

José Antonio Ocampo

UNA
HISTORIA
DEL SISTEMA
FINANCIERO
COLOMBIANO



1910



1950



1960



1970



1980



1990



2000



2010

1870 - 2021



ASOBANCARIA

BANCOLDEX
PROMUEVE EL DESARROLLO EMPRESARIAL



UNA HISTORIA DEL
SISTEMA FINANCIERO
COLOMBIANO
1870 - 2021

José Antonio Ocampo



Título original

**UNA HISTORIA DEL SISTEMA
FINANCIERO COLOMBIANO
1870 - 2021**

© 2021 Asobancaria

Prohibida su reproducción total o parcial
por cualquier medio impreso o audiovisual
sin permiso escrito de Asobancaria.

ISBN 978-958-9040-83-6

 comunicaciones &
ediciones

Una obra editada en Colombia por
MNR Comunicaciones y Ediciones S.A.S.
info@mnrediciones.com / www.mnrediciones.com
Bogotá, D. C., Colombia

ÍNDICE

Presentación	6
Prólogo a la primera edición	8
José Antonio Ocampo Gaviria, autor	16
Introducción	19
I Vicisitudes monetarias y financieras en una economía preindustrial, 1870 - 1922	33
II De la creación del Banco de la República al fortalecimiento del intervencionismo estatal, 1923 - 1950	67
III La era de fuerte intervención estatal en el sector financiero, 1951 - 1974	95
IV Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero, 1974 - 1990	129
V La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003	169
VI La gran expansión y los retos del sector financiero, 2004 - 2021	213

PRESENTACIÓN

Asobancaria y Bancóldex presentan, con especial agrado, *Una Historia del Sistema Financiero Colombiano, 1870 – 2021*, la cual constituye una actualización completa de la primera edición de la obra escrita en el 2014 por el profesor José Antonio Ocampo, economista de reconocida trayectoria a nivel latinoamericano y mundial.

Dada la importancia académica que ha adquirido la obra, desde hace algún tiempo se hacía necesario reforzarla con aspectos esenciales para el entendimiento del sector financiero actual, como los antecedentes históricos desde el Siglo XIX, la creación de las instituciones que nos rigen hoy día y la respuesta del sector financiero frente a los retos de los años más recientes. El profesor Ocampo recoge con lujo de detalles estos temas en una edición en la que, además de los textos, se han ampliado el tamaño, el diseño y la caracterización de las versiones impresa y digital, buscando mayor facilidad en su uso y consulta.

La historia financiera de Colombia es rica en acontecimientos. A lo largo de este siglo y medio, el sistema financiero ha jugado un papel trascendental, apoyando el crecimiento económico con un sector cada vez más competitivo, eficiente y sólido. Este libro muestra cómo las instituciones que componen este sistema han evolucionado siguiendo la transformación del país: de una realidad rural a una urbana; de un tejido fragmentado de bancos particulares a una red organizada de banca central, supervisor y actores regulados prudencialmente; y de un sector que ha absorbido diversas crisis para salir fortalecido.



Esta obra permite conocer de manera profunda, y con un atractivo componente gráfico, la evolución del sistema financiero desde la economía preindustrial, cuando en 1870 se creó el primer banco comercial moderno, pasando por la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, las posteriores etapas de fuerte intervencionismo estatal en el sector financiero, los periodos de crisis y auge del nuevo modelo de desarrollo financiero, hasta el periodo reciente caracterizado por una acelerada expansión de la banca privada.

Queremos, además, a través de esta obra, conmemorar el trigésimo aniversario de la creación de Bancóldex, reconociendo la labor de la banca de desarrollo en el país como un importante y potente aliado del sistema financiero para apalancar el crecimiento económico a través del impulso a los sectores productivos de todas las regiones de Colombia.

Para Asobancaria y Bancóldex es un honor seguir contribuyendo al fortalecimiento del tejido académico con textos de alta calidad y profunda necesidad para el país. Esta obra representa un valioso aporte investigativo que será referencia para todo aquel que desee entender y profundizar en la historia económica y financiera de nuestro país.

Hernando José Gómez Restrepo
Presidente de Asobancaria

Javier Díaz Fajardo
Presidente de Bancóldex

PRÓLOGO

A LA PRIMERA EDICIÓN



Roberto Junguito Bonnet

(q. e. p. d.)

La Asociación Bancaria merece una sincera felicitación por su iniciativa de encomendar la preparación, presentación y publicación de *Una Historia del Sistema Financiero Colombiano 1951-2014* al reconocido economista e historiador José Antonio Ocampo. Desde el ámbito gremial, esta decisión representa la continuación y la consolidación de una larga tradición de dicha Asociación de contribuir al análisis y a la formulación de las políticas públicas mediante el debate académico. Al respecto, cabe resaltar que la Asociación Bancaria de Colombia, creada en 1936, fue promotora desde los años setenta de los simposios sobre el Mercado de Capitales, los que junto con las discusiones académicas en las Convenciones Anuales de la Asociación Bancaria han contribuido al conocimiento y el diseño de la política monetaria y financiera nacional. La escogencia de José Antonio Ocampo como autor del trabajo que se presenta en este libro es supremamente acertada, dadas sus virtudes como uno de los más destacados economistas del país y gran historiador económico colombiano. Ocampo se distingue también como profesor académico de primera línea. Además, ha sido un conductor de la política económica colombiana y un permanente evaluador crítico del manejo económico y de las políticas públicas no solo de Colombia sino de América Latina.

Como lo explica José Antonio Ocampo en la introducción a este libro titulado, *Una Historia del Sistema Financiero Colombiano 1951-2014*, su trabajo se refiere estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es el núcleo de la actividad financie-

ra. Al respecto, aclara que, aunque muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión, la realidad es que la función principal de los agentes crediticios es intermediar la liquidez para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, aunque juegan un papel en este último empeño. En el libro también se hace referencia a la evolución del mercado de valores, pero, como lo reconoce el autor, otras importantes actividades financieras como son los seguros y las pensiones no han sido sujetos de análisis en esta obra.

El enfoque conceptual del trabajo es supremamente interesante. Para Ocampo, es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país que es, por lo tanto, la metodología que adopta en este trabajo. Agrega que, aunque la actividad financiera está sujeta a riesgos de tipo microeconómico como la mala asignación y concentración del riesgo, sus mayores riesgos son de carácter macroeconómico y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. La relación entre los auges de financiamiento externo y las crisis financieras internas, según Ocampo, ha sido una constante histórica, aunque también señala que no todos los auges han terminado en crisis, sino solo aquellos que han finalizado con interrupciones súbitas del financiamiento externo. Como se detalla en los diferentes capítulos del libro, esta relación entre auges de financiamiento y crisis financiera se evidenció durante la Gran Depresión, en los años ochenta con la crisis de la deuda de América Latina, y a fines de los noventa como consecuencia de la crisis asiática que tuvo impacto adverso en la economía colombiana y contribuyó a la crisis financiera de fines de siglo. Más aún, es bien conocido por los historiadores económicos que la primera crisis financiera ocurrida desde la independencia de América Latina con impacto adverso en las economías de la región tuvo origen en el sobre-endeudamiento, con fines de financiar la guerra de independencia, que registraron los países de América Latina, con los tenedores de bonos ingleses y holandeses, que se tradujo años más tarde en incumplimiento de las obligaciones y en el cierre de los mercados de capitales externos por muchos años.

Luego de describir en cada capítulo el entorno macroeconómico nacional e internacional durante el respectivo período de análisis, Ocampo procede a analizar el marco institucional y regulatorio, la evolución del sector financiero con particular atención en la profundización financiera, los cambios en la estructura y concentración del sector, y la evolución de la cartera del sistema bancario. El autor respalda sus análisis, apreciaciones y la descripción de lo sucedido en los diversos períodos haciendo referencia a los trabajos de investigación adelantados en Colombia y, ante todo, con una amplia sustentación empírica contenida en cuadros y gráficos. El trabajo está muy bien escrito, es

muy riguroso desde el punto de vista académico, se encuentra muy bien fundamentado y es, como cabría de esperar, polémico sobre lo sucedido en algunas etapas de la historia económica y financiera colombiana. Constituye, sin duda, una contribución muy importante a la historia económica colombiana y complementa y aun controvierte la visión de algunos escritos anteriores.

Respecto a la estructura de la obra, se procede a desarrollar la historia del sector financiero colombiano en cuatro grandes capítulos que cubren períodos claves de la historia económica financiera del país. El Primer Capítulo, La Era de la Fuerte Intervención Estatal 1951-1974, cubre desde la reforma financiera de inicios de los cincuenta hasta fines de la Administración Pastrana Borrero. El Segundo Capítulo, Auge, Crisis y Búsqueda Inconclusa de un Nuevo Modelo de Desarrollo Financiero, 1974-1990, abarca desde la Reforma de 1974 de inicios de la Administración López Michelsen hasta fines de la Administración Barco y, más concretamente, hasta la etapa previa a la liberalización financiera de 1990 y analiza a profundidad la crisis financiera de mediados de los ochenta. El Tercer Capítulo, La Liberalización y el Gran Ciclo de Auge y Colapso Financiero, 1990-2003, analiza el desarrollo financiero de Colombia desde la liberalización comercial y financiera adoptada por la Administración Gaviria hasta la denominada Crisis de Fin de Siglo ocurrida a mediados de la Administración Pastrana Arango. El Cuarto y último Capítulo, La Gran Expansión de La Banca Privada 2004-2014, cubre lo ocurrido en materia económica y financiera desde la segunda mitad de la primera Administración Uribe Vélez hasta lo corrido de la segunda Administración Santos Calderón.

El autor caracteriza La Era de la Fuerte Intervención Estatal 1951-1974, materia de su primer capítulo, como una etapa de industrialización dirigida por el Estado. Ocampo señala que fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la reforma de 1951, cuando se adoptó un esquema estructurado de intervención en el manejo crediticio. Argumenta que la reforma se cristalizó en una política de crédito dirigido hacia objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia un mayor control del Gobierno sobre las actividades del Banco de la República. Esta reforma fue complementada años más tarde con la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963, que eliminó definitivamente la participación de los representantes del sector privado en el manejo de la moneda y el crédito. Según Ocampo, los tres elementos más importantes durante este período fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Para el autor, la evolución del sector financiero entre 1950 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de

las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, según el autor, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, evidenciado principalmente en el fomento de la banca estatal y la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados. Este capítulo termina con el tema del sistema de ahorro en valor constante UPAC establecido desde 1973 para financiar la vivienda y su impacto sobre las tasas de interés, el ahorro financiero y la estructura del sector. En términos del cambio o ruptura que este esquema representaba frente a la política vigente, el autor argumenta, en una perspectiva histórica, en cuáles sentidos esta estrategia representaba continuidad y cambios frente a la política de fomento hasta entonces imperante.

Sobre el segundo capítulo, Auge, Crisis y Búsqueda Inconclusa de un Nuevo Modelo de Desarrollo Financiero, 1974-1990, cabe destacar que, según el autor, este fue un período de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero hasta mediados de los años setenta y el de mayor libertad para el funcionamiento de los mercados que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de los noventa. La síntesis del autor es que el sistema financiero colombiano entre 1974 y 1990 estuvo determinado tanto por las primeras medidas de liberalización comercial y financiera adoptadas en 1974 por la Administración López Michelsen y 1979-1980 en el período de Turbay Ayala, pero aún más por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta, como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente a final del período de análisis. De acuerdo con los resultados de Ocampo, en el conjunto del período, la profundización financiera no avanzó en forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982-1986. Los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron, del mismo modo, fuertemente afectados por la crisis, aunque para final del período ya presentaban una estabilización, acompañada ahora de un fortalecimiento de la regulación y la supervisión prudencial. Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en cierto sentido indeseada) de la banca fueron, según el autor, los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este período. Según Ocampo, la justificación básica de la reforma de 1974, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en

la asignación del crédito estaba frenando el desarrollo del sector financiero. Este fue el período en que el tema de la represión financiera se puso de moda con los trabajos tanto de McKinnon como de Gurley y Shaw que fueron materia de discusión en los Simposios del Mercado de Capitales en la primera mitad de los setenta. Sobre lo ocurrido entonces cabe destacar que el autor hace un buen análisis de los factores de auge crediticio y de financiamiento externo privado de fines de los setenta que precipitaron la crisis financiera de mediados de los ochenta, así como de las medidas de orden macroeconómico y de saneamiento financiero adoptadas en la Administración Betancur para hacer frente a la crisis. Quizás habría sido instructivo profundizar en mayor grado sobre el programa de ajuste adelantado con el esquema de monitoría del Fondo Monetario Internacional y la importancia de medidas para el sector bancario y corporativo mediante la Resolución 33 de 1984, que facilitó cumplir con el servicio de la deuda externa del sector privado en un período de escasez de divisas, cierre de los mercados internacionales y de devaluación acelerada de la tasa de cambio.

En el Capítulo Tres, La Liberalización y el Gran Ciclo de Auge y Colapso Financiero, 1990-2003, el autor destaca en su introducción que desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo un impacto directo sobre el sistema financiero que fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos, fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de descentralización, para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la Carta Política. Para Ocampo, lo más significativo de este período de auge y crisis fue que tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano presentó virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras en los años posteriores a la liberalización presentó una euforia sin precedentes, a finales se presentó una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de una fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros, según lo precisa el autor, se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino también de los rendimientos y la calidad de los créditos otorgados. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada, un acelerado proceso de privatización matizado por la permanencia de bancos de desarrollo organizados ahora en forma independiente del banco emisor, y un proceso de concentración que rompió medio siglo de una ten-

dencia a la desconcentración de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración del sistema financiero, de acuerdo con el libro, tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el período más reciente de la historia financiera del país, al cual se dedica el último capítulo de este libro. En este capítulo el autor adelanta un excelente análisis de la incidencia de la política macroeconómica y particularmente de la expansión del gasto público a inicios de la década y en el auge económico y crediticio que incidió en el posterior colapso financiero en lo que se conoce como la Crisis de Fin de Siglo. Asimismo, su examen de las causas y las medidas para enfrentar la crisis financiera es profundo y convincente. Sin embargo, habría sido útil en el contexto del capítulo que el autor hubiese analizado y reflexionado sobre la incidencia que pudo haber tenido en el comportamiento de las variables económicas y en el sector financiero factores tales como el narcotráfico, la inseguridad interna y la falta de gobernabilidad tanto durante la Administración Samper como en la Pastrana Arango en esos años.

En el Capítulo Cuarto, La Gran Expansión de la Banca Privada 2004-2014, Ocampo concluye que los años posteriores a la crisis de fin del siglo constituyen la fase más exitosa de la banca privada colombiana. No obstante, destaca que no todo ha representado una edad de oro del desarrollo financiero. La crisis de financiación de vivienda, a su juicio, no ha sido plenamente superada y los problemas de acceso al financiamiento de amplios sectores siguen siendo considerables. La altísima concentración del sector es un elemento de preocupación y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. También señala que hay nuevos retos en materia de regulación, entre ellos los que representan la alta concentración y la inversión en el exterior de los principales grupos financieros. Su resumen para este período es que el sistema financiero colombiano ha estado caracterizado por un notable proceso de profundización durante la última década, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque generando una fuerte concentración del sector. Agrega que gracias a los avances en materia regulatoria, el país mostró además fortaleza en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. De igual forma, destaca los avances en cuanto a extensión de plazos de los créditos durante el último lustro y de aumento de la bancarización a través de diferentes instrumentos. Para Ocampo, el elemento más negativo ha sido el retraso considerable en la cartera hipotecaria que no ha superado, quince años después, los efectos de la crisis de fines del siglo XX. En términos de recomendaciones y de cara al futuro, el autor considera perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. En esta materia, a su juicio, han surgido

nuevos retos, asociados a los altos niveles de concentración y la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior. Para el autor, subsisten, además, interrogantes sobre el rápido crecimiento del endeudamiento externo en el último lustro y los efectos que puede tener de presentarse una nueva interrupción súbita del financiamiento externo, una situación que en cualquier caso no parece muy probable en el momento de escribir estas líneas. De igual forma, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la bancarización, ya que está demostrado que puede ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana. Quizás el tema de la vulnerabilidad de la economía colombiana ante el comportamiento de los precios del petróleo y el impacto del proceso de paz en la economía, particularmente en el sector rural colombiano, y sus interrelaciones con la política monetaria y financiera habría podido ser tópico de mayor análisis y reflexión en este último capítulo del libro.

No podría terminar este Prólogo sin agradecer a la Asociación Bancaria de Colombia el honor que me hace al solicitarme escribir estas líneas sobre este magnífico libro titulado *Una Historia del Sistema Financiero Colombiano 1951-2014* y sin felicitar una vez más a su autor, José Antonio Ocampo, por esta nueva contribución suya a la literatura económica colombiana. Estoy seguro de que este trabajo va a ser referencia obligada para todos los economistas colombianos en las universidades y para todos aquellos interesados en entender la historia del sector financiero colombiano.

Roberto Junguito Bonnet
Mayo de 2015

JOSÉ ANTONIO OCAMPO GAVIRIA

AUTOR

José Antonio Ocampo Gaviria nació en Cali, Colombia. Realizó sus estudios de Economía y Sociología en la Universidad de Notre Dame, en donde se graduó en mayo de 1972. Obtuvo su doctorado en Economía de la Universidad de Yale en diciembre de 1976. Ha recibido doctorados *honoris causa* de las Universidades Nacional de Colombia, Complutense de Madrid y San Marcos de Lima, así como numerosas distinciones académicas, entre ellas: el Premio Jaume Vicens Vives, de la Asociación Española de Historia de Historia Económica, en 2012, por el mejor libro de historia económica; el Premio a Leontief para el Avance de las Fronteras del Pensamiento Económico, en 2009; y el Premio Nacional de Ciencias ‘Alejandro Ángel Escobar’ en Colombia, en 1988.

En la actualidad es Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y Miembro del Comité de Pensamiento Global de la Universidad de Columbia. También es Presidente del Comité de Políticas de Desarrollo del Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas, y de la Comisión Independiente para la Reforma de la Fiscalidad Corporativa Internacional (ICRICT). También enseña regularmente en la Universidad de los Andes y otras universidades colombianas.



En el pasado ocupó cargos públicos importantes en las Naciones Unidas y en Colombia. Fue Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, y como tal director del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU (DESA), y previamente Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). En el gobierno colombiano ha sido Ministro de Hacienda y Crédito Público, Ministro de Agricultura y Desarrollo Rural, Director del Departamento Nacional de Planeación, y miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Como académico, ha sido Director de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), profesor de las facultades de Economía de la Universidad de los Andes y de la Universidad Nacional. Igualmente, ha sido profesor visitante de las universidades de Cambridge, Complutense, Oxford, Rice, São Paulo y Yale.

Es autor de múltiples libros y artículos académicos sobre teoría y política macroeconómica, asuntos financieros internacionales, desarrollo económico y social, comercio internacional e historia económica de Colombia y América Latina.



INTRODUCCIÓN

Este libro presenta una breve historia del sistema financiero colombiano desde la creación del primer banco comercial moderno en el país en 1870. Es una edición ampliada de una obra preparada para la Asociación Bancaria en 2015, y publicada entonces por la Asociación y el diario *Portafolio*, que cubría desde la reforma financiera de 1951 hasta 2014. Utiliza también como base obras previas del autor, especialmente en los dos primeros capítulos una historia de los regímenes monetarios del país hasta la Gran Depresión de comienzos de la década de 1930 (Ocampo, 1994).

Como precisión, la historia financiera que aquí se analiza solo abarca estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es, podría decirse, el núcleo del sector. Hay otras entidades y actividades que aquí no se cubren, entre ellas las compañías de seguros y los almacenes generales de depósito, cuya historia se remonta a fines del siglo XIX y comienzos del XX, respectivamente, y los fondos de pensiones, cesantías y de inversión, que han tenido un desarrollo notorio desde la década de 1990 (Uribe, 2013). Además, solo se aborda en forma marginal el papel de las bolsas de valores, que en materia de financiamiento accionario tuvieron un papel en los orígenes de la industrialización colombiana y han experimentado un auge de mayor alcance en décadas recientes, pero jugaron un rol secundario durante la mayor parte del largo período que se analiza aquí, ya que perdieron peso desde mediados del siglo XX, especialmente desde los años 1970 (Carrizosa, 1986), excepto como mecanismo para brindar liquidez a diferentes títulos públicos (Certificados de Cambio, Certificados de Abono Tributario y TES).

Hombres de negocios del siglo XIX. Acuarela de José Gabriel Tatis (1813-1884). Ensayos de Dibujo, Bogotá, 1853. Museo Nacional de Colombia.

Muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión. Esta caracterización es incorrecta. La función principal de los agentes crediticios es intermediar *liquidez* para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, aunque sin duda juegan un papel parcial en este último. De hecho, surgieron históricamente para facilitar el comercio y darles liquidez a empresas de gran tamaño, así como financiar a los gobiernos (entre otras cosas, para sus actividades bélicas). Con el tiempo ayudaron también a financiar la inversión, la adquisición de vivienda y el consumo, tanto corriente como duradero.

Para proporcionar liquidez a los agentes que la necesitan, captan en el mercado dinero (cuentas corrientes) y cuasidineros (cuentas de ahorro, a término o bonos). Los segundos se denominan muchas veces “ahorro financiero,” pero los activos que lo conforman son totalmente diferentes a lo que constituye el ahorro en el sentido económico del término, que es la decisión de no consumir un ingreso corriente. El llamado ahorro financiero es, además, un acervo, en tanto que el ahorro es un flujo. Gran parte de este último se canaliza directamente al financiamiento de la inversión, sin pasar por una operación crediticia; este es, en particular, el caso del ahorro del gobierno, de las empresas (utilidades retenidas) o los recursos que los hogares destinan a pagar las cuotas iniciales de sus viviendas, todos los cuales juegan un papel esencial en el financiamiento de la inversión.

La literatura económica le da gran importancia al desarrollo crediticio o financiero (términos que utilizaré como sinónimos en esta obra, con la anotación ya hecha) como facilitador del crecimiento económico. Existe evidencia clara de una fuerte asociación entre el ingreso per cápita de los países y la profundización financiera (los activos o el crédito que conceden los intermediarios financieros como proporción del PIB), así como de una correlación positiva entre profundización financiera y crecimiento económico (véase un tratamiento ya clásico de este tema en Levine, 1998). Como esta literatura no encuentra correlación entre profundización financiera y ahorro o inversión, la explicación básica debe buscarse en la forma como la disponibilidad de crédito facilita la realización de múltiples actividades comerciales y productivas o, lo que es equivalente, reduce la cantidad de agentes cuyas decisiones no se pueden realizar debido a restricciones de liquidez, y por esta vía incrementa la eficiencia del sistema económico.

El principal riesgo asociado al desarrollo financiero son las fluctuaciones económicas a las que da lugar, ya que es una actividad sujeta a fuertes ciclos de auge y contracción, que en el primer caso pueden resultar en verdaderas euforias y en el segundo en pánicos. El tratamiento clásico de este tema

es el que proporcionó hace varias décadas el gran economista e historiador económico Charles Kindleberger (véase una reedición de su obra clásica en Kindleberger y Aliber, 2005). Reinhart y Rogoff (2009) han suministrado una versión contemporánea.

La razón básica de ello es que la actividad financiera se relaciona con operaciones que involucran el futuro. Como este último es desconocido, son actividades inherentemente riesgosas y los agentes económicos basan sus decisiones en las expectativas sobre lo que consideran el comportamiento previsible de la actividad económica o, en términos de la actividad financiera, en las expectativas sobre el comportamiento de los agentes a los cuales facilitan sus recursos. El papel de las expectativas en los ciclos financieros y económicos fue, por supuesto, uno de los temas centrales de la revolución keynesiana y la naturaleza de los ciclos que se generan ha sido analizada por muchos autores, pero con particular agudeza por Minsky (1982). Las expectativas se forman en parte con base en una evaluación de los “fundamentales” de la economía, el tema esencial que involucró la contrarrevolución keynesiana con su énfasis en las “expectativas racionales,” aunque también tienen un evidente elemento de franca irracionalidad, como lo ha resaltado con fuerza en épocas contemporáneas Shiller (2015). Existe, en efecto, amplia evidencia de que a lo largo del ciclo los agentes financieros alternan entre el “apetito por el riesgo” (que incluye un evidente elemento de subestimación de riesgos) y la “fuga hacia la calidad” (aversión al riesgo) y que las percepciones y expectativas de los agentes se retroalimentan, generando primero un contagio de optimismo y posteriormente un contagio de pesimismo. Las asimetrías de información que caracterizan los mercados financieros (véase más adelante), el uso de modelos similares de evaluación de riesgos y ciertas prácticas del mercado (el referenciamiento competitivo, en particular, o sea la tendencia de los agentes a comportarse como sus competidores), tienden a acentuar el contagio en ambas fases del ciclo económico.

Los ciclos son más fuertes en el caso de los agentes que el mercado considera más “riesgosos” y que, por lo tanto, reciben financiamiento abundante durante los auges, pero experimentan en muchas ocasiones interrupciones súbitas de dicho financiamiento durante las crisis¹. Esta es la situación de las economías emergentes y en desarrollo en los mercados financieros internacionales. Una de las implicaciones más importantes de ello es que los ciclos financieros de estas economías están íntimamente relacionados con los ciclos de financiamiento internacional, una observación que ha sido corroborada para Colombia por Villar, Salamanca y Murcia (2005), Urrutia, Caballero

¹ El término “interrupciones súbitas” (“sudden stops” en inglés) se debe a Rudiger Dornbusch, en un ensayo escrito en 1994 en relación con la crisis mexicana de entonces (Dornbusch y Werner, 1994), pero ha sido popularizado a raíz de los trabajos de Guillermo Calvo (ver, por ejemplo, Calvo, 1998).

y Lizarazo (2006) y Ocampo y Romero (2015), entre otros. Esta asociación entre ciclos de financiamiento internacional y los del financiamiento interno y la actividad productiva, así como la que existe entre los ciclos de precios de productos básicos y la actividad económica, son los elementos centrales de lo que he venido a denominar la “dominancia de la balanza de pagos” en el comportamiento de las economías emergentes (Ocampo, 2015e).

Una de las implicaciones del análisis anterior es que es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país y, especialmente, de la evolución del sistema monetario y de las políticas en este frente a lo largo del ciclo económico. Esta es la metodología que se adopta, por lo tanto, en este trabajo. Otra, con importantes implicaciones de política económica es que, aunque la actividad financiera está sujeta a riesgos *microeconómicos* (mala asignación y concentración del riesgo), sus mayores riesgos son de carácter *macroeconómico* y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. Por eso, más allá de la necesidad de una buena regulación microeconómica, es esencial contar con lo que se ha venido a denominar “regulación macroprudencial”, que debe comprender en particular regulaciones contracíclicas, tanto a las operaciones del sistema financiero como a los flujos internacionales de capital. Este concepto se remonta a análisis realizados a comienzos de la primera década del siglo XXI², pero solo se insertó firmemente en las prácticas de la política económica como parte de las respuestas a la crisis del Atlántico Norte de 2007-2009³. Estas normas contracíclicas deben aplicarse en forma complementaria a las regulaciones sobre requisitos de capital, provisiones y liquidez que deben mantener los intermediarios financieros, así como las prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones.

Otro problema inherente al sector financiero son las fallas de mercado asociadas a las asimetrías de información, o sea la información muy diferente con la que cuentan los dos tipos de agentes que se involucran en una transacción financiera: acreedores y deudores (Stiglitz, 2001; Stiglitz y Greenwald, 2003). Debido a la mayor información con la que cuentan los segundos en relación con los primeros, los intermediarios financieros pueden optar por racionar (no otorgar crédito) a agentes sobre los cuales cuentan con poca información, su adquisición es costosa, o simplemente desconfían de ella. Los intermediarios pueden, por supuesto, diseñar sus propios instrumentos para mitigar este problema, el más importante de los cuales es el conocimiento individual de los clientes, especialmente de aquellos con los cuales han trabajado a lo largo del tiempo, pero también registros disponibles sobre la experiencia crediticia de los clientes con el conjunto del sistema financiero.

² Véase mis contribuciones tempranas a este debate en Ocampo (2003).

³ Este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional porque, aunque sus repercusiones fueron globales, la crisis se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

Las fallas de mercado son particularmente importantes para dos tipos de operaciones: las de largo plazo y las que involucran a pequeños deudores. En el primer caso, el problema se ve acrecentado si los intermediarios financieros manejan en lo fundamental pasivos de corto plazo (cuentas a la vista o depósitos a término de plazos no muy largos). Por eso, los préstamos de largo plazo involucran el riesgo inherente a la transformación de plazos que los intermediarios deben realizar y pueden llevar al racionamiento o escasa disponibilidad de financiamiento de largo plazo, o a la práctica muy arraigada de manejarlo a través de la rotación más o menos automática de créditos de corto plazo. En este último caso, el problema no desaparece, sino que se desplaza a los deudores y, por el riesgo que involucra para ellos, puede llevarlos a reducir los niveles de inversión. La solución óptima es desarrollar un mercado de títulos financieros de plazos largos que sean la contrapartida de los créditos correspondientes, pero este es un desarrollo que se da con gran rezago y muchas veces en forma incompleta.

En el caso de los pequeños deudores, aparte de los problemas de información, el alto costo de transacciones individuales en relación con el monto de las deudas tiende, además, a elevar las tasas de interés de los préstamos correspondientes (aunque más bajas que las que cobran los usureros a los cuales tendrían que acudir si no consiguen créditos formales). Un problema adicional de acceso es el de contar con servicios financieros en todo el territorio nacional, una función que históricamente asumió una entidad oficial, la Caja Agraria (hoy Banco Agrario), pero que ha sido apoyado en épocas recientes, especialmente en materia de pagos, con nuevos instrumentos como los corresponsales bancarios o transacciones a través de teléfonos celulares.

Debido a estas dos fallas de mercado, la solución que se impuso en el pasado fue una mezcla de tres tipos de acciones: (i) obligar a los intermediarios financieros a otorgar determinados tipos de crédito que las autoridades económicas consideraban que eran suministrados en forma insuficiente, apoyando dicha obligación con el redescuento de una parte de dichas operaciones en el Banco de la República; (ii) usar al banco central como instrumento de transformación de plazos, bajo el supuesto, obviamente correcto, de que dichos riesgos son menores para una entidad de alcance nacional y, especialmente, para aquella que tiene la capacidad de crear dinero; y (iii) crear bancos oficiales, tanto comerciales como de desarrollo, para proporcionar financiamiento a sectores o agentes que, de acuerdo con las autoridades, no sería suministrado por los intermediarios privados en forma adecuada. Estas regulaciones estuvieron acompañadas de prioridades sectoriales claras que, como veremos, beneficiaron a los sectores agropecuario e industrial, a las exportaciones no tradicionales y a la vivienda de grupos sociales de medianos y bajos ingresos.

Los mecanismos correspondientes de crédito dirigido e inversiones forzadas constituyeron la etapa que los críticos vinieron a denominar con el término, claramente peyorativo, de “represión financiera,” es decir de fuerte intervención estatal, que de acuerdo con estas críticas impedían el desarrollo del sector. Uno de los elementos centrales de la historia financiera es, por lo tanto, la del surgimiento de múltiples formas de intervención estatal, así como de su desmantelamiento posterior para permitir un espacio más amplio a las actividades de los agentes privados. Esta es también una historia de creación de bancos oficiales y su posterior privatización. En el caso colombiano se entrelaza, a su vez, con la transición del modelo de intermediarios financieros especializados que impuso la Misión Kemmerer en 1923, al surgimiento desde comienzos de la década de 1990 de la multibanca, organizada en gran medida en torno a conglomerados financieros. Como las viejas formas de intervención exigieron que el Banco de la República ejerciera tanto funciones de banco central como de fomento, es también la historia de cómo se separaron eventualmente dichas funciones, aunque manteniendo algunas instituciones de fomento organizadas como bancos de desarrollo de segundo piso (de redescuento).

La liberalización financiera hizo evidente los fuertes ciclos que generan los sectores financieros privados y las crisis financieras a las cuales pueden dar lugar y, por lo tanto, que algunas restricciones a la actividad eran más necesarias para la estabilidad del sector de lo que creían los defensores de la apertura. Puede decirse que una de las virtudes de la “represión financiera” es que los sectores financieros sujetos a fuerte intervención estatal eran mucho menos vulnerables a este problema, una observación que hizo evidente Díaz-Alejandro (1985) en el título de unos de sus ensayos más lúcidos, referido a la crisis financiera de las economías del Cono Sur a comienzos de los años 1980: “Adiós represión financiera, hola colapso financiero” (“*Good-bye financial repression, hello financial crash*”). Por eso, al mismo tiempo que se redujo la “carga regulatoria” asociada al crédito dirigido y altos encajes (para utilizar el término de Carrasquilla y Zárate, 2002), tuvo que desarrollarse una nueva carga regulatoria para evitar las crisis y que abarcan regulaciones más estrictas en términos de requisitos de capital (que en las visiones tradicionales de regulación deben cubrir las pérdidas inesperadas de las entidades), provisiones (para cubrir las pérdidas esperadas) y liquidez de los intermediarios financieros, y que pueden incluir también prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones; en el caso colombiano, por ejemplo, existen límites de vieja data a la posición propia en monedas extranjeras que pueden mantener los intermediarios que operan en el mercado de divisas. También tuvo que desarrollarse mecanismos para financiar el costo de los rescates de los sistemas financieros durante las crisis.

La historia que se cuenta aquí está, por lo tanto, atravesada por varios temas interrelacionados: la relación entre la historia monetaria y la financiera, con una atención especial a la relación entre los ciclos financieros y los macroeconómicos; la evolución de la profundización financiera; la participación de las bancas privadas y públicas y, en este último, de los fondos de fomento y bancos de desarrollo; la canalización de crédito a sectores priorizados; la evolución de las normas regulatorias; y, para períodos para los cuales hay información, la estructura de plazos y la evolución del acceso al financiamiento,

He dividido esta historia en seis grandes fases, que se elaboran en sendos capítulos, en los cuales se discute primero el contexto macroeconómico, seguido por el análisis de los cambios institucionales y, finalmente, de las características más destacadas del desarrollo de las entidades crediticias.

La primera abarca desde la creación del primer banco comercial moderno, el Banco de Bogotá, en 1870, hasta la antesala de la creación del Banco de la República. Como veremos, comprende tres subperíodos enteramente diferentes: el de la banca libre, el del Banco Nacional y la explosión de la inflación durante la Guerra de los Mil Días, y el retorno al patrón oro. La segunda parte de la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria y comprende la creciente intervención del Estado en el sector financiero que se desarrolla a partir de la Gran Depresión de los años 1930. La tercera abarca desde la reforma financiera de 1951, que profundiza la intervención estatal, hasta la primera liberalización financiera, la de 1974. Una alternativa hubiese sido cerrar el capítulo con la creación del sistema UPAC. Sin embargo, como se explica en el capítulo, este sistema tuvo tanto elementos de continuidad como de discontinuidad con el régimen previo. El cuarto capítulo cubre desde la reforma de 1974 hasta la antesala de la de 1990. El quinto comprende desde la liberalización más radical de comienzos de los años 1990 hasta la fuerte crisis de fines del siglo XX. La última se refiere a la gran expansión de la banca privada durante las dos últimas décadas, e incluye un análisis del manejo de la crisis generada por la pandemia del covid-19.

Es útil tener como referencia dos grandes fotografías de largo plazo del desarrollo del sector. La primera es la del avance de profundización financiera a lo largo de casi un siglo. La serie correspondiente (que se presenta en la parte superior del **Gráfico 0.1**), muestra la proporción de los activos que manejan los intermediarios como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Esta serie de activos se refiere en este libro a la de colocaciones o de cartera, porque ha sido posible reconstruirla para todos los agentes crediticios, en tanto que las series usadas en estudios anteriores de colocaciones excluyen algunos

bancos públicos (la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario) durante una gran parte del período⁴.

Como lo indica este gráfico, la profundización financiera aumentó durante la bonanza que tuvo la economía durante los años 1920, pero se frenó en las dos décadas siguientes. Posteriormente avanzó de manera sustancial, tanto durante el período de “represión” como durante los de liberalización financiera: 25 puntos del PIB en el primer caso (de 17,5% en 1950 a 42,8% en 1974) y 32 puntos en el segundo (al 74,5% en 2019⁵). Si se mira en términos de la cartera neta del sistema, los registros correspondientes fueron del 11,5% del PIB en 1950, 26,1% en 1974 y 43,7% en 2019. En ambos casos, el crecimiento fue más acentuado en términos relativos en el primer período pero más fuerte en términos absolutos en el segundo. Lo que estos datos indican es que una proporción más alta de los activos tendió a prestarse en el primero en relación con el segundo período (64,4% en 1950-1974 vs. 53,4% en 1975-2019 y una proporción ligeramente más baja, 51,9%, si solo se contabiliza desde las reformas de comienzos de los noventa).

No es cierta, por lo tanto, la apreciación de Urrutia, Caballero y Lizarazo (2006) según la cual la excesiva intervención estatal bloqueó la profundización financiera. Más bien, la logró a través de la creación de un conjunto creciente de entidades especializadas, primero bancos oficiales y posteriormente nuevos tipos de agentes privados (Corporaciones Financieras y Corporaciones de Ahorro y Vivienda). Durante la fase más reciente de liberalización, el aumento de la profundización terminó descansando sobre la consolidación de un tipo de intermediario: la multibanca privada. Uno de sus resultados fue la mayor concentración del sector financiero, en contra de las tendencias que prevalecieron hasta relativamente tarde (mediados de los años 1990).

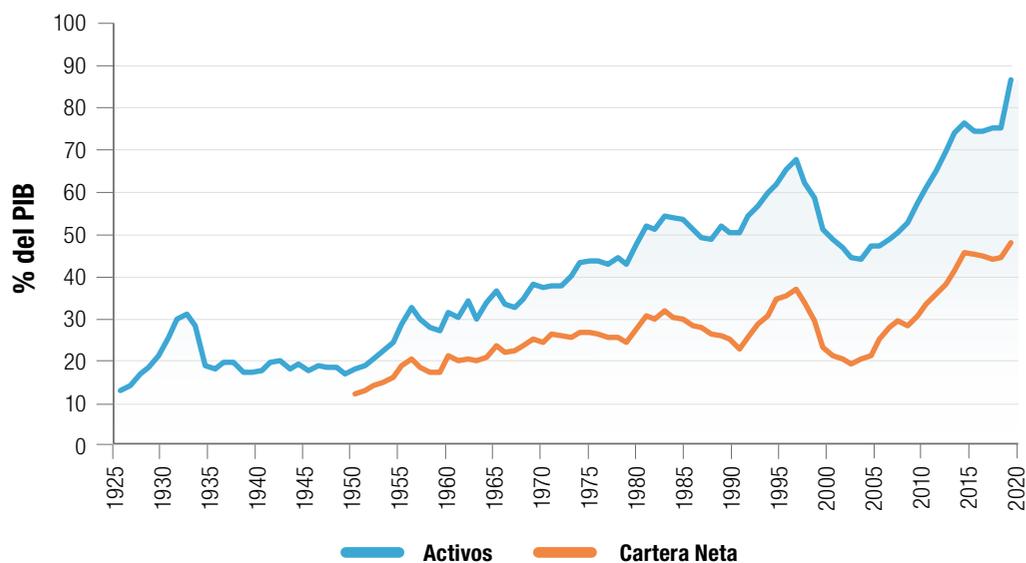
Una característica adicional de las distintas etapas de desarrollo financiero se refiere a la importancia de los diferentes pasivos del sistema. Durante la primera etapa predominaron las captaciones de cuentas corrientes, que hacen parte del dinero, en tanto que los cuasidineros tuvieron muy escaso desarrollo, especialmente por los escasos rendimientos que se ofrecían en el principal tipo de cuasidinero de la época, las cuentas de ahorro, pero también por el desarrollo insuficiente de otros (las cédulas hipotecarias y los bonos) (véase la parte

⁴ Este es un problema de las series de la Asociación Bancaria hasta 1988, que ha sido posible corregir para los activos gracias a los datos que me facilitó Mauricio Avella. Dicho sea de paso, implica que algunos de los escritos que han utilizado las series tradicionales de la Asociación (muy especialmente Urrutia, Caballero y Lizarazo, 2006) tienen errores asociados a este problema. Como ha sido imposible reconstruir las series de colocaciones o cartera neta para todos los años, solo se analizan para los dos períodos más recientes en este trabajo.

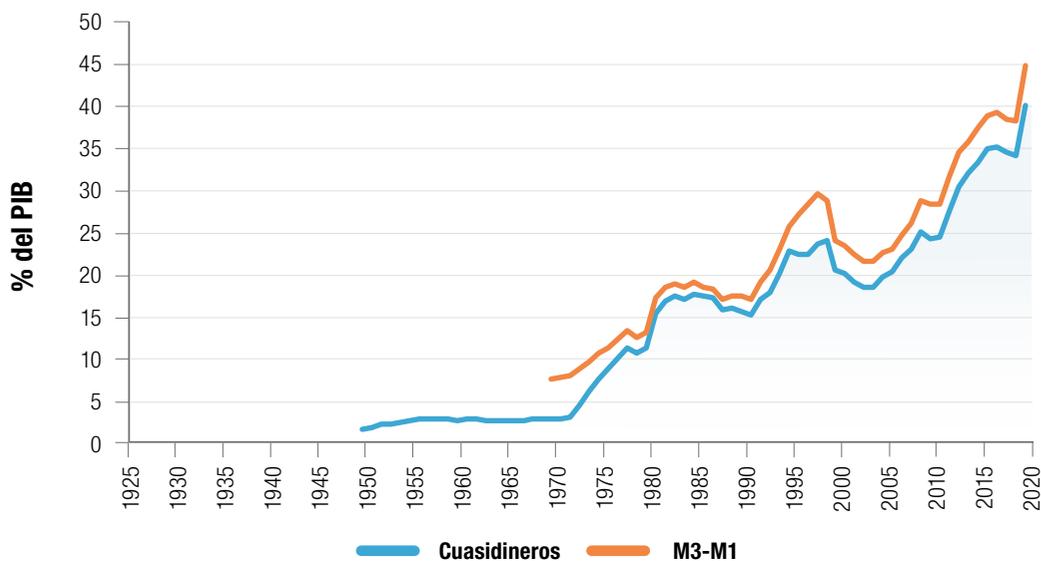
⁵ No tomo como punto final el año 2020, porque puede ser atípico por la caída que experimentó el PIB nominal y por algunas políticas regulatorias que se adoptaron durante la pandemia.

Gráfico 0.1 Profundización financiera y cuasidineros

A. Activos del sistema financiero como % del PIB



B. Cuasidineros como % del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria y el Banco de la República. La cartera neta ha sido reestimada para 1988 y excluye al BCH en 1989-1994. Los cuasidineros incluyen cuentas de ahorro y CDTs, en pesos o en UPAC. M3-M1 incluye también otros pasivos no sujetos a encaje (bonos, depósitos fiduciarios y repos con el sector real).

inferior del Gráfico 0.1). La contrapartida de ello fue que hasta la década de 1970 los portafolios privados tuvieron un peso predominante de propiedad accionaria (Carrizosa, 1986). El despegue de los cuasidineros tuvo lugar en los años 1970 y estuvo asociado tanto a la creación del sistema UPAC como al inicio del cuarto de siglo de inflación inercial que comenzó en 1973 y que redujo sustancialmente la demanda de dinero⁶. El desarrollo y diversificación de los cuasidineros es una característica notable de las fases posteriores de liberalización financiera, y de hecho uno de sus objetivos básicos que se impusieron las autoridades en los procesos de reforma correspondientes.

Otra característica, que corresponde al comportamiento macroeconómico, es el fuerte patrón cíclico al cual ha estado sujeto el sector. Este patrón fue muy acentuado en los años 1920 y comienzos de los 1930 y posteriormente después de las liberalizaciones financieras de fines de la década de 1970 y comienzos de la de 1990. Por el contrario, no lo fue durante la era de mayor intervención estatal en el sector, como lo muestra claramente la parte superior del Gráfico 0.1⁷. Como ya se anotó, este comportamiento ha estado asociado a fuertes ciclos de financiamiento internacional. En esta materia son claves, por supuesto, las decisiones sobre permitir o no que la abundancia de financiamiento externo se transmita internamente, así como la magnitud de las reservas internacionales disponibles para moderar las fases de contracción correspondientes. Por eso, otro elemento de “represión financiera”, los controles de cambios y, especial, a los flujos de capital, entre los que se destaca en Colombia el Decreto-Ley 444 de 1967, contribuyó históricamente a la estabilidad financiera. La transmisión de los ciclos de financiamiento internacional ha sido, por lo tanto, mucho más acentuada durante los períodos de liberalización financiera y, especialmente, el que sucedió a la de comienzos de la década de 1990, cuando se desmontaron los controles de cambio y se liberalizaron los flujos de capital, aunque sujetándolos a regulaciones (especialmente encajes al endeudamiento externo) durante algunos períodos de abundancia de capitales externos.

Tres auges de financiamiento externo han terminado en crisis financieras internas: a comienzos de los años 1930, a mediados de la década de 1980 y a fines de los 1990. En los tres casos estuvieron asociados a crisis internacionales: la Gran Depresión, la crisis latinoamericana de la deuda y la crisis de las economías emergentes que se inició en Asia oriental en 1997.

⁶ Cabe decir que, debido a la reducción de la demanda de dinero, en una primera fase el aumento de los cuasidineros fue en parte una sustitución de cuentas no remuneradas por remuneradas, más que una verdadera profundización financiera.

⁷ La desviación estándar de la relación cartera neta a activos ha sido también superior en 1975-2019, del 5,2%, vs. 2,8% en 1950-1974.

Las tres requirieron una compleja intervención del Estado, que fue diferente en cada caso. La de los años 1930 coincidió con una moratoria de la deuda externa, que incluyó la que habían adquirido los bancos hipotecarios y por ello los acreedores externos pagaron los costos correspondientes. Las dos más contemporáneas sí generaron costos importantes para las autoridades, aunque, como veremos, modestos dentro de los patrones internacionales.

