

## **Una nota sobre la política monetaria y el desarrollo financiero en Colombia durante el siglo XX<sup>1</sup>.**

**Fabio Sánchez  
Andrés Fernández  
Armando Armenta<sup>2</sup>**

Un tema relevante en la historia monetaria colombiana del siglo XX es la relación entre la evolución de la banca central y el desarrollo del sistema financiero. El tema reviste especial importancia pues la creación del Banco de la República en 1923 fue motivada, entre muchas otras razones, por el deseo de proveer solidez a un sistema financiero incipiente. Sin embargo, después de ocho décadas de contar con un instituto Emisor como prestamista de última instancia, el sistema financiero colombiano sigue mostrando un bajo desarrollo. Si bien los países latinoamericanos han mostrado en promedio un bajo nivel de desarrollo financiero<sup>3</sup>, Colombia muestra un pobre desempeño incluso comparado con economías vecinas similares (Gráfico 1). Lo cual, a su vez, puede haber sido un determinante en el desarrollo de los indicadores del desarrollo económico en Colombia (King y Levine 1993)<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Este documento resume algunos de los resultados preliminares de la investigación en curso sobre historia monetaria colombiana en el siglo XX llevada a cabo en el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de Los Andes.

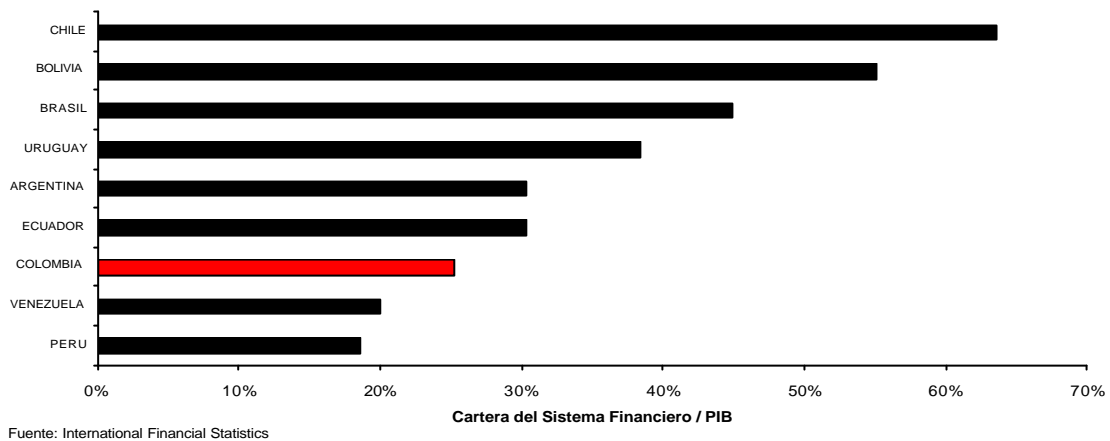
<sup>2</sup> Investigadores del CEDE-Facultad de Economía; Universidad de Los Andes.

<sup>3</sup> Medido este desarrollo como la relación cartera del sistema financiero al producto agregado.

<sup>4</sup> Trabajos como los de King y Levine (1993) o Levine (1997) muestran, sobre una muestra de 80 países (incluida Colombia), cómo el componente *predeterminado* del sistema financiero determina significativamente el comportamiento subsecuente del desarrollo económico. De acuerdo con el tamaño de los coeficientes estimados podemos afirmar que, en promedio, si la profundidad promedio del sistema financiero (medida como M2/PIB), hubiese igualado a la de los países con mayor crecimiento de la muestra, *ceteris paribus*, el crecimiento del PIB per cápita en Colombia hubiera sido un punto mayor en el periodo contemplado (1960-1989). Así mismo, Haber (1991, 1997) encuentra que en México y Brazil, entre los siglos XIX y XX, se dio una relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento de la industria.

En este escrito queremos realizar un análisis comparativo entre los cambios en el desarrollo del sistema financiero y la forma como estos se relacionan con el desarrollo de la política monetaria. La hipótesis que intentamos sostener es que la evolución en la banca central colombiana marcó las diferentes etapas del desarrollo financiero del país<sup>5</sup>.

