstamos promedio

(2) Medido como la diferencia entre la tasa activa y pasiva

Fuente: Informes de los bancos a sus accionistas, Asobancaria y cálculos del autor



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.