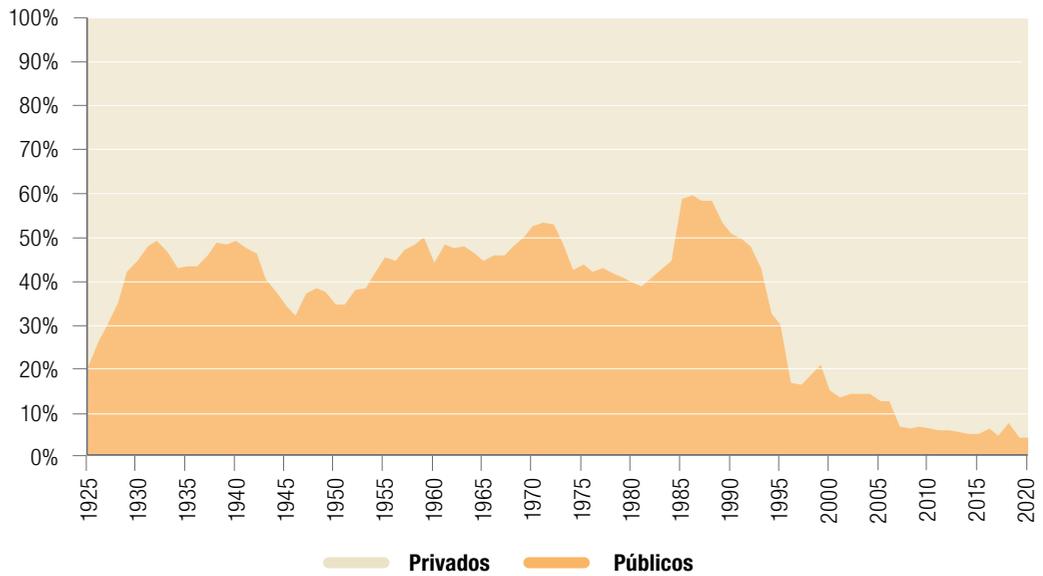
El auge de endeudamiento que tuvo lugar durante la bonanza cafetera del primer lustro de los años 1950, también terminó en una crisis de la deuda externa comercial, que fue objeto de renegociación a fines de dicha década, pero *no* en una crisis financiera interna. Hay otros auges de financiamiento externo que tampoco han generado crisis financieras, entre ellos el que tuvo lugar durante la expansión de 1967-1974, el auge que precedió a la crisis del Atlántico Norte o del auge más reciente, que se inició a fines de 2009 y que se interrumpió con la desaceleración de la economía en 2015-19. Una diferencia clave con las fases de financiamiento externo que han dado lugar a crisis es que ninguno de estos episodios ha terminado en una interrupción súbita del financiamiento externo; de hecho, algunos han sido sucedidos por un nuevo auge.

La segunda fotografía de larga duración que quiero mostrar en esta introducción es la importancia variable de la banca oficial, que se muestra en el **Gráfico 0.2**. Desde fines de los años 1920 hasta el final del período de fuerte intervención estatal, los bancos oficiales concentraron generalmente entre el 40 y el 50% de los activos bancarios (incluyendo los bancos hipotecarios y Corporaciones de Ahorro y Vivienda, pero excluyendo otros intermediarios). Esto se debe a la secuencia de bancos oficiales creados en las décadas de 1920 (Banco Agrícola Hipotecario), 1930 (Caja Agraria y Banco Central Hipotecario) y 1950 (Bancos Popular, Cafetero y Ganadero).

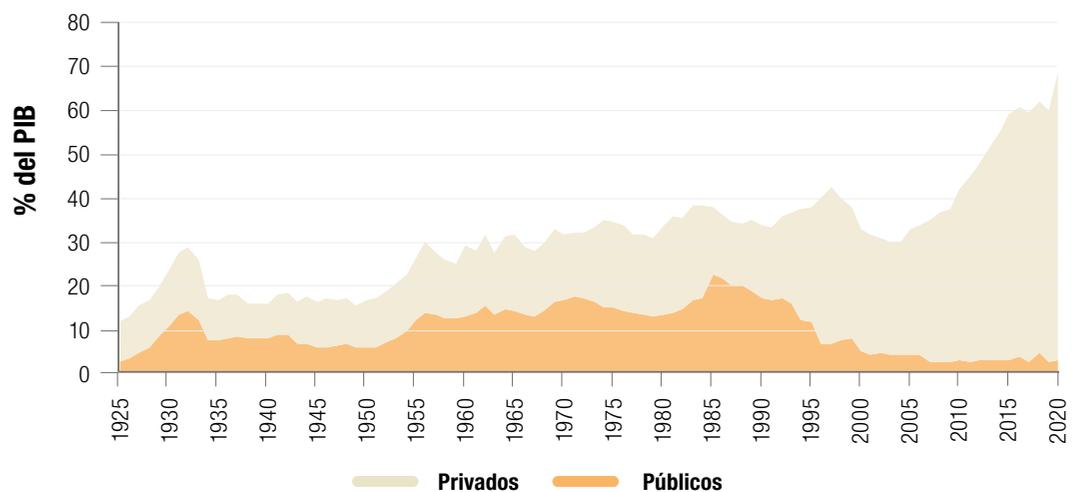
Como proporción del PIB, el ascenso de la banca oficial fue particularmente notorio entre las décadas de 1950 y comienzos de los años 1970, cuando pasó de representar un 6 a un 18% del PIB. Por el contrario, durante la primera fase de liberalización comenzó su marchitamiento, que fue sucedida por su desmantelamiento durante la segunda, aunque su participación aumentó temporalmente como resultado de las oficializaciones realizadas durante las crisis financieras, especialmente la de la década de 1980, cuando se oficializó el intermediario privado más grande de la época, el Banco de Colombia. Subsistió una entidad oficial de primer piso, el Banco Agrario, pero también una red de bancos de desarrollo de segundo piso (cuyos activos no se incluyen en el Gráfico 0.2). La subsistencia de esa red es una característica particular de la liberalización financiera colombiana, aunque ahora como entidades separadas de las operaciones del Banco de la República, cuyas actividades se concentraron exclusivamente en las de banca central desde la Constitución de 1991.

Gráfico 0.2 Composición del sistema bancario por activos: entidades públicas vs. privadas

A. Composición del sistema bancario



B. Activos de entidades públicas y privadas como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en Asociación Bancaria. Incluye bancos, Caja Agraria, bancos hipotecarios y corporaciones de ahorro y vivienda.

Quiero agradecer a los entonces presidente y vicepresidente técnico de la Asociación Bancaria, Santiago Castro y Jonathan Malagón, respectivamente, por haberme solicitado escribir la primera edición de esta obra, como parte de las celebraciones de los cincuenta años de la Convención Bancaria, y a Hernando José Gómez, actual presidente de la Asociación Bancaria, y a Javier Díaz, presidente de Bancóldex, por el interés en preparar una segunda edición ampliada. También agradezco a Roberto Junguito (q. e. p. d.), ex-ministro y protagonista de parte de esta historia, por el generoso prólogo a la primera edición; a Gerardo Hernández, entonces superintendente financiero y luego mi colega en la Junta Directiva del Banco de la República, y a María Inés Agudelo y Diego Fernando Prieto, entonces presidentes de Fogafin y el Banco Caja Social, respectivamente, por el tiempo que me dedicaron para discutir los temas de sus carteras para la preparación de la primera edición; a Juan Carlos Jaramillo por leer y comentar con cuidado los borradores, y a Mauricio Avella, gran historiador de estos temas, por la amplia información que me suministró.

Estoy además inmensamente agradecido con Carmen Astrid Romero por su incomparable apoyo en la elaboración de los dos primeros capítulos históricos de esta segunda edición, a Paola por su colaboración en los temas de inclusión financiera, y a César Pabón por su excelente asistencia en la elaboración de la primera edición. Finalmente, agradezco a Clark Junior Granger, analista de asuntos corporativos de Fogafin y a Carlos Ruiz y otros funcionarios de la Asociación Bancaria por los comentarios y la información que me suministraron para la primera edición, así como a Germán Montoya, actual director económico de la Asociación Bancaria, y a Héctor Barrios, Ángela Fajardo, Andrés Sayago y Valentina Beltrán, miembros de su equipo, que me ayudaron a actualizar la información y, más en general, a preparar esta segunda edición.



CAPÍTULO I

VICISITUDES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN UNA ECONOMÍA PREINDUSTRIAL, 1870 - 1922

El comienzo de la historia financiera moderna de Colombia se puede ubicar en la fundación del Banco de Bogotá en 1870. La historia monetaria en la cual se enmarca tiene, por supuesto, raíces más antiguas. Este primer capítulo cubre el período desde la fundación de esta primera institución bancaria moderna hasta la antesala de la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria en 1923.

Este período incluye tres etapas o subperíodos enteramente diferentes. La primera cubre los años durante los cuales rigió el bimetallismo y la libre emisión por parte de los bancos comerciales y terminó con el establecimiento del curso forzoso de la moneda del Banco Nacional en 1886. La segunda abarca los años de curso forzoso y termina con la fuerte inflación que tuvo lugar durante la Guerra de los Mil Días. La tercera comprende desde la estabilización monetaria que sucedió a esa Guerra hasta 1922. Las dos primeras fases fueron de fuertes perturbaciones económicas asociadas a las exportaciones, pero también políticas, que incluyen cuatro guerras civiles: 1876-77, 1884-85, 1895 y la ya mencionada de los Mil Días en 1899-1902. La segunda dio lugar a una nueva Constitución Política en 1886 que fue sucedida por una reforma importante en 1910. Durante la tercera estalló la Primera Guerra Mundial, cuyos efectos económicos sobre el país fueron también relevantes. Al titular el capítulo como “vicisitudes” se capta muy bien las características de este período.

Sede del Banco de Bogotá en Medellín sobre el cruce de la carrera Bolívar con calle Colombia. Década de 1930, Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

Expansión de las exportaciones

“Los años específicos que analizamos comenzaron con una fase de crecimiento exportador liderada por la quina, el oro y el café, que terminó con una recesión, que coincidió con la guerra civil de 1876-77. Le siguió un ciclo agudo, caracterizado por el auge de las exportaciones de quina y el fuerte colapso de la extracción de ese producto debido al desarrollo de plantaciones en el lejano Oriente. Esta caída precedió a la guerra civil de 1884-85. Los fuertes ciclos exportadores generaron tensiones macroeconómicas significativas, pero la economía colombiana reaccionó con un alto grado de flexibilidad.”



Lavadoras de oro en el río Guadalupe, Antioquia. Acuarela de Henry Price para la Comisión Corográfica. Biblioteca Nacional de Colombia.

Un tema interesante que recoge el capítulo es que, pese a la intensidad de los ciclos económicos que vivió el país, ello no implicó que el patrón oro o, en términos más generales, un patrón metálico, no fuera viable. Esto contrasta con una visión de la literatura internacional, de acuerdo con la cual los países de la periferia de la economía mundial carecían de la flexibilidad necesaria para mantenerse en patrón oro durante las crisis (véase, por ejemplo, Aceña y Reis, 2000). En el caso colombiano, pese a que los problemas fiscales y monetarios podían llegar a ser muy severos en épocas de crisis, el país mostró el grado de flexibilidad de precios necesaria para hacer los ajustes correspondientes. Lo mismo acontecería a comienzos de la Gran Depresión de los años 1930¹, como veremos en el siguiente capítulo. El atraso de la estructura financiera y productiva pudo haber contribuido a esa flexibilidad. En todo caso, este ajuste era procíclico, y tenía efectos adversos sobre varias dimensiones de la economía, incluyendo amenazas sobre la cartera y la liquidez de las entidades financieras. De todas maneras, ese sistema monetario colapsó en Colombia, aunque por diferentes razones, a mediados de los años 1880 y durante la Gran Depresión, y sería abandonado definitivamente en el mundo durante esta última crisis.

1. LA ERA DEL BIMETALISMO Y LA LIBRE EMISIÓN, 1870-1885

El primer subperíodo de nuestro análisis se inició en medio de un dinamismo exportador, pero terminó con una crisis exportadora. Como lo indica el **Cuadro I.1**, el estancamiento característico de la primera mitad del siglo XIX fue sucedido por una fase de expansión de las exportaciones. El crecimiento fue rápido entre la mitad del siglo y comienzos de la década de 1880, cuando el *quantum* de exportaciones se expandió a una tasa anual del 4%, aunque con una base exportadora inestable. Los sucesivos auges de productos regionales, determinados por la escasez internacional de algunos bienes específicos, explican las severas fluctuaciones de los ingresos de exportación típicas de este subperíodo (Ocampo, 1984).

Los años específicos que analizamos comenzaron con una fase de crecimiento exportador liderada por la quina, el oro y el café, que terminó con una recesión, que coincidió con la guerra civil de 1876-77. Le siguió un ciclo agudo, caracterizado por el auge de las exportaciones de quina y el fuerte colapso de la extracción de ese producto debido al desarrollo de plantaciones en el lejano Oriente. Esta caída precedió a la guerra civil de 1884-85.

Los fuertes ciclos exportadores generaron tensiones macroeconómicas significativas, pero la economía colombiana reaccionó con un alto grado de flexibilidad.

¹ Debido a que este capítulo cubre décadas de los siglos XIX y XX, utilizo siempre el número específico de la década en el texto.

Cuadro I.1 Comercio internacional de Colombia, 1834-1910

AÑO	EXPORTACIONES	QUANTUM DE EXPORTACIONES	PODER DE COMPRA DE LAS EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	QUANTUM DE IMPORTACIONES
	(miles de pesos oro)	(1865-1870=100)	(1865-1870=100)	(miles de pesos oro)	(1866-1870=100)
1834/1835-1838/1839	3.261,6	44	31 ^a	2.985,3	37
1840/1841-1844/1845	3.306,5	47	42 ^b	3.501,5	48 ^e
1854/1855-1857/1858	6.353,0	82	102	3.767,2 ^c	n.a.
1864/1865-1869/1870	7.394,0	100	100	6.419,7 ^d	100 ^d
1870/1871-1874/1875	9.888,2	137	149	8.818,7	141
1875/1876-1877/1878	10.105,5	127	171	7.713,2	142
1878/1879-1880/1881	13.689,1	168	247	10.527,3	191
1881/1882-1882/1883	15.430,5	n.a.	280	11.929,8	231
1888-1891	12.165,1	170	255	12.119,0	286
1894-1897	16.533,3	n.a.	385	14.872,3	305 ^f
1898	19.154,1	269	447	11.052,0	397 ^g
1905-1910	14.987,5	266	274	12.832,6	263

^a Basado en el poder de compra de las exportaciones en términos de textiles con respecto a 1855-1858.

^b Excluye 1844/1845.

^c 1855/1856-1858/1859.

^d Excluye 1864/1865.

^e Basado en el cuántum de importaciones de 1845-1849 y la evolución de los precios de los textiles.

^f 1892-1895. ^g 1896-1898

Fuente: Ocampo (1984), pp. 84, 98, 141 y 154. Hasta el año 1882/1883 corresponde al año fiscal que termina en agosto del segundo año indicado.

Para algunos períodos, las importaciones se han vuelto a estimar con los datos originales.

Durante los periodos de auge había sobreabundancia de letras de cambio, debido a que las nuevas órdenes de importación tomaban varios meses en llegar a Colombia y los pagos, otros meses adicionales. Esas demoras forzaban la caída en la tasa de cambio dentro de las paridades metálicas y generaba ingresos de metales preciosos. A su vez, cuando el país entraba en crisis, las importaciones también reaccionaban con rezagos. El déficit que resultaba se financiaba inicialmente con préstamos externos de corto plazo. Sin embargo, al poco tiempo había un exceso de demanda de letras de cambio que elevaba su precio dentro de las paridades metálicas, a lo que seguía una salida neta de metales preciosos y una reducción de las importaciones. El equilibrio en los pagos usualmente se restablecía antes de que se iniciara una nueva fase ascendente de las exportaciones.

A este ciclo de la balanza de pagos con el exterior se unía el de las finanzas públicas. Dada la enorme dependencia fiscal de las aduanas, los ingresos del

Bimetralismo

“En 1857, se había adoptado una paridad de 15,5 y, por tanto, un sistema idéntico al francés, lo cual hizo posible que las monedas francesas circularan internamente. Formalmente, en 1871, el país adoptó legalmente el patrón oro, pero el Código Fiscal de 1873 restableció la paridad de 15,5, lo cual implicó, dada la depreciación internacional de la plata y la rentabilidad de exportar monedas de oro, que el país había entrado *de facto* en un patrón plata. Por lo demás, las monedas de plata fueron las que se usaron a lo largo de todo el subperíodo como medio de pago nacional. El oro era el medio de pago más importante en el comercio exterior y siguió siendo un importante producto de exportación.”



Moneda de cinco pesos de 1909.

Gobierno eran muy inestables, lo cual forzaba la adopción de políticas de gasto procíclicas, especialmente austeridad durante las crisis. Sin duda, la actividad económica general experimentó un ciclo fuerte, pero no hay información suficiente para hacer unas estimaciones acertadas del PIB anual para corroborarlo. Desafortunadamente, la evidencia sobre las tendencias y fluctuaciones de los precios internos durante este subperíodo son esencialmente cualitativas, pero tienden también a corroborar un comportamiento procíclico².

Cabe anotar que en materia monetaria el país estuvo durante este subperíodo bajo el bimetralismo, pero operó en la práctica bajo un patrón plata. La base fue la adopción del sistema francés de monedas de plata en 1846, con una pureza de 0,900, haciendo que el peso fuera igual a 5 francos y a 10 reales locales (en lugar de 8, que era el sistema fraccionario colonial). Sin embargo, subsistieron y de hecho se acuñaron nuevas monedas de plata de baja calidad, de tal manera que al final del subperíodo que estamos analizando, una gran parte de la circulación nacional estaba compuesta por monedas de baja calidad (de 0,666 e incluso 0,500)³. De hecho, el estándar pasó a ser de una moneda de 0,835 de pureza.

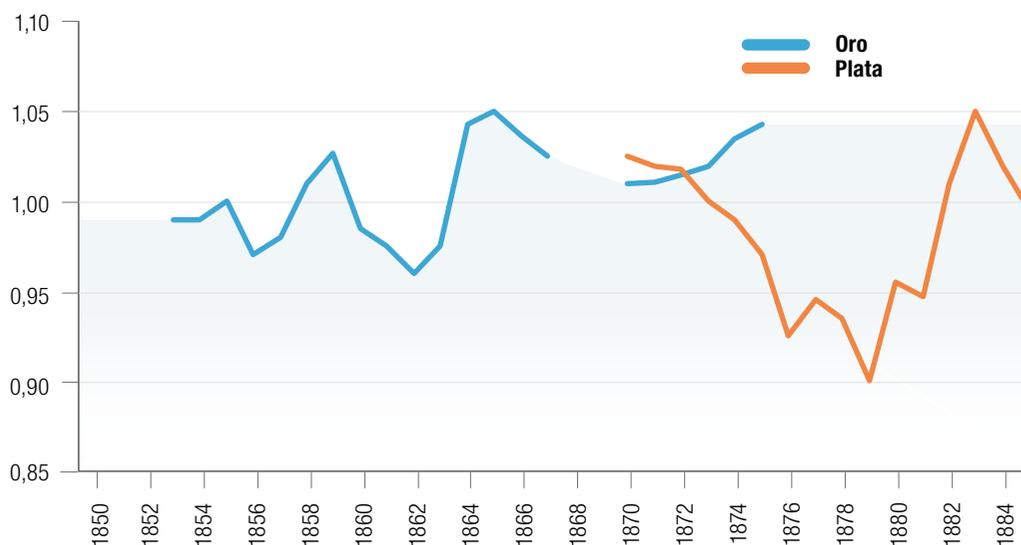
Las reglas sobre las paridades de oro/plata también estuvieron sujetas a cambios importantes. En 1857, se había adoptado una paridad de 15,5 y, por tanto, un sistema idéntico al francés, lo cual hizo posible que las monedas francesas circularan internamente. Formalmente, en 1871, el país adoptó legalmente el patrón oro, pero el Código Fiscal de 1873 restableció la paridad de 15,5, lo cual implicó, dada la depreciación internacional de la plata y la rentabilidad de exportar monedas de oro, que el país había entrado *de facto* en un patrón plata. Por lo demás, las monedas de plata fueron las que se usaron a lo largo de todo el subperíodo como medio de pago nacional. El oro era el medio de pago más importante en el comercio exterior y siguió siendo un importante producto de exportación.

Los préstamos de corto plazo a los comerciantes constituyeron la principal entrada de capital al país a lo largo del siglo XIX. En las últimas décadas del siglo XIX, los grandes productores de café estuvieron en capacidad de conseguir créditos de más largo plazo en el exterior (por dos años), que utilizaron en la financiación de nuevas siembras (Palacios, 1983), pero esto fue la excepción más que la regla. Los préstamos extranjeros al Gobierno fueron insignificantes, ya que los diferentes arreglos de la deuda heredada de la guerra de independencia no lograron superar por mucho tiempo la moratoria decretada a comienzos de la República, lo cual obviamente limitaba el acceso al financiamiento externo (Junguito, 1995). Las inversiones extranjeras directas (especialmente inglesas) en la producción de metales preciosos y en

² Los aumentos de precios, especialmente de alimentos, y las caídas durante las crisis, son lo que indican los informes cualitativos de la época. Un caso interesante es la deflación que caracterizó la crisis de 1882-85, lo cual es particularmente relevante, dada la significativa devaluación nominal que tuvo lugar durante esos mismos años.

³ Torres García (1980), pp. 73-73, y *Memoria de Hacienda*, 1888, pp. LXIX-LXXII.

Gráfico I.1
Tasas de cambio del peso vs. paridades oro y de la plata en Londres



la construcción de ferrocarriles jugaron algún papel, pero su magnitud no fue cuantiosa (Rippy, 1952 y 1953).

El **Gráfico I.1** muestra la evolución de la tasa de cambio desde la década de 1850 hasta 1885, estimada como el precio local de las letras de cambio por una cantidad equivalente a un peso oro a tasas de paridad con respecto a la libra esterlina (0,1983 por peso oro) y la relación interna oro/plata implícita en el precio de las mencionadas letras en comparación con aquella que prevalecía en el mercado londinense. Como se puede apreciar, con anterioridad a la severa depreciación de la plata que tuvo lugar desde mediados de la década de 1870, la tasa de cambio fluctuó por lo general dentro de las paridades oro. El rango dentro del cual fluctuaba dicha tasa tenía un máximo del 6%. El margen se amplió considerablemente con la depreciación internacional de la plata en la década de 1870. Así, desde finales de esa década y hasta 1884, la devaluación del peso alcanzó un 15%, una magnitud considerablemente mayor a la que era característica antes de la depreciación de la plata.⁴

Por su parte, el **Cuadro I.2** reúne las series que existen sobre la acuñación de metales preciosos y de importaciones netas de oro y plata. Los enormes flujos de metales preciosos que acompañaron el ciclo externo se pueden confirmar en este cuadro, así como en el **Gráfico I.2**, que muestra la relación entre

⁴ Es interesante anotar, sin embargo, que en 1880, cuando ya se había producido un incremento del precio de la plata en Londres en un 16%, en Colombia apenas había aumentado en un 8%. Fue a partir de la década de 1880 que la depreciación de la plata se reflejó plenamente en el país (Ocampo, 1984, cap. IV).

Cuadro I.2

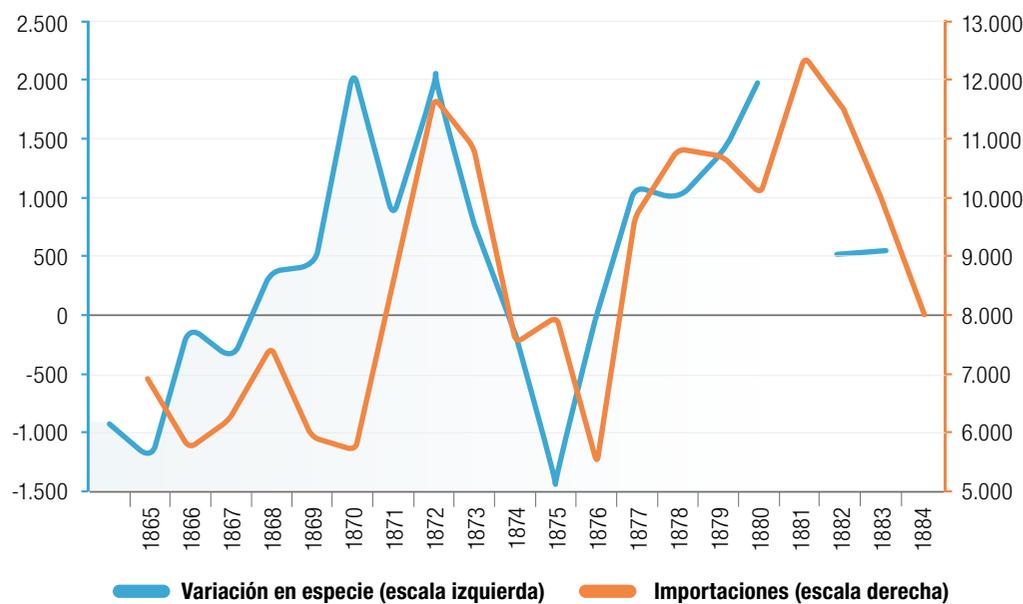
Cambios en la base monetaria metálica, 1864-1891

(MILES DE PESOS)							
AÑO	ORO			PLATA			CAMBIO TOTAL EN LA BASE MONETARIA
	Amonedado	Importaciones neta	TOTAL	Amonedada	Importaciones netas	TOTAL	
1864-65	104,3	-1.186,0	-1.081,7 ^a	139,7	-5,8	133,9 ^a	-947,8
1865-66	91,9	-1.368,1	-1.276,2 ^a	113,1	-24,7	88,4 ^a	-1.187,8
1866-67	151,0	-215,4	-64,4	114,2	-178,9	-64,7	-129,1
1867-68	584,3	-876,2	-291,9	57,1	-119,6	-62,5	-354,4
1868-69	427,8	-182,4	245,4	128,8	-30,5	98,3	343,7
1869-70	448,3	-170,4	277,9	168,6	-4,8	163,8	441,7
1870-71	570,7	1.130,0	1.700,7	276,7	51,6	328,3	2.029,0
1871-72	434,6	64,0	498,6	119,8	257,3	377,1	875,7
1872-73	408,0	1.295,5	1.703,5	125,6	199,9	325,5	2.029,0
1873-74	201,1	-37,9	163,2	272,3	248,5	520,8	648,0
1874-75	158,3	-1.000,0	-841,7	455,1	170,9	626,0	-215,7
1875-76	18,5	-1.897,5	-1.879,0	181,4	16,1	197,5	-1.681,5
1876-77	334,7	-773,0	-438,3 ^a	157,3	309,0	466,3	28,0
1877-78	58,3	-49,5	8,8	310,0	736,6	1.046,6	1.055,4
1878-79		113,8	113,8	406,7	473,8	880,5	994,3
1879-80		-142,9	-142,9	857,1	659,3	1.516,4	1.373,5
1880-81		-84,9	-84,9	800,4	1.271,1	2.071,5	1.986,6
1881-82		-80,8	-80,8 ^a	1.022,5			
1882-83		-82,7	-82,7	699,1	-109,8	589,3	506,6
1883-84		-111,7	-111,7	1.241,8	-580,4	661,4	549,7
1884-85	17,0	-146,4	-129,4 ^a	705,5			
1885-86	127,8	-112,1	15,7 ^a	2.254,7			
1887		230,6	230,6	1.502,5	-886,6	615,9	846,5
1888		-102,3	-102,3	1.235,2	-403,1	832,1	729,8
1889		-176,1	-176,1		-39,1	-39,1	-215,2
1890		-183,8	-183,8		-335,3	-335,3	-519,1
1891		-172,7	-172,7		-2.238,7	-2.238,7	-2.411,4
1892		-58,8	-58,8		-645,6	-645,6	-704,4
1893		144,1	144,1		-73,1	-73,1	71,0
1894		-98,5	-98,5		-156,4	-156,4	-254,9
1897		140,3	140,3		144,4	144,4	284,7
1898		1.410,7	1.410,7	70,0	-104,8	-34,8	1.375,9

Fuente: Ocampo (1984), cuadro 4.3, basado en las Memorias de Hacienda, anuarios estadísticos y los informes anuales de la Casa de Amonedación de los Estados Unidos. Solamente se consideraron las exportaciones de plata y oro amonedados.

^a Suponiendo que no se hicieron importaciones.

Gráfico I.2
Variación de la especie en circulación vs. importaciones



Fuente: Ocampo (1984). Lo datos se refieren al año fiscal que termina en agosto del año indicado en el gráfico.

los flujos en especie y las importaciones. Dado que el promedio de oferta de dinero desde mediados de la década de 1860 hasta mediados de los años 1880 estuvo por debajo de los 10 millones de pesos, los flujos de oro y plata generaron fluctuaciones promedio de la oferta de dinero por encima del 10% anual (la desviación estándar de los flujos en especie en 1865-84 estuvo un poco por encima de \$1 millón), con picos por encima del 20%. Esas fluctuaciones solo se podían manejar con ciclos igualmente drásticos en las importaciones, que se rezagaban aproximadamente un año con respecto a los flujos en especie.

Estos flujos se hicieron más complejos en la década de 1870 debido a la depreciación internacional de la plata y el mantenimiento de una paridad fija de oro/plata en el país, así como la amplia circulación de monedas de baja calidad. Como resultado de operaciones de arbitraje, Colombia importó plata en lugar de oro durante el auge exportador de finales de dicha década. Aún más, exportó oro durante ese subperíodo, con excepción de un año (véase el **Cuadro I.2**). En la crisis subsiguiente, el país se convirtió en un importante exportador neto de monedas de plata de alta calidad. El **Cuadro I.2** parece sugerir que la base monetaria de metálico no descendió durante estos años, pero eso esconde el hecho de que mientras el país exportó una porción de su plata de 0,835, aumentó la cantidad de monedas de plata de 0,500 en circulación.

Proliferación de bancos

“La Ley 35 generó una proliferación de bancos en las distintas regiones, en cabeza de destacadas familias locales, con inversiones en el sector agropecuario y actividades de comercio exterior, así como participación en el negocio del oro de Antioquia, incluyendo por ejemplo empresas como la importante mina del Zancudo.”

“Entre 1870 y 1886, se establecieron cerca de cuarenta bancos en el país, entre los cuales se destacan el Bogotá (1870), Colombia (1875), Antioquia (1872), Bolívar (1874), Barranquilla (1873), Santander (1872) y Cauca (1873), fundado en Cali.”

Por otra parte, la fase que analizamos se caracterizó también por ser la era de la banca libre, ya que los bancos quedaron con el derecho a emitir billetes convertibles. Las normas correspondientes fueron determinadas por la Ley 35 de 1865, que obedecía a los principios de la Constitución de 1863, de estirpe liberal. La Ley permitió la creación de bancos y los Estados federales complementaron ese marco imponiendo márgenes de reserva que garantizaran la solidez de los billetes emitidos por los bancos. Estos márgenes fueron diferentes en distintas regiones, dentro del sistema federal con el que entonces contaba el país (33% en Bogotá y 20% en Medellín, los dos centros bancarios más importantes, con la obligación adicional de los accionistas en el segundo caso de constituir hipotecas sobre tierras para el 80% restante). El derecho de emisión se limitó en 1880, cuando se creó el Banco Nacional y se eliminó en 1887 (véase más adelante). Cabe anotar, sin embargo, que no se logró avanzar en el manejo de casas de compensación bancarias ni redes fuertes de sucursales.

La Ley 35 generó una proliferación de bancos en las distintas regiones, en cabeza de destacadas familias locales, con inversiones en el sector agropecuario y actividades de comercio exterior, así como participación en el negocio del oro de Antioquia, incluyendo por ejemplo empresas como la importante mina del Zancudo. Dentro del régimen federal de la época, estaban sujetos a las legislaciones de los Estados donde operaban. Entre 1870 y 1886, se establecieron cerca de cuarenta bancos en el país, entre los cuales se destacan el Bogotá (1870), Colombia (1875), Antioquia (1872), Bolívar (1874), Barranquilla (1873), Santander (1872) y Cauca (1873), fundado en Cali⁵.

Los más grandes fueron los de Bogotá y Antioquia, y muchos en varias regiones tuvieron una escala modesta. Como en otros casos, la historia temprana del sistema bancario estuvo caracterizada por un proceso de aprendizaje, con aciertos y retos. Estos establecimientos comenzaron a desarrollar sus actividades, que incluyeron la emisión de billetes, captación de depósitos y otorgamiento de crédito. Incluso encontraron alternativas para sortear situaciones difíciles, como las guerras civiles de 1876-77 y 1884-85, aunque, como veremos, en algunos casos entraron en dificultades durante estos conflictos.

Entre sus actividades se encontraba la financiación de la producción para la exportación en las regiones donde operaban, así como participación activa en la intermediación del crédito comercial proveniente del exterior. Operaron como los grandes comerciantes de décadas anteriores, a través de agentes en el exterior (principalmente bancos mercantiles, pero también algunas casas comerciales) e incluso se comprometieron en algunas actividades comerciales como tales. Sin embargo, paralelamente a la intermediación bancaria siguió funcionando el viejo sistema de financiación directa de los comerciantes por



Billete de un peso, firmado por Camilo Ordoñez, gerente del Banco Nacional. American Bank Note Co. Nueva York, 4 de mayo de 1895. Colección: Juan Camilo Rodríguez Gómez.

⁵ Sobre la historia de algunas de estas instituciones, véanse Botero (1985, 1989 y 1994), Meisel (1994), Meisel y Posada (1994), y Romero (1992 y 1994).

parte de casas extranjeras. Fue solo en la segunda y, particularmente, la tercera década del siglo XX cuando se abrieron sucursales de los bancos internacionales en el país y los bancos locales tuvieron acceso directo al crédito externo, lo que finalmente estableció el predominio de los bancos comerciales en el financiamiento comercial externo de corto plazo.

Por otra parte, dado el acceso limitado al crédito internacional, el Gobierno tuvo que apoyarse principalmente en el financiamiento interno, y algunos bancos comerciales jugaron un papel importante en este campo. Esto fue especialmente cierto del Banco de Bogotá, que desde su origen operó como agente financiero del Gobierno nacional. Algunos bancos regionales operaron, a su vez, como agentes financieros de los gobiernos de los Estados federales donde operaban (por ejemplo, el Banco de Antioquia, que de hecho tuvo un carácter semioficial, así como los Bancos de Bolívar y Santander). En todo caso, durante años de serios problemas fiscales (crisis externas y guerras civiles, que tendían a coincidir), la principal fuente del financiamiento fueron los préstamos obligatorios de diferente tipo: la expropiación de los bienes de la Iglesia a comienzos de 1860, y préstamos forzosos y retrasos en los pagos en todas las coyunturas críticas.

Las fluctuaciones económicas, esencialmente de origen externo, también afectaron a los bancos comerciales. El **Cuadro I.3** resume el crecimiento de los billetes en circulación y activos productivos de los tres bancos más grandes: dos de Bogotá (Bogotá y Colombia) y el otro de Medellín (Banco de Antioquia). Dentro de las diferentes tendencias en las operaciones de estas instituciones, muy asociadas con los años en que fueron creadas (ya que las tres experimentaron un auge inicial de cerca de cinco años), hubo tres épocas de crisis comunes: 1876-77, 1879 y comienzos de la década de 1880. La primera y la última fueron años de crisis externas, aunque la de 1876-77 fue más complicada, debido a la guerra civil. Por su parte, el determinante más importante de la crisis de 1879 fueron los rumores de guerra civil que corrieron por todo el país. Durante estas complejas coyunturas, algunas instituciones se enfrentaron con virtuales colapsos, con caídas rápidas del 50% o más de sus billetes en circulación. El manejo conservador de los préstamos de corto plazo (seis meses o menos) les permitió salir de los problemas, aunque en el caso del Banco de Bogotá se vio obligado, como veremos, a suspender la convertibilidad en dos ocasiones (Botero, 1989, y Romero, 1992 y 1994).

Algunas de esas crisis generaron problemas severos de liquidez, definida como el metálico en caja que respaldaba los billetes en circulación y los depósitos a la vista. Como ya lo señalé, los bancos bogotanos debían mantener en caja un nivel de reserva del 33% sobre el total de billetes en circulación. El Banco de Colombia tendió a tener mayor liquidez que el Banco de Bogotá.

Financiamiento interno

“Dado el acceso limitado al crédito internacional, el Gobierno tuvo que apoyarse principalmente en el financiamiento interno, y algunos bancos comerciales jugaron un papel importante en este campo. Esto fue especialmente cierto del Banco de Bogotá, que desde su origen operó como agente financiero del Gobierno nacional. Algunos bancos regionales operaron, a su vez, como agentes financieros de los gobiernos de los Estados federales donde operaban (por ejemplo, el Banco de Antioquia, que de hecho tuvo un carácter semioficial, así como los Bancos de Bolívar y Santander).”

Cuadro I.3

Operaciones de los principales bancos de Bogotá y Antioquia

AÑO (SEMESTRE)	BILLETES EN CIRCULACIÓN			PRÉSTAMOS		
	BOGOTÁ	COLOMBIA	ANTIOQUIA	BOGOTÁ	COLOMBIA	ANTIOQUIA
1871 (1)	132,2			397,1		
1871 (2)	186,1			657,1		
1872 (1)	220,7			776,6		
1872 (2)	287,2			1.012,6		
1873 (1)	463,0			1.476,7		
1873 (2)			95,7			228,1
1874 (1)	547,4		141,1	1.789,2		333,2
1874 (2)	574,3		284,0	1.694,9		481,6
1875 (1)	561,6	82,3	238,4	1.908,2	632,7	420,2
1875 (2)	525,7	123,2	358,3	2.257,6	661,0	483,2
1876 (1)	374,7	114,6	391,2	1.741,6	703,5	599,9
1876 (2)	144,6		281,9	1.097,0		501,3
1877 (1)	290,3	42,1	329,5	909,0	510,3	527,6
1877 (2)	173,6	150,3	410,5	1.069,8	614,3	682,0
1878 (1)	512,2	211,2	469,1	1.045,8	729,4	670,8
1878 (2)	635,5	252,1	599,8	1.234,9	668,6	751,1
1879 (1)	228,4	207,8		887,2	651,6	
1879 (2)	452,4	227,9		1.196,3	701,1	
1880 (1)	443,0	368,2	626,6	856,8	742,4	734,5
1880 (2)	532,1	346,5		886,1	728,3	
1881 (1)	557,2	344,8	532,3	747,5	655,3	754,5
1881 (2)	263,3	420,2		680,5	701,6	
1882 (1)		286,9			580,5	
1882 (2)		380,1	392,9		734,5	840,0
1883 (1)		276,7	469,7		687,6	803,6
1883 (2)		265,5	444,6		612,8	727,5
1884 (1)		249,8			676,5	
1884 (2)		300,2			740,7	
1885 (1)		76,1			620,9	
1885 (2)		160,4			598,8	
1886 (1)		66,0			532,5	
1886 (2)		64,4			473,9	

Fuente: Romero (1992) y Botero (1989).

Es más, la escasez de metálico en caja para respaldar los billetes del Banco de Bogotá fue notoria antes de la crisis ocasionada por la guerra civil de 1876-77. En contraste, la situación más complicada para el Banco de Colombia se limitó

a 1876 y luego presentó excedentes de liquidez que le permitieron sortear otras contingencias, entre ellas la guerra civil de 1884-85.

La inestabilidad de este indicador en el caso del Banco de Bogotá durante la guerra de 1876-77 estuvo asociada a su papel como agente fiscal del Gobierno nacional. Este depositaba en el Banco los fondos de la Tesorería General y el Banco se obligaba a hacer los cobros y pagos de la Tesorería. El Banco también ofrecía crédito al Gobierno a tasas de interés por debajo de las que cobraba a los particulares y prometió al Gobierno que no cobraría comisiones sobre los fondos que depositara en el establecimiento. El fuerte nexo con el fisco nacional llevó al banco a declarar la inconvertibilidad durante las dos guerras civiles de la época: en noviembre/1876-mayo/1877 y en enero-junio/1885.

En otras regiones los bancos también enfrentaron dificultades durante los conflictos bélicos. El Banco de Antioquia sufrió un duro revés al otorgar crédito al gobierno del Estado durante la guerra civil de 1876-77. Por su parte, el Banco de Santander cerró en 1879 después de los levantamientos de los artesanos; volvió a abrir en 1883, pero cerró de nuevo en 1888 después de la guerra civil de 1884-85, que tuvo como uno de sus epicentros dicho Estado, y como respuesta al fin de la libre emisión decretada, como vimos, en 1887.

Las fluctuaciones de la economía y los conflictos políticos se reflejaron finalmente en la evolución de las tasas de interés, como lo indican las tasas que pagaba el Banco de Bogotá para las cuentas corrientes⁶. Durante el auge de comienzos de la década de 1870, la tasa de depósitos se mantuvo en el 5%, pero se incrementó fuertemente, al 12%, en 1876, en medio de la guerra civil de entonces. Con el auge subsiguiente volvió a caer al 5% hacia 1879, para aumentar nuevamente durante la nueva guerra civil, alcanzando una vez más el 12% en 1885. Como existía un movimiento paralelo en las tasas de colocación y el patrón cíclico de los precios locales era el opuesto, las tasas de colocación reales eran moderadas cuando los negocios iban bien, pero se volvían onerosas cuando el país entraba en crisis externas o políticas. Con tasas anuales de deflación del 8% a mediados de la década de 1880, las tasas de interés reales alcanzaron hasta un 20%.

2. EL PAPEL MONEDA (1886-1902)

La introducción del papel moneda en 1886 y su historia posterior, especialmente la inflación de tres dígitos (que, para abreviar y a pesar de las definiciones modernas, llamaré “hiperinflación”) durante la Guerra de los Mil Días, son sin duda los temas más importantes de este segundo subperíodo.

⁶ Romero (1992). Sin embargo, el patrón era similar en el caso del Banco de Antioquia (Botero, 1985 y 1989). Para consideraciones similares sobre las tasas de interés, véase Meisel y López (1990).

Papel moneda e hiperinflación

“La introducción del papel moneda en 1886 y su historia posterior, especialmente la inflación de tres dígitos (que, para abreviar y a pesar de las definiciones modernas, llamaré “hiperinflación”) durante la Guerra de los Mil Días, son sin duda los temas más importantes de este segundo subperíodo. El auge cafetero y la expansión de la minería de oro fueron también trascendentales. La base del aumento en las exportaciones del grano, de 220.000 a 600.000 sacos de 60 kg., fueron las haciendas del oriente del país, particularmente de Cundinamarca, en el área de influencia de Bogotá, aunque también en Antioquia y con granjas de diverso tamaño en Santander.”

Banco Nacional

“El Banco Nacional había sido creado en 1880 como el agente fiscal del Gobierno nacional. Se le concedió el monopolio legal de emitir billetes convertibles, pero se permitió a los bancos privados continuar con el ejercicio de ese derecho, con la condición de que aceptaran recibir los billetes del Banco Nacional como medio de pago.”

“La crisis fiscal que se produjo en 1885 por los efectos conjuntos de la caída de los ingresos de aduanas y los gastos generados por la guerra civil condujo a que, a comienzos de 1885, Núñez autorizara al Banco Nacional la emisión de billetes inconvertibles como una solución temporal, forzando a los agentes privados a recibirlos como medios de pago. La depreciación de los billetes condujo a una serie de decisiones, las cuales terminaron finalmente con la adopción de los billetes del Banco Nacional como moneda legal de curso forzoso el 1 de mayo de 1886. En 1887, se suspendió el derecho de emisión de los bancos privados.”

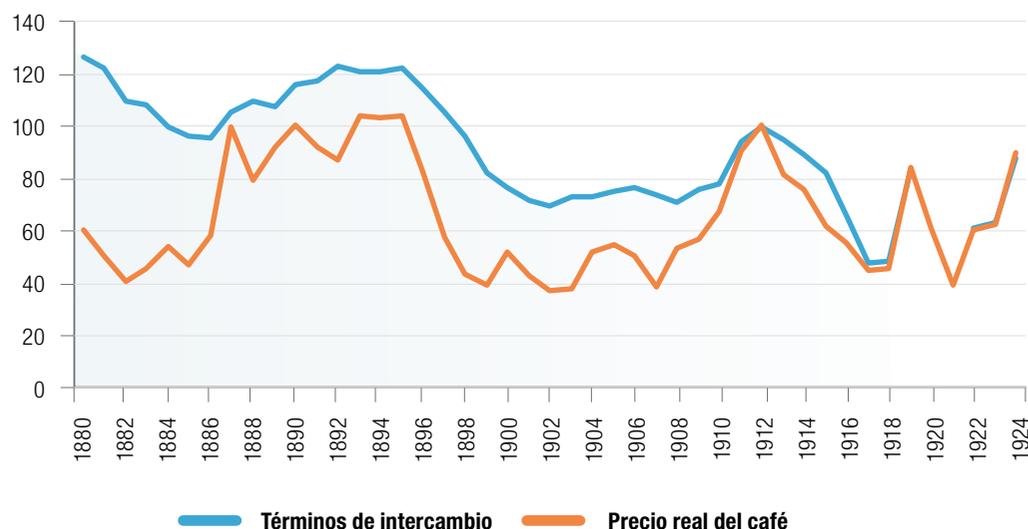
El auge cafetero y la expansión de la minería de oro fueron también trascendentales. La base del aumento en las exportaciones del grano, de 220.000 a 600.000 sacos de 60 kg, fueron las haciendas del oriente del país, particularmente de Cundinamarca, en el área de influencia de Bogotá, aunque también en Antioquia y con granjas de diverso tamaño en Santander (Palacios, 1983; Ocampo, 1984). En el caso de la minería de oro (y secundariamente de plata), se destacó el desarrollo de la minería empresarial en Antioquia.

No obstante, en términos de los agregados de comercio exterior, el auge estuvo lejos de ser impresionante. Como lo muestra el **Cuadro I.1**, el crecimiento anual del *quantum* de exportaciones desde comienzos de la década de 1880 hasta el pico del auge cafetero en los años 1890 fue tan solo del 2,6%. Esto representó una desaceleración significativa con respecto a la tendencia que se había observado entre mediados de siglo XIX y comienzos de la década de 1880, cuando dicho indicador creció ligeramente por encima del 4% anual, según hemos visto. Realmente, el auge de fines del siglo XIX solo es notorio en el impresionante incremento del *quantum* de importaciones (**Cuadro I.1**), gracias en este caso al mejoramiento en los términos de intercambio, jalonados por el fuerte aumento de los precios del café en el mercado internacional (**Gráfico I.3**).

Este subperíodo también se caracterizó por un avance de la industrialización en diferentes ciudades del país, apoyado por una política de protección impulsada por los gobiernos de la Regeneración, que elevaron los aranceles para productos finales en relación con los de sus insumos, buscando así aumentar la protección efectiva. Sin embargo, el carácter específico de los aranceles y su valor en pesos corrientes generó unos efectos moderados, ya que en términos *ad valorem* se deterioraron con la inflación que tuvo lugar durante estos años. El proceso de urbanización que se comenzó a perfilar con más firmeza fue quizás más importante en ese sentido, especialmente por la demanda que se generó por productos que no eran importados (cerveza y materiales de construcción, por ejemplo). Durante estos años también avanzó el desarrollo de los ferrocarriles, pero en forma igualmente limitada.

Este subperíodo se inició con una fuerte crisis económica generada por el colapso de las exportaciones de quina, que se tradujo en una contracción fiscal y monetaria muy acentuada. Esta situación coincidió con la guerra civil de 1884-85: una revuelta radical en contra del presidente Rafael Núñez en su segundo período presidencial. Este liberal radical se había transformado en el líder de la oposición al sistema federal impuesto en la Constitución de 1863, que consideraba como la base del caos político del país. La guerra civil destruyó todos sus vínculos con los radicales y llevó a la adopción de una Constitución fuertemente centralista en 1886. En contra de la visión de los liberales radicales, defendió una amplia intervención del Gobierno en los asuntos económicos, incluyendo la creación de un banco estatal.