**Gráfico 1 Desarrollo financiero en algunos países de Latinoamérica: 1995-2000**



Entre las primeras legislaciones de carácter monetario sobre banca central que tuvieron un impacto directo sobre el sistema financiero, sin duda, debe mencionarse a la reglamentación que creó el Banco de la República en 1923. Esta legislación, enmarcada dentro de una ortodoxia monetaria<sup>6</sup>, a la postre se mostró como la base jurídica de donde el sistema de banca comercial vivió uno de los desarrollos más acelerados del siglo XX. La creación del Banco de la República fue una buena señal al mercado internacional

<sup>5</sup> En la bibliografía existente sobre el caso colombiano sobresalen los trabajos de Kalmanovitz y Avella (2003) y González y García (2001), en los cuales se aborda directamente la relación entre las instituciones monetarias y las barreras al desarrollo financiero así como una pormenorizada recopilación de los hechos más destacados en la evolución del sistema financiero colombiano. Cabe destacar, no obstante, que en su mayoría, los demás trabajos existentes analizan tan sólo periodos específicos en el tiempo o presentan evidencia narrativa sobre la estructura del sistema financiero sin relacionarla con los desarrollos de política monetaria o el grado de represión financiera.

<sup>6</sup> Esta ortodoxia seguía los lineamientos trazados por E.W Kemmerer según los cuales la moneda que se depositara como ahorro de corto plazo en el sistema financiero no debía ser prestada a plazos mayores por el riesgo de iliquidez que esto conllevaba.

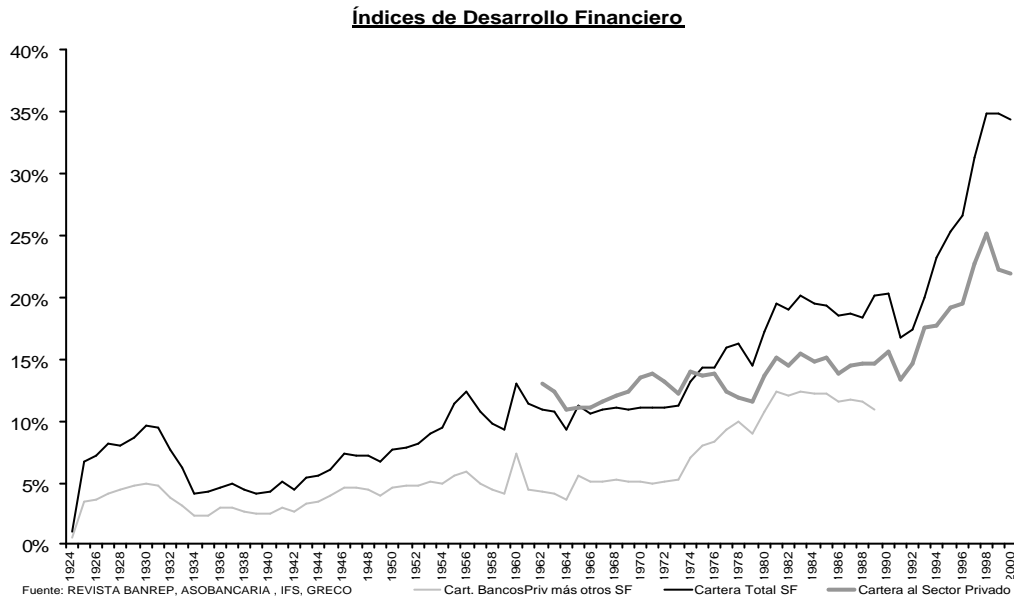
atrayendo nuevos capitales al país. Durante los años 20 se dio una creciente entrada de capitales y un boom exportador en Colombia. La tasa de crecimiento del PIB, entre 1922 y 1928, de acuerdo con estimaciones del GRECO, fue cercana al 7,1%. Así mismo, la deuda total del país, incluyendo departamentos y municipios, subió de U.S.\$24 a U.S.\$213 millones entre 1923 y 1929. Razón por la cual este periodo ha tomado el nombre de “la prosperidad al debe” (Sánchez, 1994). Buena parte de esta afluencia de capitales fue intermediada por el sistema bancario (en especial el sector hipotecario), permitiendo elevar la relación cartera a PIB cercana al 1% en 1923 al 10% en 1930 (Gráfico 2).

No obstante esta tendencia, el desarrollo financiero se vería truncado por la caída en la actividad económica posterior a la Gran Depresión. Momento en el cual la importancia del Banco de la República como prestamista de última instancia fue puesta a prueba con éxito. En este sentido la revisión bibliográfica coincide en afirmar que la política monetaria expansionista, canalizada en parte a través del sistema bancario, fue exitosa en su política contracíclica y evitó un colapso sistémico de la industria bancaria (Franco, 1966; Sánchez, 1994).

Tras la caída posterior a la Gran Depresión, comenzó una segunda y larga etapa, entre mediados de los treinta y comienzo de los años cincuenta, en la cual se consolidó un desarrollo estable del sistema financiero. La cartera total de la banca (privada y pública) aumentó su relación cartera a PIB desde 5% hasta 13%. Por el lado de la banca pública, el empuje provino de la creación de varias entidades especializadas en crédito de fomento

económico como resultado de la política de canalización del crédito hacia los sectores considerados como claves en el desarrollo económico del país en el largo plazo <sup>7</sup>.

Gráfico 2



No obstante, la política de direccionamiento del crédito a través de la banca pública especializada no estaba desprovista de problemas: al mismo tiempo que se les conminaba a estas instituciones a conseguir recursos en el mercado de títulos, por medio de emisión de títulos valores, la concepción del crédito de fomento hizo que se generara una renuencia a cobrar intereses comerciales en los créditos de fomento, minando el alcance de estos títulos y volviendo inoperante el mercado de capitales (Urdinola, 1976). Se dio así, un relativo fracaso en la búsqueda de recursos para el crédito de fomento a bajas tasas

---

<sup>7</sup> Un ejemplo de esto fue la creación del Banco Agrícola Hipotecario (1924), la Caja de crédito agrario (1931) y el Banco Central Hipotecario (1932). También, la creación de institutos como el Fondo Nacional de Ganadería (1939); el Instituto de Crédito Territorial (1939) y el Instituto de Fomento Industrial (1940).

de interés. Lo cual condujo a recurrir cada vez más al crédito primario y a la búsqueda de recursos provenientes de la banca privada.

Con la reforma del Banco de la República a partir del Decreto 756 de 1951, el Emisor se convierte en la fuente oficial de los recursos para las actividades de fomento, dando cupos especiales destinados al redescuento de operaciones de esta índole. El Decreto 756 marca el comienzo de un periodo en el cual la estabilidad monetaria fue reemplazada por una búsqueda del desarrollo económico financiada con recursos de emisión primaria donde la autoridad monetaria no sólo decidía la conveniencia y factibilidad de los proyectos de fomento económico sino que también se convirtió en la principal fuente de presión financiera con la imposición de mecanismos capaces de forzar a la banca comercial a prestar recursos de emisión.

Así, la legislación fue paulatinamente obligando a la banca comercial a canalizar recursos provenientes de emisión, y a realizar inversiones de mediano y largo plazo en sectores poco atractivos para ella. Entre los mejores ejemplos de este tipo de medidas pueden mencionarse los Decretos-Ley 384/50; 1564/55 o 198/57, en donde se forzaba a los bancos comerciales a destinar un porcentaje mínimo de sus captaciones en bonos de crédito sectorial o a destinar una porción fija de sus carteras al crédito de sectores específicos. Así, la vinculación del Banco de la República con la política de fomento se dio por medio de la canalización de recursos hacia actividades específicas a costos menores a los del mercado, a través de múltiples niveles de tasas de interés activas que no tenía en cuenta en su determinación el riesgo, el plazo o el origen de los recursos, y con la imposición de inversiones forzosas en los sectores que se consideraban claves para el

desarrollo económico<sup>8</sup>. Con la Resolución 4 de 1958 se sientan las bases sobre las cuales se montarían las nuevas formas de forzar a la banca comercial hacia el crédito de fomento: la elevación masiva de los encajes, dándole la opción a la banca comercial de mantener saldos improductivos en el Emisor o prestarlos para usos escogidos por el Emisor (Urdinola, 1976).