Gráfico I.3
Términos de intercambio y precio real del café
 (1925-29=100)



Fuentes: Los términos de intercambio estimados empalmado series de Ocampo (1984) y Ocampo y Montenegro (1984). Los precios reales del café con base en datos de Erten y Ocampo (2013); el deflactor es un indicador de precios de las manufacturas en el comercio internacional.

El Banco Nacional había sido creado en 1880 como el agente fiscal del Gobierno nacional. Se le concedió el monopolio legal de emitir billetes convertibles, pero se permitió a los bancos privados continuar con el ejercicio de ese derecho, con la condición de que aceptaran recibir los billetes del Banco Nacional como medio de pago. Aunque se esperaba que el banco fuera de capital mixto, el Gobierno no pudo conseguir que los agentes privados se interesaran en invertir en la nueva entidad. Su capital debía ser de \$2.000.000, que incluía \$200.000 en acciones ofrecidas a particulares, pero fue finalmente suministrado en su totalidad por el Tesoro Nacional. Del capital nominal se pagaron \$1.575.609 en metálico y los restantes \$424.391 figuraron como deuda de Tesorería hasta su liquidación.

La crisis fiscal que se produjo en 1885 por los efectos conjuntos de la caída de los ingresos de aduanas y los gastos generados por la guerra civil condujo a que, a comienzos de 1885, Núñez autorizara al Banco Nacional la emisión de billetes inconvertibles como una solución temporal, forzando a los agentes privados a recibirlos como medios de pago⁷. La depreciación de los billetes condujo a

⁷ En los primeros años de la década de 1860 se había intentado también usar billetes del Tesoro como instrumento de financiación, pero como se depreciaron fuertemente, ese sistema se abandonó rápidamente (Torres García, 1980, cap. IV). Había habido también ensayos en escala modesta y de corta duración durante las guerras de independencia.

Reforma Monetaria

“Ninguna de las decisiones adoptadas por Núñez y las administraciones siguientes de la Regeneración generó tanta oposición como la reforma monetaria. El argumento principal de la oposición fue que el papel moneda era una nueva forma de préstamos forzosos, que introducía un enorme nivel de incertidumbre a los negocios privados y reducía la disciplina fiscal.”

una serie de decisiones, las cuales terminaron finalmente con la adopción de los billetes del Banco Nacional como moneda legal de curso forzoso el 1 de mayo de 1886. En 1887, se suspendió el derecho de emisión de los bancos privados.

Cabe anotar que en 1881, el Banco Nacional estableció una sucursal en Barranquilla, entonces el principal puerto del país, y le asignó la función de negociar con pagarés, libranzas y todo tipo de documentos para efectuar giros y operaciones con el exterior. Sin embargo, la sucursal no contó con capital para funcionar y el comercio local poco se interesó en efectuar sus operaciones con el Banco, ya que preferían utilizar las casas comerciales locales y el Banco de Barranquilla, con lo cual entró en liquidación en 1884.

Es importante resaltar, sin embargo, que el Banco Nacional nunca fue un banco central, ya que no mantuvo reservas (encajes) de otras instituciones bancarias ni operó como prestamista de última instancia. Además, a pesar de que el nuevo sistema monetario tuvo efectos cambiarios, no existió intención alguna por parte del Banco Nacional de manejar la tasa de cambio, la cual operó durante el subperíodo que analizamos como tasa de mercado. Como veremos más adelante, las fluctuaciones de la tasa de cambio dependieron no solamente de la emisión de papel moneda (y, por tanto, indirectamente de los déficits fiscales), sino también de los cambios en la oferta y la demanda de las letras de cambio asociados al ciclo externo.

Ninguna de las decisiones adoptadas por Núñez y las administraciones siguientes de la Regeneración generó tanta oposición como la reforma monetaria. El argumento principal de la oposición fue que el papel moneda era una nueva forma de préstamos forzosos, que introducía un enorme nivel de incertidumbre a los negocios privados y reducía la disciplina fiscal (véanse, por ejemplo, Camacho, 1903, y Samper, 1925-1927, Vol. III). La oposición fue generalizada dentro de los comerciantes, quienes presionaron al Gobierno para retornar a un patrón metálico, preferiblemente el patrón oro. Este era, además, a su juicio, el único sistema que garantizaba la estabilidad en la tasa de cambio en relación con las demás monedas internacionales.

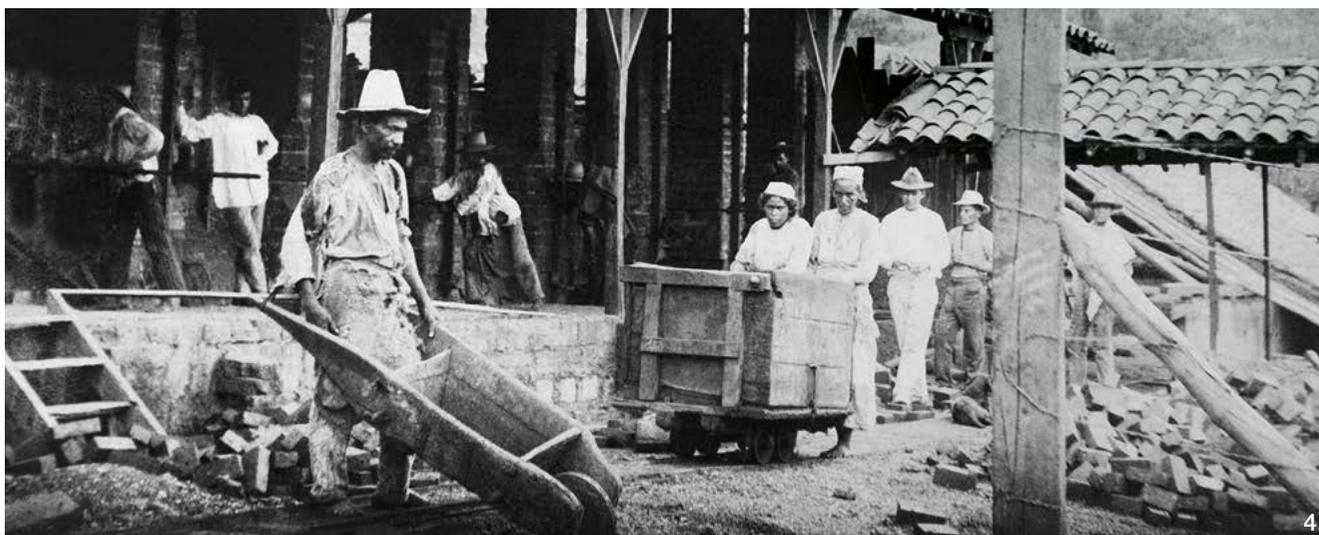
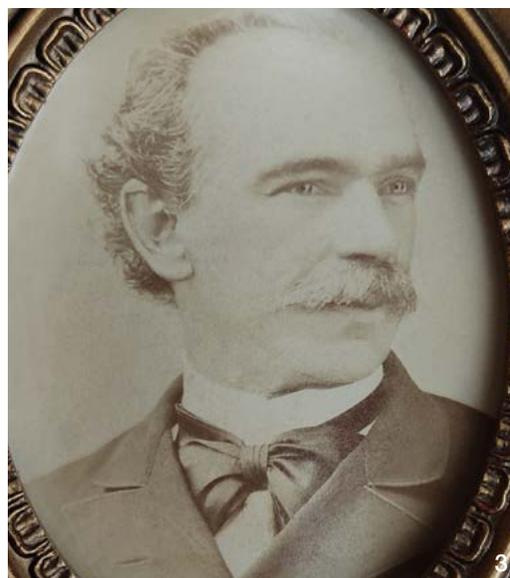
Debido a la amplia oposición, el Gobierno declaró que el papel moneda era tan solo una medida temporal y que pronto se retornaría al patrón plata de 0,835. Aunque este objetivo no fue aceptado explícitamente por todas las administraciones del subperíodo que estamos analizando, sí se reflejó en una serie de normas legales que se decretaron desde 1886. Sin embargo, la más importante de ellas, las restricciones sobre la cantidad de billetes convertibles que el Banco Nacional podía emitir fue violada rápidamente. En particular, la Ley 124 de 1887 decretó que la emisión de billetes inconvertibles tenía un límite de \$12 millones. Ese límite se alcanzó en 1888, pero el Gobierno siguió expandiendo ilegalmente la cantidad de billetes en circulación. Hacia 1893, cuando se descubrieron esas “emisiones clandestinas”, la oferta de billetes era casi el doble del límite legal.

1. Banco de Colombia en la Calle de Florián. Fotografía de Julio Racines, grabado de Barreto. *Papel Periódico Ilustrado*, 22 de septiembre de 1882.

2. Bono de mil pesos para financiar la construcción del Ferrocarril del Norte, Estados Unidos de Colombia. Litografía de Demetrio Paredes, 1876. Museo Nacional de Colombia.

3. Felipe F. Paúl y Vargas (1832-1912), uno de los primeros gerentes del Banco Nacional. Fotografía de Demetrio Paredes. Colección particular, Bogotá.

4. Trabajadores de la empresa fundidora de Sitio Viejo, Titiribí-Antioquia. Minas del “Zancudo”, 1919. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.



Cierre del Banco Nacional

“Hacia 1893, cuando se descubrieron esas ‘emisiones clandestinas’, la oferta de billetes era casi el doble del límite legal. El escándalo político que resultó condujo a que el Congreso decidiera cerrar el Banco Nacional en 1894, transformándolo en la Oficina de Liquidación del Ministerio del Tesoro.”

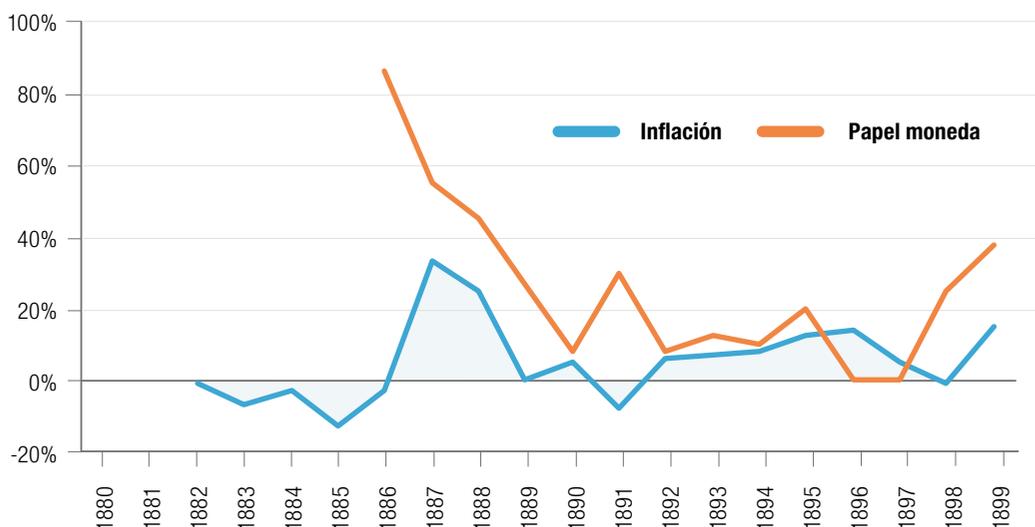
“Así, fue solo en 1896 que el Banco dejó de existir y que se suspendieron las emisiones de papel moneda. El regreso a la ortodoxia duró muy poco.”

El escándalo político que resultó condujo a que el Congreso decidiera cerrar el Banco Nacional en 1894, transformándolo en la Oficina de Liquidación del Ministerio del Tesoro. Su existencia se prolongó hasta 1895 como consecuencia de la guerra civil de entonces. Así, fue solo en 1896 que el Banco dejó de existir y que se suspendieron las emisiones de papel moneda. El regreso a la ortodoxia duró muy poco. A pesar de su liquidación legal al banco le fue permitido emitir más papel moneda en 1898, cuando el colapso de los precios internacionales del café generó una nueva crisis fiscal; en los años siguientes, fue el Tesoro el que directamente hizo nuevas emisiones (Torres García, 1980, cap. VIII; Meisel y López, 1990).

A pesar de los escándalos, con la magnitud de las emisiones de papel moneda, se alcanzó el objetivo de revaluar el peso con respecto a la plata, sin duda con la ayuda de la depreciación internacional de ese metal. Después de las emisiones cuantiosas de los primeros años, el aumento de la cantidad de papel moneda en circulación fluctuó entre un mínimo del 8% en 1890 y un máximo del 30% en 1891 (**Gráfico I.4**). De hecho, después de 1891, las nuevas emisiones fueron escasamente equivalentes a la devaluación de la plata de 0,835 en el mercado internacional y la cantidad de papel moneda permaneció constante en términos de la plata. Las emisiones de 1898 y 1899 fueron menos moderadas (25% y 22% si excluimos del último año las que tuvieron lugar durante los últimos tres meses, cuando había comenzado la guerra civil), pero, aun así, no hay evidencia de descontrol absoluto de las cuentas monetarias.

La evolución de la oferta monetaria total es difícil de establecer. En todo caso, el cambio de un patrón basado en la plata a un sistema de papel moneda, generó un superávit en las reservas metálicas y, como se ha visto, sacó de circulación una cantidad desconocida de billetes privados. Durante esos años, la Ley de Gresham eliminó todos los medios de pago, excepto el papel moneda y las monedas de níquel o de plata de bajo grado (estas últimas principalmente en las regiones fronterizas). De hecho, la exportación neta de monedas de plata fue sustancial a finales de la década de 1880 y comienzos de la de 1890 (**Cuadro I.2**). En todo caso, el crecimiento de los agregados monetarios fue consistente con la disminución del diferencial entre el peso y la plata de 0,835, que cayó después de 1888, cuando llegó a un máximo del 43% (**Gráfico I.5**). Realmente, después de la fuerte devaluación característica de los primeros años del papel moneda, el peso se apreció con respecto al oro en 1881-91. Entre 1892 y 1895, hubo una nueva ola de devaluación, pero apenas equivalente a la depreciación de la plata, dado que el peso se movía paralelo a ese metal, con un pequeño diferencial. Finalmente, con el apoyo de la decisión de cerrar el Banco Nacional, la interrupción efectiva de las emisiones de papel moneda y el auge de ingresos externos, el peso se revaluó y se alcanzaron virtuales valores de paridad con la plata de 0,835 durante los años de auge de 1896-97.

Gráfico I.4
Inflación y papel moneda en circulación
 (variaciones anuales)



Fuente: Ocampo (1994)

Las nuevas emisiones que empezaron en 1898, destruyeron, obviamente, la confianza en el retorno al patrón plata. Este hecho, junto con los efectos cambiarios de la caída de los ingresos por exportación, generó una devaluación del 16% en 1898. Durante el primer semestre de 1899 continuó una devaluación moderada, después de la cual la tasa de cambio comenzó a dispararse como respuesta a los acontecimientos políticos.

Por otro lado, la oleada inflacionaria inicial de 1887 y 1888 fue sucedida por una relativa estabilidad de precios entre 1889 y 1891 y una inflación moderada entre 1892 y 1896. No obstante, por ese entonces la economía estaba experimentando los efectos inflacionarios de un nuevo auge exportador. Es más, a pesar de las nuevas emisiones de papel moneda, el comienzo de una nueva crisis externa generó una disminución en la inflación en 1897 y una deflación moderada en 1898 (**Gráfico I.4**).

Aunque los altos precios internacionales fueron, sin duda, una de las bases del auge cafetero, y se reflejaron en la evolución de los términos de intercambio (**Gráfico I.3**), una explicación alternativa que ofrecieron en su momento los defensores de las políticas económicas de la Regeneración, y que ha sido respaldada en la historiografía moderna, en particular por Urrutia (1979, caps. 2 y 3), es la conexión entre el auge cafetero y la reforma monetaria de 1886. De acuerdo con Urrutia, la devaluación del peso que acompañó la

Bancos privados

“Las experiencias de los bancos privados fueron diversas durante este subperíodo, pero se puede decir que, como un todo, no fueron años de prosperidad para ellos. Muchos resintieron fuertemente la eliminación del derecho de emisión y se salieron del negocio durante los primeros años de la Regeneración (este, por ejemplo, fue el caso del Banco de Antioquia y, como vimos, del Banco de Santander). Otros se adaptaron rápidamente al nuevo sistema, pero experimentaron condiciones muy diferentes. El manejo conservador de los activos de los Bancos de Bogotá y Colombia les permitió a ambas entidades enfrentar las difíciles situaciones políticas internas, entre ellas la guerra civil de 1895 y la más devastadora Guerra de los Mil Días.”

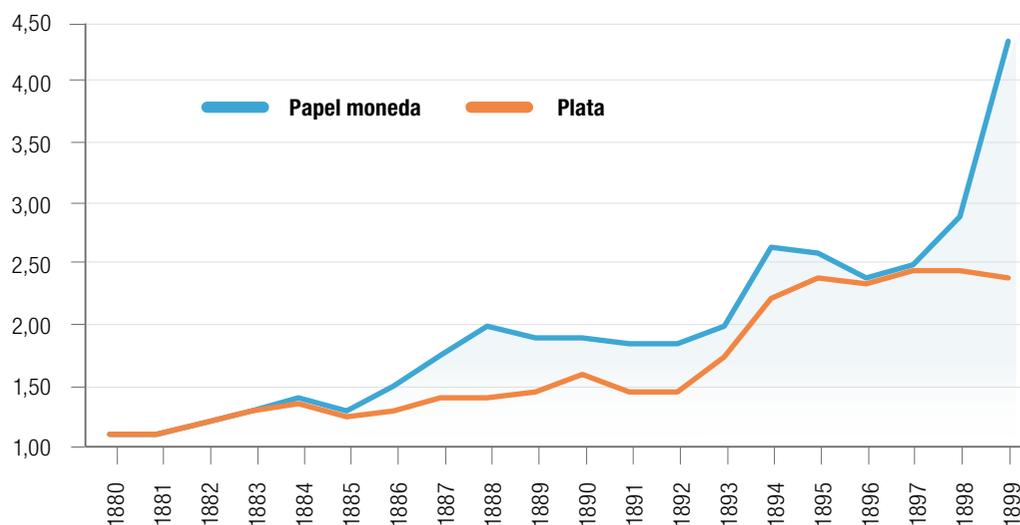
emisión de papel moneda fue superior al aumento de los salarios nominales, lo cual generó incentivos para expandir las plantaciones.

El **Gráfico I.6** presenta dos estimativos de la tasa de cambio real para el subperíodo que estamos analizando, basados en la evolución de los precios de alimentos en Bogotá y en los salarios cafeteros en Cundinamarca, respectivamente. Como podemos apreciar, antes de la adopción del papel moneda ya había tenido lugar una devaluación real, generada por el colapso de las exportaciones de quina y la depreciación de la plata en el mercado internacional. Uno de sus efectos fue la caída de los salarios cafeteros del 17% entre 1880 y 1885, que se sumó a la devaluación nominal del 14% durante esos años. Por el contrario, los efectos reales de la devaluación, inducidos por la reforma monetaria, fueron menores y bastante temporales. La tasa de cambio real efectivamente se depreció en 1886 y 1887 (o solo en 1887, con uno de los indicadores), pero los efectos de la reforma monetaria sobre esa variable se evaporaron rápidamente.

De ahí en adelante, la tasa de cambio real mostró una fuerte revaluación, particularmente si se utilizan los salarios cafeteros para estimarla. Este hecho, junto con los precios crecientes de la tierra, explican por qué la expansión de los cultivos de café se interrumpió durante el auge de precios internacionales. Explican además la fuerte oposición de los hacendados al papel moneda, al cual consideraban como el origen de la inflación interna y de las pérdidas o baja rentabilidad que encontraron quienes entraron tarde en el negocio; aquellos que entraron a tiempo obtuvieron, por el contrario, ganancias considerables (Palacios, 1983; Bergquist, 1978).

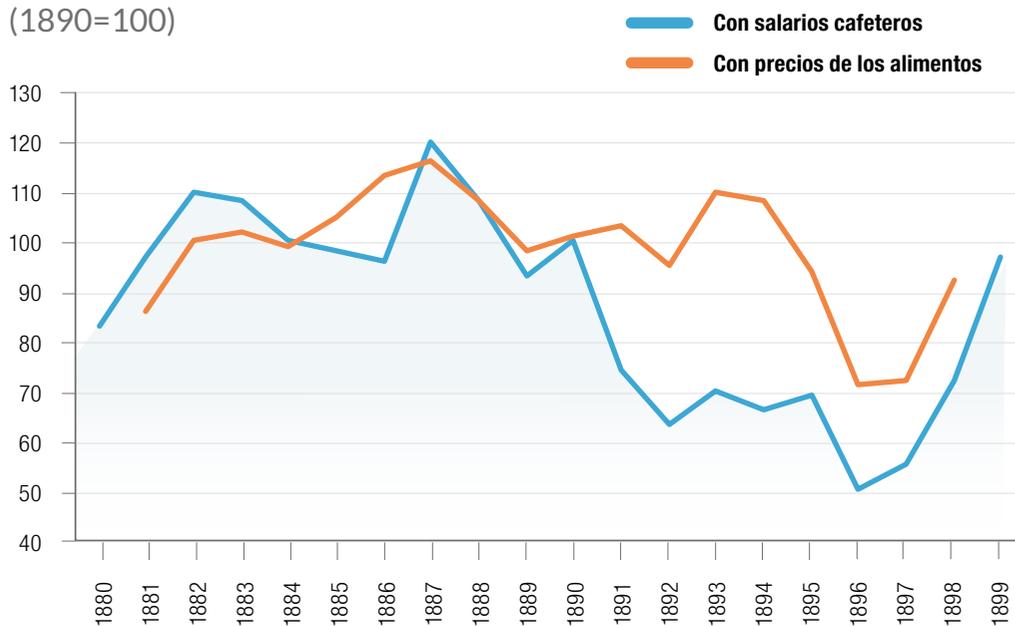
Las experiencias de los bancos privados fueron diversas durante este subperíodo, pero se puede decir que, como un todo, no fueron años de prosperidad para ellos. Muchos resintieron fuertemente la eliminación del derecho de emisión y se salieron del negocio durante los primeros años de la Regeneración (este, por ejemplo, fue el caso del Banco de Antioquia y, como vimos, del Banco de Santander). Otros se adaptaron rápidamente al nuevo sistema, pero experimentaron condiciones muy diferentes. El manejo conservador de los activos de los Bancos de Bogotá y Colombia les permitió a ambas entidades enfrentar las difíciles situaciones políticas internas, entre ellas la guerra civil de 1895 y la más devastadora Guerra de los Mil Días. La participación en los negocios de la naciente actividad cafetera fue importante para ambos bancos. En todo caso, el Banco de Colombia se expandió más, pero de todas maneras los depósitos y los activos productivos de ambos permanecieron por debajo de los picos de la década de 1870. Las tasas de interés para depósitos del Banco de Bogotá cayeron de un máximo del 12% en 1885 a entre el 3% y 6% durante los primeros años del papel moneda, antes de que se estabilizaran en el 6% en 1890-1897 y el 7% en 1898-1899. La fuerte inercia de estas tasas indica

Gráfico I.5
Tasa de cambio del papel moneda y la plata vs. el oro



Fuente: Ocampo (1994)

Gráfico I.6
Tasas de cambio reales
(1890=100)



Fuente: Ocampo (1994)

que fueron normalmente negativas en términos reales durante estos años y se comportaron en forma diferente al patrón cíclico de los años del patrón plata (Romero, 1992 y 1994).

Según hemos visto, las emisiones de papel moneda reaparecieron en 1898 como resultado de la crisis fiscal que se generó por el colapso de los precios internacionales del café. Esas emisiones no fueron excesivas por un tiempo, pero la devastadora guerra civil que se inició en octubre de 1899 llevó a que el Gobierno descartara cualquier moderación en el uso de papel moneda como instrumento de su financiamiento. La crisis fiscal se hizo profunda durante la Guerra de los Mil Días, no solo como resultado de los altos gastos, sino también de la caída en los ingresos producida por la interrupción de los flujos comerciales normales (significativamente peor que en guerras civiles anteriores) y porque los aranceles específicos se ajustaban con rezago frente a la inflación.

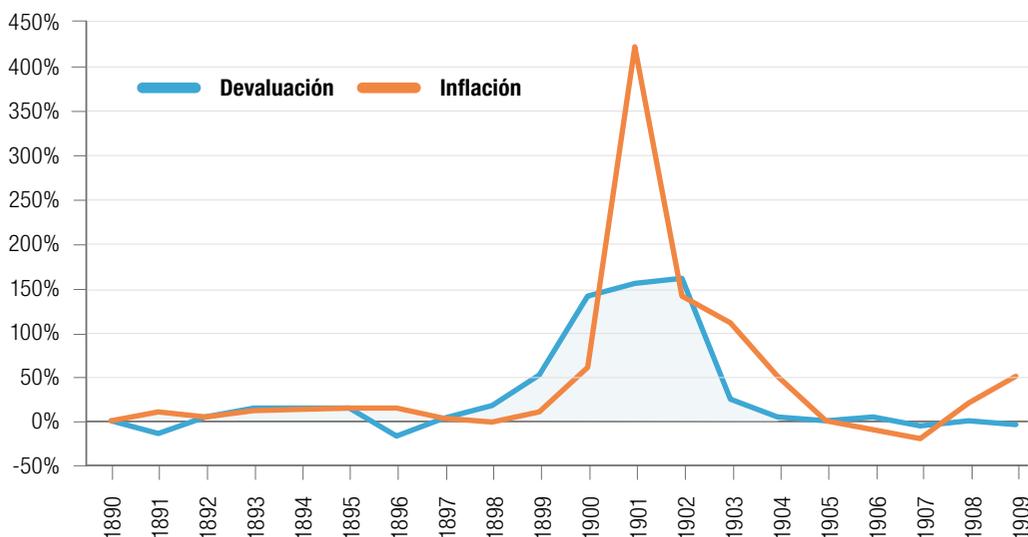
Desde octubre de 1899 hasta el final de la guerra, en noviembre de 1902, el papel moneda en circulación se multiplicó por 9,9 veces, lo cual es equivalente con una tasa anual de crecimiento del 110%. Aunque moderado por los patrones hiperinflacionarios posteriores en varias partes del mundo, esta fue la experiencia más temprana de pérdida de control monetario en América Latina. Por eso, a pesar de las definiciones modernas, me refiero a este episodio como la hiperinflación. Como veremos más adelante, algunos de los corolarios naturales de este descontrol inflacionario también estuvieron presentes, en particular el fuerte conservatismo fiscal y monetario que caracterizó a las décadas siguientes.

La tasa de cambio (**Gráfico I.7**) había comenzado a depreciarse por la crisis externa, asociada en particular al colapso de los precios del café y, por lo tanto, de los términos de intercambio del país (**Gráfico I.3**). La devaluación se aceleró antes de la guerra (desde junio de 1899) y continuó haciéndolo durante los primeros meses de las hostilidades. La inflación se rezagó inicialmente, posiblemente por la demanda interna debilitada por la crisis externa, pero ya era rampante en 1901, ahora en medio de la guerra y de una fuerte expansión monetaria. En ese año alcanzó el 420%, de acuerdo con el **Gráfico I.7**, el cual se basa en el índice de precios estimado por Palacios (1983); de acuerdo con la serie de Pardo (1972), llegó al 187%. En 1902 y 1903, cuando la guerra terminó, la inflación siguió siendo muy alta. Este último año marcó el fin de la hiperinflación. Para ese momento, los precios se habían multiplicado por 40 con respecto a los de 1899, con tasas anuales de crecimiento del 148% y el 158%, de acuerdo con las series disponibles. Ambas tasas eran considerablemente más altas que el crecimiento de la oferta monetaria durante estos años (94% al año, si se comparan los montos promedio de papel moneda en circulación de 1899 y 1903), lo cual captura la reducción de la demanda de dinero que caracteriza los períodos de alta inflación.



Batalla de Palonegro en la Guerra de los Mil Días, 1900. Fotografía de Quintilio Gavassa (1861-1922). Museo Casa Colonial, Instituto de Cultura y Turismo de Pamplona.

Gráfico I.7
Tasas anuales de devaluación e inflación (1890-1909)

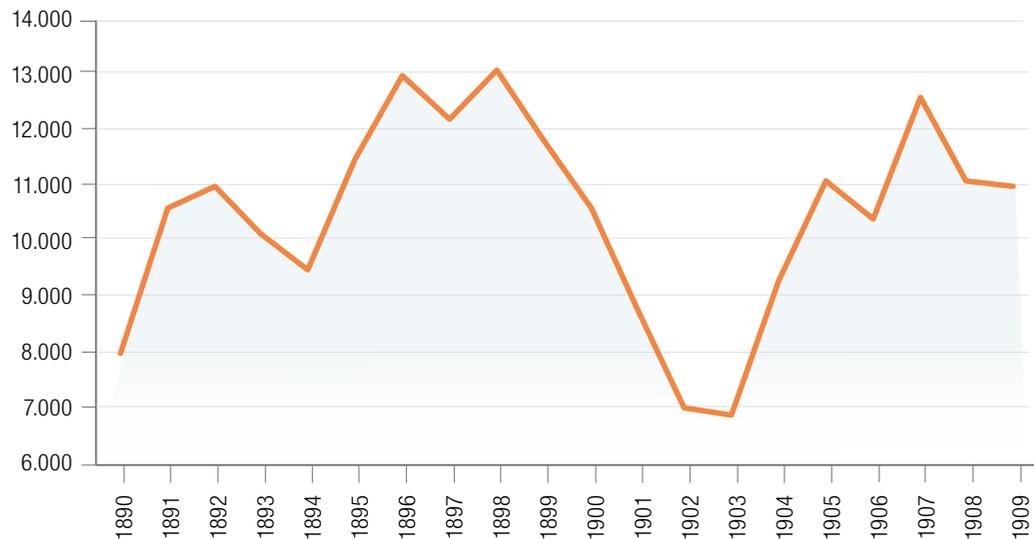


Fuente: Ocampo (1994)

El final de la guerra condujo a una revaluación nominal considerable, lo cual indica que esta variable tenía también determinantes políticos. La tasa de cambio, que en octubre de 1902 llegó a \$190 por peso oro, cayó a \$110 en noviembre, \$92 en diciembre y \$80 en febrero de 1903. En marzo subió nuevamente a \$101 y durante los meses siguientes fluctuó en torno a ese nivel. En 1905, se fijó definitivamente una tasa de \$100 por peso oro. Como en otras experiencias de alta inflación, la estabilización de la tasa de cambio fue clave para frenar la inflación, aunque este proceso tardó un tiempo, seguramente por la escasez de algunos productos durante los primeros años de la posguerra. La inflación continuó en 1904, pero se estabilizó el año siguiente (aunque continuó un poco en ese año, de acuerdo con Pardo Pardo), y fue sucedida por una deflación en 1906-07.

La oferta de dinero también se rezagó con respecto a la devaluación. Así, el valor en oro del papel moneda en circulación experimentó una marcada disminución durante los años de la guerra (**Gráfico I.8**). De hecho, en octubre de 1902, la cantidad de papel moneda en circulación valorada en pesos oro llegó a \$2,4 millones, es decir, menos de la quinta parte del máximo de \$13 millones que se había alcanzado en los años anteriores a la guerra. Este proceso se revirtió, pero solo parcialmente, con la finalización del conflicto.

Gráfico I.8
Valor en oro del papel moneda en circulación
 (Miles de pesos)



Fuente: Ocampo (1994)

De esta manera, en marzo-diciembre de 1903, el valor en oro de la cantidad de papel moneda era todavía la mitad del nivel de antes de la guerra.

Los bancos privados experimentaron un ciclo igualmente agudo. Los depósitos de los dos bancos más importantes de Bogotá estaban en 1902 en dos quintas partes del nivel que tenían antes de la guerra (véase el **Gráfico I.10** más adelante). Los depósitos se recuperaron rápidamente en los primeros años de la posguerra; lo mismo ocurrió con los activos productivos, aunque con un rezago, indicando la enorme prudencia de los gerentes de los bancos originada, sin duda, en la situación todavía inestable de esos años. Por el contrario, algunos banqueros arriesgados de Medellín, que especularon en gran escala con las letras de cambio, tuvieron una crisis financiera en 1904 y muchos de ellos entraron en bancarrota, especialmente los que habían sido fundados durante la guerra para especular con el papel moneda. Esa crisis nunca llegó a Bogotá (Botero, 1994; Meisel, 1990; Romero, 1992 y 1994).

Las emisiones de papel moneda no terminaron con la guerra y, por tanto, se llevó a cabo una re-monetización importante utilizando el viejo sistema monetario. Así, la oferta de papel moneda aumentó en un 38% entre noviembre de 1902 y febrero de 1903; es decir, inmediatamente después de la terminación del conflicto bélico. En los tres años posteriores a la guerra,

la tasa anual de crecimiento de la oferta de dinero fue del 29% y todavía del 16% en 1907. Las emisiones solo se interrumpieron, por lo tanto, en la segunda mitad de la primera década del siglo XX. Dada la escasez que se presentó después de la guerra, la desmonetización que había tenido lugar durante los años de conflicto y los deprimidos términos de intercambio internacionales que el país enfrentó durante la primera década del siglo XX, estas emisiones facilitaron, sin duda, la recuperación de la economía después del cese de hostilidades.

3. EL RETORNO DEL PATRÓN ORO (1903-1922)

Todas las discusiones que hubo entre nuestros “papelistas” y “metalistas”, para usar los términos brasileños de los dos lados del debate, fueron totalmente resueltas con la hiperinflación. En los primeros años después de la Guerra de los Mil Días, la discusión básica en materia económica era cómo el país iba a salir del papel moneda.

Aparte de eso, en terreno político, la separación de Panamá fue un golpe nacional fuerte, pero el retorno a la paz, en contra de la secuencia de guerras civiles que habían afectado al país durante los subperíodos anteriores, representó un avance significativo en materia de estabilidad política. Hubo, por supuesto, turbulencias, entre ellas las que llevaron a la renuncia a la presidencia del general Rafael Reyes (1904-1909) en 1909. La Unión Republicana, de origen bipartidista, que había estado en la oposición a Reyes, controló la Asamblea Constituyente de 1910, que moderó el excesivo centralismo de la Constitución de 1910, incluyendo la fuerte centralización tributaria que había introducido el general. La Unión gobernó por un período presidencial, pero después de esa corta transición, el Partido Conservador regresó de nuevo al poder y gobernó hasta 1930.

La situación económica fue inicialmente compleja. Con el colapso del precio del café, debido a la sobreproducción brasileña, el valor de las exportaciones del país y, en especial, su poder de compra, colapsaron (**Cuadro I.1**). Aunque se recuperaron de los bajos niveles alcanzados durante la guerra, permanecieron deprimidas durante toda la primera década del siglo XX (**Gráfico I.9**). El general Reyes puso en marcha una política orientada a aumentar la producción agropecuaria, a proteger la industria y a fomentar la construcción de infraestructura. En el segundo caso se lograron algunos avances, construyendo también sobre la experiencia de la Regeneración, pero la falta de integración del mercado interno siguió limitando el desarrollo manufacturero. De ahí la importancia de la tercera línea de política del general, que inició un proceso gradual pero exitoso, que continuaría en las décadas siguientes.

Asamblea Constituyente 1910

“En los primeros años después de la Guerra de los Mil Días, la discusión básica en materia económica era cómo el país iba a salir del papel moneda. Aparte de eso, en terreno político, la separación de Panamá fue un golpe nacional fuerte, pero el retorno a la paz, en contra de la secuencia de guerras civiles que habían afectado al país durante los subperíodos anteriores, representó un avance significativo en materia de estabilidad política.”

“La Unión Republicana, de origen bipartidista, que había estado en la oposición a Reyes, controló la Asamblea Constituyente de 1910, que moderó el excesivo centralismo de la Constitución de 1910, incluyendo la fuerte centralización tributaria que había introducido el general.”

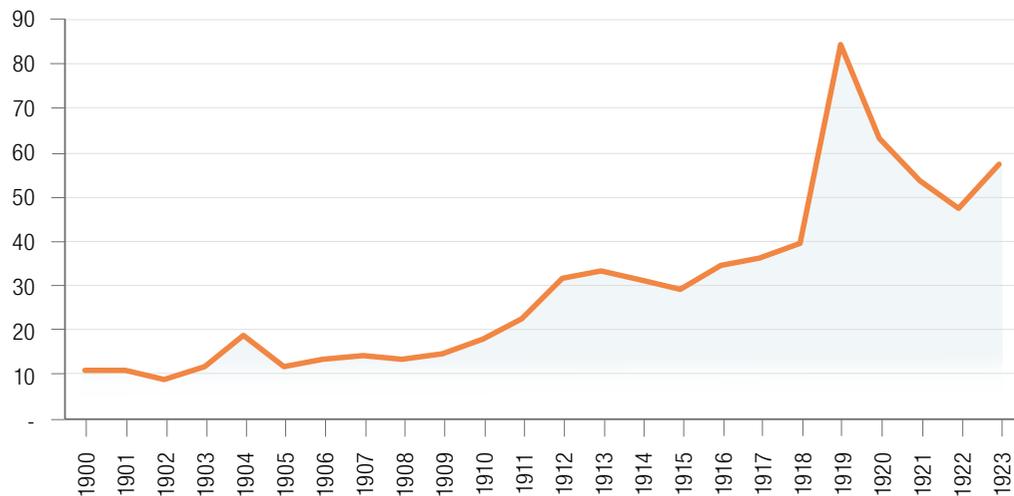
Crecimiento económico

“El general Reyes puso en marcha una política orientada a aumentar la producción agropecuaria, a proteger la industria y a fomentar la construcción de infraestructura.”

“El elemento más positivo fue, sin embargo, el inicio de una fase de crecimiento espectacular de la producción de café, que sentó por fin las bases para el desarrollo económico moderno del país.”

“La apertura del Canal de Panamá en 1914 y la terminación en 1915 del Ferrocarril del Pacífico, que generó el despegue de Buenaventura como puerto, fueron también benéficos para las exportaciones del grano, gracias además a la integración gradual de ese ferrocarril con los de la zona cafetera central.”

Gráfico I.9
Valor de las exportaciones (millones de dólares)
(Miles de pesos)



Fuente: Ocampo (1994)

El elemento más positivo fue, sin embargo, el inicio de una fase de crecimiento espectacular de la producción de café, que sentó por fin las bases para el desarrollo económico moderno del país. A ello se agregaron las plantaciones de banano y el inicio de la explotación del petróleo, que ayudó a complementar el desarrollo exportador en los años 1920, según veremos en el siguiente capítulo. Por el contrario, se interrumpió el desarrollo de la minería empresarial de metales preciosos, que había sido la otra fuente de desarrollo exportador en el subperíodo anterior. Tanto en volumen como en valor, el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones fue muy rápido desde la segunda década del siglo XX (**Cuadro I.4** y **Gráfico I.9**).

La expansión cafetera tuvo ahora su núcleo en lo que se vino a llamar la zona cafetera central: los departamentos de Caldas, Quindío y Risaralda, a los cuales se sumaban el norte del Valle del Cauca y del Tolima. Las exportaciones del grano comenzaron a aumentar desde fines de la primera década del siglo, y se elevaron poco más de 3,5 veces entre 1900-04 y 1920-24 (**Cuadro I.4**). La apertura del Canal de Panamá en 1914 y la terminación en 1915 del Ferrocarril del Pacífico, que generó el despegue de Buenaventura como puerto, fueron también benéficos para las exportaciones del grano, gracias además a la integración gradual de ese ferrocarril con los de la zona cafetera central.

Los precios internacionales comenzaron a recuperarse durante la segunda década del siglo, pero con una fuerte inestabilidad, que incluyó un colapso en 1920-21,

Cuadro I.4

Comercio internacional de Colombia, 1900-1929

AÑO	EXPORTACIONES DE CAFÉ (MILES DE SACOS DE 60 kilogramos)	QUANTUM DE EXPORTACIONES (1925-1929=100)	PODER DE COMPRA DE LAS EXPORTACIONES (1925-1929=100)	QUANTUM DE IMPORTACIONES (1925-1929=100)	FLUJOS NETOS DE CAPITAL, NETO DE PAGO DE INTERESES, como % de exportaciones ^b
1900-04	542				
1905-09	604	25,7			7,2
1910-14	837	37,3	38,4	27,6	4,4
1915-19	1.244	50,2	40,0	22,6	4,7
1920-24 ^a	1.906	75,1	62,1	40,8	2,2
1925-29	2.451	100,0	100,0	100,0	34,8

Fuente: Ocampo y Montenegro (1984).

^a Para todas las variables, excepto para las exportaciones de café, los datos son para los años 1922-24.

^b Importaciones menos el valor estimado de los reintegros de exportaciones más un ajuste por acumulación de reservas internacionales (monedas de oro en circulación). El cambio en las reservas en 1910-1914 se refiere al cambio porcentual anual entre junio de 1910 y junio de 1914; para 1915-1919, ese mismo cambio es entre junio de 1914 y junio de 1919; para 1922-1924, se refiere a la diferencia entre las reservas internacionales del Banco de la República en diciembre y el acervo de monedas de oro en junio de 1921.

como parte de una de las caídas de precios de productos básicos más notorias de la historia económica mundial. El resultado neto fue un aumento notorio del valor de las exportaciones durante la década de 1910 y comienzos de la de 1920, aunque con una fuerte inestabilidad en 1918-22 (**Gráfico I.9**).

En materia de reforma monetaria, aunque algunos pensaron que el retorno al patrón plata era una buena idea (Calderón, 1905), la aceptación masiva que había recibido para entonces el patrón oro a nivel internacional llevó a la mayoría a suponer que era sensato adoptar ese sistema. En todo caso, dadas las débiles condiciones fiscales, era claro para los defensores del patrón oro que la conversión debía llevarse a cabo lentamente (véase, por ejemplo, Camacho, 1903). De hecho, la transición fue más larga de lo que todos se imaginaron inicialmente, ya que solo en 1923 se estableció en Colombia un patrón oro adecuadamente constituido, como veremos en el capítulo siguiente. Sin embargo, desde 1903, Colombia regresó a paridades fijas entre el peso y el oro y se comenzó a diseñar y ejecutar el régimen de transición⁸.

En febrero de 1903, el Gobierno decretó que no se podían hacer nuevas emisiones de papel moneda. El Congreso confirmó este principio con la Ley 33

⁸ Para un análisis detallado de los acontecimientos monetarios durante ese subperíodo, véanse López (1990) y Torres García (1980), caps. IX-XI.

Banco Central

“El general Reyes, creó en marzo de 1905 el Banco Central, como una sociedad anónima de capital mixto. En el momento de su creación, estuvo dotado con el monopolio de emisión por 30 años. Los billetes que emitiera debían ser convertibles en oro, para lo cual el banco debía mantener una reserva metálica del 30%; se estableció que los billetes no podían exceder el doble del capital pagado del banco. También se entregó al Banco la administración de varios impuestos del Gobierno nacional y la tarea de emprender la conversión de los billetes viejos.”

de octubre de ese mismo año, en la cual se estableció el nuevo sistema monetario. Sin embargo, como hemos visto, el Gobierno decretó nuevas emisiones (moderadas) en 1904, que fueron afortunadas en el contexto de la severa crisis económica del país en esos años. La prohibición de emitir papel moneda sería finalmente confirmada en 1910 por una enmienda constitucional.

La Ley 33 mencionada decretó el patrón oro, señalando que el peso oro con pureza de 0,900 sería la unidad monetaria del país, sin establecer paridades fijas para la plata o el papel. Se creó una Junta de Amortización, cuyo objetivo era convertir gradualmente el papel moneda en oro. El año siguiente, la Ley 18 permitió la libre estipulación de contratos y deudas en cualquiera de esas dos monedas. La Ley 59 de 1905 fijó las paridades oro/papel y oro/plata en 100 y 33, respectivamente, estableciendo sin embargo límites a la circulación de plata. La Ley 35 de 1907 confirmó estas provisiones, pero al mismo tiempo introdujo pequeños cambios en el peso oro para hacerlo equivalente a un quinto de la libra inglesa, lo que implicó que se aumentó su pureza a 0,91666. En 1912, se permitió además que las monedas inglesas circularan en el país. En 1913, se autorizó a la Junta de Conversión, a la cual me refiero más adelante, para que emitiera billetes respaldados en oro y se aumentó la pureza de las monedas de plata a 0,900.

El general Reyes, creó en marzo de 1905 el Banco Central, como una sociedad anónima de capital mixto. En el momento de su creación, estuvo dotado con el monopolio de emisión por 30 años. Los billetes que emitiera debían ser convertibles en oro, para lo cual el banco debía mantener una reserva metálica del 30%; se estableció que los billetes no podían exceder el doble del capital pagado del banco. También se entregó al Banco la administración de varios impuestos del Gobierno nacional y la tarea de emprender la conversión de los billetes viejos. Para este último propósito, se le adjudicó un ingreso especial.

Tal como su predecesor, y en contra de lo que sugiere su nombre, no fue un banco central en el sentido moderno del término, ya que, al igual que el Banco Nacional, careció de las funciones de exigir reservas (encajes) a las instituciones bancarias y operar como prestamista de última instancia. Aunque el Banco Central no fue un fracaso como banco comercial, administrador de impuestos o inversionista en ferrocarriles, nada hizo para la conversión de los viejos billetes y sus propios billetes fueron rechazados por el público. Se convirtió en uno de los centros de ataque al general Reyes por parte de sus opositores políticos. Con su renuncia, el Congreso retiró los privilegios especiales que le había concedido y creó una Junta de Conversión, a la cual le dio un ingreso especial para garantizar que los viejos billetes fueran respaldados finalmente por oro. El Banco Central continuó operando, pero como banco comercial privado, hasta 1928, cuando fue comprado por el Banco de Bogotá (Romero, 1994).



El mejoramiento general de las condiciones económicas contribuyó, más que la propia Junta de Conversión, a garantizar la transición exitosa hacia el patrón oro. Tal como había sido característico en los auges del siglo XIX, el país recibió nuevos flujos de monedas de oro a comienzos de la primera década del siglo XX; ese hecho, junto con la acuñación de monedas de plata, llevó a un incremento de la oferta de dinero del 56% entre 1905 y 1913 (**Cuadro I.5**).

La conversión de los viejos billetes solo se inició en 1916 (**Cuadro I.5**). Dos años después ya se había terminado, pero los billetes no tenían respaldo real debido a que el Gobierno utilizó los fondos de la Junta por las nuevas dificultades económicas asociadas a la renovada volatilidad de las cuentas externas. A pesar del continuo crecimiento del *quantum* de exportaciones, los ciclos de los precios del café se transmitieron en variaciones igualmente fuertes en el poder de compra de las exportaciones, la oferta del dinero y los precios internos en 1918-22⁹. La inconvertibilidad de las principales divisas durante la Primera Guerra Mundial y durante los primeros años de la posguerra, significó que los superávits acumulados con países europeos no se podían resolver de la manera tradicional, lo que tendió a apreciar la tasa de cambio.

⁹ Las series disponibles sobre precios internos muestran las siguientes variaciones durante estos años: 24% en 1918, -22% en 1919, 25% en 1920, -27% en 1921 y 12% en 1922.

Interior del Banco Comercial Antioqueño, de la sede ubicada en la esquina de las calles Colombia y Pichincha de Medellín. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

Cuadro I.5
Base monetaria, 1906-1922
(junio de cada año - miles de pesos oro)

AÑO	MONEDAS DE ORO			MONEDAS DE PLATA	MONEDAS DE NÍQUEL
	Amonedado	Importaciones netas	En circulación		
1906			1.000,0	0,0	00,0
1910	0,0	2.000,0	3.000,0	1.006,6	441,0
1911	0,0	1.000,0	4.000,0		
1912	0,0	500,0	4.500,0	2.700,0	715,1
1913	0,0	500,0	5.000,0	2.717,8	852,2
1914	84,5	-403,5	4.681,0	3.999,5	980,0
1915	0,0	-473,0	4.208,0		998,0
1916	571,8	-27,7	4.752,1	5.555,3	1.000,0
1917	263,0	n.a.	5.015,1	5.999,5	1.000,0
1918	1.000,0	n.a.	6.015,1	6.239,5	1.014,2
1919	1.701,0	9.000,0	16.716,2	6.459,5	1.193,6
1920	8.667,4	-721,8	24.661,9	6.509,5	1.308,1
1921	0,0	-10.382,1	14.279,8	7.500,0	1.800,0
1922	0,0	-1.495,0	12.784,8	9.544,5	1.959,4

AÑO	BILLETES VIEJOS	BILLETES REPRESENTATIVOS DE ORO	BILLETES DEL TESORO	BILLETES DE BANCO PRIVADOS (CÉDULAS)	TOTAL	CRECIMIENTO ANUAL (%)
1905	11.167,7	0,0	0,0	0,0	12.167,7	
1910	11.169,6	0,0	0,0	0,0	14.610,6	3,7
1911						
1912	10.434,4	0,0	0,0	0,0	16.656,1	6,8
1913	10.405,7	0,0	0,0	0,0	18.957,9	13,8
1914	10.056,2	0,0	0,0	0,0	18.435,0	-2,8
1915	10.035,5	0,0	0,0	0,0	19.241,0	4,4
1916	4.728,2	5.307,4	0,0	0,0	21.343,0	10,9
1917	1.294,5	9.320,0	0,0	0,0	22.629,1	6,0
1918	254,5	10.024,4	0,0	0,0	23.547,8	4,1
1919	217,7	10.180,0	3.000,0	1.200,0	38.967,0	65,5
1920	215,0	10.155,9	4.728,6	2.150,0	49.729,0	27,6
1921	213,0	10.100,0	3.200,0	3.100,0	40.192,8	-19,2
1922	212,1	10.148,6	8.318,9	4.683,7	47.652,0	18,6

Fuente: López (1990).

Este problema solo cobró importancia hacia finales del conflicto europeo y en los años de auge que le siguieron (1918 y 1919),¹⁰ y llevó al Gobierno a autorizar, por un tiempo, la circulación de billetes de libras esterlinas; no obstante, el experimento duró muy poco debido a una decisión de la Corte Suprema, que prohibió tal circulación (Jaramillo, 1990). La tasa de cambio (pesos por dólares de los Estados Unidos) fue, en promedio, 1,028 en 1905-13 (virtualmente igual al nivel de paridad), con una desviación estándar de 0,030 y una variación máxima del 10%. En 1914-22, la tasa de cambio promedio se devaluó un poco (a 1,057) pero, sobre todo, se tornó más inestable (su desviación estándar y variación máxima aumentaron a 0,081 y 23%, respectivamente).

Dada la continua dependencia del Gobierno de los recaudos arancelarios, el agudo ciclo externo durante la parte final del subperíodo que estamos analizando se transmitió también a las finanzas públicas. Este hecho dio lugar a nuevos y viejos intentos de manejar la crisis. Después del arreglo final, en 1906, de la deuda externa heredada de la guerra de independencia (Junguito, 1995), y el pago puntual del servicio durante los años siguientes, el país recuperó el acceso a los mercados de capitales internacionales, aunque todavía en forma muy modesta. Los préstamos externos al Gobierno, principalmente para ferrocarriles, junto con algunos flujos netos de capital, canalizados a través del sistema bancario, dieron lugar a una pequeña transferencia de recursos (ingresos de capital ajustados netos de pago de intereses) favorable al país, del orden del 5% al 7% de las exportaciones (**Cuadro I.4**). Durante las dificultades fiscales experimentadas durante la Primera Guerra Mundial, estos fondos externos no estuvieron disponibles, razón por la cual el Gobierno se vio obligado a recurrir a los bancos locales, con éxito parcial.

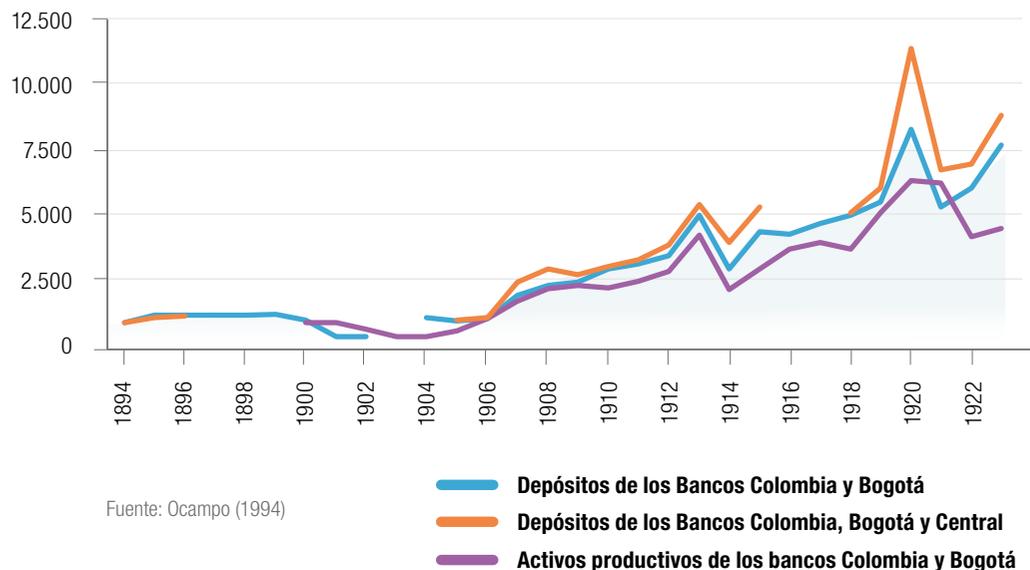
En todo caso, el crédito al Gobierno, tanto interno como externo, resultó insuficiente, razón por la cual este propuso la creación de nuevos impuestos (al consumo, primero, y luego un impuesto moderado a la renta). Es más, en 1914, el Congreso autorizó la utilización por parte del Ejecutivo de los fondos acumulados por la Junta de Conversión (más o menos 2 millones de pesos oro en ese momento), cuando el ingreso por impuestos cayera por debajo de cierto nivel, al cual se llegó rápidamente. Por tanto, la esperanza de tener una moneda respaldada con oro tuvo que posponerse una vez más. El Gobierno emitió, además, bonos del Tesoro en 1919 y 1921, con resultados exitosos (Jaramillo, 1990). Como esa emisión coincidió en 1919 con una importación a gran escala de monedas de oro norteamericanas, se produjo un aumento considerable en la oferta de dinero durante ese año; por otro lado, la emisión de billetes del Tesoro y de bonos de los bancos privados (cédulas), los cuales circularon por un buen tiempo, impidió una contracción monetaria de proporciones

¹⁰ La enorme importación de monedas de oro la hizo el Gobierno y provenía de los Estados Unidos (véase López, 1990).

Auge de los bancos comerciales

“Desde 1905 hasta 1913, los depósitos y los activos productivos de los principales bancos de Bogotá crecieron a unas tasas anuales que estaban por encima del 20%. Las tasas de interés, que habían aumentado rápidamente durante los primeros años que sucedieron a la Guerra de los Mil Días, llegaron en 1904 a un máximo del 15% para los depósitos.”

Gráfico I.10
Depósitos y activos productivos de los bancos más importantes de Bogotá
(Miles de pesos)



considerables, que pudo haberse generado en 1921 como resultado de la enorme salida de oro que tuvo en ese año (**Cuadro I.5**).

Los bancos comerciales entraron en una época de auge desde el comienzo del subperíodo que estamos analizando. Desde 1905 hasta 1913, los depósitos y los activos productivos de los principales bancos de Bogotá crecieron a unas tasas anuales que estaban por encima del 20% (**Gráfico I.10**). Las tasas de interés, que habían aumentado rápidamente durante los primeros años que sucedieron a la Guerra de los Mil Días, llegaron en 1904 a un máximo del 15% para los depósitos. Pronto regresaron a niveles moderados y se estabilizaron alrededor del 5% (en algunos años difíciles, 1914 y 1920-22, en el 6%). Se puede afirmar, entonces, que se restableció el patrón inercial de las tasas de interés típico de fines del siglo XIX.

Los Bancos de Colombia y Bogotá consolidaron la hegemonía que habían logrado desde su creación. En 1925, poco después del fin del período que cubre este capítulo, pero cuando ya hay información nacional consolidada, el Banco de Bogotá concentraba el 15,9% del total de depósitos a término y a la vista del total de bancos afiliados al Banco de la República (excluidos los



bancos extranjeros), mientras el de Colombia contaba con el 18,9%; es decir, los dos sumaban la tercera parte de los depósitos nacionales.

Su crecimiento durante el subperíodo que analizamos, incluyó la ampliación de sus actividades. Crearon secciones hipotecarias, al igual que el Banco Central,¹¹ con el fin de aprovechar el fomento que había dado a esta actividad la Ley 24 de 1905. En torno a esta actividad comenzaron a emitir cédulas hipotecarias y a amortizarlas, incluyendo cédulas fraccionales o de pequeña denominación. Además, establecieron secciones exportadoras como una nueva y próspera actividad. La operación consistía en que los bancos anticipaban el 70% de los ingresos de las exportaciones y se hacían cargo de los gastos logísticos de ahí en adelante, hasta la entrega de las mercancías al comprador en Nueva York o Londres mediante sus agentes internacionales. El Banco de Colombia fue el que más aprovechó esta modalidad de ampliación de su actividad comercial, concentrándose en el sector cafetero de Cundinamarca y Santander.

Los principales bancos de Bogotá lograron desarrollar una red nacional de sucursales, una actividad que, en general, los bancos regionales no lograron

¹¹ El Banco de Colombia en 1912, el Central en 1916 y el de Bogotá en 1918.

Banco de Bogotá en su primera sede en la Calle de Florián. Grabado de Ricardo Moros Urbina, *Papel Periódico Ilustrado*, número 56, 1 de enero de 1884.

consolidar, al menos hasta 1922. En todo caso, muchas entidades financieras ampliaron también sus actividades durante este subperíodo y se crearon nuevas entidades, algunas con una historia corta. El que se convirtió en el segundo banco de Antioquia, el de Sucre, entró en funcionamiento en 1905 y financió muchas actividades agropecuarias, exportadoras e industriales. Sin embargo, con la quiebra de la firma Vásquez y Correa, que tenía el control del Banco y que suspendió sus pagos en Nueva York durante el colapso de los precios del café de 1920, esta entidad se liquidó en dicho año (Botero, 1994). El Banco Alemán Antioqueño nació en 1912, respaldado en un 25% por comerciantes de la región y en un 75% por firmas alemanas. Después de la Primera Guerra Mundial abrió sucursales en varias ciudades del país¹². Una historia más efímera fue la del Banco Dugand, que se creó en Barranquilla en 1917 y llegó a tener agencias en Bogotá y Medellín. Fue incapaz, sin embargo, de cumplir las normas regulatorias expedidas en 1925, a las cuales me refiero en el próximo capítulo, y fue comprado por el Banco de Colombia en 1925.

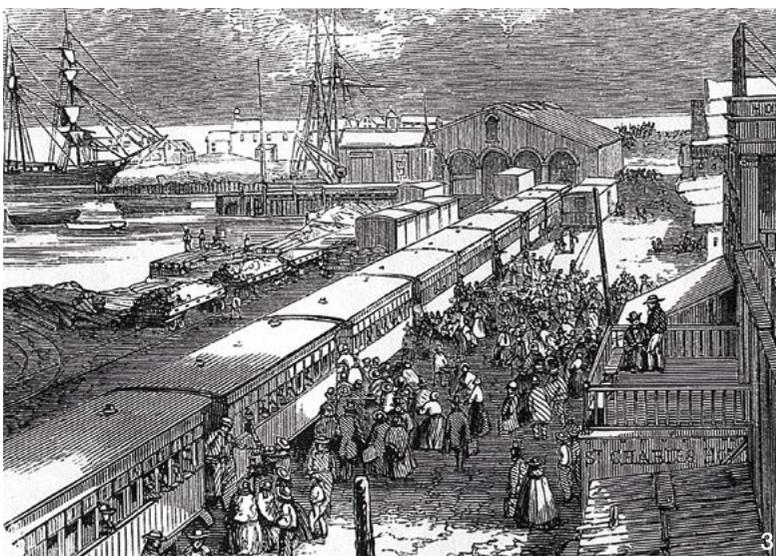
La variabilidad del ingreso por exportaciones también se reflejó en las operaciones de los bancos comerciales al final del subperíodo. Como lo indica el **Gráfico I.10**, el auge que se había experimentado desde el final de la Guerra de los Mil Días terminó repentinamente en 1914. Tomados en su conjunto, los depósitos de los tres bancos principales de Bogotá crecieron a una tasa moderada entre 1913 y 1922 (2,6% anual vs. 21,8% en 1905-13), con una enorme volatilidad. En años críticos (1914 y 1921, en particular), experimentaron caídas en los depósitos del 30% o más y se vieron obligados a recortar rápidamente los activos productivos en cantidades equivalentes. El tipo de inestabilidad típica del siglo XIX había regresado, aunque esta vez no coincidió con ciclos en las tasas de interés, según hemos visto. La fuerte caída de los precios del café que se produjo después de la Primera Guerra Mundial fue particularmente crítica, ya que llevó a la quiebra a la mayoría de los más importantes comerciantes de este producto. Como vimos, uno de los principales bancos de Medellín (el Banco de Sucre) se quebró, y una situación similar casi se presenta en un banco de Bogotá, el Banco López, muy asociado con las actividades y los negocios cafeteros, pero fue salvado por bancos internacionales (Palacios, 1983; Luna, 1988; Botero, 1994). Como veremos en el capítulo siguiente, este evento generó la decisión de poner en marcha el Banco de la República.

1. Iglesia y puente de San Francisco en Bogotá. Fotografía de Lino Lara, Museo Nacional de Colombia.

2. Primera sede del Banco Alemán Antioqueño ubicado en la ciudad de Medellín. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

3. Ferrocarril de Panamá en la Ciudad de Colón. Grabado de R.S. Bross, 1861, publicado en *El Mundo Americano*, Hemeroteca, Biblioteca Luis Ángel Arango.

¹² Vale la pena anotar que, más allá del período que analizamos aquí, este banco enfrentó las dificultades asociadas al rompimiento de relaciones entre Colombia y Alemania durante la Segunda Guerra Mundial y se transformó en el Banco Comercial Antioqueño (Mora et al, 2011).





CAPÍTULO II

DE LA CREACIÓN DEL **BANCO DE LA REPÚBLICA** AL FORTALECIMIENTO DEL INTERVENCIONISMO ESTATAL, 1923 - 1950

El período que analizamos en este capítulo estuvo marcado inicialmente por una de las grandes etapas de la historia económica colombiana: el auge de los años veinte¹. El centro de ese proceso fue la gran expansión de la producción de café, la cual estuvo apoyada por la expansión complementaria de las exportaciones de banano y petróleo, y por el primer auge de financiamiento externo al cual tuvo acceso el país², uno de cuyos efectos más notorios fue la expansión de la infraestructura de transporte y la integración del mercado interno. Esta bonanza fue sucedida, sin embargo, por dos crisis mundiales fuertes: la Gran Depresión que se desató a nivel mundial en 1929 con el colapso de la bolsa de Nueva York, y la asociada a la Segunda Guerra Mundial.

El impacto más notorio de ambas crisis fue la profundización, a nivel mundial, de la intervención del Estado en distintas esferas de la economía, que en nuestro país se reflejaron en las políticas monetaria, financiera y cambiaria y, dado el colapso del comercio internacional, la reorientación del modelo de desarrollo hacia las oportunidades que brindaba el mercado interno, cuyo resultado más importante fue el despegue definitivo de la industria manufacturera.

¹ Cuando me refiero a décadas o años en este capítulo, se sobreentiende que corresponden al siglo XX.

² Había habido, por supuesto, el que tuvo lugar durante las guerras de Independencia, pero que, como lo señalé en el capítulo anterior, fue sucedido por la incapacidad de pagar la deuda externa durante el siglo XIX. Solo en 1906 se llegó a un arreglo definitivo de las deudas decimonónicas, pero el auge de financiamiento tardó un tiempo en materializarse.

Interior del Banco Mercantil
Americano de Medellín en
1922. Biblioteca Pública
Piloto de Medellín
para América Latina.



Etapas de la historia económica colombiana

“El período que analizamos en este capítulo estuvo marcado inicialmente por una de las grandes etapas de la historia económica colombiana: el auge de los años veinte. El centro de ese proceso fue la gran expansión de la producción de café, la cual estuvo apoyada por la expansión complementaria de las exportaciones de banano y petróleo, y por el primer auge de financiamiento externo al cual tuvo acceso el país...”

“Esta bonanza fue sucedida, sin embargo, por dos crisis mundiales fuertes: la Gran Depresión que se desató a nivel mundial en 1929 con el colapso de la bolsa de Nueva York, y la asociada a la Segunda Guerra Mundial.”

“El período terminó en medio de una recuperación de los precios del café y los ingresos de exportaciones en general, pero también por nuevas perturbaciones asociadas al exceso de demanda de importaciones que se había generado durante la Guerra y a la crisis política de 1948...”

El período terminó en medio de una recuperación de los precios del café y los ingresos de exportaciones en general, pero también por nuevas perturbaciones asociadas al exceso de demanda de importaciones que se había generado durante la Guerra y a la crisis política de 1948 que se desató con el asesinato del líder liberal Jorge Eliécer Gaitán y al Bogotazo al cual dio lugar.

En materia monetaria, aunque desde 1903 regían paridades oro bastante estables, el patrón oro solo se estableció firmemente en 1923 con la creación del Banco de la República. Sin embargo, este sistema duró menos de diez años, debido a los efectos de la Gran Depresión y, en particular, a la decisión del progenitor del patrón oro, el Reino Unido, de abandonar este régimen en septiembre de 1931, lo cual llevó al país a adoptar nuevas reglas monetarias y cambiarias. En materia financiera, la Superintendencia Bancaria había sido creada también en 1923, con lo cual se dio paso a mecanismos de regulación y supervisión financiera que tuvieron efectos importantes sobre la estructura del sector. La Gran Depresión dio paso, además, a nuevas formas de intervención financiera, en particular para manejar la quiebra de los bancos hipotecarios y a una mayor participación del Estado en la actividad bancaria. Los nuevos desarrollos económicos y las nuevas perturbaciones generadas por la Segunda Guerra Mundial profundizaron la intervención monetaria y financiera y crearon nuevos instrumentos, entre ellos la banca de desarrollo.

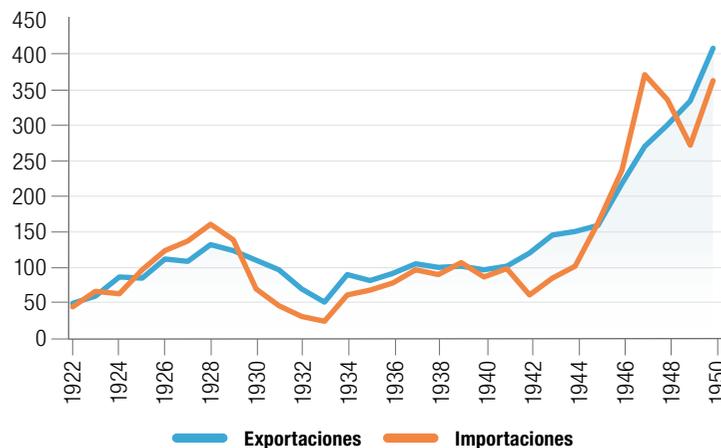
1. LOS FUERTES GIROS COYUNTURALES Y ESTRUCTURALES DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Del auge a la crisis

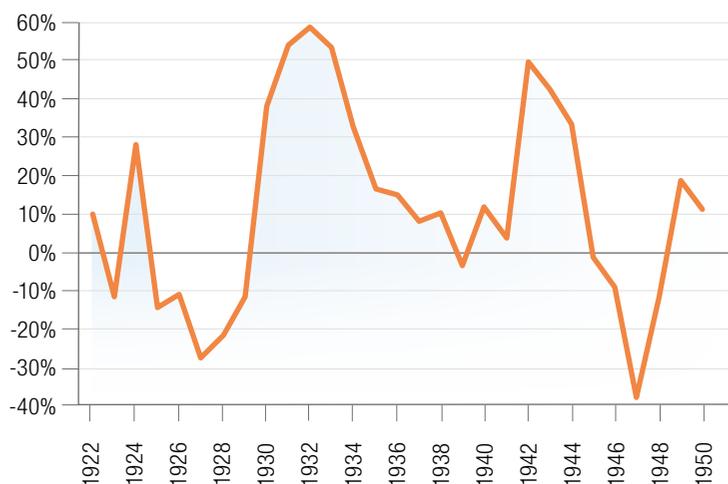
La creación de las nuevas instituciones monetarias y financieras en 1923, siguiendo las recomendaciones de la primera Misión Kemmerer (un tema que analizaré más extensamente en la segunda sección de este capítulo), coincidió con el comienzo de uno de los auges económicos más importantes de la historia del país. Dos factores generaron esta expansión de la economía. El primero fue el aumento de las exportaciones de café y otros productos, acompañado además por una recuperación de los precios internacionales del grano y, por lo tanto, de los términos de intercambio del país (**Gráficos II.1** y **II.2**). El segundo fue el auge del financiamiento externo, con base en el pago que hizo Estados Unidos entre 1923 y 1926 de la indemnización por la independencia de Panamá (US\$25 millones) y, especialmente, el acceso sin precedentes al mercado internacional de capitales, que generó un monto considerable de préstamos internacionales al país entre 1926 y 1928 (cerca de US\$200 millones en términos netos).

Gráfico II.1 Principales variables del sector externo

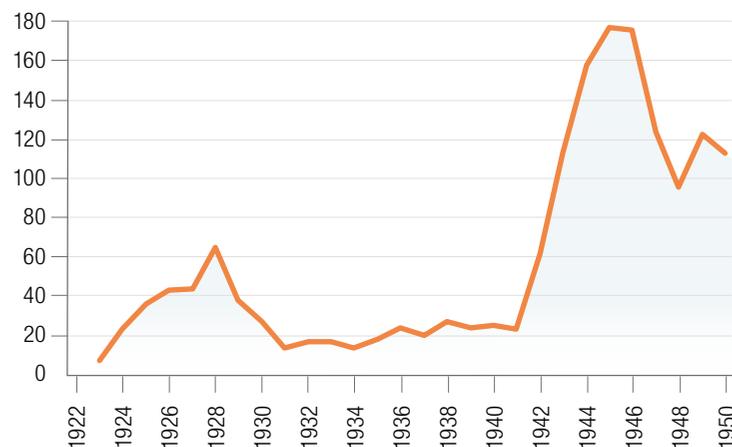
A. Exportaciones e importaciones (millones de dólares)



B. Balance comercial como % de las exportaciones

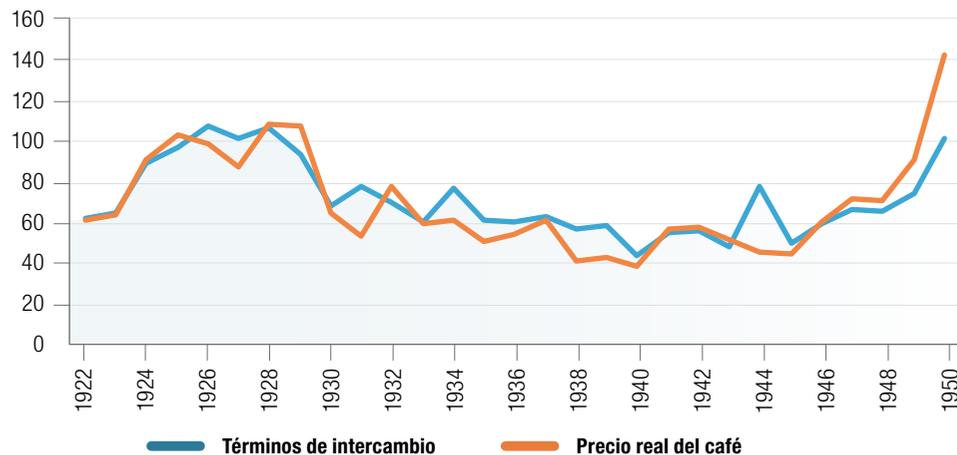


C. Reservas internacionales brutas (millones de dólares)



Fuentes: A y B:
Anuarios Anuales
de Estadísticas.
C: Banco de la
República

Gráfico II.2
Términos de intercambio y precio real del café
 (1925-29=100)



Fuentes: Los términos de intercambio estimados empalmado series de Ocampo y Montenegro (1984) y CEPAL en 1929. Los precios reales del café con base en datos de Erten y Ocampo (2013); el deflactor es un indicador de precios de las manufacturas en el comercio internacional.

El mecanismo fundamental de financiamiento externo fue la emisión de bonos del Gobierno nacional, de algunos departamentos y municipios, y del Banco Agrícola Hipotecario y bancos hipotecarios privados en la bolsa de Nueva York. La transferencia global de recursos a través de la cuenta de capitales alcanzó a ser el equivalente al 35% de las exportaciones en 1925-29 (véase, al respecto el Cuadro I.4 del capítulo anterior). Como resultado, aumentaron en forma notoria tanto las importaciones como las reservas internacionales (**Gráfico II.1**).

En términos de actividad productiva, los elementos más destacados fueron la persistente expansión de la producción cafetera, el crecimiento complementario de otros sectores exportadores y la considerable inversión estatal en infraestructura, a los cuales se unió el desarrollo de servicios modernos, entre ellos los asociados a las actividades financieras. El único evento político con efectos económicos importantes fue la huelga en las bananeras del Departamento de Magdalena de 1928. Con las series disponibles es posible estimar un crecimiento del PIB del 7,4% anual entre 1923 y 1928, el más alto de la historia económica del país para un período similar. El crecimiento fue particularmente rápido en 1926 y 1927 (**Gráfico II.3**). Como veremos más adelante, este proceso estuvo acompañado por un aumento rápido de la cantidad de dinero. La inflación se aceleró también, y alcanzó registros superiores al 10% entre 1925 y 1927, dando lugar a la Ley de Emergencia de 1927, que buscó facilitar la importación de alimentos para frenar el aumento de los precios (véase igualmente el **Gráfico II.3**).

1. Ahorradores nerviosos averiguando por su dinero durante la Gran Depresión de 1929 en Nueva York. Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América.

2. Banco Mercantil Americano, fundado en 1918 por Alfonso López Pumarejo, quien se observa con un grupo de funcionarios del banco. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

3. Desembarcando banano en Nueva Orleans. Detroit Publishing Company, Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América.

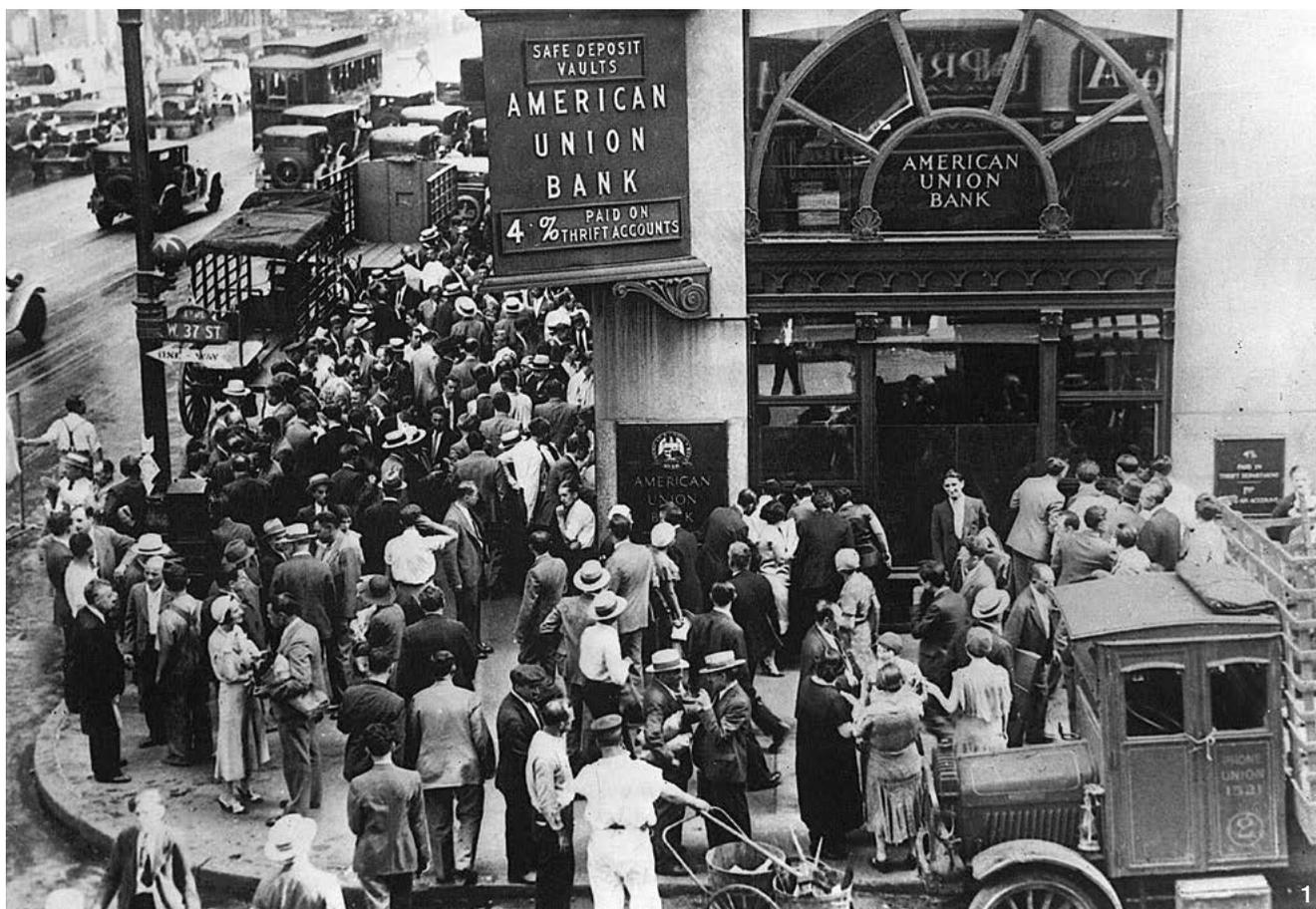
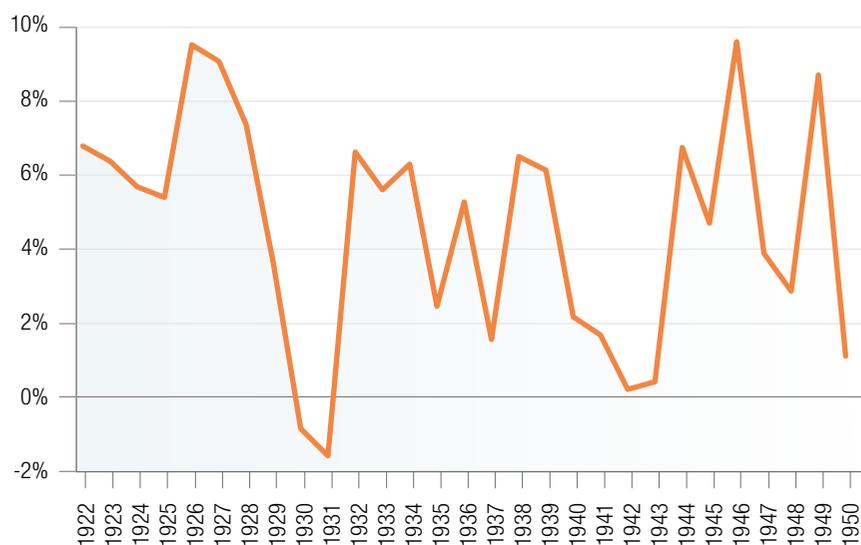
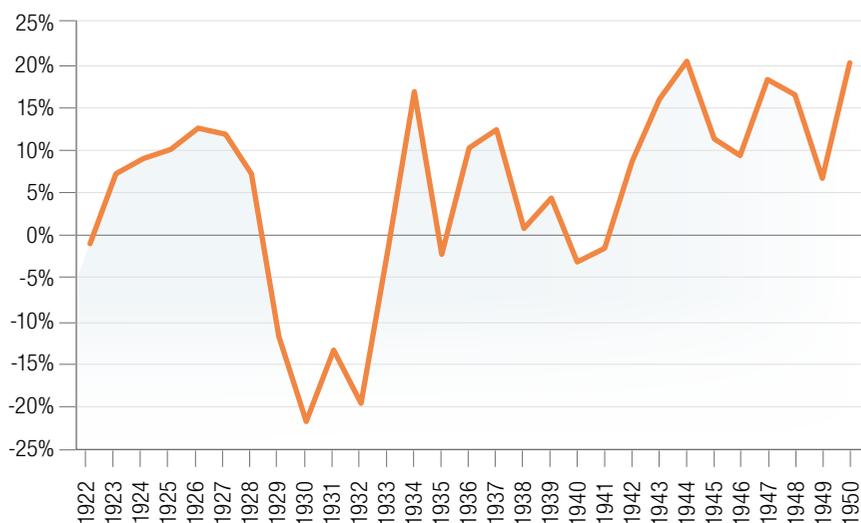


Gráfico II.3 Variables macroeconómicas

A. Tasa de crecimiento del PIB



B. Tasa de inflación



Fuente: Crecimiento del PIB 1926-1950 según CEPAL (1957). Para años anteriores y para la tasa de inflación, Banco de la República, GRECO (2002)

El punto de quiebre tuvo lugar durante el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a debilitarse y, particularmente, el flujo de préstamos se interrumpió bruscamente³. En los años siguientes, los términos de intercambio disminuyeron sensiblemente y la cuenta de capitales comenzó a ser negativa y se convirtió en un drenaje de recursos. Las importaciones colapsaron, lo que permitió generar un enorme superávit comercial, el cual era necesario para pagar la deuda externa. Aun así, las reservas internacionales disminuyeron en casi cuatro quintas partes entre 1928 y 1931 (**Gráfico II.3**).

Pese a algunas medidas compensatorias a las cuales aludiré más adelante, la oferta monetaria también colapsó. La deflación llegó con un poco de rezago, pero fue igualmente dramática: el nivel de precios cayó más de la mitad entre 1928 y 1932. La contracción fiscal también fue severa, debido al efecto conjunto de la caída en los recaudos tributarios, especialmente los provenientes de las aduanas, y la renuencia del Gobierno a declarar la moratoria en el servicio de la deuda externa. El Gobierno redujo los salarios públicos y disminuyó drásticamente la inversión pública, hasta el punto de paralizar totalmente las obras públicas a comienzos de 1931.

La única medida de emergencia adoptada durante este período fue el aumento del proteccionismo, primero con la derogatoria, en enero de 1931, de la Ley de Emergencia de 1927, y en mayo con una nueva reforma arancelaria, pero, como veremos, sus efectos no fueron muy importantes. La actividad económica se contrajo en 1930 y 1931, aunque en forma moderada, ya que el principal sector de la economía de entonces, el agropecuario, mantuvo e incluso aumentó su producción, entre otras razones por la continuada expansión de la producción de café.

Estos primeros años de la crisis mostraron, una vez más, que el sistema macroeconómico tenía la flexibilidad para manejar el patrón oro. Sin embargo, el carácter procíclico de dicho ajuste, con sus consecuencias adversas sobre la actividad productiva, se hizo nuevamente evidente. De hecho, en ese sentido el ajuste bajo el patrón oro durante la Gran Depresión fue el más dramático de la historia del país. La ortodoxia monetaria y fiscal necesaria para hacerlos tuvieron en mente, sin duda, la necesidad de evitar el desorden monetario del pasado. En cualquier caso, dentro de principios ultra-ortodoxos, la crisis estuvo bien manejada. El público nunca perdió confianza en el banco central o en el sistema financiero y, fuera de los bancos hipotecarios, que habían acumulado grandes deudas externas, no hubo quiebras bancarias. Tal como había

Proteccionismo

“El punto de quiebre tuvo lugar durante el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a debilitarse y, particularmente, el flujo de préstamos se interrumpió bruscamente.”

“Las importaciones colapsaron, lo que permitió generar un enorme superávit comercial, el cual era necesario para pagar la deuda externa. Aun así, las reservas internacionales disminuyeron en casi cuatro quintas partes entre 1928 y 1931.”

“La única medida de emergencia adoptada durante este período fue el aumento del proteccionismo, primero con la derogatoria, en enero de 1931, de la Ley de Emergencia de 1927, y en mayo con una nueva reforma arancelaria...”

³ Para un análisis más extenso del comportamiento de la economía del país entre la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, véase Ocampo (2015), cap. VI. Sobre los efectos de la Gran Depresión en Colombia, véanse también Ocampo y Montenegro (1984) y Sánchez (1990 y 1994).

Reino Unido abandona el patrón oro

“Tal como había sido característico en otras épocas, los bancos comerciales adoptaron políticas muy cautelosas, que les permitieron sobrevivir la crisis, aunque a costa de una enorme contracción del crédito. El punto de quiebre en este manejo ortodoxo fue la decisión del Reino Unido, el creador del patrón oro, de abandonar dicho sistema el 4 de septiembre de 1931. El pánico que generó obligó a la Administración del presidente Enrique Olaya Herrera (1930-1934) a cambiar radicalmente su política: autorizado por el Congreso para actuar con base en una situación de emergencia, el 24 de septiembre impuso el control de cambios. Con esta medida, desapareció el temor a que las emisiones se tradujeran en reducción de las reservas internacionales, lo que facilitó un crédito cuantioso del Banco de la República al Gobierno...”

sido característico en otras épocas, los bancos comerciales adoptaron políticas muy cautelosas, que les permitieron sobrevivir la crisis, aunque a costa de una enorme contracción del crédito.

El punto de quiebre en este manejo ortodoxo fue la decisión del Reino Unido, el creador del patrón oro, de abandonar dicho sistema el 4 de septiembre de 1931. El pánico que generó obligó a la Administración del presidente Enrique Olaya Herrera (1930-1934) a cambiar radicalmente su política: autorizado por el Congreso para actuar con base en una situación de emergencia, el 24 de septiembre impuso el control de cambios. Con esta medida, desapareció el temor a que las emisiones se tradujeran en reducción de las reservas internacionales, lo que facilitó un crédito cuantioso del Banco de la República al Gobierno mediante un curioso expediente, como veremos más adelante. Esto permitió adoptar algunas medidas de aumento del gasto público, que se mantuvieron hasta 1934, como reflejo de la guerra con el Perú en el Amazonas, que obligó al Gobierno a aumentar el gasto militar. A ello se agregaron varias medidas crediticias a las cuales haré alusión en la sección siguiente, incluyendo la creación de varias entidades financieras estatales.

Las mayores renuencias a adoptar medidas expansionistas se relacionaron con el tipo de cambio y la deuda externa. La estabilidad de la tasa de cambio era vista como necesaria para evitar un aumento en la inflación. La presión del sector cafetero, el beneficiario más importante de una posible devaluación, fue clave para revertir esta medida. En marzo de 1932, se les concedió una prima del 10% financiada por el Gobierno. Esta medida fue sucedida un año después por una devaluación temporal y discriminatoria: de \$1,05 a \$1,13 para los exportadores y a \$1,16 para los importadores, para que estos últimos financiaran la bonificación a los cafeteros. Finalmente, en septiembre de 1933, ante la renovada presión de los cafeteros y el retraso de siete semanas en las solicitudes en la Oficina de Control de Cambios, el Gobierno devaluó el peso 10 centavos y estableció finalmente un sistema de certificados de cambio libremente negociables; para fines del año, la tasa de cambio se había devaluado a \$1,57 y se estabilizó desde comienzos de 1935 en torno a \$1,75.

Como un todo, esta ha sido una de las devaluaciones más fuertes de la historia del país e inició la era de tasas de cambio fijas pero reajustables que finalmente se impuso en el mundo con el acuerdo de Bretton Woods de 1944, que creó el Fondo Monetario Internacional y estableció los principios que regirían en el sistema monetario de posguerra. En el caso colombiano incluyó periodos de transición en los cuales se usó el mecanismo de certificados de cambio libremente negociables. Por otra parte, la devaluación estuvo acompañada de un impuesto de giro a los exportadores para financiar los gastos del Gobierno en moneda extranjera. Fue inicialmente del 15%, pero por oposición de los cafeteros se le dio una pequeña participación en los re-



caudos y se fue reduciendo gradualmente hasta eliminarse en 1940. Conjuntamente con las medidas adoptadas desde marzo de 1932 puede decirse que el régimen cambiario incluyó tipos de cambios múltiples. Colombia, al igual que muchos otros países, incluso desarrollados, utilizaría una y otra vez esta práctica, pese a que fue prohibida en 1944 por el acuerdo de Bretton Woods, pero que permitió períodos de transición que, en muchos casos, incluido el colombiano, fueron largos. En el caso colombiano, el compromiso para abandonar esta práctica solo se adoptó definitivamente en 1967.

En materia de deuda externa, la moratoria llegó con rezago. En diciembre de 1931 hubo un acuerdo con la mayoría de los tenedores de la deuda para suspender temporalmente las amortizaciones y pagar los intereses con vales a tres años e intereses del 6%. En marzo y abril de 1932, los departamentos y municipios suspendieron el pago de sus deudas, que por lo demás no se estaba haciendo efectivamente por falta de aprobación de los giros por parte de la Oficina de Control de Cambios. Desde 1933, las deudas externas de la nación se pagaron con vales y en 1935 se suspendió completamente el servicio de la deuda. La moratoria permitió reducir el enorme superávit comercial que el país había tenido que generar, como vimos, para pagar la deuda externa.

Acuerdo Bretton Woods

“...una de las devaluaciones más fuertes de la historia del país e inició la era de tasas de cambio fijas pero reajustables que finalmente se impuso en el mundo con el acuerdo de Bretton Woods de 1944, que creó el Fondo Monetario Internacional y estableció los principios que regirían en el sistema monetario de posguerra.”

Firma del acuerdo de Bretton Woods, 1 de julio de 1944. Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América.

Reforma tributaria 1935

“El reiterado temor de volver a la época de inflación alta hizo que se retornara a un manejo conservador en materia monetaria y fiscal en 1935. No obstante, la reforma tributaria de 1935, que reforzó el impuesto de renta y creó los complementarios de patrimonio y exceso de utilidades, permitió mantener un gasto público activo, al tiempo que redujo considerablemente la dependencia del Gobierno nacional de la renta de aduanas.”

Acuerdo Interamericano de Café

“El mercado internacional del grano experimentó, además, una caída sustancial en 1940...”

“Como reflejo de esta crisis, y parte de un conjunto de políticas adoptadas por Estados Unidos... promovió la suscripción del Acuerdo Interamericano de Café, que se firmó en noviembre de 1940, y que constituyó el primer acuerdo de cuotas exitoso.”

En conjunto con la recuperación parcial de las exportaciones, permitió que las importaciones comenzaran a recuperarse, aunque se mantuvieron de todas maneras muy por debajo de los niveles que habían alcanzado en los años veinte (**Gráfico II.3**).

Como parte de otras medidas orientadas a garantizar el apoyo de las naciones latinoamericanas a los Aliados en la Segunda Guerra Mundial, a comienzos del conflicto bélico el Gobierno de Estados Unidos comenzó a presionar a los tenedores de bonos a hacer arreglos con los países de la región. El acuerdo con Colombia, que fue uno de los primeros, significó una reducción de los intereses del 6 al 3%, la capitalización de solo la mitad de los intereses que no habían sido pagados desde 1935 y el establecimiento de un fondo para amortizar anualmente parte de la deuda externa mediante el sistema de compras de bonos de deuda colombiana en el mercado abierto, obviamente con descuento. Este arreglo fue favorable para el país, pero mucho menos favorable que el que obtuvieron otros países latinoamericanos (Bértola y Ocampo, 2013, cap. 4).

La reactivación y sus vicisitudes

La economía se reactivó desde 1932, iniciando un período de crecimiento relativamente rápido, aunque inferior, obviamente, al de los años veinte: un 5,0% anual hasta 1939 (**Gráfico II.3**). La inflación se aceleró inicialmente y alcanzó un 16,9% en 1934, un ritmo que superó los niveles de los años veinte. El reiterado temor de volver a la época de inflación alta hizo que se retornara a un manejo conservador en materia monetaria y fiscal en 1935. No obstante, la reforma tributaria de 1935, que reforzó el impuesto de renta y creó los complementarios de patrimonio y exceso de utilidades, permitió mantener un gasto público activo, al tiempo que redujo considerablemente la dependencia del Gobierno nacional de la renta de aduanas.

El precio del café y, por ende, los términos de intercambio del país se mantuvieron deprimidos durante toda la década de los treinta, con recuperaciones muy parciales en 1934 y 1939 (véase nuevamente el **Gráfico II.2**). Como lo venía haciendo desde comienzos del siglo XX, Brasil reguló el mercado internacional del grano. Buscó además la colaboración de Colombia, pero la Federación Nacional de Cafeteros fue muy renuente a hacerlo. Finalmente aceptó un acuerdo muy temporal, que se firmó en diciembre de 1935, pero se suspendió en marzo de 1937 por la falta de recursos de la Federación para seguir comprando y almacenando el café que requería el convenio. El mercado internacional del grano experimentó, además, una caída sustancial en 1940 como resultado del cierre de los mercados europeos debido al estallido de la Segunda Guerra Mundial.



Esta caída fue una de las causas de la fuerte desaceleración que experimentó la economía colombiana a comienzos de la Guerra (**Gráfico II.3**). Como reflejo de esta crisis, y parte de un conjunto de políticas adoptadas por Estados Unidos orientadas a garantizar el apoyo de los países latinoamericanos a los Aliados (que incluyó, como vimos, la renegociación de la deuda externa, así como préstamos de su Banco de Exportaciones e Importaciones), ese país promovió la suscripción del Acuerdo Interamericano de Café, que se firmó en noviembre de 1940, y que constituyó el primer acuerdo de cuotas exitoso.