En la construcción del Gráfico 3 se buscó representar tres medidas alternativas de represión financiera en Colombia durante el Siglo pasado midiendo la porción de los fondos captados por el sistema bancario que estaba sujeta a destinaciones obligatorias fijadas por la legislación monetaria. Las tres medidas son el encaje, las inversiones forzadas, y la suma de ambos. Es posible apreciar cómo la caída de largo plazo de la represión hasta mediados de siglo pasado acompañó el desarrollo del sistema financiero que se mencionó antes. Si bien la tendencia decreciente en la represión financiera se revierte después de la reformas de 1951, es especialmente después de 1963 donde se evidencia un aumento sustancial en los niveles de represión, sobrepasando con creces los evidenciados tras la legislación monetaria ortodoxa que creó el Banco de la República. Este año no es fortuito pues es entonces cuando se lleva a cabo la siguiente reforma de la banca central colombiana con la creación de la Junta Monetaria (JM) encargada de estudiar y adoptar las medidas en materia de moneda, de cambio y de crédito, que habían correspondido hasta entonces a la Junta Directiva del Banco de la República. Entre los principales cambios realizados, la nueva Junta Monetaria, cabe destacar la exclusión de los representantes del sector privado del manejo de política monetaria, lo cual implicó que las decisiones sobre fomento económico tomarían un carácter exclusivamente

---

<sup>8</sup> Por supuesto, un efecto secundario de esta legislación sobre banca central fue el truncamiento de cualquier posibilidad de desarrollo del mercado de capitales, reemplazado por el crédito de emisión de largo plazo.

público. Así mismo, la nueva legislación permitió que dichas decisiones se tomaran con mayores instrumentos como la de fijar de límites al volumen de los préstamos o inversiones de las instituciones crediticias; señalar tasas de crecimiento de los activos de los bancos; fijar el tipo de interés o descuento que podían cobrar los bancos en todas sus operaciones, así como los plazos y las garantías de sus préstamos y; también, a de prohibirles operaciones que a juicio de la JM no fuesen sólidas.

Como es posible observar en el Gráfico 2, las reformas a la banca central en 1951 y 1963 acompañaron un estancamiento en las medidas de desarrollo financiero durante más de un cuarto de siglo entre 1950 y 1975. En esta misma dirección, Salazar (1996) presenta una serie de indicadores del desempeño del sector bancario entre 1940 y 1970 que sustenta la hipótesis según la cual la política de crédito dirigido y los mecanismos de represión financiera afectaron el desempeño del sector y limitaron sus posibilidades de crecimiento futuro. Incluso, Kalmanovitz y Avella (2003) subrayan el efecto indirecto de la política de fomento sobre el crecimiento económico al aumentar las tasas de interés no reguladas por la elevación de los encajes.



a los sectores de fomento; y (iv) la posibilidad de intervención por parte de la autoridad monetaria mediante operaciones de mercado abierto<sup>9</sup>.

Con el Decreto 1730/74 comienza el desmonte de las inversiones forzosas para proveer recursos al fomento y se promueve el desarrollo de instituciones especializadas de crédito que captasen recursos no inflacionarios. Volviendo así, al menos en teoría, a una ortodoxia monetaria que priorizaba la reestructuración del mercado de capitales para que estuviera en capacidad de canalizar los recursos de ahorro hacia los Fondos Financieros y los intermediarios especializados en el crédito de fomento. Evitando el efecto inflacionario de financiar proyectos improductivos a corto o mediano plazo a partir de emisión primaria del Banco de la República (Urdinola, 1976).