Para administrar la compra de los excedentes del grano que la Federación tendría que hacer si la producción era superior a la cuota, en 1940 se creó el Fondo Nacional del Café, al cual se le dieron tres fuentes de financiamiento para poder acumular inventarios: una emisión de bonos por \$10 millones, un impuesto a todos los giros emitidos por el Banco de la República de 5 centavos por dólar y la obligación de vender las divisas provenientes de las exportaciones del grano a una tasa de \$1 en vez de la de \$1,75 sobre las exportaciones del grano que superaran un precio básico de 9 centavos de dólar por libra.

El precio internacional del café se recuperó rápidamente y, además, las cantidades exportadas a Estados Unidos estuvieron menos restringidas de lo previsto, por las dificultades que experimentó Brasil para exportar durante la

Economía cafetera.
Campesinos desarrollando
diferentes actividades para la
producción de café. Biblioteca
Pública Piloto de Medellín para
América Latina.

Desaceleración

“La reactivación de la economía se produjo por fin en 1944, facilitada tanto por el aumento de las exportaciones como por la mayor disponibilidad de insumos importados.

Sin embargo, la demanda represada de importaciones que se había acumulado durante la Guerra dio lugar a un fuerte aumento de las compras de productos desde el exterior que, pese al aumento de los precios del café y la mejoría consecuente de los términos de intercambio, dio lugar a un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la pérdida acelerada de las reservas internacionales acumuladas durante la Guerra y una desaceleración de la economía.”

campaña submarina alemana en el Atlántico de 1942-1943. Como resultado de ello, las exportaciones del grano aumentaron, los inventarios comenzaron a reducirse desde 1943 y el Fondo Nacional del Café acumuló un patrimonio considerable, gracias a los recursos financieros que se le asignaron. Los términos de intercambio se recuperaron en 1941 pero después disminuyeron de nuevo por el aumento de los precios de los productos importados.

Las restricciones a los productos que se podían exportar desde los Estados Unidos durante los años críticos de la Guerra implicaron, sin embargo, que, pese a la mayor disponibilidad de divisas, las importaciones del país permanecieron deprimidas, con lo cual se generaron superávits comerciales considerables y un aumento fuerte de las reservas internacionales (**Gráfico II.1**). La dificultad para importar insumos esenciales afectó también la actividad productiva y generó una reducción de los recaudos de aduanas, generando nuevos problemas fiscales. Para hacer frente a esta situación, se pusieron en marcha nuevos programas de estabilización macroeconómica que incluyeron impuestos a las ventas de varios productos, un aumento del impuesto de renta, el primer control de precios de la historia y, como veremos, una política de contracción monetaria masiva, acompañada por la compra obligatoria de títulos de deuda pública por parte de varios agentes, dos temas a los cuales aludiré más adelante.

La reactivación de la economía se produjo por fin en 1944, facilitada tanto por el aumento de las exportaciones como por la mayor disponibilidad de insumos importados. Sin embargo, la demanda represada de importaciones que se había acumulado durante la Guerra dio lugar a un fuerte aumento de las compras de productos desde el exterior que, pese al aumento de los precios del café y la mejoría consecuente de los términos de intercambio, dio lugar a un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la pérdida acelerada de las reservas internacionales acumuladas durante la Guerra y una desaceleración de la economía (Gráficos II.1 a II.3). Estos desarrollos se entrelazaron con los eventos de carácter político generados por el Bogotazo.

Estos eventos dieron lugar, en diciembre de 1948, a la primera devaluación de la posguerra, de \$1,75 a \$1,95 por dólar, y la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo que benefició a las exportaciones no tradicionales⁴. Por su parte, la fuerte política expansionista adoptada en 1948, en no poca medida para manejar los efectos del Bogotazo, dio lugar a una recuperación del crecimiento económico en 1949, pero también a una aceleración de la inflación (en parte también por problemas en la oferta agrícola), que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio lugar a las medidas de austeridad acordadas como “pacto de caballeros” con los bancos de septiembre de dicho año.

⁴ La historia cambiaria de Colombia desde estos años está contada excelentemente en Wiesner (1978).

El crecimiento durante los años treinta y, en menor medida durante los años de la Segunda Guerra Mundial generó, además, cambios importantes en la estructura de la economía. Lo más notable fue el fuerte crecimiento de la industria manufacturera, en torno al 11,8% anual entre 1932 y 1939 y 8,6% si incluimos los años de la Guerra, es decir el conjunto del período 1932-1945. Estos fueron los ritmos más altos de cualquier país latinoamericano durante esos años (Bértola y Ocampo, 2013, Cuadro 4.2). El crecimiento fue especialmente fuerte para la producción de bienes de consumo no duradero (alimentos, bebidas y textiles) y materiales de construcción (incluido el cemento). La construcción y el transporte también fueron actividades dinámicas durante estos años, al igual que algunas actividades primarias, incluida la continuada expansión de la producción cafetera y la reactivación de la minería de oro, favorecida tanto por el aumento de su precio a nivel mundial por el colapso del patrón oro, como por la devaluación del peso.

La protección jugó, por supuesto, algún efecto en el desarrollo industrial, pero no tanto la política arancelaria como el control de cambios y el control directo a las importaciones que se estableció desde noviembre de 1937. En el caso de la política arancelaria, el hecho de que los aranceles decretados en 1931 fueran específicos significó que se redujeron significativamente en términos *ad valorem* con la inflación que tuvo lugar durante los años siguientes. A ello se agregó el acuerdo comercial con Estados Unidos de 1935, que se firmó para evitar que ese país impusiera impuestos a las importaciones de café. Ese acuerdo otorgó ventajas arancelarias a dicho país y el congelamiento de un número considerable de aranceles colombianos. En términos más amplios, se puede argumentar que el despegue industrial estuvo basado mucho más en la integración del mercado interno que se logró con las grandes inversiones en infraestructura de los años veinte, que se mantuvo en la década del treinta con un énfasis en el desarrollo de una red de carreteras. La devaluación pudo también haber contribuido al despegue industrial.

La reorientación hacia el mercado interno fue inicialmente más el resultado de las menores oportunidades que ofrecía el mercado mundial que de un esfuerzo consciente de sustituir importaciones. Sin embargo, generó un giro radical en materia de estrategia de desarrollo, que implicó el abandono del modelo orientado a la producción de productos básicos para el mercado mundial en el que se había embarcado el país desde mediados del siglo XIX (con matices proteccionistas en algunas etapas, especialmente durante la Regeneración y el gobierno de Rafael Reyes, como vimos en el capítulo anterior) hacia uno que colocó a la industrialización en el centro de la estrategia de desarrollo. Esta visión se hizo cada vez más explícita a lo largo de la República Liberal, hasta el punto de volverse una verdadera ideología nacional hacia finales de dicho período y convertirse en el eje del desarrollo del país en la posguerra, tal como

Pacto de caballeros

“Estos eventos dieron lugar, en diciembre de 1948, a la primera devaluación de la posguerra, de \$1,75 a \$1,95 por dólar, y la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo que benefició a las exportaciones no tradicionales. Por su parte, la fuerte política expansionista adoptada en 1948, en no poca medida para manejar los efectos del Bogotazo, dio lugar a una recuperación del crecimiento económico en 1949, pero también a una aceleración de la inflación (en parte también por problemas en la oferta agrícola), que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio lugar a las medidas de austeridad acordadas como “pacto de caballeros” con los bancos de septiembre de dicho año.”

Misión Kemmerer

“...el Gobierno nacional decidió no hacerlo sin asesoría internacional. Para ello invitó al profesor Edwin W. Kemmerer, de la Universidad de Princeton, uno de los grandes expertos internacionales en este campo. Sin duda, consideraba que esta asesoría ayudara a generar confianza en la nueva institución por parte de la comunidad financiera de los Estados Unidos, lo que a su vez permitiría que el país recuperara el acceso al mercado internacional de capitales en escala significativa. Como resultado de la primera Misión Kemmerer, en 1923 se crearon el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria.”

“Siguiendo también las recomendaciones de la Misión Kemmerer, el sistema financiero fue diseñado bajo un modelo de intermediarios especializados, un modelo que se mantuvo por cerca de siete décadas.”

lo analizo en el siguiente capítulo. Uno de sus efectos concretos fue la creación, en 1940, de un banco de desarrollo para promover el desarrollo industrial, y uno de los primeros de América Latina: el Instituto de Fomento Industrial.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES MONETARIOS Y CREDITICIOS**Gloria y colapso del patrón oro**

La experiencia monetaria de Colombia durante la Primera Guerra Mundial y los primeros años de posguerra, convenció a los funcionarios más influyentes de que existían imperfecciones en el sistema monetario del país y, en particular, que este carecía de elasticidad (Jaramillo, 1990). Hasta 1922, se presentaron ante el Congreso 14 proyectos de banca múltiple y 18 proyectos de ley sobre banca única de emisión. Como resultado de este proceso, en 1922 se produjo la primera decisión legislativa sobre el tema, con la aprobación de la Ley 30 de 1922. Con esta ley se decidió la creación de un banco emisor único, con control privado, pero con la posibilidad de participación del Estado. Los bancos privados formularon algunas críticas a dicha ley y el resultado fue la Ley 117 de 1922, orgánica de un banco central (Avella, 1987).

Las condiciones estaban dadas para establecer el Banco de la República, sin embargo, el Gobierno nacional decidió no hacerlo sin asesoría internacional. Para ello invitó al profesor Edwin W. Kemmerer, de la Universidad de Princeton, uno de los grandes expertos internacionales en este campo. Sin duda, consideraba que esta asesoría ayudara a generar confianza en la nueva institución por parte de la comunidad financiera de los Estados Unidos, lo que a su vez permitiría que el país recuperara el acceso al mercado internacional de capitales en escala significativa.

Como resultado de la primera Misión Kemmerer, en 1923 se crearon el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria. A diferencia de las experiencias previas con el Banco Nacional y el Banco Central, la nueva institución fue concebida como un verdadero banco central, con el monopolio para emitir moneda convertible, respaldada por oro, de imponer obligaciones de encaje a los bancos comerciales y de servirles como prestamista de última instancia. Se le fijó un requisito alto (60%) de reservas para respaldar los billetes en circulación, pero esto no conllevó mayores problemas, ya que se mantuvo por encima de esa cifra hasta el colapso del patrón oro en septiembre de 1931.

Aunque el gobierno poseía el 50% del capital del Banco de la República, su Junta Directiva se diseñó de tal manera que el sector privado tenía el control de la nueva institución. Se suponía que el banco comenzaba a funcionar a comienzos de 1924, pero, como consecuencia de un pánico bancario generado



por el colapso del Banco López (un hecho que muchos analistas del período atribuyeron a una intervención insidiosa para convencer al público de que era necesario crear un banco central), se apresuró su apertura, en julio de 1923.

Por su parte, a través de la Superintendencia, los intermediarios financieros privados estuvieron, por primera vez, sujetos a regulación y supervisión, lo cual tuvo, como veremos en la sección siguiente, efectos importantes sobre el sector. Siguiendo también las recomendaciones de la Misión Kemmerer, el sistema financiero fue diseñado bajo un modelo de intermediarios especializados, un modelo que se mantuvo por cerca de siete décadas.

Como hemos visto, la creación de las nuevas instituciones coincidió con un período de prosperidad económica, uno de cuyos efectos fue una acumulación de reservas internacionales y un aumento sustancial de los medios de pago. Como lo indica el **Gráfico II.4**, la cantidad de dinero aumentó a un ritmo del 20% anual entre 1923 y 1928, gracias fundamentalmente al incremento de la base monetaria del 17% anual, respaldado por la acumulación de reservas, pero también al multiplicador generado por la expansión de la actividad bancaria (**Gráfico II.4**).

La inflación interna fue más alta que la internacional, lo que llevó a una revaluación de la tasa de cambio real. Como respuesta a los niveles que alcanzó

Edificio del Banco de la República.
 Álbum del IV Centenario de la Fundación de Bogotá, 1938.
 Biblioteca Luis Ángel Arango, Banco de la República.

El economista Edwin Walter Kemmerer. Fotografía de Harris & Ewing. Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América.

Regulación y supervisión

“Aunque el gobierno poseía el 50% del capital del Banco de la República, su Junta Directiva se diseñó de tal manera que el sector privado tenía el control de la nueva institución. Se suponía que el banco comenzaba a funcionar a comienzos de 1924, pero, como consecuencia de un pánico bancario generado por el colapso del Banco López, se apresuró su apertura, en julio de 1923.”

“Por su parte, a través de la Superintendencia, los intermediarios financieros privados estuvieron, por primera vez, sujetos a regulación y supervisión, lo cual tuvo, como veremos en la sección siguiente, efectos importantes sobre el sector.”

el aumento de precios entre 1925 y 1927, superiores, como hemos, visto al 10%, una de las críticas que se hicieron fue que la política de redescuento estaba contribuyendo a ese resultado. Por ese motivo, el Banco de la República estableció, en enero de 1928, límites estrictos a los redescuentos a los bancos miembro (Sánchez, 1990 y 1994).

La crisis que se desató gradualmente desde el segundo semestre de 1928 y especialmente con el colapso de Wall Street en octubre de 1929 tuvo efectos dramáticos, según vimos. Aunque, como lo señalo en el siguiente párrafo, el Banco de la República compensó parcialmente los efectos monetarios de las pérdidas de reservas, se aferró inicialmente a un manejo ortodoxo de la crisis. Esto se hizo con el objetivo de probar que quería mantenerse dentro de las “reglas del juego” del patrón oro. El fantasma de la hiperinflación ayudó, sin duda, al Banco y al Gobierno nacional a oponerse a sugerencias atrevidas de cambiar las reglas monetarias. Todas las propuestas que se hicieron en esa dirección durante estos años tenían que probar que no pretendían retornar al papel moneda, por ese entonces inconstitucional. La contraparte de la estabilidad de la tasa de cambio fue, obviamente, la inestabilidad macroeconómica expresada en materia monetaria en el colapso de la cantidad de dinero, así como de los activos y pasivos de los bancos.

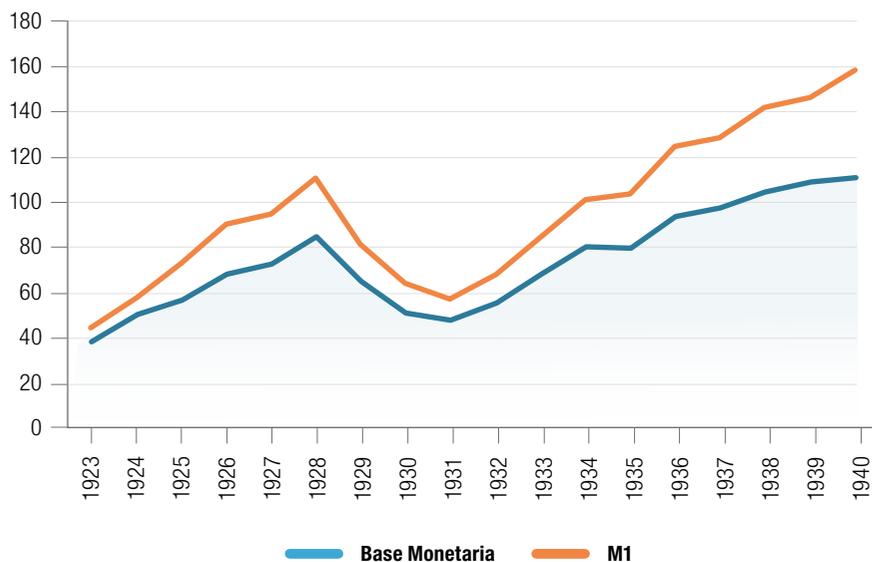
A través de préstamos a los bancos comerciales y al Gobierno nacional se compensaron parte de los efectos monetarios contraccionistas de la pérdida de reservas (cerca del 40% de acuerdo con estimaciones de Sánchez, 1990 y 1994). Además, los préstamos al Gobierno por parte del Banco de la República se hicieron un poco más flexibles gracias a las reformas que introdujo la segunda Misión Kemmerer en 1930. Además, aún en medio del manejo ortodoxo inicial, el Banco eximió de los aumentos en la tasa de redescuento aplicada a fines de 1929 a los activos garantizados con bonos de prenda agraria, que se originaban esencialmente en los Almacenes Generales de Depósito que la Federación Nacional de Cafeteros puso en marcha como medida de emergencia durante la crisis. En octubre de 1930, el Banco aceptó también iniciar las operaciones directas con el público que ya estaban contempladas en sus estatutos pero que no habían sido utilizadas hasta entonces, con lo cual se pudieron redescantar directamente los bonos de prenda. En todo caso, todas estas medidas no impidieron la dramática contracción de la oferta monetaria, que cayó cerca del 50% entre 1928 y 1931 (**Gráfico II.4**), y los billetes en circulación del Banco de la República en dos terceras partes. La disminución del multiplicador de los medios de pago indica que el manejo muy cauteloso de su actividad crediticia por parte de los bancos contribuyó también a la contracción monetaria durante estos años, un tema sobre el cual volveré en la última sección de este capítulo.

Como hemos visto, el abandono del patrón oro se dio como un subproducto de un acontecimiento externo, el abandono de dicho régimen por parte del

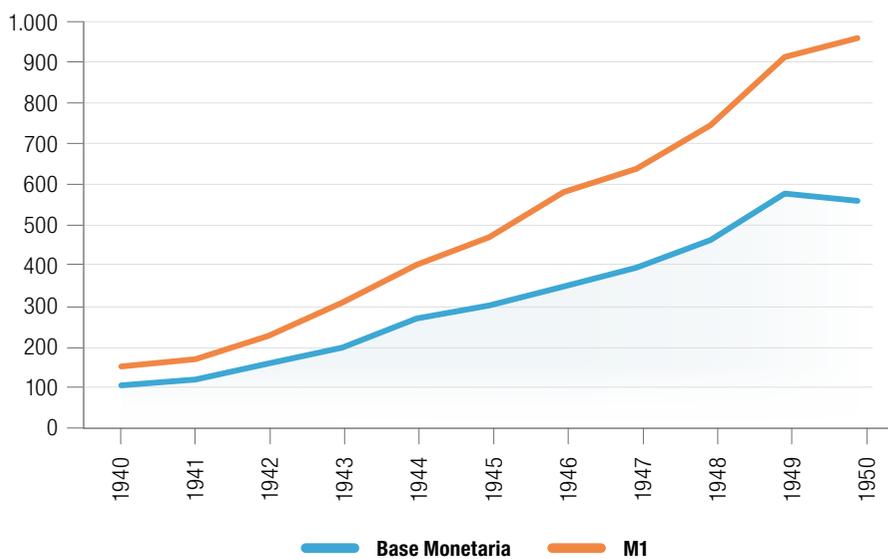
Gráfico II.4

Base monetaria y medios de pago (M1) (millones de pesos)

A. 1923-1940



B. 1940-1950



Fuente: Banco de la República

Reino Unido, que generó una corrida contra las ya escasas reservas del Banco de la República y obligó al banco a introducir el control de cambios el 24 de septiembre 1931.

Después de que se adoptó esa decisión, era imposible aguantar las presiones políticas para adoptar una política monetaria expansionista. Esto dio lugar a mayores préstamos al Gobierno, como veremos más adelante. Sin embargo, el Banco de la República se aferró por un tiempo a la tasa de cambio nominal y presentó ese hecho al público como una señal de que el país todavía se encontraba bajo un “patrón oro restringido”. Como vimos, la fuerte presión de los cafeteros y la inmensa demora en la aprobación de solicitudes en la Oficina de Control de Cambios llevó finalmente a devaluar el tipo de cambio en 1933. Aunque en 1938 se cambiaron las paridades metálicas para hacerlas compatibles con la tasa de \$1,75 a la cual se había estabilizado el tipo de cambio, esa decisión fue una simple formalidad, porque el patrón oro nunca se restableció.

La transición hacia un régimen de mayor intervención estatal

El abandono de la convertibilidad en septiembre de 1931 permitió al Banco de la República eliminar las trabas para otorgar préstamos, tanto al Gobierno como al sector privado. Los créditos al primero aumentaron de manera notoria. De hecho, la medida más importante en este sentido fue ingeniosa: la entrega de la administración de las salinas al Banco para que este adelantara al Gobierno los ingresos esperados por el manejo de dicha renta. Los préstamos del Banco al Gobierno tendieron, sin embargo, a moderarse en los años siguientes. Esta seguiría siendo una práctica en el país, excepto durante coyunturas excepcionales⁵.

El efecto de estas medidas fue un aumento de la oferta monetaria del 21% entre 1931 y 1934, que logró en esos tres años revertir casi toda la contracción monetaria que había tenido lugar durante la fase ortodoxa de la crisis. La mayor cautela monetaria, como respuesta a la aceleración de la inflación, redujo ese ritmo de crecimiento al 7,8% anual entre 1934 y 1940, solo ligeramente superior al crecimiento del PIB, que según vimos alcanzó un ritmo vigoroso hasta 1939.

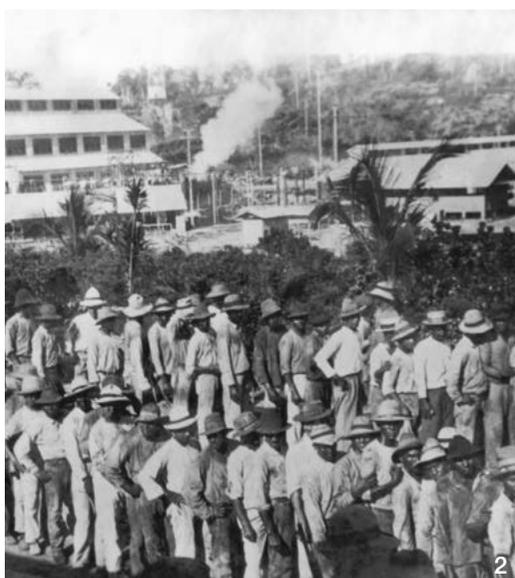
Durante los años de reversión de la ortodoxia se adoptaron también medidas importantes en el frente crediticio, algunas especialmente agresivas.

1. El crecimiento de la población produjo la densificación alrededor de los núcleos urbanos y la necesidad de contar con sistemas de transporte masivo. El Tranvía de Bogotá, fotografía de El Tiempo.

2. Día de pago en un campo de petróleo. “Foto Joya”, Barrancabermeja, 1928. Museo del Petróleo, Ecopetrol.

3. Mujeres cajeras llevando los registros de la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros en una de las sedes de Bogotá. Fotografía Fundación Grupo Social.

⁵ Los datos de Kalmanovitz y Avella (1998), Gráfico 5, muestran que después de la coyuntura de los años treinta, los préstamos del Banco al Gobierno solo fueron importantes de nuevo durante la crisis de los años ochenta. El Gobierno también se benefició de la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco (ver Gráfico 6 del mismo trabajo), pero esta es una práctica normal de los bancos centrales y, por lo demás, su comportamiento siguió en Colombia un sano patrón contracíclico.



Revisión de la ortodoxia

“En 1931 y 1932 fueron creadas tres instituciones financieras públicas: la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito.”

“La segunda fue creada con la condición expresa de que durante los tres primeros años se dedicara exclusivamente a absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes, que se habían vuelto impagables durante la crisis, especialmente por la fuerte caída de los precios internos, incluidos los de la propiedad raíz.”

En 1931 y 1932 fueron creadas tres instituciones financieras públicas: la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito. La primera de estas instituciones fue casi como un primer banco cafetero, ya que se creó por presión de dicho gremio. Pronto comenzaría a asumir funciones no financieras, entre ellas la provisión de insumos y la asistencia técnica a los agricultores que hicieran parte de sus programas de financiamiento. La segunda fue creada con la condición expresa de que durante los tres primeros años se dedicara exclusivamente a absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes, que se habían vuelto impagables durante la crisis, especialmente por la fuerte caída de los precios internos, incluidos los de la propiedad raíz. Por su parte, la Corporación Colombiana de Crédito fue instituida para comprar la cartera de los bancos que requirieran facilidades para su saneamiento. Como parte también del abandono de la ortodoxia, el Banco de la República aportó el 60% del capital del BCH, otorgó un crédito al Gobierno para que invirtiera en la Caja y creó un cupo de redescuento para la Corporación Colombiana de Crédito.

En relación con el segundo de estos temas, el Gobierno puso en marcha una política de alivio de los créditos hipotecarios particularmente agresiva, que se materializó en una secuencia de beneficios entregados a partir de 1932⁶. En forma más agresiva, el capital de todas las deudas hipotecarias se redujo en un 40% a mediados de 1933. Como resultado de ello, los bancos hipotecarios existentes (uno público, el Agrícola Hipotecario, y dos privados, los de Bogotá y Colombia) entraron en un proceso de marchitamiento o abandonaron las actividades hipotecarias. A la postre, sin embargo, los costos terminaron siendo asumidos por los tenedores de bonos de los bancos hipotecarios en el exterior, ya que estos alivios coincidieron con la moratoria de la deuda externa del país. Lo que quedaba del Banco Agrícola Hipotecario fue absorbido por la Caja Agraria en 1945.

A estas medidas se sumó la reducción significativa de las tasas de redescuento desde fines de 1931, especialmente aquellas para el sector agrícola. Se establecieron, además, toques para las tasas de interés, se extendieron los términos de todos los préstamos, y se permitió a los deudores pagar la mitad de sus obligaciones con cédulas hipotecarias y bonos gubernamentales depreciados, reduciendo en un 20% aproximadamente el valor real de todas las deudas. Se adoptaron, además, mecanismos que implicaban pasar a “cuentas diferidas” las pérdidas de los bancos, por lo que estrictamente estas instituciones no hicieron pérdidas contables.

Las medidas de intervención estatal en el sector financiero siguieron profundizándose en los años siguientes. El BCH comenzó a conceder créditos de vivienda en 1934 y a emitir cédulas hipotecarias en 1937, las cuales se

⁶ Véase González y García (2002), pp.82-84. Curiosamente, sin embargo, estos autores dejan de lado la reducción final de las deudas hipotecarias.

convertirían en un importante instrumento de ahorro en el país. El Instituto de Crédito Territorial fue también creado en 1939 para promover la vivienda campesina y en 1942 se le agregó una sección de vivienda popular urbana. El Fondo Nacional de Ganadería fue creado en 1939 y fusionado con la Caja Agraria el año siguiente, al tiempo que se inició una política de la Caja de otorgar crédito agrícola de largo plazo. En el frente industrial existía desde los primeros años una sección industrial en la Caja Agraria y en 1937 se lanzaron al mercado los bonos industriales del BCH, pero la realización más importante en relación con este sector fue, sin duda, la creación del Instituto de Fomento Industrial en 1940, cuyo objetivo, más allá de otorgar crédito, fue aportar capital a nuevas empresas industriales y mineras, generalmente en colaboración con socios privados nacionales o extranjeros.

La intervención del Banco de la República en la economía se profundizó durante la Segunda Guerra Mundial, aunque en este caso con un paquete masivo de contracción monetaria orientado a contrarrestar los efectos expansionistas de la masiva acumulación de reservas internacionales que se produjo, especialmente por las restricciones para importar que generaron los racionamientos en los países involucrados en el conflicto bélico (López, 1990b; Ocampo, 2015d). Estas medidas incluyeron la creación de distintos mecanismos de ahorro forzoso en “Bonos de Defensa Nacional” y en títulos del Banco de la República por parte de entidades financieras, del Fondo Nacional de Café y de los contribuyentes del impuesto de renta; el pago con dichos bonos de una porción de las exportaciones; la compra de metales preciosos por parte del Banco de la República; el control a la entrada de capitales; el uso de los depósitos previos a las importaciones como medida de control monetario; y, en contra de la opinión de los bancos comerciales que hacían parte de la Junta Directiva del Banco de la República, el primer aumento de los encajes bancarios desde que dicho instrumento fue creado en 1923. De hecho, este paquete de intervención para manejar una bonanza de divisas fue caracterizado por el gran economista belga Robert Triffin (1944), que visitó al país durante esos años, como “el sistema más completo y más equilibrado que hasta la fecha se haya ideado contra la inflación en América Latina”.

La expansión de los medios de pago fue en todo caso significativa durante los años de fuerte acumulación de reservas internacionales, del 26,6% anual entre 1940 y 1944. En los años siguientes se moderó, pero solo ligeramente, a 17,6% anual entre 1944 y 1949, aunque ahora en un período de renovado crecimiento económico. Nuestro período de análisis terminó, por lo tanto, con una continua expansión monetaria, moderada solo por las medidas adoptadas en 1950 para enfrentar la aceleración de la inflación: el “pacto de caballeros” con los bancos comerciales, que frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990 y **Gráfico II.4**).

Medidas de intervención estatal

“Las medidas de intervención estatal en el sector financiero siguieron profundizándose en los años siguientes. El BCH comenzó a conceder créditos de vivienda en 1934 y a emitir cédulas hipotecarias en 1937, las cuales se convertirían en un importante instrumento de ahorro en el país. El Instituto de Crédito Territorial fue también creado en 1939 para promover la vivienda campesina y en 1942 se le agregó una sección de vivienda popular urbana. El Fondo Nacional de Ganadería fue creado en 1939 y fusionado con la Caja Agraria el año siguiente, al tiempo que se inició una política de la Caja de otorgar crédito agrícola de largo plazo. En el frente industrial existía desde los primeros años una sección industrial en la Caja Agraria y en 1937 se lanzaron al mercado los bonos industriales del BCH, pero la realización más importante en relación con este sector fue, sin duda, la creación del Instituto de Fomento Industrial en 1940...”

Auge de los años veinte

“El comportamiento de la cartera de los dos bancos comerciales más importantes de la capital, el Bogotá y el Colombia, nos ayuda a visualizar el desempeño del sector financiero durante el ciclo de auge en los años veinte, sucedido por la Gran Depresión.”

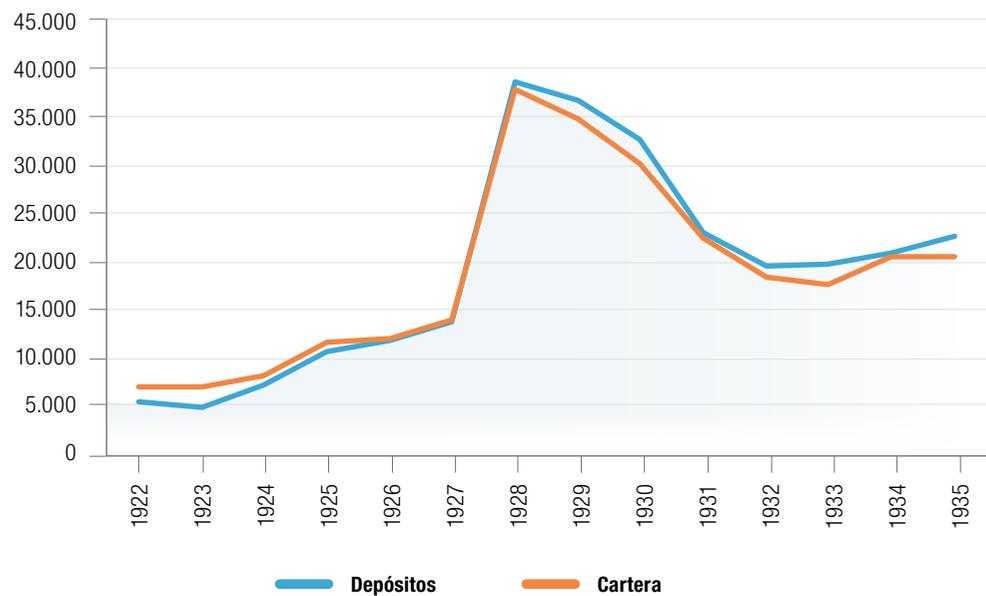
“La fuerte expansión de estas entidades en los años veinte, y especialmente en 1928, estuvo asociada a la compra de otros bancos, como parte de un proceso más general de concentración bancaria que caracterizó este período...”

“La liquidez de estas entidades había aumentado durante el auge, pero se acentuó durante los años más agudos de la crisis, antes de comenzar a reducirse en 1931. No presentaron, por lo tanto, fenómenos de iliquidez.”

3. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO

El comportamiento de la cartera de los dos bancos comerciales más importantes de la capital, el Bogotá y el Colombia, nos ayuda a visualizar el desempeño del sector financiero durante el ciclo de auge en los años veinte, sucedido por la Gran Depresión. Como se aprecia en el **Gráfico II.5**, los depósitos y la cartera de ambas entidades experimentaron un ciclo incluso ligeramente más agudo que el de los medios de pago en general: un aumento sustancial en la década del veinte y una caída pronunciada durante la crisis. La fuerte expansión de estas entidades en los años veinte, y especialmente en 1928, estuvo asociada a la compra de otros bancos (**Cuadro II.1**), como parte de un proceso más general de concentración bancaria que caracterizó este período, según veremos más adelante. Por su parte, la pronunciada contracción de ambas entidades durante los años de crisis reprodujo un patrón procíclico que venía del pasado, y era muy agudo bajo el patrón oro, pero solo se interrumpió a mediados de los treinta, es decir con un rezago en relación con la reversión de la política monetaria.

Gráfico II.5
Depósitos y cartera de los bancos de Bogotá y Colombia
 (miles de pesos)



Fuente: Asobancaria (1990)

Cuadro II.1

Liquidaciones y fusiones bancarias, 1924-1950

BANCO	AÑOS DE LIQUIDACIÓN O FUSIÓN	BANCO COMPRADOR
Banco Dugand	1925	Banco de Colombia
Del Sur	1924	
De Crédito Caucano	1924	
Banco de Caldas	1926	Banco de Ruiz
De la Mutualidad De Bucaramanga	1925	
Hipotecario de Bucaramanga	1925	
Banco de Huila	1926	Banco de Bogotá
Banco Social de Tolima	1927	Banco de Bogotá
Banco Central	1928	Banco de Bogotá
Republicano	1928	Banco de Bogotá
De Pereira	1928	Banco de Bogotá
De Santander	1928	Banco de Bogotá
De Pamplona	1928	Banco de Bogotá
Nuevo de Boyacá	1928	Banco de Bogotá
Hipotecario del Pacifico	1928	Banco de Colombia
Del Ruiz	1928	Banco de Colombia
Banco de Bolívar	1939	Banco de Bogotá
Banco Nacional de Sabanas	1944	Banco Comercial Antioqueño
Banco de San Gil	1945	Banco Comercial Antioqueño

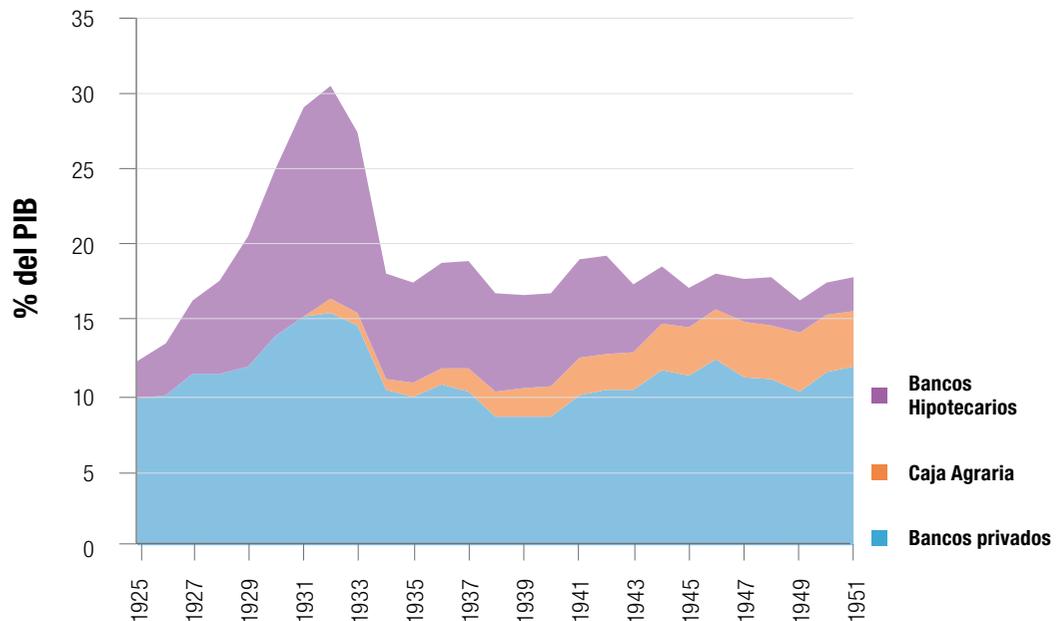
Fuente: Asobancaria (1990).

La liquidez de estas entidades había aumentado durante el auge, pero se acentuó durante los años más agudos de la crisis, antes de comenzar a reducirse en 1931. No presentaron, por lo tanto, fenómenos de iliquidez. Por su parte las tasas de interés de los créditos se elevaron del 9 al 10% en 1930, antes de comenzar a bajar, pero generando unas tasas reales excesivamente altas durante los años críticos. Se estabilizaron desde 1933 en un 6%. Como un todo, el sector crediticio profundizó los efectos procíclicos de la política monetaria, pero se benefició del giro que experimentó después de la suspensión del patrón oro, aunque sin contribuir dinámicamente con la creación de crédito.

La evolución de los activos del sistema financiero confirma el auge de los años veinte, particularmente de los bancos hipotecarios (**Gráfico II.6**). Estos últimos llegaron a concentrar casi la mitad del sistema financiero, gracias en especial al acceso al crédito externo. Uno de esos bancos, el Agrícola Hipotecario, había sido creado en 1924 con capital del Gobierno nacional, pero también de varios departamentos⁷.

⁷ Este banco fue creado por la Ley 68 de 1924, y contó con capital del Gobierno nacional (en un 72,8%), de nueve departamentos (26,9%), con una participación relativamente alta de Antioquia y Caldas, y 0,3% de otros accionistas.

Gráfico II.6
Profundización financiera
 (activos)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

El fuerte ascenso que mostró este indicador a comienzos de la década de los treinta fue generado por la deflación que experimentó la economía colombiana durante estos años, ya que las deudas mantuvieron, como es obvio, sus valores nominales. En el sentido opuesto, la fuerte caída posterior estuvo asociada a la inflación que generó la fuerte devaluación de la moneda en 1932-1934 y a la disminución (o, casi podría decirse, el saneamiento radical) de la cartera hipotecaria. En términos de las tendencias de la profundización financiera, los datos de 1929-1934 no son, por lo tanto, representativos.

En todo caso, el público nunca perdió confianza en el sistema financiero y, fuera de los bancos hipotecarios, que habían acumulado grandes deudas externas, no hubo quiebras bancarias. Sin embargo, tal como lo hemos visto en relación con los principales bancos comerciales de Bogotá, siguiendo un patrón característico en otras épocas, estas instituciones adoptaron políticas muy cautelosas, que les permitieron sobrevivir la crisis, aunque a costa de una enorme contracción del crédito.

Los de la segunda mitad de los años treinta muestran una caída de los activos de los bancos privados, de tal forma que la poca expansión del crédito fue

la que suministró la Caja Agraria. A su vez, la cartera hipotecaria experimentó, como vimos, un proceso de saneamiento. En 1940, el crédito conjunto de los bancos privados y la Caja Agraria era inferior, como proporción del PIB, al de 1929. Como un todo, por lo tanto, el crédito no contribuyó al crecimiento de la economía durante esa década. Un elemento estructural adicional fue el marchitamiento de la banca extranjera, que se inició con la crisis y continuó durante los años cuarenta.

Los activos financieros tampoco amentaron significativamente durante la década del cuarenta. Esto refleja, sin embargo, dos tendencias opuestas: la disminución persistente, como proporción del PIB, de los activos de los bancos privados que se compensó con el aumento de los de la banca pública (**Gráfico II.7**). La banca extranjera siguió experimentando una contracción. De esta manera, la poca expansión del crédito estuvo asociado a la Caja Agraria, a la cual se comenzó a sumar el BCH, cuya cartera para entonces ya era propia. En su conjunto, los activos del sistema apenas llegaban a representar en 1950 niveles similares, como proporción del PIB, a los de 1928.

Visto como un todo, por lo tanto, la intervención del Estado a través de la creación de entidades públicas de distinta naturaleza fue la que generó el escaso dinamismo del sector financiero durante las dos últimas décadas del período que cubre este capítulo. Esta tendencia se profundizaría al comienzo del siguiente período de nuestra historia. En todo caso, la participación de la banca pública en el sistema a fines de los años cuarenta era similar o ligeramente superior a la de 1928 e inferior a la de 1929 y los años treinta, debido a la tendencia ya mencionada de los activos del Banco Agrícola Hipotecario.

Otro de los cambios importantes que se dieron durante el período que cubre este capítulo fue la reorganización institucional del sector mediante la puesta en marcha de la Superintendencia Bancaria y las normas asociadas de regulación del sector bancario que se expidieron con la Ley 45 de 1923. La ley 45 determinó que los bancos comerciales debían mantener en caja en moneda legal un 50% de los depósitos disponibles (cuentas corrientes y depósitos de menos de treinta días) y un 25% de los depósitos a término (mayores de treinta días), como también, establecer una reserva legal equivalente al 20% del capital autorizado. El establecimiento de sucursales debía ser aprobado por la Superintendencia y los bancos no podían poseer mercancías o semovientes, ni acciones o bonos de otras corporaciones. También se establecieron controles a los bancos hipotecarios y las secciones hipotecarias de los bancos comerciales.

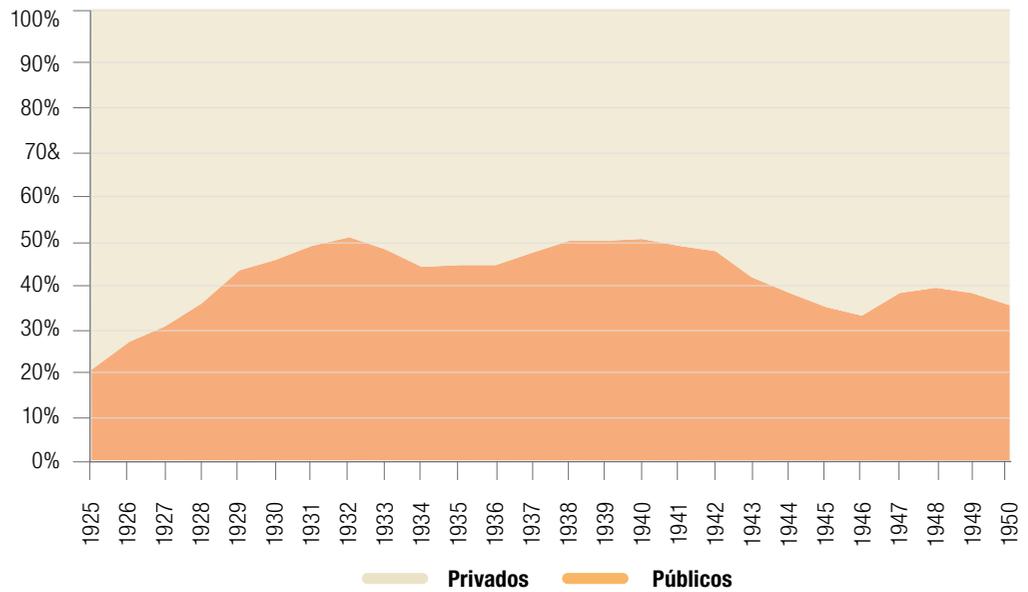
Uno de los efectos de estas normas fue generar lo que se puede llamar tanto una racionalización como un proceso de concentración del sector bancario. Entre 1924 y 1926, se presentaron liquidaciones de bancos locales. Otros fueron adquiridos por bancos más grandes. Según vimos, los bancos de Bogotá y Colombia fueron los más activos en este campo. En 1924, existían 26 bancos

Normas de regulación

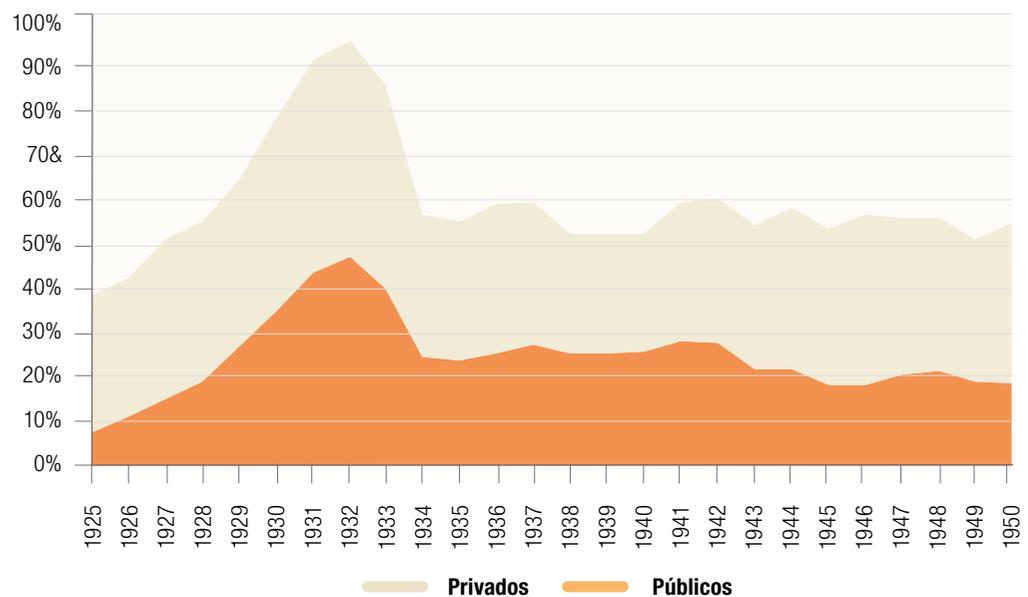
“Otro de los cambios importantes que se dieron durante el período que cubre este capítulo fue la reorganización institucional del sector mediante la puesta en marcha de la Superintendencia Bancaria y las normas asociadas de regulación del sector bancario que se expidieron con la Ley 45 de 1923. La ley 45 determinó que los bancos comerciales debían mantener en caja en moneda legal un 50% de los depósitos disponibles (cuentas corrientes y depósitos de menos de treinta días) y un 25% de los depósitos a término (mayores de treinta días), como también, establecer una reserva legal equivalente al 20% del capital autorizado.”