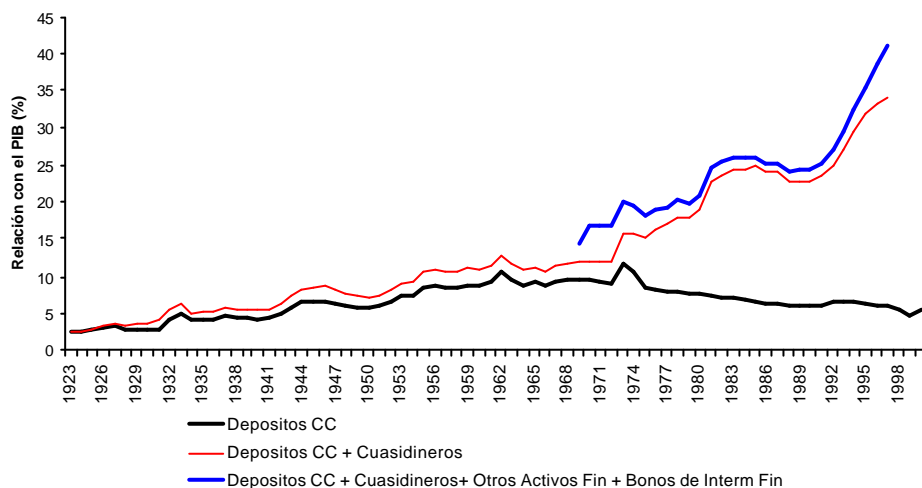
Incluso, desde 1972 se había dado un primer paso hacia el desarrollo del sistema financiero con la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda como parte del sistema de unidad de poder adquisitivo constante (UPAC) siguiendo la vía de la especialización institucional del crédito. Aunque el espíritu de esta medida no fue una reforma del sistema sino el fomento del sector de la construcción, el resultado fue un aumento del ahorro financiero. El límite impuesto a las tasas de interés tenía como resultado tasas reales de mercado negativas, y debido a la indexación al índice de precios al consumidor del UPAC las tasas reales ofrecidas se convirtieron en positivas (Jaramillo, 1982). Aunque en la segunda mitad de la década del 70 el intento de liberación financiera fue frenado por la política necesaria para contener el crecimiento de las reservas internacionales provenientes de la bonanza cafetera, sus frutos fueron importantes en el desarrollo del sistema financiero colombiano. La creciente tendencia en la represión

---

<sup>9</sup> Para más información, véase Ortega (1979). Después de esta reforma se emitieron los Pagarés de Emergencia Económica-PAS- que fueron un primer intento de operaciones de mercado abierto, sin mucho éxito en la opinión de Jaramillo (1982) debido al reducido tamaño del mercado.

financiera fue revertida (Gráfico 3) y, como es posible apreciar en el Gráfico 4, la creación de más instituciones especializadas repercutió favorablemente sobre de la profundización del sistema financiero por el auge en las cuentas de ahorro y demás instrumentos de captación de largo plazo. El M2, que históricamente había seguido de cerca de los medios de pago como relación del PIB, pasó de representar cerca del 10% a comienzos de los años setenta a estar cercano al 25% a mediados de los ochenta. Así mismo, el desarrollo del sistema financiero dio un nuevo salto al pasar el cociente cartera a PIB a niveles superiores al 20%, impulsado por la creación de nuevas instituciones financieras privadas distintas a la banca comercial tradicional (Gráfico 2).

**Gráfico 4. Profundidad del sistema financiero en Colombia**



Fuente: Principales Indicadores Económicos, GRECO, Cálculos de los autores.

Los años noventa se muestran como una última etapa importante en el desarrollo del sistema financiero. Con la Ley 45 de 1990 y la autonomía de la banca central en 1991, se dio un avance en el proceso de liberalización del sector financiero a partir de reducciones en los niveles de encaje promedio y del nivel de inversiones forzosas acompañados por un proceso de liberalización de la tasa de interés. Nuevamente, los indicadores de

represión financiera exhiben una caída en sus niveles (Gráfico 3) y, más importante aún, el nivel de profundización financiera alcanza sus puntos más altos (Gráfico 2). Incluso, el indicador de cartera dirigida al sector privado como porción del PIB, el cual es señalado por algunos autores como el mejor indicador de desarrollo del sistema financiero (Levine 1997), tan sólo parece mostrar un crecimiento significativo en los años 90<sup>10</sup>.

Finalmente, el Cuadro 1 complementa de forma econométrica la relación establecida hasta ahora entre el desarrollo del sistema financiero y la evolución de la banca central colombiana en el siglo XX. En éste se intenta cuantificar el impacto de la política monetaria sobre el desarrollo de la industria bancaria a lo largo del siglo XX estimando la influencia de las tres medidas de represión financiera comentadas antes (variables exógenas) sobre el desarrollo del sistema financiero<sup>11</sup>. En resumen, el cuadro refleja lo comentado hasta ahora en el sentido que los tres tipos de represión financiera contemplados determinaron significativamente un decrecimiento en los niveles de desarrollo del sistema financiero colombiano a lo largo del Siglo XX en Colombia. Mientras que la cartera total del sistema financiero presenta una relación negativa y

---

<sup>10</sup> Aunque este análisis ha buscado enmarcarse sólo en el siglo XX, es necesario subrayar que esta tendencia fue en parte revertida tras la recesión económica vivida en 1999 y la reducción en los flujos de capitales. Ante esta coyuntura, el sector financiero vivió una de sus peores crisis caracterizada tanto por la caída en los depósitos bancarios como por mayor exposición al riesgo de liquidez. Ante esto, la regulación bancaria estuvo caracterizada por la reaparición de inversiones forzosas y gravámenes a las transacciones bancarias, llevando a que en 2003 la relación cartera a PIB volviera a niveles semejantes a los de 1974 (Villar y Salamanca; 2004).

<sup>11</sup> La variable dependiente es el desarrollo del sistema financiero medido como cartera total; la cartera al sector privado y la cartera de bancos privados y otras instituciones financieras privadas distintas a bancos comerciales. Las variables IRF son los tres índices de desarrollo financiero y represión financiera, respectivamente: encajes, inversiones forzosas y ambas. Las variables PIB (Producción real); RES.INT (Reservas oficiales como *proxy* de los flujos de capitales); y DFISC (Déficit Fiscal) intentan incorporar otros desarrollos macroeconómicos que pueden haber afectado el desarrollo del sistema financiero de forma independiente a los niveles de represión financiera.

significativa con las tres medidas de represión financiera utilizadas, el crédito al sector privado resulta significativo sólo al relacionarlo con el índice que suma la represión del sistema financiero con las inversiones forzosas. Por su parte el crédito de los Bancos Privados y el resto de las Instituciones financieras (diferentes a bancos públicos o mixtos) resulta también significativo y negativo con todos los índices de represión financiero utilizados.

Cuadro 1

	VARIABLE DEPENDIENTE								
	Cartera Total SF (% PIB)			Cartera al Sector Privado (% PIB)			Cartera Bcos Privados y Otras Inst. Financ (% PIB)		
C	-0,0008 [0.790]	0,0001 [0.972]	0,0078 [0.23]	0,0060 [0.246]	0,0072 [0.138]	0,0122 [0.037]	-0,0005 [0.840]	-0,0002 [0.928]	0,0049 [0.351]
IRF1	-0,1399 [0.000]*			-0,0464 [0.20]			-0,0574 [0.03]*		
IRF2		-0,1180 [0.000]*			-0,0460 [0.073]**			-0,0491 [0.024]*	
IRF3			-0,1688 [0.034]*			-0,1188 [0.185]			-0,1235 [0.054]**
PIB	0,0164 [0.785]	0,0013 [0.983]	-0,0628 [0.612]	-0,0966 [0.339]	-0,0990 [0.293]	-0,1666 [0.093]**	0,0349 [0.427]	0,0345 [0.43]	-0,0544 [0.588]
RESINT	-0,1135 [0.219]	-0,1391 [0.131]	-0,1417 [0.259]	-0,0924 [0.313]	-0,1367 [0.141]	-0,1691 [0.077]**	-0,0112 [0.866]	-0,0227 [0.733]	-0,0592 [0.558]
D.FISC	-0,3657 [0.002]*	-0,4081 [0.006]*	-0,0960 [0.68]	-0,3673 [0.246]	-0,3594 [0.061]	-0,1691 [0.424]	-0,2477 [0.031]*	-0,2243 [0.047]*	-0,1050 [0.351]
R <sup>2</sup>	0,2636	0,2717	0,2069	0,3171	0,3651	0,2520	0,1326	0,1384	0,1783
F	6,3500	6,6200	1,9600	2,5500	3,1600	2,78	2,29	2,4100	1,63
PROB>F	0,0004	0,0001	0,1267	0,0676	0,0339	0,0429	0,8469	0,0590	0,1932
Período	1924-2000	1924-2000	1954-1989	1962-1989	1962-1989	1962-2000	1924-1989	1924-1989	1954-1989