Gráfico II.7
Composición del sistema bancario por activos
 (entidades privadas vs. públicas)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución sistema bancario por activos como proporción del PIB

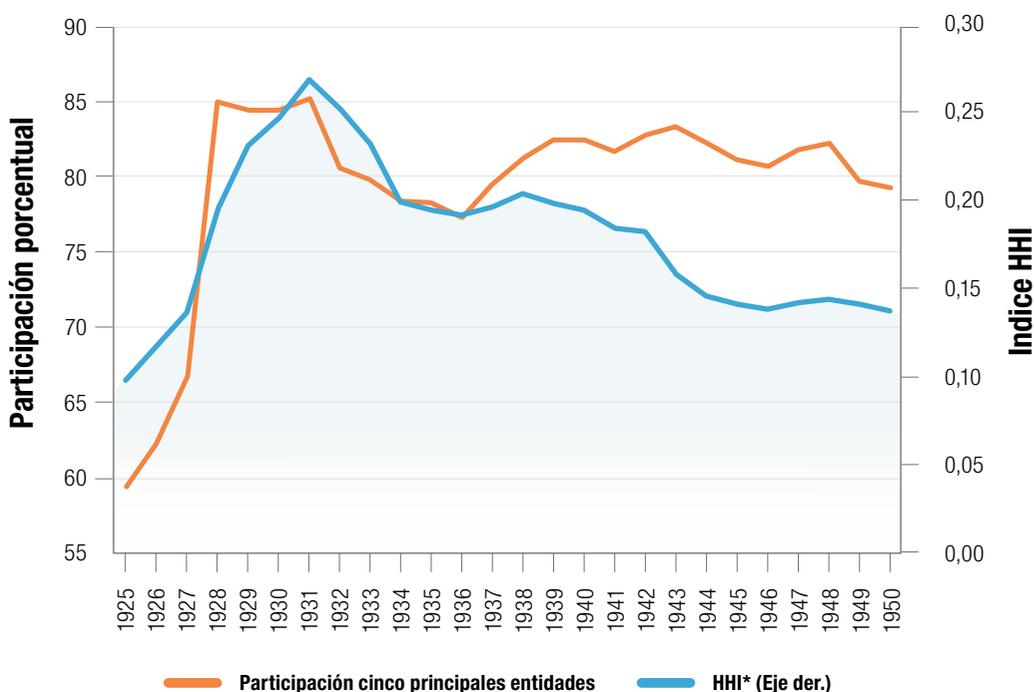


Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

comerciales y 4 extranjeros. Las oficinas de los bancos regionales se redujeron y, con las fusiones, los bancos capitalinos abrieron nuevas sucursales en distintas partes del país. Aunque el Banco Alemán Antioqueño no participó en las compras de los años veinte, sí lo hizo en la segunda mitad de los cuarenta (Mora, 1992, y Asobancaria, 1990).

Como resultado de este proceso, la participación de las cinco principales entidades financieras aumentó del 59% en 1925 (el primero para el cual hay información disponible) al 85% en 1928. Esta proporción se redujo ligeramente en las décadas siguientes, pero era todavía de un 80% a finales de nuestro período de análisis. El Índice Herfindahl (también conocido como Herfindahl-Hirschman), uno de los más utilizados para medir concentración industrial, también aumentó fuertemente durante el auge de los veinte, alcanzando un nivel muy alto (en torno a 0,25 en un índice que oscila entre 0 y 1), pero después mostró una tendencia descendente, aunque a finales del período que cubre este capítulo todavía tenía niveles más elevados (**Gráfico II.8**) que los de 1925.

Gráfico II.8
Concentración en el sistema bancario por activos



*El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde cero indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria



CAPÍTULO III

LA ERA DE FUERTE INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL SECTOR FINANCIERO, 1951 - 1974

El período que cubre este capítulo estuvo marcado por la consolidación del intervencionismo estatal, tanto en el sistema financiero como en la economía en general. Aunque, como vimos en el anterior capítulo, ya desde los años treinta del siglo pasado el Estado colombiano había comenzado a intervenir en forma más activa en el sistema financiero, fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la Reforma de 1951, que se adoptó un esquema estructurado de intervención en el manejo crediticio¹. Este esquema hizo parte de una estrategia más amplia de desarrollo que se puede caracterizar como de industrialización dirigida por el Estado. El poder regulador del Estado sobre la actividad crediticia se perfeccionó durante la década de los sesenta, cuando se pusieron en marcha los fondos de fomento (o fondos financieros, pero aquí preferiré el término “fondos de fomento”), pero se fue diluyendo para finales del periodo de análisis, cuando se empezaron a tomar medidas para superar lo que en los debates económicos se vino a denominar la “represión financiera”. La creación del sistema UPAC a comienzos de los setenta representó una transición entre las viejas y emergentes visiones del papel del sector financiero en el desarrollo.

El análisis de las transformaciones que experimentó el sistema financiero durante estos años comienza con una presentación del panorama general de la economía y la política económica durante

¹ Cuando me refiero a décadas o años en este capítulo, se sobreentiende que corresponden al siglo XX.

Proceso industrial de la Fábrica de Hilados y Tejidos del Hato (Fabricato), fundada en 1920 y ubicada en el municipio de Bello, Antioquia. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

Estrategia de desarrollo económico

“Tras la transición que representaron la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial, el país dio un giro radical en materia de estrategia de desarrollo económico, colocando a la industrialización en el centro de dicha estrategia.”

“Esta estrategia fue, sin embargo, más allá del fomento de la industria manufacturera y de la sustitución de importaciones, por lo cual el concepto tradicional de ‘industrialización por sustitución de importaciones’ no capta sino uno de los elementos del modelo, y no necesariamente el más importante. De hecho, involucró también (y muy notoriamente en Colombia) la modernización del sector agropecuario, el desarrollo de la infraestructura y los servicios modernos a cargo del Estado y una importante transformación de la política social...”

este período, así como del contexto internacional sobre el cual se desarrollaron. Posteriormente, el capítulo se enfoca en los cambios institucionales del sistema financiero, con especial énfasis en la reforma de 1951, la creación y desarrollo de la banca oficial y los fondos de fomento, y la creación de nuevos tipos de intermediarios crediticios dentro de un modelo de banca especializada. Finalmente, reseña la evolución del sistema financiero, destacando la incidencia que tuvieron sobre el sector tanto los vaivenes de la economía colombiana como los virajes institucionales.

1. LA INDUSTRIALIZACIÓN DIRIGIDA POR EL ESTADO

Tras la transición que representaron la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial, el país dio un giro radical en materia de estrategia de desarrollo económico, colocando a la industrialización en el centro de dicha estrategia. Este proceso de transformación no fue un fenómeno aislado de nuestro país. Obedeció a un viraje institucional que tuvo lugar en toda América Latina hacia lo que Cárdenas, Ocampo y Thorp (2003) y Bértola y Ocampo (2013) han denominado la “industrialización dirigida por el Estado”, y que fue promovida por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas (CEPAL), con Raúl Prebisch como su principal exponente. Hizo, además, parte de una concepción más intervencionista en materia de política económica a nivel mundial, que se hizo evidente con la revolución keynesiana en el pensamiento económico en los años treinta, el surgimiento en los cuarenta de una nueva rama del pensamiento económico, la teoría del desarrollo, que le dio un papel protagónico a la industrialización como motor del desarrollo, la consolidación de las visiones sobre el Estado de Bienestar y la difusión de distintas formas de planeación a largo y ancho del mundo, que abarcó desde la planeación indicativa de Europa Occidental hasta la central introducida por la revolución rusa y difundida después de la Segunda Guerra Mundial con la expansión del mundo comunista.

En términos generales, el nuevo modelo de desarrollo colombiano y latinoamericano tuvo como eje central la producción industrial para el mercado interno, que se apoyó en parte en la sustitución progresiva de las importaciones, principalmente de bienes industriales pero también agrícolas. Esta estrategia fue, sin embargo, más allá del fomento de la industria manufacturera y de la sustitución de importaciones, por lo cual el concepto tradicional de “industrialización por sustitución de importaciones” no capta sino uno de los elementos del modelo, y no necesariamente el más importante. De hecho, involucró también (y muy notoriamente en Colombia) la modernización del sector agropecuario, el desarrollo de la infraestructura y los servicios modernos a

cargo del Estado y una importante transformación de la política social (Ocampo *et al.*, 2015). Entre los elementos característicos de este modelo se deben incluir la regulación de la actividad económica, mediante la intervención en el sector externo, la activa intervención en la regulación tanto de la moneda como del crédito y la política de fomento crediticio dirigida a la promoción de los sectores agropecuario e industrial.

Una de las características más destacadas de la política macroeconómica colombiana hasta 1967 fue la serie de ciclos cortos de “pare y siga”, es decir, de freno y expansión de la actividad económica. Aunque estos ciclos estuvieron asociados en parte a factores internos en los primeros años de la posguerra, incluso algunos de carácter político (el asesinato de Jorge Eliécer Gaitán el 9 de abril de 1948 y el Bogotazo y La Violencia a la cual dio lugar), sus elementos determinantes fueron externos, especialmente las fluctuaciones del precio externo del café y las medidas adoptadas por parte de las autoridades económicas para sobrellevarlas (Ocampo, 1989). En este contexto, las fases de crecimiento tendían a generar rápidamente déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos, que obligaban al Gobierno a adoptar, primero, un control estricto sobre las importaciones y, posteriormente, en ocasiones bajo la presión del Fondo Monetario Internacional, un programa de estabilización, que incluía una mayor austeridad fiscal y monetaria y una devaluación de la moneda. El resultado neto de estas medidas se puede evidenciar tanto en el dinamismo de la economía colombiana como en su nivel de inflación, generando años de rápida expansión seguidos por otros de ajuste macroeconómico, crecimiento económico relativamente lento y, curiosamente, aceleración de la inflación, en la medida en que la devaluación del tipo de cambio tenía efectos sensibles sobre los precios internos (**Gráfico III.1**).

Como vimos en el capítulo anterior, los primeros años de la posguerra estuvieron marcados por un fuerte aumento de las importaciones que, pese al aumento de los precios del café y mejoría consecuente de los términos de intercambio, dio lugar a la primera devaluación de la posguerra y la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas². Estos desarrollos se entrelazaron con eventos de carácter interno, especialmente la política expansionista adoptada en 1948 para manejar los efectos del Bogotazo, que en su conjunto dieron lugar a una recuperación del crecimiento económico en 1949 pero también a una aceleración de la inflación (también por problemas en la oferta agrícola), que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio lugar a las medidas de austeridad acordadas como “pacto de caballeros” con los bancos en septiembre de dicho año, que frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990). El resultado de la fuerte contracción monetaria fue una desaceleración económica y una disminución en el ritmo de inflación, que incluso

Freno y expansión de la actividad económica

“Una de las características más destacadas de la política macroeconómica colombiana hasta 1967 fue la serie de ciclos cortos de “pare y siga”, es decir, de freno y expansión de la actividad económica. Aunque estos ciclos estuvieron asociados en parte a factores internos en los primeros años de la posguerra, incluso algunos de carácter político (el asesinato de Jorge Eliécer Gaitán el 9 de abril de 1948 y el Bogotazo y La Violencia a la cual dio lugar), sus elementos determinantes fueron externos, especialmente las fluctuaciones del precio externo del café y las medidas adoptadas por parte de las autoridades económicas para sobrellevarlas.”

² La historia cambiaria de Colombia desde estos años está contada excelentemente en Wiesner (1978).

Nueva fase de austeridad

“Ante el descenso de los precios del café y la reaparición de un déficit externo considerable, en la segunda mitad de los cincuenta se inició una nueva fase de austeridad. De hecho, esta destorcida cafetera se convirtió en una de las crisis cambiarias más severas de la historia del país. Algunas de las medidas de ajuste comenzaron a adoptarse en medio del auge. Así, el presidente, general Gustavo Rojas Pinilla (1953-1957), se vio obligado a disminuir paulatinamente el gasto público y reimplantar controles a las importaciones a fines de 1954 y a restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955, lo cual benefició de nuevo a las exportaciones no tradicionales.”



General Gustavo Rojas Pinilla.
Fotografía El Tiempo.

se tradujo en una ligera deflación en 1952. Como parte de las medidas de ajuste, y para contrarrestar la fuerte revaluación real acumulada durante estos años de fuerte inflación, el paquete de medidas incorporó una nueva devaluación en marzo de 1951 (de \$1.95 a \$2.50), que suspendió, sin embargo, el funcionamiento del mercado paralelo de divisas.

Las medidas adoptadas entonces incluyeron también reformas más estructurales, entre ellas la primera reforma arancelaria de la posguerra, que concibió un sistema mixto de aranceles específicos y *ad valorem*, al tiempo que elevó considerablemente los niveles de protección. Aunque el debate se había iniciado con anterioridad, la reforma financiera de 1951, a la que me referiré extensamente en la sección siguiente, hizo parte también de este paquete de políticas.

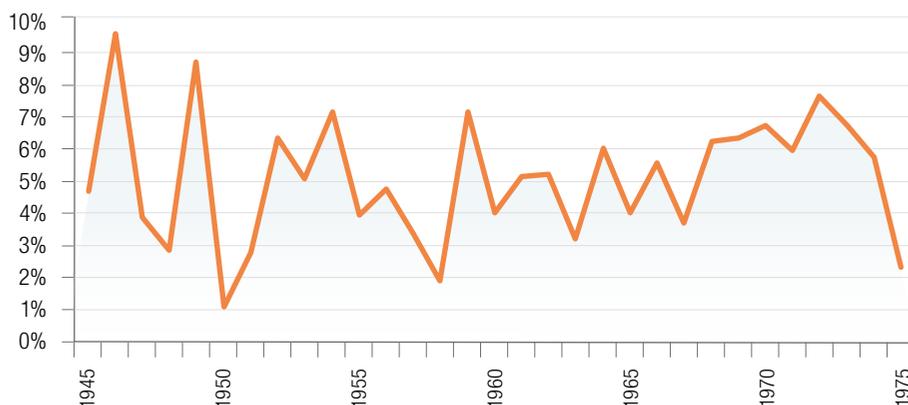
Gracias a los fuertes incrementos de los precios del café, que llevaron a los términos de intercambio a niveles similares a los de los años veinte, la política macroeconómica se pudo relajar en los años siguientes. Desde el piso de 1,1% en 1950, el crecimiento económico alcanzó un nuevo pico en 1954, del 7,2%, y un promedio de 6,2% entre 1951 y 1954. El extraordinario ingreso de divisas, conjuntamente con la creciente demanda interna, estimularon la inversión, tanto privada como pública, generando de hecho uno de los niveles más altos de la tasa de inversión de la historia del país. Esto fue posible gracias a que el aumento de los precios del café y la recuperación de las reservas internacionales permitieron relajar el estricto control a las importaciones, lo cual facilitó la compra externa de maquinaria y equipo. Sin embargo, y debido curiosamente a la fuerte reacción de las importaciones, la balanza en cuenta corriente con el exterior comenzó a arrojar déficits crecientes en medio del auge.

Vale anotar que los encajes fueron utilizados por primera vez en estos años como el instrumento más importante de política monetaria. De hecho, entre 1951 y 1953, el Banco de la República, haciendo uso de sus nuevas funciones otorgadas por la reforma financiera, decidió adoptar algunas medidas de importancia en cuanto a cupos de redescuento, depósitos previos y encajes, con el propósito de aminorar el inusual crecimiento de la cartera de los bancos comerciales (Avella, 2007).

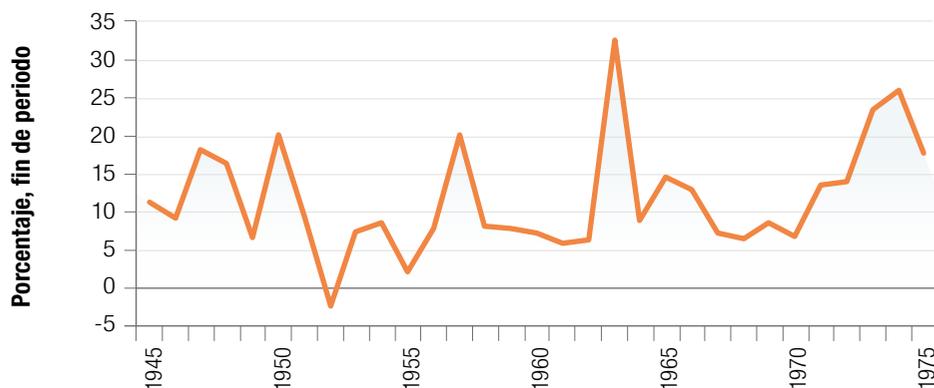
Ante el descenso de los precios del café y la reaparición de un déficit externo considerable, en la segunda mitad de los cincuenta se inició una nueva fase de austeridad. De hecho, esta destorcida cafetera se convirtió en una de las crisis cambiarias más severas de la historia del país. Algunas de las medidas de ajuste comenzaron a adoptarse en medio del auge. Así, el presidente, general Gustavo Rojas Pinilla (1953-1957), se vio obligado a disminuir paulatinamente el gasto público y reimplantar controles a las importaciones a fines de 1954 y a restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955, lo cual benefició de nuevo a las exportaciones no tradicionales.

Gráfico III.1 Principales variables macroeconómicas

A. Tasa de crecimiento del PIB



B. Tasa de inflación anual



C. Balance total Gobierno Nacional Central



Fuentes: Las series de A y B son tomadas de la información del Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO) del Banco de la República. La serie C proviene de la información de Junguito y Rincón (2007)

Plan Vallejo

“La mezcla entre el malestar económico y los problemas más severos de índole política confluyeron en el derrocamiento del general Rojas Pinilla en mayo de 1957 y su sustitución temporal por una Junta Militar. La Junta acentuó el programa de ajuste, al imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana...”

“A ello se agregó el Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer, libres de derechos de importación, los insumos necesarios para elaborar los productos destinados al mercado externo. Esta medida, en conjunto con la facultad de los exportadores de productos diferentes al café y al petróleo de vender sus divisas en el mercado libre y los incentivos tributarios que se otorgaron en 1960, dio paso a una nueva política: la de fortalecimiento de las que se vinieron a denominar ‘exportaciones menores’...”

A pesar de estas medidas, el deterioro continuó y afectó el acceso de Colombia a los mercados internacionales (principalmente entonces a créditos comerciales), debido a la persistente caída de los términos de intercambio. Sus efectos sobre la economía nacional fueron un menor crecimiento económico, la paralización de las importaciones hacia 1957, acumulación de atrasos en el pago de la deuda comercial y un incipiente desajuste fiscal. La mezcla entre el malestar económico y los problemas más severos de índole política confluyeron en el derrocamiento del general Rojas Pinilla en mayo de 1957 y su sustitución temporal por una Junta Militar.

La Junta acentuó el programa de ajuste, al imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana (de \$2.50 a unos \$6.70), a través de un sistema de certificados de cambio libremente negociables. Como lo indica el **Gráfico III.2**, esta devaluación tuvo un efecto permanente, que perduró hasta el final de nuestro período de análisis. A ello se agregó el Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer, libres de derechos de importación, los insumos necesarios para elaborar los productos destinados al mercado externo. Esta medida, en conjunto con la facultad de los exportadores de productos diferentes al café y al petróleo de vender sus divisas en el mercado libre y los incentivos tributarios que se otorgaron en 1960, dio paso a una nueva política: la de fortalecimiento de las que se vinieron a denominar “exportaciones menores” (no tradicionales)³. El estrangulamiento externo sirvió, a su vez, como justificación para un programa de industrialización más agresivo y el perfeccionamiento de los mecanismos de intervención creados en fases anteriores.

En agosto de 1958 se protocolizó el inicio del Frente Nacional, que comenzó una ola de reformas, entre ellas la puesta en marcha de mecanismos permanentes de planeación, la adopción de una legislación laboral más protectora de los trabajadores, la reforma agraria y una expansión considerable del gasto público social. Todo ello se hizo, además, en el marco de los programas de la Alianza para el Progreso, que impulsó la Administración Jack Kennedy (1961-1963) en Estados Unidos y, por lo tanto, con un apoyo importante de la Agencia para el Desarrollo de dicho país (USAID), así como de los bancos multilaterales de desarrollo: El Banco Mundial y el nuevo Banco Interamericano.

Como parte de la creciente agenda social, pero rompiendo con los esfuerzos de ajuste que se habían adoptado en años anteriores, el primer gobierno del Frente Nacional, bajo el mando del presidente Alberto Lleras Camargo (1958-1962), emprendió un programa fiscal expansionista, así como la

³ El tratamiento ya clásico del sector externo de la economía colombiana durante el período que analizo en este capítulo es Díaz-Alejandro (2003). Esta es la traducción tardía de una obra publicada en inglés en 1976.

reforma tributaria de 1960, que creó una gran variedad de incentivos para el desarrollo de la industria. En el frente monetario, sin embargo, cuando reaparecieron las presiones inflacionarias en 1958, el Banco de la República decidió incrementar los encajes y estableció temporalmente (hasta 1960) un encaje marginal del 100%. Además, en el año 1960, el Banco comenzó a experimentar con minidevaluaciones del certificado de cambio, pero la oposición a esa política se tradujo en su suspensión y la fijación del tipo de cambio en \$6,70 por dólar. Aunque la economía retornó a tasas de crecimiento aceptables (5,4% en 1958-1962), el sector externo y las finanzas públicas se deterioraron rápidamente (Gráficos III.1 y III.2).

Al iniciarse la Administración del presidente Guillermo León Valencia, en 1962, los signos de crisis eran evidentes. Esto obligó al Gobierno nacional a emprender de nuevo un programa de ajuste. En noviembre de 1962, se llevó a cabo una devaluación que elevó la tasa de cambio a \$9 por dólar. Sin embargo, el impacto de la devaluación, sumado a la escasez de alimentos y el alza de salarios, aceleró fuertemente la inflación en 1963, eliminando así el efecto real de la misma.

Como resultado de ello, las medidas de control de importaciones tuvieron que acentuarse. Con el propósito de estabilizar la situación, el Banco de la República intentó regular el mercado libre de divisas entre enero de 1963 y octubre de 1964, sin gran éxito. La política monetaria tendió, por un lado, a la reducción y posterior eliminación del encaje marginal (reintroducido en 1962) y, por el otro, al aumento en los niveles del encaje ordinario. Adicionalmente, presionado por los organismos internacionales, en septiembre de 1965 se creó una tasa de cambio intermedia de \$13,50 y se desmontaron los controles a las importaciones. El resultado de estas políticas, aunado a la reducción en el precio del café y la revaluación del peso, fue un verdadero colapso externo en 1966, que heredó la Administración del presidente Carlos Lleras Restrepo (1966-1970).

A pesar de los malos vientos de la economía colombiana, la Administración Lleras Restrepo implementó un viraje de política económica que permitió, no solo enfrentar mejor la crisis externa, sino que abrió paso a la expansión económica más rápida de la posguerra. Particularmente, la política cambiaria adoptada por esta Administración incluyó tres elementos fundamentales. El primero, y tal vez la innovación más importante, fue el establecimiento de un régimen cambiario de minidevaluaciones (“crawling peg”, de acuerdo con su denominación internacional), que intentó dar fin a las dramáticas devaluaciones y desequilibrios cambiarios que se presentaban con el régimen de tasa de cambio fija. En segundo término, eliminó el mercado libre de divisas y estableció un rígido control sobre los flujos de capital con el exterior. En tercer



con 12 líneas en constante tráfico por los mares del mundo, tocando en 90 puertos de 22 países.

RECUERDE... que esta Empresa Colombiana es un orgullo del País y que usted como colombiano tiene el deber de utilizarla para sus Importaciones y Exportaciones.

Cuando usted ordene su CARTA DE CREDITO exija siempre que la casa exportadora embarque por a la FLOTA MERCANTE GRANCOLOMBIANA.



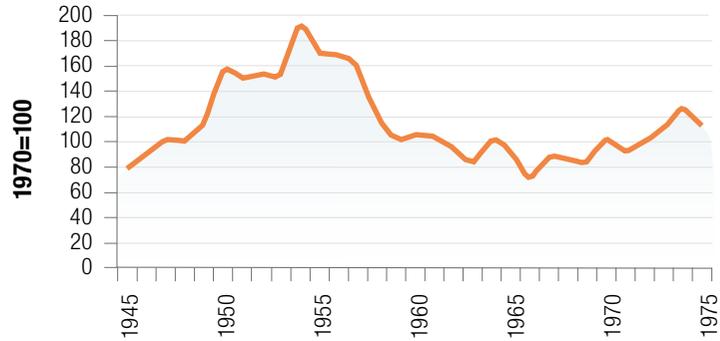
LA PATRIA EN LOS MARES

FLOTA MERCANTE GRANCOLOMBIANA
 OFICINA: CAJA COLOMBIANA DE AHORROS
 CORREO: 1042 BARRIO 5 - 8

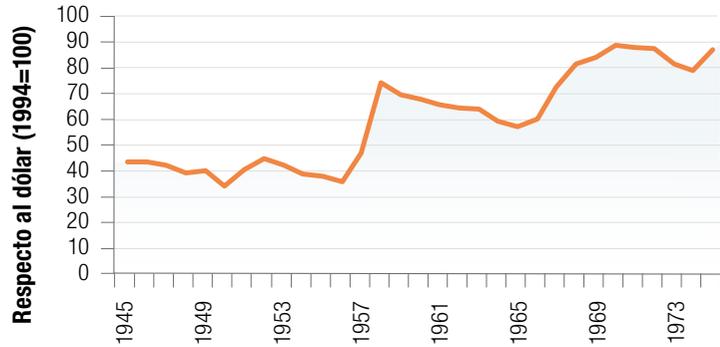
Aviso publicitario de la Flota Mercante Grancolombiana. Revista Semana, 2 de junio de 1960. Colección particular.

Gráfico III.2 Principales variables del sector externo

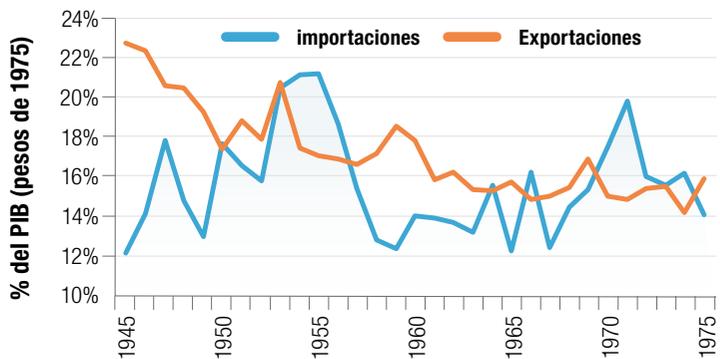
A. Términos de intercambio



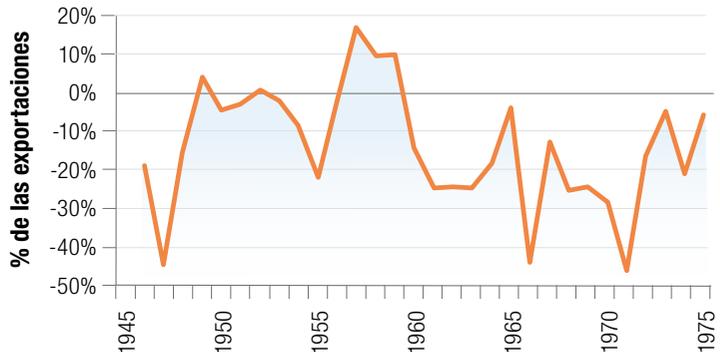
B. Tipo de cambio real



C. Coeficientes de comercio exterior



D. Balance en cuenta corriente como proporción de las exportaciones



Fuentes:

- A) Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO) del Banco de la República
- B) GRECO del Banco de la República
- C) CEPAL y Banco de la República
- D) Banco de la República

lugar, se unificaron gradualmente las múltiples tasas de cambio que habían existido hasta entonces.

Complementando lo anterior, el Decreto Ley 444 de 1967 estableció un régimen estable de promoción de exportaciones, que amplió el Plan Vallejo, creó el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), el cual ofrecía tanto financiamiento como otros mecanismos de apoyo a las empresas exportadoras, y transformó las ventajas tributarias y la tasa de cambio preferencial de las que habían disfrutado hasta entonces las exportaciones no tradicionales, por un Certificado de Abono Tributario (CAT), libre de impuestos. De esta manera, en el marco de la bonanza que experimentó la economía mundial en estos años y de la puesta en marcha del Pacto Andino (véase más adelante), estas medidas permitieron un crecimiento acelerado de las exportaciones no tradicionales, especialmente las manufactureras.

Como se venía perfilando desde la fase anterior, el fomento a las exportaciones surgió como complemento y no como sustituto de la protección a la industria nacional. No obstante, los estrictos controles característicos de los años de escasez de divisas se atenuaron y durante la Administración del presidente Misael Pastrana Borrero (1970-1974) comenzaron a reducirse algunos aranceles excesivos. Esto último se llevó a cabo por primera vez en uso de la facultad concedida por la Reforma Constitucional de 1968 al presidente de la República para regular el comercio exterior del país.

La política de protección adquirió un nuevo carácter al firmarse el Acuerdo de Cartagena en 1969, que dio nacimiento al Pacto Andino, cuyo propósito principal fue transitar hacia una nueva etapa de industrialización basada en un mercado ampliado. Esta nueva estrategia incluía la planeación del desarrollo de las industrias básicas en un contexto regional, la eliminación gradual de las trabas al comercio exterior entre los países miembros y el establecimiento gradual de una unión aduanera. A ello se agregó el estatuto común para la inversión extranjera, que reservaba ciertos sectores a empresas de mayoría andina y limitaba los beneficios del mercado ampliado a dichas empresas. Aunque esta estrategia nunca se llevó realmente a cabo⁴, el comercio andino fue uno de los factores que alimentó el despegue exportador.

Las mejores condiciones macroeconómicas, incluida ahora la más activa promoción de nuevas exportaciones contribuyeron al rápido crecimiento económico entre 1967 y 1974, 6,5% anual, el más alto de la historia económica del país en la posguerra para un período de esta duración, y el segundo más alto de la historia (ligeramente por debajo del 6,7% alcanzado en 1923-1929). Lo que es más interesante, en contraste con todos los otros períodos de auge

Pacto Andino

“...durante la Administración del presidente Misael Pastrana Borrero (1970-1974) comenzaron a reducirse algunos aranceles excesivos. Esto último se llevó a cabo por primera vez en uso de la facultad concedida por la Reforma Constitucional de 1968 al presidente de la República para regular el comercio exterior del país. La política de protección adquirió un nuevo carácter al firmarse el Acuerdo de Cartagena en 1969, que dio nacimiento al Pacto Andino, cuyo propósito principal fue transitar hacia una nueva etapa de industrialización basada en un mercado ampliado.”

⁴ Aunque Venezuela adhirió al Pacto en 1973, la ruptura de Chile en 1976 hizo absolutamente evidente que la uniformidad de criterios existente al firmarse el Acuerdo había desaparecido rápidamente. Véase Ocampo et al. (2015).

Crecimiento del gasto público

“Un elemento importante, al lado de la estabilización y el auge del sector externo, fue sin duda el crecimiento del gasto público durante las administraciones Lleras Restrepo y Pastrana Borrero, financiado por los mayores impuestos en el primer caso y por un aumento significativo del crédito externo en ambos, incluidos los primeros créditos provenientes del mercado de eurodólares. El mayor gasto se orientó tanto al sector social como al impulso de la infraestructura. Se agregó, además, el impacto de la política de vivienda adoptada por el segundo de dichos gobiernos, bajo el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias”.

“El rápido crecimiento económico estuvo acompañado por una notable reducción en los altos niveles de desempleo que había acumulado el país durante los años de estrechez cambiaria.”

del siglo XX, no contó con términos de intercambio particularmente favorables (Gráfico I.2), lo que indica que el buen diseño de la política económica jugó un papel esencial en este resultado. Un elemento importante, al lado de la estabilización y el auge del sector externo, fue sin duda el crecimiento del gasto público durante las administraciones Lleras Restrepo y Pastrana Borrero, financiado por los mayores impuestos en el primer caso y por un aumento significativo del crédito externo en ambos, incluidos los primeros créditos provenientes del mercado de eurodólares. El mayor gasto se orientó tanto al sector social como al impulso de la infraestructura. Se agregó, además, el impacto de la política de vivienda adoptada por el segundo de dichos gobiernos, bajo el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias”. En cualquier caso, el acceso al crédito externo fue esencial, no solo para financiar el gasto público, sino también el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que el país arrojó durante el auge, particularmente hasta 1971.

El rápido crecimiento económico estuvo acompañado por una notable reducción en los altos niveles de desempleo que había acumulado el país durante los años de estrechez cambiaria. El problema más preocupante fue, por el contrario, la rápida aceleración del ritmo de inflación, que alcanzó niveles superiores al 20% anual a partir de 1973. El Gobierno interpretó la aceleración inflacionaria como el producto de un proceso similar al que estaba experimentando el mundo entero (inflación importada). La oposición la vio, por el contrario, como el producto del elevado déficit fiscal. El triunfo de la oposición en las elecciones de 1974 inició así una nueva etapa de estabilización, que abrió la fase que se analiza en el siguiente capítulo.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES DEL SISTEMA MONETARIO Y CREDITICIO

La centralización del manejo monetario y crediticio

El debate que tuvo lugar en los primeros años de la posguerra sobre la necesidad de cambiar el marco regulatorio existente en materia de moneda y crédito establecido por la Misión Kemmerer, tuvo por lo tanto amplios antecedentes en la práctica de la política económica durante la República Liberal. Las propuestas que hicieron varios analistas giraron en torno a la ampliación de la capacidad de regulación del crédito por parte del Banco de la República, la creación de nuevos instrumentos de intervención monetaria y la restricción a la participación de los particulares en el diseño de la política monetaria y crediticia.

Tal evolución no fue exclusiva de nuestro país. De hecho, las reformas de la banca central fueron la regla en el entorno internacional de aquellos años.



Claro ejemplo de ello fueron los cambios ocurridos en el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el marco del New Deal, que obligaron a los bancos asociados a informar sus operaciones con el propósito de disminuir las transacciones especulativas. Del mismo modo, Alemania Occidental, Gran Bretaña y Holanda, otorgaron a los bancos centrales facultades explícitas para el control del crédito de la banca comercial. Esta idea también permeó los debates latinoamericanos durante los años cuarenta.

A fines de los años cuarenta, surgieron varias iniciativas que antecedieron a la reforma de 1951 (Ibáñez, 1990). El primer proyecto sobre la materia fue presentado por Jorge Eliécer Gaitán al Congreso en 1947, con base en contribuciones de Guillermo Hernández Rodríguez, entonces presidente del Consejo de Estado, Antonio García, Antonio Ordóñez Ceballos y Luis Rafael Robles. A su vez, Carlos Villaveces, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, elaboró en 1949 un proyecto de reforma del Banco. El ministro de Hacienda, Hernán Jaramillo Ocampo presentó también al Congreso un proyecto sobre circulación del crédito bancario en el mismo año y la Misión del Banco Mundial en 1949, bajo dirección de Lauchlin Currie, hizo también propuestas sobre la materia.

Estos precedentes prepararon el terreno para la reforma financiera de 1951, que dio contenido definitivo a la nueva concepción de la acción estatal

Marco regulatorio en moneda y crédito

“El debate que tuvo lugar en los primeros años de la posguerra sobre la necesidad de cambiar el marco regulatorio existente en materia de moneda y crédito establecido por la Misión Kemmerer, tuvo por lo tanto amplios antecedentes en la práctica de la política económica durante la República Liberal. Las propuestas que hicieron varios analistas giraron en torno a la ampliación de la capacidad de regulación del crédito por parte del Banco de la República, la creación de nuevos instrumentos de intervención monetaria y la restricción a la participación de los particulares en el diseño de la política monetaria y crediticia.”

Lauchlin Currie tomando posesión como asistente administrativo del presidente Franklin Delano Roosevelt el 17 de julio de 1939. Fotografía de Harris & Ewing, Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América.

Reforma financiera integral

“...se adoptó mediante el Decreto Ley 756 de 1951, que otorgó al Banco de la República el carácter de verdadero rector de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria del país con objetivos explícitos, no solo de estabilización sino de desarrollo económico (Alviar, 1974; Ibáñez, 1990; Meisel, 1990).”

“...el Banco quedó facultado para: (i) modificar los encajes; (ii) regular las tasas de interés y, en especial, fijar tasas máximas de interés de los bancos para operaciones tanto activas como pasivas; (iii) abrir cupos especiales de crédito de fomento; y (iv) regular los cupos ordinarios de crédito a los bancos comerciales...”

“Aunado a este conjunto de medidas, se crearon nuevos bancos oficiales: el Popular en 1950, el Cafetero en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados.”

en el sector monetario y financiero. Esta reforma estuvo apoyada en el diagnóstico de una Misión de la Reserva Federal, a cargo de Richard Grove y Gerard Alter. Según esta Misión, la capacidad reguladora del Banco debería fortalecerse otorgándole una diversidad de facultades, que debían incluir la fijación de los encajes bancarios y la realización de operaciones en mercado abierto, así como la orientación del crédito. Dentro del compendio de propuestas que habían circulado en el país en torno a este viraje institucional, las relacionadas al control cualitativo y cuantitativo del crédito fueron las más destacadas (Kalmanovitz y Avella, 1998). Las reformas se cristalizaron en una política de crédito dirigido hacia objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia el control del Gobierno sobre el Banco de la República.

La política de crédito dirigido había tenido sus precedentes en las medidas adoptadas para enfrentar la crisis política después del Bogotazo en 1948. El Decreto 1766 del mismo año había permitido a los bancos dar créditos a los afectados por los sucesos del 9 de abril hasta por cinco años y con una tasa de interés preferencial (del 6%). A su vez, el Decreto Ley 384 y su reglamentario 1249 de 1950 habían determinado que el Fondo de Estabilización podría utilizar sus recursos, provenientes de los depósitos previos de las importaciones, en operaciones de crédito de hasta cinco años en empresas en las cuales el Estado fuese accionista. Este Fondo había sido constituido en 1935 para estabilizar el mercado de bonos del Estado, pero fue adquiriendo funciones y objetivos diferentes, entre ellos el de fondo de fomento que le otorgaron estos decretos. Estas funciones llevaron a dicho Fondo a canalizar créditos equivalentes a entre el 6,8 y 10,5% de la cartera bancaria en 1950-1957 (Meisel, 1990, Cuadro 10, p. 427). Los decretos mencionados habían autorizado también a los bancos comerciales a otorgar créditos hasta por cinco años para obras de fomento económico y al Banco de la República a descontar dichas operaciones de largo plazo a una tasa más baja para las operaciones comerciales, y el Decreto 1985 de 1951 había autorizado al Banco para hacer directamente préstamos a los fondos ganaderos que funcionaran en los departamentos, con la garantía de los contratos de depósito o compañías de ganado que tuvieran con su clientela.

La reforma financiera integral se adoptó mediante el Decreto Ley 756 de 1951, que otorgó al Banco de la República el carácter de verdadero rector de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria del país con objetivos explícitos, no solo de estabilización sino de desarrollo económico (Alviar, 1974; Ibáñez, 1990; Meisel, 1990). En particular, el Banco quedó facultado para: (i) modificar los encajes; (ii) regular las tasas de interés y, en especial, fijar tasas máximas de interés de los bancos para operaciones tanto activas como pasivas; (iii) abrir cupos especiales de crédito de fomento; y (iv) regular los cupos ordinarios de

crédito a los bancos comerciales, tanto para el redescuento de operaciones corrientes como para superar restricciones de liquidez. Esta última función era la única que tenía claros antecedentes en las normas de 1923. En los términos de González y García (2002), las nuevas funciones implicaron que el Estado pasó a administrar directamente una parte importante de la hoja de balance del sector.

Aunado a este conjunto de medidas, se crearon nuevos bancos oficiales: el Popular en 1950, el Cafetero en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados. Se mantuvo igualmente una política activa de inversión directa del Estado en empresas industriales a través del Instituto de Fomento Industrial. En esta misma línea, la Ley 7ª de 1951 sobre crédito popular e industrial, autorizó al Banco Popular para verificar operaciones destinadas al apoyo a la industria, las cuales serían descontables en el Banco de la República, a una tasa inferior en cuatro puntos a la que cobraba el Banco Popular en sus distintas operaciones.

En materia de estabilización macroeconómica, la gran innovación introducida por la reforma de 1951 fue el manejo activo de los encajes bancarios. Como precedente de dicha reforma, el Decreto Legislativo 1407 de 1948, otro de los expedidos para favorecer el restablecimiento económico después de los eventos del 9 de abril, proporcionó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad para fijar el encaje legal de los bancos comerciales. Tal autorización fue ratificada por la Ley 90 de 1949, pero el Banco no utilizó entonces tales facultades. Por el contrario, a partir de la reforma de 1951 y hasta el final del período que cubre este capítulo, los encajes se convirtieron en el principal instrumento de regulación monetaria. Esto contrasta tanto con el manejo durante la Segunda Guerra Mundial, cuando se concentró sobre las inversiones forzosas en títulos del Gobierno y del Banco de la República, así como con lo que se tornó típico desde mediados de los años setenta, como veremos en el capítulo siguiente (Ocampo, 1989). Las primeras medidas rebajaron los encajes sobre depósitos en cuenta corriente de un 15% a 12% en 1951 (véase el **Gráfico III.3** más adelante). Sin embargo, en los años posteriores, el Banco de la República utilizó este instrumento para frenar el crecimiento anormal de la cartera de los bancos comerciales asociada a la bonanza cafetera de entonces.

Dada la naturaleza de la relación contractual entre el Gobierno y el Banco, la transición hacia un mayor control estatal requirió un cambio en dicho contrato. El Decreto 2057 de 1951 autorizó al Gobierno para celebrar un contrato con el Banco de la República por veinte años adicionales a partir de 1953. Sin embargo, estableció que, a partir de entonces, los miembros de la Junta Directiva del Emisor, e independientemente de su origen, deberían representar los

Centralización de las decisiones monetarias y crediticias

“El Decreto 2057 de 1951 autorizó al Gobierno para celebrar un contrato con el Banco de la República por veinte años adicionales a partir de 1953. Sin embargo, estableció que, a partir de entonces, los miembros de la Junta Directiva del Emisor, e independientemente de su origen, deberían representar los intereses generales del país. La Junta quedó conformada por nueve miembros (en comparación con los 12 previos): el ministro de Hacienda y dos directores más en representación del Gobierno, tres representantes de la banca (vs. seis anteriormente), el gerente general de la Federación de Cafeteros, un representante de las sociedades de agricultores y ganaderos, y uno de las Cámaras de Comercio.”

intereses generales del país. La Junta quedó conformada por nueve miembros (en comparación con los 12 previos): el ministro de Hacienda y dos directores más en representación del Gobierno, tres representantes de la banca (vs. seis anteriormente), el gerente general de la Federación de Cafeteros, un representante de las sociedades de agricultores y ganaderos, y uno de las Cámaras de Comercio. En contra de lo acontecido en 1931, cuando el ministro de Hacienda fue aceptado como miembro de la Junta con voz pero sin voto, ahora se convirtió en miembro pleno de la misma (Kalmanovitz y Avella, 2003).

Como un todo, si bien la reforma del 1951 dejó en la Junta Directiva del Banco de la República el manejo de la política monetaria y crediticia, y conservó la participación privada en el Banco, extendió de forma considerable las facultades de intervención por parte del Estado, consolidando un proceso efectivo de centralización de las decisiones monetarias y crediticias (Ocampo *et al*, 2015). En particular, la asignación de recursos crediticios, que en ausencia de intervención sería decidida por el mercado, ahora dependería en gran medida de las políticas de fomento aprobadas por el Banco.

El reforzamiento del nuevo modelo

La siguiente ola de reformas institucionales se llevó a cabo a fines de los años cincuenta, cuando el país enfrentó, como vimos, una aguda crisis de balanza de pagos que dio paso a la combinación ya mencionada de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones. De hecho, durante esta época, surgió la percepción de la insuficiencia del financiamiento de la industria, lo cual llevó a la creación de las Corporaciones Financieras en 1957 (Decreto 336) en calidad de organismos especializados en la concesión de créditos de mediano y largo plazo y con la facultad de invertir capital de riesgo en las empresas correspondientes (González y García, 2002). Esta reforma introdujo, de alguna manera, una nueva orientación de la política de intervención: la creación de nuevas entidades privadas especializadas para llevar a cabo funciones específicas de intermediación financiera. Para evitar la concentración industrial, se establecieron, al igual que en los bancos, montos máximos y límites individuales de créditos proporcionales al capital pagado y a la reserva legal de cada corporación. El funcionamiento de estas entidades fue reglamentado en 1960. Pese a su auge inicial, nunca alcanzaron las expectativas que originaron su creación, que fueron las de crear verdaderos bancos de inversión en la tradición norteamericana. Más bien, tomaron pronto la forma de intermediarios de crédito y, en particular, como veremos, de canalizadores del crédito de fomento.

El segundo elemento de esta nueva oleada de reformas fue la consolidación de la política de crédito dirigido y la creación de fondos de fomento en el Banco de la República (Gómez, 1990; Hernández, 1976; Urdinola, 1976). En

materia de crédito dirigido, el primer paso importante se había dado mucho antes, con la Ley 90 de 1948 que obligó a los bancos a invertir el 5% de sus depósitos a la vista en bonos de la Caja Agraria⁵. A estas primeras normas les sucedieron el Decreto 198 de 1957 y la Ley 26 de 1959 que obligó a los bancos a colocar un mínimo del 14% primero y del 15% después de sus depósitos (a la vista y a término) en el sector agropecuario. El sector agropecuario había sido ya el gran beneficiario de las líneas de redescuento creadas en 1950 y después de la reforma de 1951, pero las nuevas normas pasaron de un incentivo para que las instituciones prestaran al sector a una obligación de hacerlo.

El mayor avance en la política de crédito dirigido fue su organización en torno a fondos de fomento manejados por el Banco de la República. Así lo refleja la secuencia de fondos creados en los años sesenta: el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) en 1963 para la promoción de las inversiones industriales y las exportaciones; el Fondo Financiero Agrario (FFA) en 1966, transformado en 1973 en Fondo Financiero Agropecuario (FFAP); el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en 1967; y el Fondo Financiero Industrial (FFI), creado en 1968 para apoyar las necesidades de la pequeña y mediana industria y la descentralización industrial. A ellos se agregó el Fondo de Desarrollo Urbano, creado también en 1968, cuya administración fue encargada al BCH en 1975, y el Fondo de Desarrollo Eléctrico, cuya función básica fue ayudar en el servicio de la deuda externa de las empresas del sector eléctrico, por lo que difícilmente puede considerarse como un fondo de fomento. Como lo indica esta lista, estos fondos tuvieron como claras prioridades el sector agropecuario, la pequeña y mediana industria y la diversificación de las exportaciones. El FFI continuó, por su parte, con su labor de apoyar la creación de nuevas empresas industriales.

El gran avance de estos fondos en relación con el modelo previo de forzar la asignación de una parte de la cartera hacia ciertas actividades es que separó la obligación de canalizar recursos hacia ciertos sectores de la de otorgar crédito, con lo cual se respetaba la especialización de las entidades crediticias (Carrizosa, 1979; Fernández, 1994, cap. 4). En otras palabras, las entidades prestaban de acuerdo con su especialización y el fondo de fomento se encargaba de reasignar recursos entre ellas para lograr el objetivo de asignación de recursos hacia los sectores o actividades priorizadas. En relación con la política de redescuento, la organización de la política de fomento en fondos específicos facilitó también el control y la vigilancia del crédito de fomento.

Los fondos fueron financiados con una mezcla de inversiones forzosas, crédito externo (inicialmente de USAID, pero posteriormente de los bancos

Fondos de fomento

“El mayor avance en la política de crédito dirigido fue su organización en torno a fondos de fomento manejados por el Banco de la República.”