Significanci Estadística entre paréntesis (p-value): \* Significancia al 95%; \*\*Significancia al 90%.

En resumen, este breve análisis de la relación entre la historia monetaria colombiana del siglo XX, más específicamente la evolución de su banca central con el desarrollo del sistema financiero permite identificar cómo las distintas instituciones de banca central han afectado de forma directa el desarrollo del sistema financiero. La creación del Banco de la República sentó las bases para el enorme crecimiento del sector bancario durante las bonanzas de los años veinte y sirvió como prestamista de última instancia durante la Gran Depresión y el abandono del Patrón Oro. Hasta la década de 1950, la caída en la

represión financiera permitió una consolidación del sector bancario. Sin embargo, el nuevo pensamiento monetario de mediados de siglo le otorgó a la política monetaria atribuciones de fomento económico que estuvieron acompañadas de incrementos pronunciados en el grado de represión financiera.

Si bien es cierto que los indicadores de represión financiera han caído en las últimas dos décadas y la profundización del sector ha aumentado, los resultados encontrados muestran que el presente atraso en el desarrollo financiero de Colombia no es coyuntural y se explica por los casi 25 años de estancamiento vividos durante la política de fomento económico cimentada a partir del crédito dirigido. Si bien este análisis revela algunas relaciones entre banca central y desarrollo financiero durante el Siglo XX en Colombia, aún queda mucho por decir en términos de cuanto este atraso en el desarrollo financiero ha afectado el crecimiento económico colombiano de largo plazo.

## **Bibliografía**

Franco, Jorge (1966). "Evolución de las instituciones financieras en Colombia". Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

González, César y Amanda García (2001). "Una visión historiográfica del sistema financiero colombiano: 1923-2001". En *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*; Anif (2001).

Haber, S. H. (1991), "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930", *Journal of Economic History*, 51: 559-580.

Haber, S. H. (1997), "Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Governmental Regulation, Financial Innovation and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840-1940", In: *How Latin America Fell Behind?*, Ed: S.Haber, Stanford, CA: Stanford University Press: 146-178.

Jaramillo, J. (1982) El Proceso de Liberación del Mercado Financiero. En: Ensayos sobre Política Económica. No.1. 1982.

Kalmanovitz y Avella (2003). “Barreras al desarrollo financiero: Las instituciones monetarias colombianas”. En *Ensayos Sobre Banca Central. Comportamiento, Independencia e Historia*. Grupo Editorial Norma, 2003.

King, R. Levine, R (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be Right. The Quarterly Journal of Economics. Vol. 108, No. 3. 717-737.

Levine, Ross (1997) Financial Development and Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature. Vol. 35. No. 2. 688-726.

Ortega, F. (1979) Política Monetaria y Sector Financiero. Tomado de Revista del Banco de la República. Septiembre de 1979.

Salazar, Natalia, (1996). “Historia monetaria y financiera de Colombia: 1940 – 1970”. Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo.

Sánchez, Fabio (1994). “Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939” En Sánchez, F (compilador) *Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia*. Tercer Mundo Editores, 1994.

Urdinola, Antonio J. (1976) “El crédito de fomento y la banca comercial”. En Gómez, et.al (1976) *Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia*. Fondo Cultural Cafetero.

Villar, L. Salamanca, D. Murcia, A. (2004) “Crédito, Represión Financiera y Flujos De Capitales En Colombia”. Mimeo.