“...el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) en 1963 para la promoción de las inversiones industriales y las exportaciones; el Fondo Financiero Agrario (FFA) en 1966, transformado en 1973 en Fondo Financiero Agropecuario (FFAP); el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en 1967; y el Fondo Financiero Industrial (FFI), creado en 1968 para apoyar las necesidades de la pequeña y mediana industria y la descentralización industrial. A ellos se agregó el Fondo de Desarrollo Urbano, creado también en 1968, cuya administración fue encargada al BCH en 1975, y el Fondo de Desarrollo Eléctrico, cuya función básica fue ayudar en el servicio de la deuda externa de las empresas del sector eléctrico, por lo que difícilmente puede considerarse como un fondo de fomento.”

⁵ Otra medida, de menor importancia relativa, fue la obligación, impuesta a las cajas de ahorro y las compañías de seguros de invertir parte de sus recursos en cédulas hipotecarias. Esta medida buscó manejar las limitaciones que encontró el BCH para desarrollar un mercado amplio para sus cédulas hipotecarias.

multilaterales de desarrollo), bonos que el Banco de la República vendía en el mercado para financiar sus operaciones de fomento, y emisión llana y simple para cubrir los recursos faltantes. Proexpo tuvo la peculiaridad de contar también con una sobretasa del impuesto a las importaciones, inicialmente del 1,5% pero elevada al 5% en 1974. Las fuentes variaron significativamente entre unos y otros fondos. El sistema más elaborado de inversiones forzosas fue el que desarrolló la Ley 5ª de 1973 (con base en los precedentes que, como vimos, se remontan a 1957 y 1959), de acuerdo con la cual los bancos debían colocar entre el 15% y el 25% en el sector agropecuario o comprar títulos de fomento agropecuario emitidos por el Banco de la República para financiar el FFAP. El FFI se alimentó también de inversiones forzosas, en tanto que el FIP dependió más de crédito externo y Proexpo del mencionado impuesto a las importaciones.

El crédito otorgado primero como puro redescuento y posteriormente como financiamiento de los fondos de fomento indica que una peculiaridad de la emisión realizada históricamente por el Banco de la República es que se orientó mucho más al sector privado que al Gobierno. Por lo demás, esto también evidencia que los desfases entre los recursos de los fondos y los redescuentos que se realizaban entraban directamente como un elemento de contracción (si había excedentes de recursos) o expansión monetaria (cuando los redescuentos eran mayores a los recursos) a lo largo del ciclo, por el cual el crédito privado también tenía un efecto monetario de carácter cíclico. En cierto sentido, esta práctica de apoyar el financiamiento al sector privado se remonta a la prioridad otorgada al redescuento ordinario y de bonos de prenda desde los años iniciales de la Gran Depresión. En varias ocasiones, se permitió que los crecientes encajes se pudiesen sustituir por operaciones o compra de títulos de fomento emitidos por el Banco de la República. Una decisión importante en este sentido fue la de la recién creada Junta Monetaria en 1963 (Resolución 18 de dicho año) de favorecer con un encaje reducido a los bancos que destinaran un 32% de sus préstamos a operaciones de fomento, pero esa norma pertenece a una familia de regulaciones similares. En este sentido, el aumento en el encaje promedio y la expansión del crédito de fomento fueron a mediano plazo dos facetas de un mismo proceso, que generó una continua intersección entre las funciones de fomento y de estabilización del Banco de la República. Por lo demás, los bancos oficiales (la Caja Agraria, el BCH y el Banco Popular) tuvieron acceso a líneas específicas de redescuento y normas diferenciales de encajes e inversiones forzosas (incluso exención de ciertas obligaciones).

En materia del manejo del principal instrumento de política monetaria de entonces, los encajes, después de una reducción temporal al final de la bonanza cafetera, en 1956, se usaron agresivamente como parte del plan de ajuste

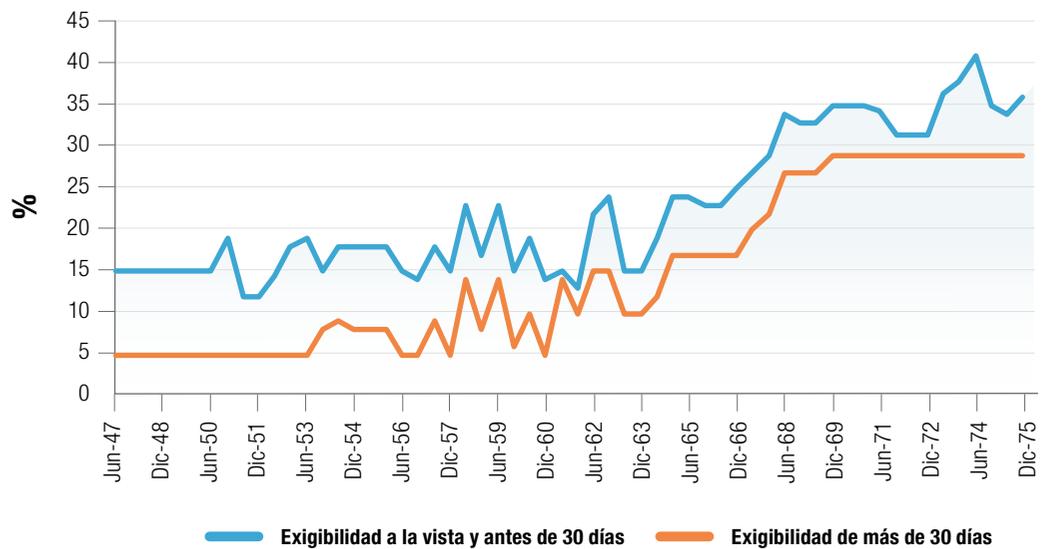
1. La Avenida Jiménez en Bogotá seguía siendo hacia 1963 el eje de la vida financiera, Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.

2. Unidad Residencial Colseguros, inaugurada en 1968. Colección particular, Bogotá.

3. Bolsa de Bogotá en la década de 1970. Museo del Banco de Bogotá.



Gráfico III.3
Encaje requerido a la banca comercial



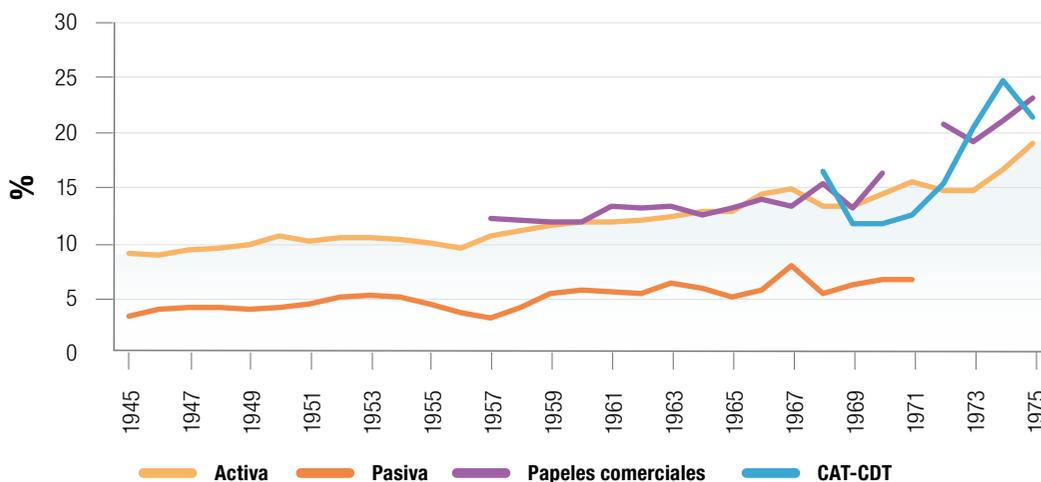
Fuente : Avella (2007)

de 1957-1958, incluyendo el uso de encajes marginales del 80% y después del 100% (que no se muestra en el gráfico) (Avella, 2007). El alivio que se decretó en 1960-1961 fue sucedido, una vez más, por el uso de este instrumento como parte de los planes de ajuste de 1962, incluyendo nuevamente el mencionado encaje marginal, que en 1964-1965 se reduciría al 50% y posteriormente al 40%. El alivio posterior, especialmente en materia de encaje marginal, fue sucedido, a su vez, por un aumento marcado del encaje promedio, especialmente entre 1965 y 1970, cuando los constituidos sobre depósitos en cuenta corriente se elevaron del 15-24% que había sido típico en los quince años precedentes, al 35%, y los establecidos sobre exigibilidades a más de treinta días del 5-15% al 29% (**Gráfico III.3**). Con pequeños cambios, permanecieron elevados hasta el final del período que cubre este capítulo. Como ya se señaló, una práctica que se convirtió en norma fue permitir sustituir los altos encajes por distintos tipos de crédito de fomento, con lo cual se combinaba una medida de regulación monetaria con otra de crédito dirigido.

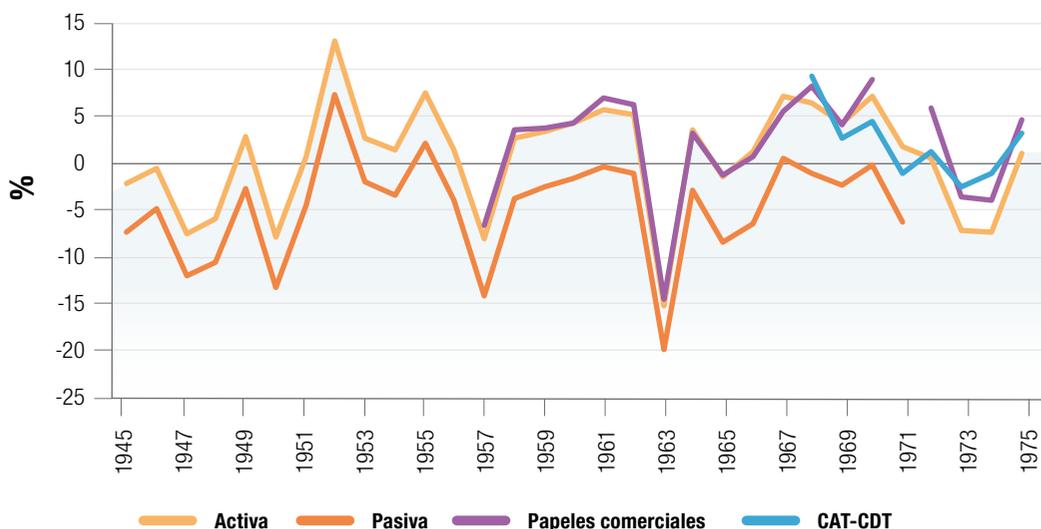
Las tasas de interés resultantes del manejo crediticio y monetario fueron relativamente estables en los años cincuenta y sesenta, en general negativas en términos reales en el primer caso y ligeramente positivas en el segundo (**Gráfico III.4**). Debido a su estabilidad, cuando la inflación se aceleraba (especialmente en 1957, 1963 y 1973-1974), la segunda se tornaba negativa en términos reales, pero lo contrario acontecía cuando la inflación se desaceleraba

Gráfico III.4 Tasas de interés

A. Nominal (% efectiva anual)



B. Real (% efectiva anual)



Fuente: GRECO, Salazar (1995) y elaboración propia.

Activa: GRECO con base en Caycedo et. al.(1997), Salazar (1995), Romero (1994).

Pasiva: Tasa pasiva obtenida de los P y G y los balances de una muestra de 12 bancos, 1945-1971. Fuente: Salazar (1995).

CAT-CDT: Cálculos GRECO con base en Tasa de interés pasiva anual empalmado rendimiento Certificado de abono tributario (CAT) a 90 días (1968-1980:4)

Papeles comerciales según Carrizosa (1986), Cuadro V.

Táasa de interés Real: Deflactada con la inflación proveniente de GRECO.

Junta Monetaria, 1963

“...siguiendo la tendencia que se inició con el nuevo contrato con el Banco de la República de 1953, un paso adicional en la estrategia de concentrar en manos del Gobierno la política monetaria, cambiaria y crediticia fue la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963. Esta reforma eliminó definitivamente la participación de los particulares en el manejo de la moneda y el crédito, al dejar la Junta en manos de cinco funcionarios (los ministros de Hacienda, de Fomento/Desarrollo Económico y de Agricultura, el director del Departamento Nacional de Planeación y el gerente del Banco de la República, a los cuales se agregó después el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex) y dos asesores técnicos con voz pero sin voto.”

(por ejemplo, a fines de los años sesenta). Este problema se tornó particularmente agudo con la aceleración de la inflación en 1973-1974, que daría paso además a un cuarto siglo de inflación moderada en Colombia. La creación de una tasa de interés de mercado, especialmente con la creación de los Certificados de Abono Tributario (CAT) libremente negociables entregados a los exportadores a partir de 1967, generó un segmento en el cual las tasas de interés reales de los ahorradores eran en general positivas, y lo mismo aconteció con la creación del sistema UPAC (véase más adelante), pero las tasas de depósito de ahorro en los bancos siguieron siendo fuertemente negativas en términos reales hasta el final de nuestro período de análisis.

Por otra parte, siguiendo la tendencia que se inició con el nuevo contrato con el Banco de la República de 1953, un paso adicional en la estrategia de concentrar en manos del Gobierno la política monetaria, cambiaria y crediticia fue la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963. Esta reforma eliminó definitivamente la participación de los particulares en el manejo de la moneda y el crédito, al dejar la Junta en manos de cinco funcionarios (los ministros de Hacienda, de Fomento/Desarrollo Económico y de Agricultura, el director del Departamento Nacional de Planeación y el gerente del Banco de la República, a los cuales se agregó después el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex) y dos asesores técnicos con voz pero sin voto. El paso final fue, por supuesto, la nacionalización legal del Banco en 1973, mediante la Ley 7ª de 1973, al vencerse el plazo del contrato con el Banco suscrito en 1953.

Puede decirse que el modelo basado en la combinación de una importante banca pública de primer piso, crédito dirigido y redescuento en el Banco de la República, primero en forma directa y posteriormente a través de los fondos de fomento, estaba dirigida a corregir dos fallas de mercado mencionadas en la introducción de esta obra. La primera era el acceso al crédito por parte de agentes de tamaño pequeño y mediano (funciones de los bancos oficiales para el sector agropecuario y del Banco Popular), así como de las regiones apartadas del país al sistema crediticio y de pagos (clara función de la Caja Agraria). La segunda era el acceso a créditos de largo plazo en un contexto en el cual el grueso de los recursos de la banca era de corto plazo y existían, por lo tanto, serios problemas de transformación de plazos. El Banco de la República actuaba en tal caso como el agente que llevaba a cabo dicha transformación. Esta función estaba, sin embargo, acompañada de criterios de orientación del crédito a sectores específicos, como parte de un modelo intervencionista de mayor alcance que consideraba que el mercado privado no cumplía adecuadamente la función de asignación sectorial del ahorro financiero. En este sentido, el gran favorecido por la intervención estatal en el mercado crediticio fue el sector agropecuario.

La gran crítica que sobrevino a este tipo de manejo, que dio lugar a los cambios que se realizaron desde mediados de los setenta, es que ella limitaba el desarrollo financiero. De ahí la denominación de represión financiera, un término sin duda peyorativo que introdujeron a mediados de los setenta los economistas Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw (1973), para caracterizar esta forma de intervención.

Las transformaciones institucionales de los años setenta

Las últimas grandes transformaciones institucionales que tuvieron lugar al final del periodo que cubre este capítulo tuvieron signos diferentes. Algunas de ellas pueden considerarse como continuación de las tendencias que venían de décadas anteriores, pero otras, que se materializaron en la reforma financiera de 1974, pueden considerarse como las semillas del proceso de liberalización que tomaría fuerza a fines de esa década y, especialmente, a comienzos de los años noventa. Las segundas serán analizadas en el capítulo siguiente. Por lo tanto, aquí nos referiremos a dos que pertenecen a la primera categoría.

La más importante fue la creación, en 1972, del sistema de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) basado en un nuevo instrumento de ahorro financiero, la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC). La creación de este sistema estuvo incluida como una de “Las Cuatro Estrategias”, el plan de desarrollo de la Administración Pastrana Borrero, elaborado bajo la inspiración de quien había dirigido en su momento la primera Misión del Banco Mundial y ahora ciudadano colombiano, Lauchlin Currie. La idea de fondo de esta política era que existía demanda latente por vivienda, que se podía movilizar mediante el crédito hipotecario (Urrutia y Namen, 2011). Podría agregarse que, en una economía inflacionaria, el sistema tenía la ventaja de que reducía en el corto plazo las cuotas de los préstamos, al diferir el efecto de la inflación sobre el costo del crédito. Sin embargo, para poder manejar los posibles descalces entre las captaciones de corto plazo y los préstamos de largo plazo que otorgaba el sistema, se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) en el Banco de la República, en el cual se colocaban los encajes y excesos de liquidez de las CAV cuando estos se generaban y se les brindaba liquidez cuando se presentaba el problema contrario. De esta manera, se utilizaba al Banco nuevamente como instrumento para corregir las fallas de mercado asociadas a un mercado de ahorro financiero sesgado hacia plazos cortos. El FAVI también puede considerarse como el equivalente para las CAV del sistema de encajes y crédito ordinario de los bancos comerciales, pero esta interpretación no capta la fuerte disparidad en los plazos del ahorro financiero y los créditos que caracterizaba al sistema UPAC. Tanto en este sentido, como en la reiteración de la tendencia a crear instituciones financieras especializa-

Transformaciones institucionales

“La más importante fue la creación, en 1972, del sistema de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) basado en un nuevo instrumento de ahorro financiero, la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC). La creación de este sistema estuvo incluida como una de “Las Cuatro Estrategias”, el plan de desarrollo de la Administración Pastrana Borrero, elaborado bajo la inspiración de quien había dirigido en su momento la primera Misión del Banco Mundial y ahora ciudadano colombiano, Lauchlin Currie. La idea de fondo de esta política era que existía demanda latente por vivienda, que se podía movilizar mediante el crédito hipotecario.”



La UPAC buscó mantener el poder adquisitivo de la moneda y permitir a los colombianos adquirir vivienda con hipotecas a largo plazo.

Estatuto Andino de Inversión Extranjera

“La segunda medida que obedecía a tendencias previas fue la adopción, mediante el Decreto 1900 de 1973, del Estatuto Andino de Inversión Extranjera, la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, que puso límites a la inversión en ciertos sectores así como a la remisión de utilidades. Como resultado de ella, la Administración del presidente Alfonso López Michelsen (1974-1978) presentó dos años más tarde el proyecto que dio lugar a lo que se denominó la “colombianización de la banca”, la Ley 55 de 1975. Esta reforma obligó a los bancos extranjeros con sucursal establecida, y que desearan continuar prestando el servicio bancario en el país, a transformarse en empresa mixta, mediante la constitución de un nuevo banco en el cual no menos del 51% de las acciones debían pertenecer a inversionistas nacionales (o andinos).”

das para servir a segmentos específicos del mercado, puede decirse que esta reforma mantuvo las tendencias que venían desde 1923 en materia de banca especializada y de 1951 en lo que tiene que ver con el papel activo del Banco de la República en el manejo del crédito.

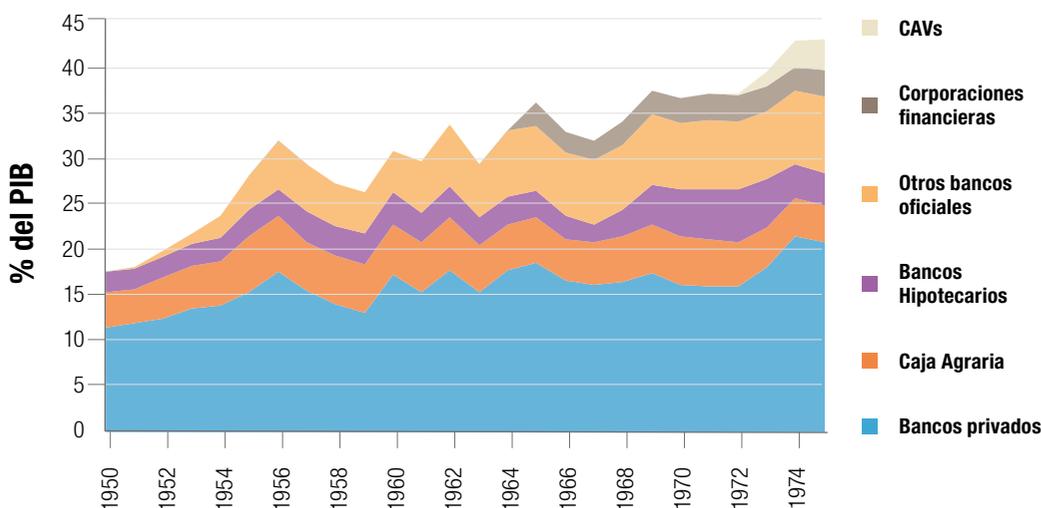
Al mismo tiempo, sin embargo, el garantizar un rendimiento positivo en términos reales a los ahorradores constituyó un quiebre con el esquema de represión financiera. En efecto, las cuentas en el UPAC fueron atractivas desde un comienzo para los ahorradores, dadas las tasas de interés reales negativas que pagaba en esa época el sistema financiero (**Gráfico III.4**). En 1972, por ejemplo, las tasas de interés de las cuentas de ahorro de la Caja Agraria eran del 4% sobre saldos mínimos trimestrales, cuando la inflación en ese año alcanzó un 14%. Creada la UPAC, los asesores de la Junta Monetaria presentaron una propuesta de aumentar la tasa de las cuentas de ahorro de la Caja, pero no fue adoptada por los miembros de la Junta Monetaria para no crearles competencia a las fuentes de crédito de vivienda. Esa propuesta fue, sin embargo, la semilla de la reforma que se introduciría a mediados de la década de los setenta. Debido al diferencial significativo entre la rentabilidad de las tasas del ahorro en UPAC, que fuera del ajuste por inflación tenían una pequeña tasa adicional, el ahorro financiero fluyó rápidamente hacia las CAV.

La segunda medida que obedecía a tendencias previas fue la adopción, mediante el Decreto 1900 de 1973, del Estatuto Andino de Inversión Extranjera, la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, que puso límites a la inversión en ciertos sectores así como a la remisión de utilidades. Como resultado de ella, la Administración del presidente Alfonso López Michelsen (1974-1978) presentó dos años más tarde el proyecto que dio lugar a lo que se denominó la “colombianización de la banca”, la Ley 55 de 1975. Esta reforma obligó a los bancos extranjeros con sucursal establecida, y que desearan continuar prestando el servicio bancario en el país, a transformarse en empresa mixta, mediante la constitución de un nuevo banco en el cual no menos del 51% de las acciones debían pertenecer a inversionistas nacionales (o andinos). Para el proceso de transformación se convinieron plazos y condiciones con los bancos extranjeros que no excederían tres años a partir de la vigencia de la ley.

3. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO

Como era de esperarse, el proceso de crecimiento económico que experimentó el país durante el periodo analizado en este capítulo, unido a la política de crear nuevos intermediarios crediticios, públicos y privados, se reflejó en la profundización del sistema financiero. Si se mide como la relación entre los activos del sistema financiero y el Producto Interno Bruto (PIB) de la eco-

Gráfico III.5
Profundización financiera
 (activos como % del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

nomía, este indicador mostró una clara tendencia ascendente y un aumento acumulado de alrededor de 25 puntos porcentuales: de un 18% del PIB en los primeros años de la posguerra (algo menos en algunos años) a un 43% en 1974 (**Gráfico III.5**). Su comportamiento fue, sin embargo, heterogéneo a lo largo del tiempo y estuvo estrechamente relacionado con la creación de nuevos intermediarios financieros.

Durante los años anteriores a la reforma financiera de 1951, la profundización financiera continuó mostrando el relativo estancamiento que se había iniciado a mediados de los años treinta. A este estancamiento le sucedió un fuerte aumento de este indicador durante la bonanza cafetera de la primera mitad de los años cincuenta. Este auge se dividió casi por mitades entre el crecimiento de la banca comercial privada y la pública, y en este último caso no solo de la Caja Agraria, sino también de las nuevas entidades estatales creadas durante estos años (bancos Popular y Cafetero; el Ganadero solo sería creado en 1956). Aunque alimentada en parte por el auge cafetero, esta expansión pudo verse también como resultado de las medidas de intervención estatal, que incluyeron los primeros mecanismos de crédito de fomento.

No obstante, entre 1955 y 1967, durante una fase de bajo dinamismo de la economía frente al estrangulamiento externo generado por el descenso de

Desarrollo financiero

“Si bien la profundización financiera representó un avance sustancial, nuestro país se mantuvo rezagado al final del período analizado frente a los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, de acuerdo con la información suministrada por el Banco Mundial.”

“En términos de estructura del sector, los tres elementos más importantes durante este período fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, que se enriqueció con la creación de dos nuevos tipos de intermediarios, la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento.”

“El segundo elemento se materializó en la creación y la consolidación de las entidades financieras oficiales (o semi-oficiales, en el caso del Banco Ganadero).

Las entidades bancarias estatales ya representaban una tercera parte o más de los activos del sector crediticio en los primeros años de la posguerra.”

los precios del café que sucedió a la bonanza, la profundización financiera se mantuvo en torno a un nivel del 30%, aunque con fluctuaciones de distinto origen. La banca privada mostró una fuerte contracción inicial, entre 1957 y 1960, sucedida por una recuperación del índice de profundización en el resto de los sesenta, la cual descansó sobre los nuevos bancos oficiales (ya no la Caja Agraria, cuyo dinamismo relativo se redujo) y las Corporaciones Financieras.

Finalmente, entre 1967 y 1974, el indicador de profundización financiera retomó una fuerte senda ascendente, hasta alcanzar el mencionado 43%⁶. Los principales agentes en este proceso de expansión fueron ahora las nuevas instituciones privadas, las Corporaciones Financieras y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y, por el contrario, una contracción relativa de los bancos oficiales.

Una de las contrapartidas más importantes de este proceso fue el endeudamiento creciente de las sociedades no financieras, que mostró una tendencia ascendente (medido como pasivos externos a totales) desde comienzos de los cincuenta, con una ligera pausa en la segunda mitad de los sesenta (Carrizosa, 1986, pp. 31-33). La creciente preferencia por el endeudamiento sobre los aportes accionarios, que habían sido dominantes históricamente, estuvo ligada, según este y otros autores a problemas tributarios, en especial a la introducción de la doble tributación en 1953 y a los aumentos posteriores de la tarifa de impuesto a la renta de las sociedades. El problema se agudizaría, como veremos en el capítulo siguiente, con la inflación persistente que se entronizó en el país desde mediados de los años setenta.

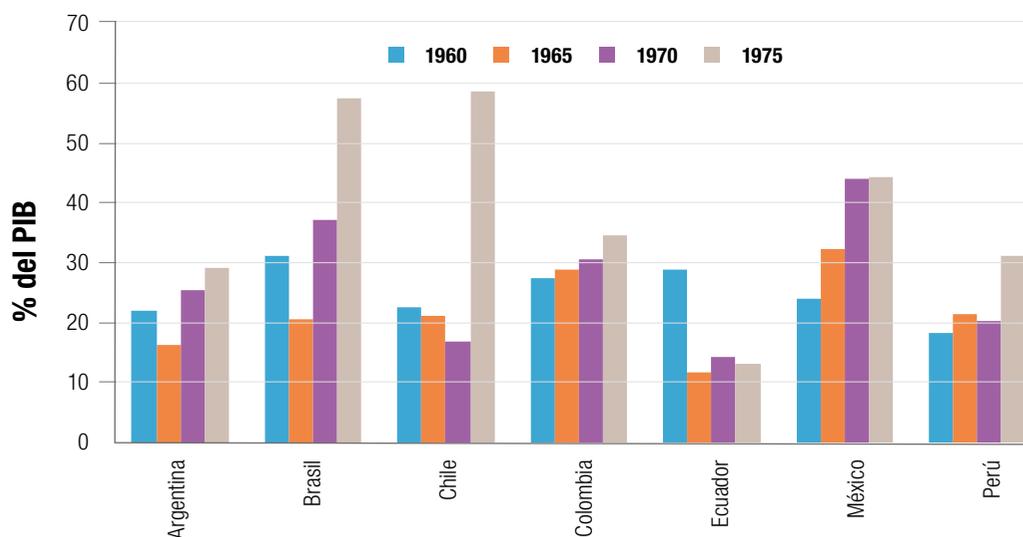
Si bien la profundización financiera representó un avance sustancial, nuestro país se mantuvo rezagado al final del período analizado frente a los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, de acuerdo con la información suministrada por el Banco Mundial. Aunque en Colombia el crédito interno provisto por el sector bancario (como porcentaje del PIB) aumentó en siete puntos porcentuales entre 1960 y 1975, hasta llegar a niveles cercanos al 34% en 1975, Brasil y Chile alcanzaron niveles superiores al 50%⁷ y México llegó al 43%. No obstante, Colombia se colocaba a final del período de análisis por encima de Argentina, Ecuador, Perú y Venezuela y, por lo tanto, en un punto intermedio en el panorama latinoamericano (**Gráfico III.6**).

En términos de estructura del sector, los tres elementos más importantes durante este período fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, que se enriqueció con la creación de dos nuevos tipos de intermediarios,

⁶ No es, por lo tanto, correcto, la apreciación de Urrutia, Lizarazo y Caballero (2006, p. 35) según la cual “entre 1965 y 1973, la época dorada de la represión financiera, no hubo profundización”. La comparación es, además, imprecisa porque parte de un año atípico en términos de profundización, 1965, y utiliza un indicador que excluye a la Caja Agraria y al BCH. Esta afirmación sería aún más incorrecta si nos refiriéramos al período 1951-1974 como un todo.

⁷ Esto también es cierto de Panamá, pero en ese caso la comparación es engañosa, ya que se trata de un centro financiero internacional y por ello se excluye del gráfico.

Gráfico III.6
Crédito interno provisto por el sector bancario



Fuente: Banco Mundial

la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Siguiendo el modelo diseñado por Kemmerer, los bancos comerciales continuaron prestando a corto plazo (normalmente hasta un año) los recursos que intermediaban de cuentas corrientes y de ahorro, y a mediano y largo plazo el crédito de fomento, utilizando el redescuento del banco emisor. El único banco hipotecario, el BCH, captaba a través de cédulas para financiar la vivienda urbana y se beneficiaba de algunas inversiones forzosas a su favor y del acceso a algunas líneas del Banco de la República. Las Corporaciones Financieras prestaban a mediano y largo plazo con recursos externos o fondos del Banco, con pocos recursos del público, ya que su principal instrumento de captación de recursos, los bonos, tuvieron escaso desarrollo. Al final de nuestro período, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda captaban en distintas modalidades de cuentas en UPAC y prestaban al sector de la vivienda.

El segundo elemento se materializó en la creación y la consolidación de las entidades financieras oficiales (o semi-oficiales, en el caso del Banco Ganadero). Las entidades bancarias estatales ya representaban una tercera parte o más de los activos del sector crediticio en los primeros años de la posguerra⁸.

⁸ Según lo indica el Gráfico II.7 del capítulo anterior, esta proporción había sido aparentemente mayor a comienzos de los años treinta, pero eso se debió a la cartera del Banco Agrícola Hipotecario en proceso de marchitamiento. Un mejor punto de arranque para las tendencias del período que analizamos es, por lo tanto, el inicio de la posguerra.

“La tercera característica estructural fue la dependencia creciente del crédito de fomento. Los redescuentos en el Banco de la República, primero, y los préstamos de los fondos de fomento, después, fueron aumentando su participación como fuentes de los créditos otorgados por los bancos comerciales y, aún más, por las Corporaciones Financieras.”



Pasaron de representar casi la mitad a fines de los cincuenta y oscilaron ligeramente por debajo del 50% durante la década de los sesenta y hasta 1972, pero terminaron el período analizado en descenso (al 43%), debido al fuerte despegue de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. En términos de participación en el PIB, la gran expansión se dio durante la primera década de la posguerra, cuando aumentaron del 6% al 14% del PIB (en 1956); su expansión posterior fue mucho más lenta y fluctuante y terminaron el período en un 16% (**Gráfico III.7**).

Entre estas entidades, dos de las que habían sido creadas durante la crisis de los treinta, la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario, continuaron siendo actores esenciales del sistema financiero. Sin duda, este fenómeno estuvo asociado en gran parte a la introducción de inversiones forzosas a favor de estas entidades y el tratamiento preferencial de ellas por parte del Banco de la República⁹. La Caja Agraria fue la entidad más grande del sistema durante la década de los cincuenta y sesenta, con una participación en el total de activos del sector que en algunos años superó el 20% en los cincuenta, pero se redujo a un 15% a fines de los sesenta. A comienzos de los setenta perdió, sin embargo, su posición de líder del sistema. Así mismo, el BCH, aunque no tan importante como los bancos hipotecarios de los años veinte, estuvo en general en torno o por encima de la décima parte de los activos del sector, colocándose generalmente entre las cinco principales entidades. Más aún, a diferencia de la Caja Agraria, tuvo un auge hacia el final del período, gracias al aumento en la colocación de cédulas hipotecarias generado por la obligación del Instituto de Seguros Sociales de dedicar una parte de sus recursos al BCH¹⁰. Este banco alcanzó fugazmente la primera posición en 1971-1973, con más del 15% de los activos del sistema.

Las nuevas entidades bancarias especializadas de carácter público creadas por el Gobierno nacional en los años cincuenta experimentaron también un fuerte auge inicial. Tanto el Banco Popular, creado como vimos en 1950, como especialmente el Banco Cafetero, creado en 1953, tuvieron un despegue rápido. El segundo alcanzó a colocarse entre las cinco principales entidades bancarias desde fines de los años cincuenta y, se mantuvo en general en esa posición hasta el final de nuestro período de análisis. El Banco Ganadero, creado en 1956, tuvo un menor éxito relativo, pero desde 1962 logró colocarse entre las diez principales instituciones bancarias. Esto significó que desde este último año, la mitad de los diez bancos más grandes del país eran oficiales.

Aviso publicitario del Banco Popular. Revista Semana, 26 de agosto de 1958. Colección particular.

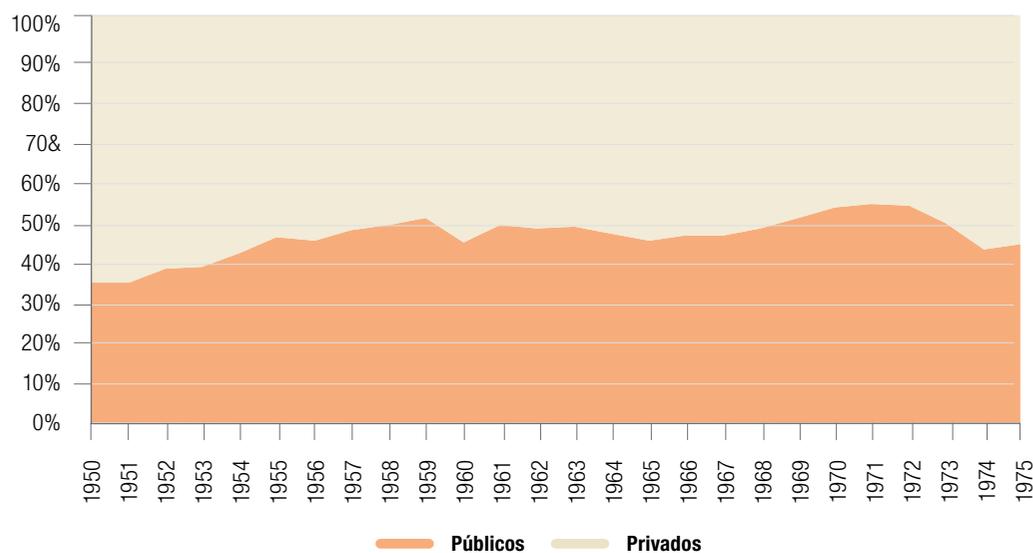
Aviso publicitario de la Caja Colombiana de Ahorros de la Caja de Crédito Agrario. Revista Semana, 12 de mayo de 1959. Colección particular.

⁹ De acuerdo con González y García (2002), la Caja Agraria recibió en promedio, entre 1950 y 1962, el 38% de los recursos de crédito (cupos y redescuentos) otorgados por el Banco de la República.

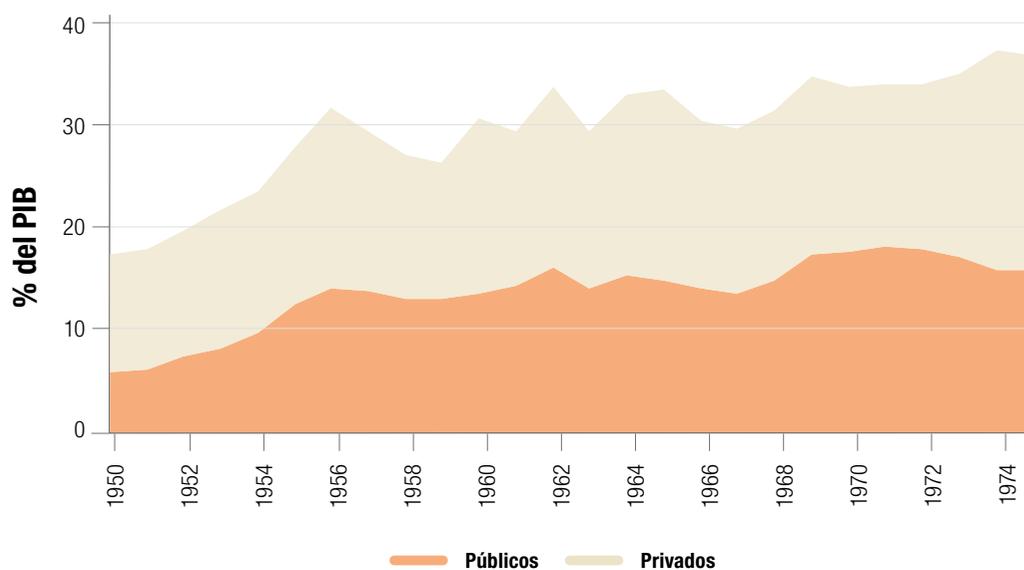
¹⁰ La Ley 687 de 1967 determinó que el 80% de los nuevos recursos del ISS para cubrir riesgos de vejez, invalidez y muerte, deberían ser invertidos en bonos de valor constante del BCH (González y García, 2002, p. 130). Por lo demás, estos bonos representaron un antecedente de la UPAC.

Gráfico III.7 Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Crédito a pequeños y medianos productores

“Los objetivos de ampliar el acceso al crédito a pequeños y medianos productores estuvieron desde un comienzo en el centro de las políticas de la Caja Agraria y el Banco Popular, así como del Fondo Financiero Agropecuario. La expansión de la Caja Agraria a lo largo y ancho del país permitió también ampliar el acceso, en este caso territorial.”

“Una excepción notable fue la que con el tiempo se convertiría en la Caja Social de Ahorros, originalmente creada en 1911 por el Padre José María Campoamor S.J., como una sección de ahorros del Círculo de Obreros de San Francisco Javier, la cual se transformó en la Caja de Ahorros en 1930 y en Caja Social de Ahorros en 1973 (hoy Banco Caja Social, después de su transformación en banco y su fusión con el Banco Colmena).”

La tercera característica estructural fue la dependencia creciente del crédito de fomento. Los redescuentos en el Banco de la República, primero, y los préstamos de los fondos de fomento, después, fueron aumentando su participación como fuentes de los créditos otorgados por los bancos comerciales y, aún más, por las Corporaciones Financieras. En efecto, tal como lo indica el **Cuadro III.1**, los recursos del Banco de la República por ambas fuentes financiaron el 17% de la cartera de los bancos en 1962, pero aumentaron casi continuamente su participación hasta alcanzar el 45% en 1974. Desde su origen, las Corporaciones fueron en gran medida intermediarios de los créditos de fomento: financiaron en torno al 60% de su cartera con recursos del Banco de la República entre 1964 y 1972 (con excepción de 1968-1970) y 50% en los dos últimos años del período.

Como lo muestra claramente Gómez (1990), el gran beneficiado por esta política fue y seguiría siendo el sector agropecuario, gracias a la obligación que se impuso desde temprano de dirigir una parte sustancial de la cartera hacia dicho sector, lo que sirvió de base para el diseño del Fondo Financiero Agrario, transformado posteriormente en Fondo Financiero Agropecuario. Por el contrario, el Fondo de Inversiones Privadas no tuvo recursos tan cuantiosos y alcanzó su pico a fines de los sesenta y comienzos de los setenta, es decir antes de terminar nuestro período de análisis. El Fondo Financiero Industrial también tuvo recursos limitados y tuvo su mayor importancia en 1974-1978. Con la creación de Proexpo en 1967, el sector exportador comenzó a ser otro gran beneficiario de la política de crédito de fomento.

A medida que se fueron creando explícitamente como fondos de fomento, los recursos asignados como inversiones forzosas y créditos externos resultaron insuficientes y, por ende, los fondos continuaron siendo una fuente de emisión monetaria. Durante los años sesenta, y acorde con la anotación previa en torno a que el sector privado fue el gran beneficiario de la emisión en Colombia, los redescuentos totales llegaron a representar un monto cercano al de la base monetaria del país, según las estimaciones de Kalmanovitz y Avella (2003). Aparte de los efectos monetarios expansionistas que tuvo, uno de los costos del sistema de inversiones forzosas y crédito dirigido fue que dejó a los bancos recursos propios cada vez menores para financiar el crédito ordinario de corto plazo, su función tradicional (Urdinola, 1976). De acuerdo con Figueroa, Urdinola y Vélez (1979, p.53), el crédito ordinario de corto plazo se redujo del 8,9% del PIB en 1960-62 al 5,6% en 1976-78. Ante una demanda creciente, esto posiblemente empujó el crecimiento del mercado extrabancario. Esta y otras críticas del crédito de fomento, y el proceso más general de represión financiera que acompañó el modelo de intervención estatal en el sector financiero, sembraron la semilla para los cambios de política que se comenzarían a materializar en 1974, tal como veremos en el siguiente capítulo.

Cuadro III.1**Fuentes de financiamiento de la cartera de los bancos comerciales y las corporaciones financieras**

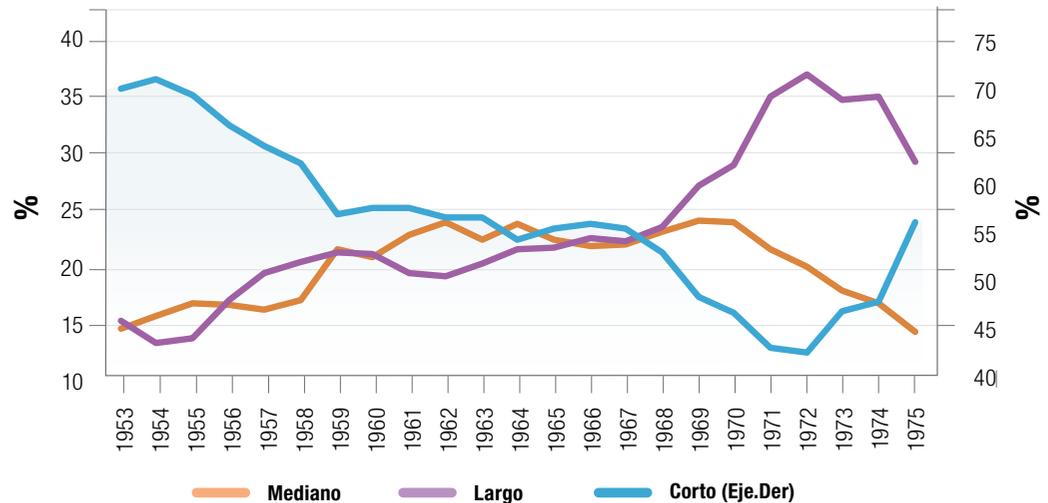
AÑO	BANCOS COMERCIALES							CORPORACIONES FINANCIERAS				
	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS		CON RECURSOS PROPIOS		CARTERA TOTAL	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		BONOS CIRCULANDO		CARTERA TOTAL
	\$ Millones	%	\$ Millones	%	\$ Millones	%	\$ Millones	\$ Millones	%	\$ Millones	%	\$ Millones
1962	645	16,9		0,0	3.162	83,1	3.807					
1963	900	18,9		0,0	3.867	81,1	4.767					
1964	1.242	24,3	158	3,1	3.718	72,6	5.118	336	61,4	46	8,4	547
1965	1.211	21,0	197	3,4	4.363	75,6	5.771	381	61,0	66	10,6	625
1966	1.509	22,8	419	6,3	4.678	70,8	6.606	458	60,9	134	17,8	752
1967	1.436	18,3	415	5,3	6.012	76,5	7.863	511	54,5	215	22,9	938
1968	2.107	23,9	485	5,5	6.234	70,6	8.826	691	30,4	380	16,7	2.271
1969	2.379	24,0	714	7,2	6.803	68,7	9.896	862	29,7	493	17,0	2.906
1970	3.018	25,5	871	7,4	7.949	67,1	11.838	1.303	31,2	583	14,0	4.178
1971	2.751	19,9	993	7,2	10.067	72,9	13.811	3.511	68,7	667	13,1	5.110
1972	2.394	14,8	2.001	12,3	11.833	72,9	16.228	4.186	63,0	878	13,2	6.648
1973	4.320	20,4	3.699	17,5	13.151	62,1	21.170	4.202	50,5	1.556	18,7	8.321
1974	6.184	21,0	7.149	24,2	16.148	54,8	29.481	4.745	50,2	1.594	16,9	9.452
1975	6.416	16,9	8.478	22,3	23.169	60,9	38.063	5.520	44,6	1.516	12,2	12.387
1976	5.193	10,7	11.460	23,6	31.999	65,8	48.652	5.955	34,4	1.491	8,6	17.299
1977	15.957	22,8	16.024	22,9	38.048	54,3	70.029	6.971	27,4	1.479	5,8	25.428
1978	18.371	21,5	20.410	23,9	46.641	54,6	85.422	9.770	29,6	1.547	4,7	33.056

Fuente: Fajardo y Rodríguez (1980)

Uno de los principales propósitos de la política de crédito de fomento fue, como ya se señaló, alterar los plazos de la cartera. Tal como lo demuestra el **Gráfico III.8**, este objetivo se logró. Mientras que a principios de los cincuenta el 70% de la cartera bancaria correspondía a créditos de corto plazo, para finales de los años sesenta su participación había disminuido en más de veinte puntos porcentuales. En contraste, las carteras de mediano y largo plazo presentaron un importante aumento, amparado principalmente por la canalización de redescuentos mediante las entidades de fomento.

Los objetivos de ampliar el acceso al crédito a pequeños y medianos productores estuvieron desde un comienzo en el centro de las políticas de la Caja Agraria y el Banco Popular, así como del Fondo Financiero Agropecuario. La expansión de la Caja Agraria a lo largo y ancho del país permitió también ampliar el acceso, en este caso territorial. En el caso de la vivienda, esto es más cierto del Instituto de Crédito Territorial (que no se analiza aquí) que del BCH. Aunque los críticos del crédito de fomento señalan que

Gráfico III.8
Cartera según plazo



Fuente: Informe del Gerente del Banco de la República

benefició ante todo a sectores de altos ingresos, lo mismo fue cierto, e incluso más, del crédito privado, pero no existen datos para hacer una comparación precisa. En el caso del sector privado, el objetivo de acceso al crédito fue en el mejor de los casos secundario. Una excepción notable fue la que con el tiempo se convertiría en la Caja Social de Ahorros, originalmente creada en 1911 por el Padre José María Campoamor S.J., como una sección de ahorros del Círculo de Obreros de San Francisco Javier, la cual se transformó en la Caja de Ahorros en 1930 y en Caja Social de Ahorros en 1973 (hoy Banco Caja Social, después de su transformación en banco y su fusión con el Banco Colmena).

La política de crear nuevos tipos de intermediarios financieros se tradujo, por su parte, en un aumento considerable en el número de entidades. Mientras a principios de la década de los cincuenta solamente había registradas 17 entidades financieras, todas ellas de índole bancaria, veinticinco años después ya había registradas más de cincuenta, no solo de tipo bancario, sino también Corporaciones Financieras y Corporaciones de Ahorro y Vivienda. A partir de la entrada en operación de las Corporaciones Financieras en 1963, estas entidades comenzaron a ganar una importancia creciente dentro del sector. Mientras en su entrada en operación existían apenas cinco de este tipo de compañías, para el fin del período de análisis ya existían 16. A ellas se agregaron las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, que fueron creadas

1. Funcionarios del Banco de Bogotá prestando el servicio de "Banco aéreo" en 1965. Cortesía del Museo del Banco de Bogotá.

2. Fachada de la oficina principal de la Caja de Ahorros del Círculo de Obreros en el centro de Bogotá. Fotografía Fundación Grupo Social.

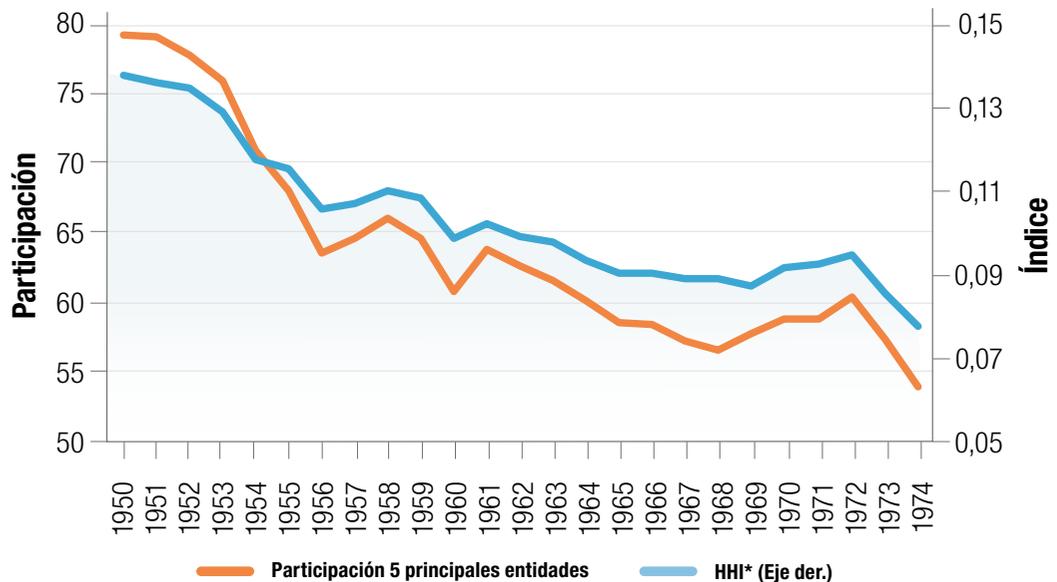
3. El auge en la producción del café trajo como consecuencia la propagación de trilladoras en la ciudad de Medellín y municipios de Antioquia. Trilladoras Unidas en Medellín. Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina.



Nuevos tipos de intermediarios financieros

“La política de crear nuevos tipos de intermediarios financieros se tradujo, por su parte, en un aumento considerable en el número de entidades. Mientras a principios de la década de los cincuenta solamente había registradas 17 entidades financieras, todas de ellas de índole bancaria, veinticinco años después ya había registradas más de cincuenta, no solo de tipo bancario, sino también Corporaciones Financieras y Corporaciones de Ahorro y Vivienda. A partir de la entrada en operación de las Corporaciones Financieras en 1963, estas entidades comenzaron a ganar una importancia creciente dentro del sector. Mientras en su entrada en operación existían apenas cinco de este tipo de compañías, para el fin del período de análisis ya existían 16.”

Gráfico III.9
Concentración en el sistema bancario por activos



*El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde cero indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

rápidamente después del lanzamiento del sistema UPAC; ya existían nueve en 1974. Nótese que el desarrollo de estas entidades respondió a los cambios institucionales de 1957/1960 y 1972 y tuvo un efecto positivo tanto sobre la diversificación del crédito como en términos de desconcentración de la actividad financiera.

La creación de nuevas entidades se tradujo, a su vez, en una sostenida tendencia a la desconcentración de los activos del sistema financiero colombiano (**Gráfico III.9**). En efecto, las cinco principales entidades financieras pasaron de tener una participación en los activos del sistema cercana al 80% al comienzo del período que cubre este capítulo, a un 60% o menos durante el primer lustro de los setenta. Por su parte, el Índice Herfindahl, que ya mostraba una tendencia a la baja desde el pico que había alcanzado a comienzos de los años treinta (véase el Gráfico II.8 capítulo anterior), siguió mostrando una tendencia bajista.

Después del marchitamiento de la banca extranjera durante los años treinta y cuarenta, la participación de las entidades extranjeras disminuyó un poco más y osciló entre el 6 y el 8% de los activos del sistema financiero. En el momento que se decretó la “colombianización de la banca”, en 1975,

dicha participación era del 6,3%. De ahí el limitado efecto que tuvo esta medida, que en cualquier caso afectó a varias entidades, entre ellas los bancos Anglo Colombiano, Citibank y Sudameris, quienes habían estado presentes en el país desde antes de la Gran Depresión.

Otra de las ventajas del desarrollo financiero durante este período (y, puede decirse, de la llamada represión financiera) fue la alta calidad de la cartera. De hecho, entre 1950 y 1974, la cartera vencida como proporción de la bruta se mantuvo por debajo del 2%, lo cual evidencia la solidez en las cuentas de las entidades financieras, independiente del vaivén de la coyuntura económica.

Por su parte, la rentabilidad del sistema crediticio presentó un comportamiento disímil. Mientras en la década de los cincuenta el indicador de rentabilidad del activo presentó una tendencia descendente (al pasar del 0,8% en 1950 al 0,46%), exhibió una importante recuperación durante la década de los sesenta (hasta llegar a superar el 1% a principios de esta década), como consecuencia de la lógica financiera de las operaciones de redescuento, que representó un gran beneficio para las entidades bancarias de fomento (González y García, 2002).

En síntesis, la evolución del sector financiero entre 1951 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, que se reflejó en el fomento de la banca estatal y la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados.

Evolución del sector financiero entre 1951 y 1974

“En síntesis, la evolución del sector financiero entre 1951 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, que se reflejó en el fomento de la banca estatal y la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados.”



CAPÍTULO IV

AUGE, CRISIS Y BÚSQUEDA INCONCLUSA DE UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO FINANCIERO, 1974 - 1990

En términos de estructura económica, el período que cubre este capítulo fue de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero hasta mediados de los años setenta y el de mayor libertad para el funcionamiento de los mercados que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de la década de los noventa¹. La transición, más que planeada por las autoridades como un proceso gradual, fue más bien el resultado de la mezcla de las críticas al modelo precedente, con la ausencia de un consenso o la decisión firme de algún gobierno de poner en marcha uno nuevo. Una implicación importante es que, más que por factores estructurales, la economía pasó a estar dominada por vaivenes macroeconómicos coyunturales, que comenzaron a ser particularmente intensos durante estos años.

En materia financiera, las nuevas tendencias se tradujeron en unas primeras medidas de liberalización en 1974, las cuales fueron frenadas muy pronto por la fuerte política de estabilización que se adoptó para manejar la bonanza cafetera que se inició en 1975. Esta primera fase fue sucedida por una liberalización de mayor alcance en 1979-1980, que dio lugar a un ciclo de auge y colapso financiero en el período 1979-1986. Este fue un reflejo moderado del ciclo mucho más intenso que experimentaron otros países latinoamericanos, donde el auge crediticio fue de mayor alcance, así

¹ Cuando me refiero a décadas o años en este capítulo se sobreentiende que corresponden al siglo XX.

Críticas al modelo de industrialización

“Las críticas al modelo de industrialización dirigida por el Estado se hicieron cada vez más abiertas en Colombia, como en toda América Latina, desde comienzos de los años setenta. De hecho, puede decirse que el Plan de Desarrollo de la Administración Pastrana Borrero fue el primero que no perteneció a la visión de la industrialización como motor de desarrollo, como lo habían sido el Plan Decenal de la Administración Lleras Camargo y el Plan 1969-1972 hecho público a fines de la presidencia Lleras Restrepo. La idea de que era necesario modificar el modelo de desarrollo se abrió paso gradualmente y se materializó, entre otras medidas, en la decisión del gobierno Pastrana Borrero de volcar el motor de crecimiento hacia la construcción, y en las primeras decisiones de apertura a las importaciones adoptadas por el mismo en 1973-1974 y las que adoptó la Administración López Michelsen al inicio de su mandato.”

como el colapso posterior, el cual se tradujo en la crisis de la deuda y una década perdida en materia de desarrollo económico.

Las repercusiones de estos eventos en el sector financiero fueron profundas. Implicaron la frustración de la primera liberalización financiera y la adopción de normas de regulación y supervisión prudencial más estrictas que ayudaran a evitar y a manejar la crisis del sector, que generalmente ocurren en el contexto de fuertes perturbaciones macroeconómicas. Todo ello representó un nuevo paso en garantizar la estabilidad financiera, un tema que no había sido muy importante en la fase anterior, pero se tornaría fundamental si se quería transitar a un mercado más libre y superar, así, la denominada “represión financiera”. Como paradoja, la nacionalización u oficialización de las entidades que se quebraron durante la crisis de comienzos de los años ochenta implicó que las primeras medidas de liberalización terminaran acrecentando la participación del Estado en el sector financiero. No menos importante, en esta transición, el sector financiero y la economía en su conjunto tuvieron que aprender a vivir, por un período relativamente prolongado, en un ambiente de tasas de interés mucho más altas que en el pasado.

Siguiendo la estructura señalada en la introducción, la primera sección repasa los eventos macroeconómicos del período. La segunda enfoca su atención sobre los primeros ensayos de liberalización y el manejo de la crisis financiera de comienzos de los ochenta. Por último, la tercera analiza los efectos de unos y otros desarrollos sobre el sector financiero.

1. LOS VAIVENES MACROECONÓMICOS

Las críticas al modelo de industrialización dirigida por el Estado se hicieron cada vez más abiertas en Colombia, como en toda América Latina, desde comienzos de los años setenta. De hecho, puede decirse que el Plan de Desarrollo de la Administración Pastrana Borrero fue el primero que no perteneció a la visión de la industrialización como motor de desarrollo, como lo habían sido el Plan Decenal de la Administración Lleras Camargo y el Plan 1969-1972 hecho público a fines de la presidencia Lleras Restrepo. La idea de que era necesario modificar el modelo de desarrollo se abrió paso gradualmente y se materializó, entre otras medidas, en la decisión del gobierno Pastrana Borrero de volcar el motor de crecimiento hacia la construcción, y en las primeras decisiones de apertura a las importaciones adoptadas por el mismo en 1973-1974 y las que adoptó la Administración López Michelsen al inicio de su mandato. Se materializó igualmente en el giro del gobierno de López Michelsen hacia una política de fomento a las exportaciones no tradicionales con un menor énfasis en los Certificados de Abono Tributario (CAT)

y más en la tasa de cambio y el crédito de Proexpo, y la decisión de colocar el Pacto Andino en un segundo orden de prioridad. Las primeras decisiones en materia de liberalización financiera que se adoptaron a comienzos de la Administración López Michelsen, a las cuales me referiré más adelante, pertenecen a esta generación de reformas graduales de mediados de los años setenta.

Sin embargo, estas reformas estructurales, como las que sucedieron a fines de esa década, durante la Administración del presidente Julio César Turbay Ayala (1978-1982), fueron graduales, no abarcaron ciertos ámbitos (el control de cambios, por ejemplo) y solo la reforma financiera tendría continuidad parcial, ya que la de comercio exterior sería revertida con fuerza durante la crisis de comienzos de los años ochenta y solo se reiniciaría en forma gradual a mediados de esa década. Algunas de las aspiraciones de cambio estructural fueron, además, abandonadas debido a eventos posteriores, en particular la propuesta de la Administración López Michelsen de convertir a Colombia en una gran nación exportadora (el “Japón de Sudamérica”), que fue derrotada por la revaluación que se produjo durante la bonanza cafetera que se inició en 1975. Más bien, el conjunto de hechos que se desarrolló a partir de la bonanza de entonces muestra la ausencia de una nueva y clara estrategia de desarrollo, que llevó a la economía a bailar al son de las coyunturas (Ocampo *et al.*, 2015).

La política macroeconómica inicial de la Administración López Michelsen fue la adopción de un paquete de ajustes orientado a contener la aceleración inflacionaria que se produjo a mediados de los setenta, en parte como reflejo de una tendencia internacional, pero también, en la interpretación de la nueva Administración de la laxitud fiscal de la que la precedió. El Gobierno impuso severos controles al gasto público, decretó una ambiciosa reforma tributaria, elevó la mayoría y liberó algunas tasas de interés, y aceleró temporalmente la devaluación para compensar la reducción de los subsidios a las exportaciones no tradicionales. El efecto de estas medidas fue una fuerte desaceleración económica y una reducción de la inflación en 1975, aunque manteniendo en este último caso niveles todavía altos en relación con los que habían prevalecido hasta comienzos de los setenta. El déficit fiscal se redujo, la tasa de cambio real se devaluó y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó (**Gráficos IV.1 y IV.2**).

La bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975 y la consecuente y fuerte mejoría en los términos de intercambio del país (**Gráfico IV.2**) dieron lugar a nuevas medidas de ajuste macroeconómico, pero ahora el eje fue el manejo de los efectos monetario del exceso de oferta de divisas. Este plan empleó tanto medidas similares a las adoptadas durante la Segunda Guerra Mundial con el mismo propósito, como el uso agresivo de los encajes para reducir el multiplicador de los medios de pago. Algunas de las medidas

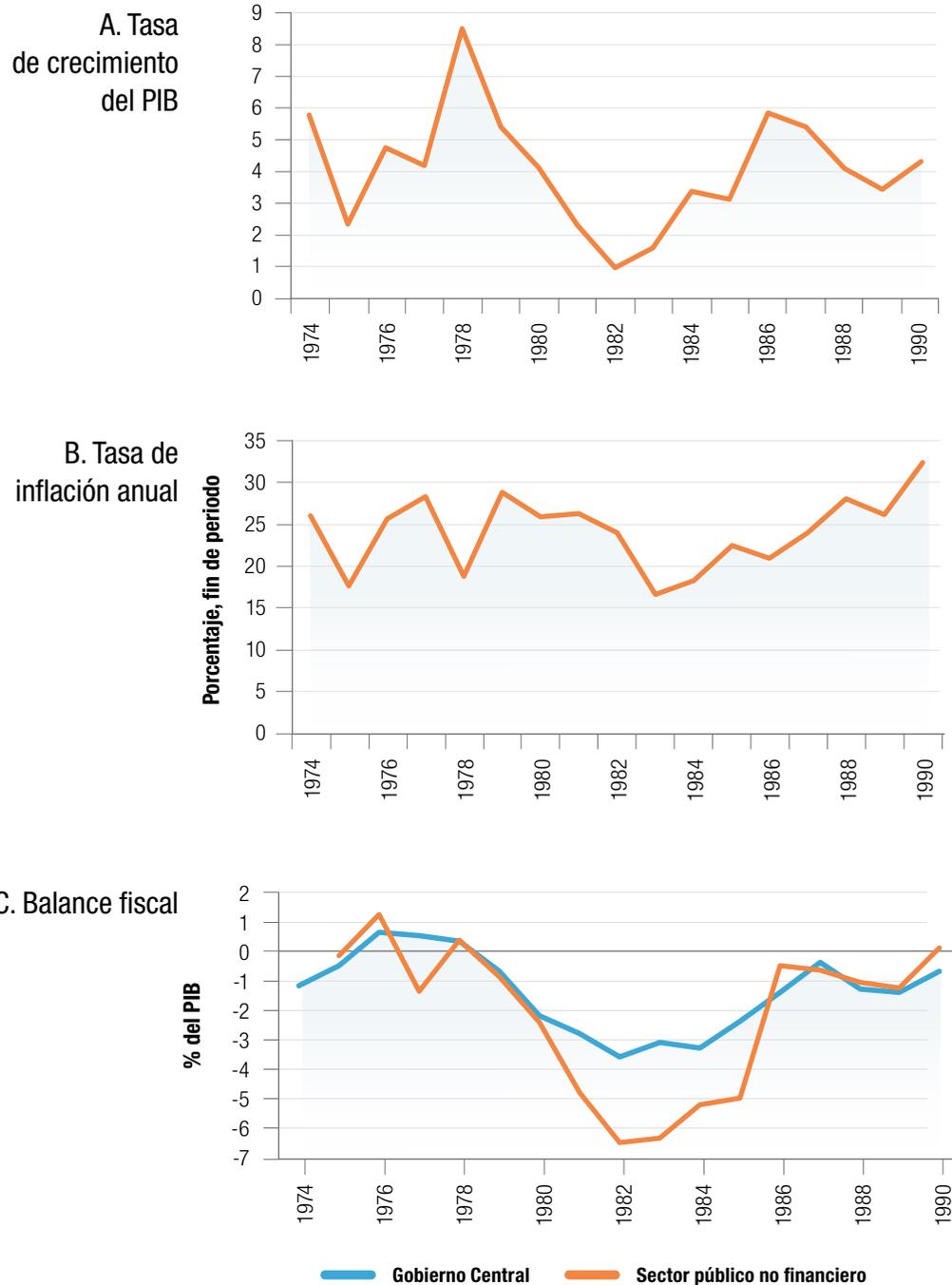
Reformas estructurales graduales

“...estas reformas estructurales, como las que sucedieron a fines de esa década, durante la Administración del presidente Julio César Turbay Ayala (1978-1982), fueron graduales, no abarcaron ciertos ámbitos (el control de cambios, por ejemplo) y solo la reforma financiera tendría continuidad parcial, ya que la de comercio exterior sería revertida con fuerza durante la crisis de comienzos de los años ochenta y solo se reiniciaría en forma gradual a mediados de esa década. Algunas de las aspiraciones de cambio estructural fueron, además, abandonadas debido a eventos posteriores, en particular la propuesta de la Administración López Michelsen de convertir a Colombia en una gran nación exportadora (el “Japón de Sudamérica”), que fue derrotada por la revaluación que se produjo durante la bonanza cafetera que se inició en 1975.”



Presidente Misael Pastrana Borrero (1970-1974).
Fotografía El Tiempo.

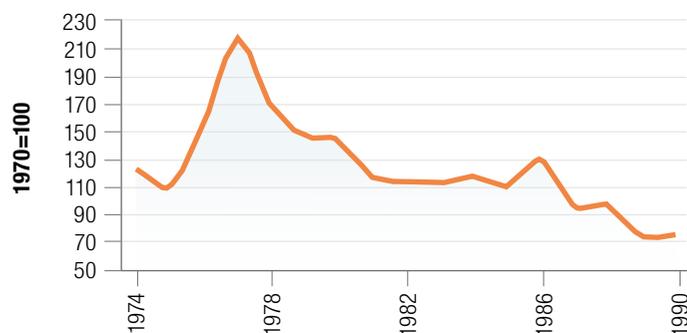
Gráfico IV.1 Principales variables macroeconómicas



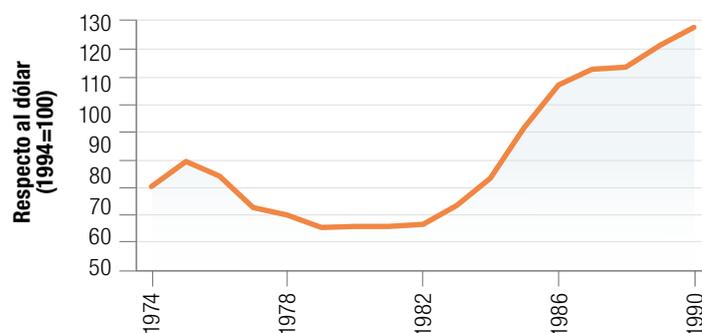
Fuentes: Las series de A y B son tomadas de la información del Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO) del Banco de la República. La serie C proviene de la información de Junguito y Rincón (2007) y de Cuentas Nacionales del DANE.

Gráfico IV.2 Principales variables del sector externo

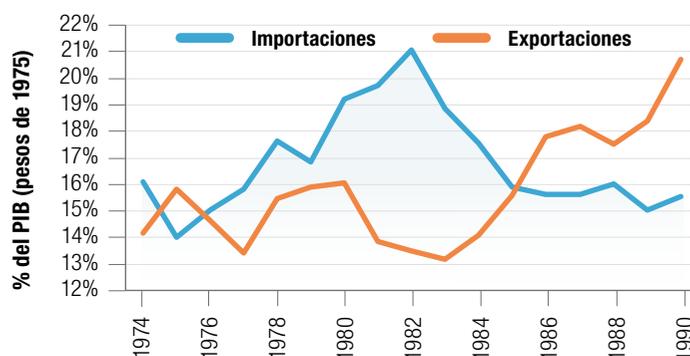
A. Términos de intercambio



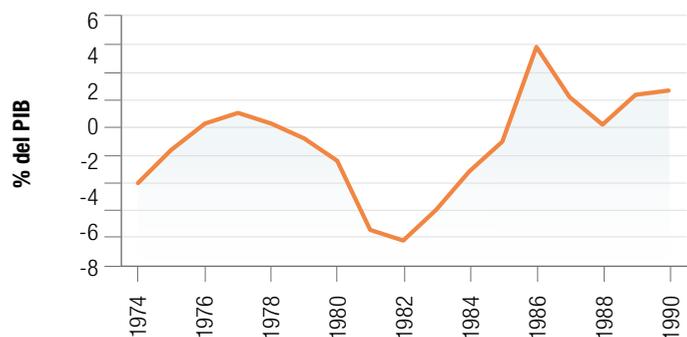
B. Tipo de cambio real



C. Coeficientes de comercio exterior



D. Balanza en cuenta corriente



Fuentes:

A) Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO) del Banco de la República

B) GRECO del Banco de la República

C) CEPAL y Banco de la República

D) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios como % del PIB a precios corrientes, según cuentas nacionales

Medidas de ajuste macroeconómico

“La bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975 y la consecuente y fuerte mejoría en los términos de intercambio del país dieron lugar a nuevas medidas de ajuste macroeconómico, pero ahora el eje fue el manejo de los efectos monetario del exceso de oferta de divisas.”

“Los dos instrumentos más importantes de contención de los efectos monetarios de la acumulación de reservas fueron así el sistema de certificados de cambio y el aumento drástico de los encajes bancarios. En el primer caso se estableció la obligación de los exportadores de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se generaba al mismo tiempo una revaluación de la moneda...”

“Por otra parte, en conjunto con la austeridad fiscal, la Administración adoptó rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado, creó mecanismos adicionales de ahorro forzoso orientados específicamente a los cafeteros...”

adoptadas durante el plan de estabilización de comienzos de la Administración López Michelsen se acentuaron, en particular el ajuste fiscal, pero otras se revirtieron, en especial la expectativa de contar con una tasa de cambio real más competitiva y de transitar gradualmente hacia tasas de interés más libres. Los dos instrumentos más importantes de contención de los efectos monetarios de la acumulación de reservas fueron así el sistema de certificados de cambio y el aumento drástico de los encajes bancarios. En el primer caso se estableció la obligación de los exportadores de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se generaba al mismo tiempo una revaluación de la moneda, y se difería la monetización de las reservas internacionales a través de un “ahorro forzoso”, con lo cual se moderaba el efecto monetario expansionista de la acumulación de reservas. Por su parte, todos los encajes se elevaron, incluyendo en enero de 1977 un encaje marginal del 100% sobre las cuentas corrientes, que duraría tres años. Por otra parte, en conjunto con la austeridad fiscal, la Administración adoptó rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado, creó mecanismos adicionales de ahorro forzoso orientados específicamente a los cafeteros (el pago de parte de la cosecha en Títulos de Ahorro Cafetero, que se acumulaba al pago de las exportaciones con certificados de cambio), y trasladó los depósitos oficiales desde las entidades financieras hacia el Banco de la República, para que sirvieran también como mecanismo de contención monetaria.

En términos del comportamiento de la demanda agregada y la actividad económica, los choques externos positivos prevalecieron sobre las fuertes medidas contracíclicas, generando un crecimiento económico que se prolongó hasta 1979, cuando puede decirse que terminó la bonanza, aunque los precios del café siguieron siendo buenos en 1980. El crecimiento para el período 1975-1979, del 5,7% anual (con un año extraordinario, 1978), fue en todo caso inferior al que había experimentado la economía colombiana durante el auge de 1967-1974 y de hecho similar al de los años de estrechez cambiaria de fines de los cincuenta y grueso de los sesenta (véase, al respecto, el **Gráfico III.1** del capítulo anterior). Ahora estuvo acompañado, además, de una inflación moderada, que se tornaría “inercial” por un cuarto de siglo y que derrotó las expectativas antinflacionarias del paquete inicial de la Administración López Michelsen. Por su parte, el balance del gobierno central y la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentarían superávit, hasta 1978 y 1980, respectivamente, y la tasa de cambio real se apreció considerablemente (**Gráficos IV.1 y IV.2**).

La Administración Turbay Ayala adoptó a partir de agosto de 1978 un programa radicalmente diferente, de hecho claramente expansionista en materia fiscal y de endeudamiento externo, que en nada recordaba los esfuerzos de austeridad fiscal de su antecesor. El Plan de Desarrollo de dicho gobierno

planteó, en efecto, la necesidad de acelerar la integración nacional mediante un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo. Debido al temor de que la ampliación del gasto público tuviera efectos inflacionarios, aceleró la liberación de importaciones: redujo en cerca de cinco puntos porcentuales el arancel promedio, trasladó un número considerable de productos del régimen de licencia previa al de libre importación y creó el sistema de las “licencias globales” para promover la importación de bienes de capital. Como elemento de continuidad con el pasado, la Administración adoptó un nuevo plan de contracción monetaria, que se concretó a comienzos de 1980, pero con un mecanismo enteramente nuevo: la venta masiva de títulos del Banco de la República en el mercado (operaciones de mercado abierto), bajo un régimen en el cual la mayoría de las tasas de interés se liberaron y se redujeron los encajes (véase la segunda sección de este capítulo)².

Una de las implicaciones del nuevo paquete de políticas fue que Colombia entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente en forma tardía, al auge de financiamiento externo que venían experimentado otras naciones latinoamericanas. Sin embargo, el punto de partida de esta fase de endeudamiento fue muy favorable, gracias a la cantidad considerable de reservas internacionales que se habían acumulado durante los años de bonanza, que para 1979 eran solo ligeramente inferiores a la deuda externa del país; es decir, por primera vez en su historia moderna, la deuda externa *net*a de Colombia era prácticamente nula (**Cuadro IV.1**). Esto le daría al país un margen de defensa con la cual no contaron otros países latinoamericanos ante la crisis de la deuda que se desencadenó en 1982.

Sin embargo, como otras fuentes de expansión (en particular los precios del café) habían cambiado de signo, ni la política fiscal expansionista, ni el auge de financiamiento, ni el auge crediticio que lo acompañó se tradujeron en un crecimiento económico importante. Por el contrario, la economía se desaceleró fuertemente (al 1% en su peor momento, en 1982). La cuenta corriente experimentó un deterioro rápido y masivo: de un superávit que había llegado casi al 2% del PIB en 1977 a un déficit de cerca del 7% en 1983. El deterioro estuvo alimentado por la revaluación real adicional y por el fuerte aumento de las importaciones generado por las medidas parciales de apertura (**Gráfico IV.2**). Ello no repercutió inicialmente sobre las reservas internacionales debido al fuerte endeudamiento externo. Este se orientó en una mayor proporción al sector público y financió gran parte del déficit fiscal, que se amplió también en forma acelerada: al 6,5% del PIB en el caso del sector público consolidado en 1982 vs. un virtual equilibrio durante los años de la bonanza cafetera. El

² Una parte importante de los “títulos de participación” que vendió el Banco de la República durante estos años estuvo orientado a reducir el faltante de recursos de los fondos de fomento y, por esta vía, evitar la expansión monetaria que se generaba con ellos. Véase al respecto la segunda sección de este capítulo.

Programa expansionista

“La Administración Turbay Ayala adoptó a partir de agosto de 1978 un programa radicalmente diferente, de hecho claramente expansionista en materia fiscal y de endeudamiento externo, que en nada recordaba los esfuerzos de austeridad fiscal de su antecesor. El Plan de Desarrollo de dicho gobierno planteó, en efecto, la necesidad de acelerar la integración nacional mediante un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo.”

“Una de las implicaciones del nuevo paquete de políticas fue que Colombia entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente en forma tardía, al auge de financiamiento externo que venían experimentado otras naciones latinoamericanas.”



Presidente Julio César Turbay Ayala (1978-1982). Fotografía El Tiempo.

Virtual paralización de la economía

“El legado que recibió el gobierno del presidente Belisario Betancur (1982-1986) fue, por lo tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficit fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982...”

“Por su parte, el manejo de la crisis macroeconómica dio lugar a dos paquetes de política completamente diferentes. El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno emprendió un plan de vivienda popular y creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis, así como un nuevo fondo, el de Capitalización Empresarial...”

Cuadro IV.1 Deuda externa (millones de dólares)

AÑO	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1970	1.050	325	1.375	404	1.319	1.723	3.098	152	2.946
1971	1.213	344	1.557	405	1.472	1.877	3.434	170	3.264
1972	1.199	392	1.591	432	1.726	2.158	3.749	345	3.404
1973	1.140	365	1.505	470	2.022	2.492	3.997	516	3.481
1974	1.413	302	1.715	486	2.220	2.706	4.421	430	3.992
1975	1.235	367	1.602	479	2.470	2.949	4.551	547	4.004
1976	1.324	404	1.728	510	2.562	3.072	4.800	1.166	3.634
1977	1.075	389	1.464	511	2.779	3.290	4.754	1.830	2.925
1978	1.221	363	1.584	568	2.896	3.464	5.048	2.482	2.566
1979	1.348	473	1.821	565	3.456	4.021	5.842	4.106	1.736
1980	1.742	514	2.256	565	4.324	4.889	7.145	5.416	1.729
1981	2.036	865	2.901	733	5.232	5.965	8.866	5.570	3.296
1982	2.451	1.196	3.647	972	6.078	7.050	10.697	4.831	5.866
1983	2.504	1.285	3.789	1.185	6.876	8.061	11.850	2.999	8.852
1984	2.389	1.451	3.840	984	7.849	8.833	12.673	1.704	10.970
1985	2.038	1.576	3.614	1.326	9.595	10.921	14.535	1.975	12.560
1986	1.711	1.607	3.318	319	12.463	12.782	16.100	3.369	12.731
1987	1.905	1.539	3.444	226	13.842	14.068	17.512	3.334	14.178
1988	2.241	1.560	3.801	311	13.823	14.134	17.935	3.709	14.226
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.591

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de la República

endeudamiento externo del sector privado también aumentó, como parte del auge crediticio de dichos años, que se alimentó con las medidas de liberalización financiera de comienzos de la Administración Turbay.

El legado que recibió el gobierno del presidente Belisario Betancur (1982-1986) fue, por lo tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficit fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982 y se profundizaría en los años siguientes, y la persistencia de la inflación. La crisis financiera fue manejada, como veremos, con la nacionalización de varias entidades en dificultades, así como el suministro de liquidez a otras. Por su parte, el manejo de la crisis macroeconómica dio lugar a dos paquetes de política completamente diferentes.

El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno emprendió un plan de vivienda popular y creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis, así como un nuevo fondo, el de Capitalización Empresarial (véase la segunda sección de este capítulo). Pese a las nuevas facilidades crediticias, la tasa de interés real se elevó fuertemente (**Gráfico IV.4** más adelante), alimentada sin duda por las incertidumbres en los mercados de capitales internacionales relevantes para América Latina, así como por el mantenimiento de la liberación de las tasas de interés. El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA), cuyos beneficios se verían durante la segunda fase de ajuste. En el frente externo, el manejo implicó una reversión radical de la política de apertura comercial que se había iniciado a fines de la Administración Pastrana Borrero y se aceleró durante la de Turbay Ayala. El aumento de los aranceles estuvo acompañado por el más riguroso control directo a las importaciones desde los años sesenta, un aumento de los subsidios a las exportaciones y una aceleración moderada del ritmo de devaluación. Estas medidas estuvieron acompañadas, además, por el reforzamiento del control de cambios internacionales.

La fuerte pérdida de reservas internacionales de 1983 (US\$1.717 millones, US\$2.457 si se agregan las pérdidas de 1982, equivalente al 44% de las reservas de fines de 1981) no solo llevó a acentuar el cierre a las importaciones, sino a un giro fuerte en la política macroeconómica a mediados de 1984, que centró ahora su atención en la corrección del desequilibrio externo. Aunque se mantuvo el control a las importaciones y los subsidios a las exportaciones no tradicionales que se habían adoptado durante el programa anterior, y se reforzó el control de cambios, los elementos básicos de la nueva política fueron la aceleración en el ritmo de devaluación y la reducción del déficit fiscal. En el frente fiscal, se combinaron recortes modestos del gasto público con medidas tributarias fuertes, en especial alzas considerables de los aranceles y los efectos plenos de la puesta en marcha del IVA; se renegoció, además, la deuda del gobierno con el Banco de la República a tasas de interés cercanas a cero. La agudización de la crisis financiera, debido a la crisis del Grupo Grancolombiano, llevó, además, a la adopción de medidas más radicales para sanear el sector. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados.

Esta segunda fase contó con una monitoría del Fondo Monetario Internacional. Como Colombia había sido afectada por el “contagio” de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo multilateral, así como del presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volcker, fueron fundamentales para evitar que Colombia entrara a hacer parte de

“El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA), cuyos beneficios se verían durante la segunda fase de ajuste.”

“La agudización de la crisis financiera, debido a la crisis del Grupo Grancolombiano, llevó, además, a la adopción de medidas más radicales para sanear el sector. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados. Esta segunda fase contó con una monitoría del Fondo Monetario Internacional. Como Colombia había sido afectada por el “contagio” de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo multilateral, así como del presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volcker, fueron fundamentales para evitar que Colombia entrara a hacer parte de los procesos de reestructuración de la deuda.”

los procesos de reestructuración de la deuda. En particular, estas intervenciones facilitaron la negociación de grandes paquetes de crédito con los acreedores privados internacionales, en los cuales los bancos se comprometieron a otorgar nuevos créditos en proporción a sus préstamos otorgados a Colombia. El carácter “semi-voluntario” de estos paquetes de financiamiento representó, por lo tanto, un camino intermedio entre los créditos estrictamente voluntarios (que ya no estaban disponibles en gran magnitud para ningún país de la región) y las renegociaciones formales que llevaban a cabo al mismo tiempo otros países latinoamericanos.

Durante los años de ajuste, el crecimiento económico se recuperó en relación con 1982, pero la inflación, después de bajar hasta 1983, retomó su senda ascendente para colocarse en el rango típico de la inflación inercial que se había entronizado en el país. El déficit fiscal se redujo, especialmente en el caso del Gobierno central, así como el déficit externo, gracias inicialmente a menores importaciones, y se produjo una significativa devaluación real. Todo ello, unido a la contención definitiva de la crisis financiera, permitió la transición a una senda macroeconómica más sostenible.

La recuperación y el tránsito hacia una nueva fase de crecimiento fue acelerada por la “mini-bonanza” cafetera de 1986, mucho más moderada, tanto en intensidad como en duración, que la de la segunda mitad de los años setenta. El aumento de los precios del grano, que se inició a fines de 1985, permitió una fuerte recuperación de la actividad económica, con un crecimiento cercano al 6% en 1986, conjuntamente con un superávit en cuenta corriente y un déficit fiscal modesto, especialmente del sector público consolidado, facilitado en este caso por el superávit del Fondo Nacional del Café. Este último implica que, al igual que en la bonanza precedente, parte del ajuste recayó sobre el “ahorro forzoso” de los cafeteros, aunque en este caso sin tener que revertir la devaluación real de los años anteriores. Obviamente, la menor intensidad y duración del período de altos precios del café, así como las incertidumbres que todavía rondaban en los mercados de crédito externo relevantes para América Latina, impidió que se tradujera en una nueva revaluación real, como había sido típico en el pasado.

Aunque la bonanza cafetera resultó muy corta, la economía logró mantener un ritmo de crecimiento aceptable en los años siguientes, lo cual fue sobresaliente en un contexto latinoamericano que siguió siendo negativo. Esto fue posible gracias, en especial, al rápido crecimiento de las exportaciones mineras y no tradicionales, que elevaron sustancialmente el coeficiente de exportaciones de Colombia en la segunda mitad de los ochenta, rompiendo por lo demás con una larga fase, que había durado cuatro décadas, durante las cuales el coeficiente de exportaciones se redujo primero y se estancó posteriormente (véanse al respecto los **Gráficos III.2** y **IV.2**). Con los acuerdos

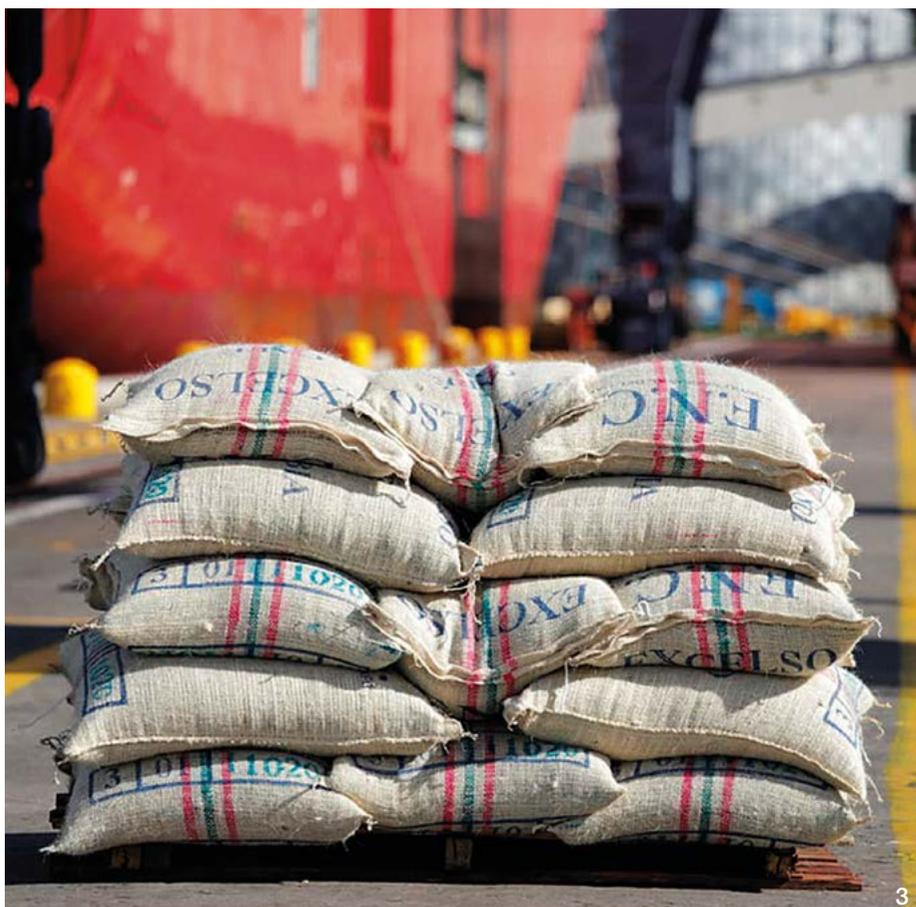
1. Sede Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS).

Fotografía de Wladyslaw Sojka, 2005.

2. Paisaje cultural cafetero, declarado por la Unesco como Patrimonio Cultural de la Humanidad. ©Federación Nacional de Cafeteros.

3. Sacos de café listos para su exportación. ©Federación Nacional de Cafeteros.

4. Las bonanzas cafeteras tuvieron efectos favorables a corto plazo, y contracíclicos de medio y largo plazo.



Desaceleración económica

“El crecimiento económico tendió a desacelerarse a partir de 1988, al tiempo que se aceleraba de nuevo la inflación. El escaso dinamismo de la demanda interna fue la causa fundamental del primero de estos procesos. Sin embargo, el protagonista macroeconómico de fines de los ochenta fue el tipo de cambio, debido a dos eventos diferentes. El primero fue el colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café en 1989. La incertidumbre que generó llevó a la Administración del presidente Virgilio Barco (1986-1990) a acelerar el ritmo de devaluación a partir del segundo semestre de ese año, por temor a enfrentar de nuevo déficits externos apreciables. El segundo fue la decisión de iniciar un proceso de liberación gradual de importaciones en febrero de 1990. Debido a los efectos adversos de esta decisión sobre la balanza de pagos, se pensó que una tasa de cambio muy competitiva era clave para el éxito de esta apertura comercial.”

con el Banco Mundial de mediados de la década, se inició una apertura gradual a las importaciones, pero el coeficiente respectivo se mantuvo relativamente constante. La mezcla de una tendencia positiva de las exportaciones, el coeficiente moderado de importaciones y una tasa de cambio competitiva fue una cuenta corriente fuerte, pese a unos términos de intercambio internacionales adversos.

El crecimiento económico tendió a desacelerarse a partir de 1988, al tiempo que se aceleraba de nuevo la inflación. El escaso dinamismo de la demanda interna fue la causa fundamental del primero de estos procesos. Sin embargo, el protagonista macroeconómico de fines de los ochenta fue el tipo de cambio, debido a dos eventos diferentes. El primero fue el colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café en 1989. La incertidumbre que generó llevó a la Administración del presidente Virgilio Barco (1986-1990) a acelerar el ritmo de devaluación a partir del segundo semestre de ese año, por temor a enfrentar de nuevo déficits externos apreciables. El segundo fue la decisión de iniciar un proceso de liberación gradual de importaciones en febrero de 1990. Debido a los efectos adversos de esta decisión sobre la balanza de pagos, se pensó que una tasa de cambio muy competitiva era clave para el éxito de esta apertura comercial. Hacia finales de 1990 fue evidente, sin embargo, que los altos ritmos de devaluación se estaban traduciendo en una aceleración de la inflación, que en dicho año alcanzó el nivel más alto en varias décadas (32,4%, un nivel que solo se había registrado en la posguerra en 1963). Esto dio paso al programa de estabilización que lanzó la Administración del presidente César Gaviria (1990-1994) a comienzos de su mandato, que se analiza en el siguiente capítulo.

Cabe anotar, finalmente, y como puente entre los temas que se analizan en esta y la siguiente sección, que dos características del manejo monetario y crediticio del período que analizamos en este capítulo fue la mayor inestabilidad generada por la acumulación y desacumulación de reservas internacionales, pero también la mayor capacidad de estabilización de dichas fluctuaciones, con una mezcla de instrumentos diferentes al pasado. La primera de estas características refleja, sin duda, diferencias fundamentales en el funcionamiento de la economía antes y después de mediados de la década de los setenta, entre ellas la mayor volatilidad de los flujos internacionales de capital. La compensación de estas fluctuaciones se logró tanto utilizando aquellos que afectaban a la base monetaria (créditos del Emisor a los sectores público o privado, y operaciones con pasivos no monetarios) como al multiplicador (política de encaje). Aunque, según hemos visto, estos últimos se siguieron utilizando activamente, los primeros adquirieron una mayor importancia. En efecto, mientras en el período 1940-1974 solo un 46% de los efectos contraccionistas o expansionistas de las reservas fueron compensados a través del manejo de otros activos netos que conforman la base, esta proporción se elevó al 83% en 1975-1987.

Además, la capacidad estabilizadora fue mucho mayor: mientras en el período 1940-1974 el 67% de las presiones sobre los medios de pago fueron compensadas a través de otras operaciones que afectaban la base, en 1975-1987 esta proporción se elevó al 97% (Ocampo, 1989).

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES Y EL MANEJO DE LA CRISIS FINANCIERA

Las primeras medidas de liberalización financiera

El ambiente en favor de una gran transformación institucional del sector crediticio se fue haciendo cada vez más fuerte a comienzos de la década del setenta, como había acontecido a comienzos de los veinte y fines de los cuarenta, que en su momento abrieron paso a las reformas de 1923 y 1951. En todos estos casos, el debate nacional estuvo orientado por las ideas y el ambiente internacional, que ahora pregonaban la necesidad de liberar las fuerzas del mercado. La reforma financiera de 1974, que adoptó la Administración López Michelsen a comienzos de su mandato, fue el primer paso en esta dirección. Aunque la creación del sistema UPAC había garantizado una tasa de interés real positiva para los ahorradores, rompiendo un patrón de más de dos décadas, siguió la tradición del período anterior de crear nuevos intermediarios especializados para realizar distintas actividades crediticias y de utilizar el Banco de la República para la transformación de plazos que requerían los créditos de largo plazo. Por el contrario, la reforma de 1974 no creó nuevos intermediarios especializados³, sino que buscó una mayor competencia entre los existentes, así como reducir la dependencia de los recursos primarios del Banco de la República en la generación del crédito al sector privado. Fue, sin embargo, un paso apenas moderado hacia un mercado financiero más libre y, en cualquier caso, su desarrollo fue interrumpido muy pronto por las medidas de contracción monetaria adoptadas durante la bonanza cafetera que se inició en 1975.

La justificación básica de esta reforma, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en la asignación del crédito estaba frenando el desarrollo del sector financiero. En términos estrictos, como vimos en el capítulo anterior, la actividad financiera se venía profundizando en las décadas

³ En 1973, mediante el Decreto 1773, y en 1974 con el Decreto 971, se había dado, sin embargo, un paso al reconocimiento de los agentes que operan en el mercado extrabancario, pero su reconocimiento definitivo solo se daría, como veremos, en 1979, cuando se vinieron a denominar Compañías de Financiamiento Comercial.

Primeros pasos para la liberalización

“El ambiente en favor de una gran transformación institucional del sector crediticio se fue haciendo cada vez más fuerte a comienzos de la década del setenta, como había acontecido a comienzos de los veinte y fines de los cuarenta, que en su momento abrieron paso a las reformas de 1923 y 1951. En todos estos casos, el debate nacional estuvo orientado por las ideas y el ambiente internacional, que ahora pregonaban la necesidad de liberar las fuerzas del mercado. La reforma financiera de 1974, que adoptó la Administración López Michelsen a comienzos de su mandato, fue el primer paso en esta dirección.”



Presidente Alfonso López Michelsen (1974-1978).
Fotografía El Tiempo.

Actividad financiera

“...la actividad financiera se venía profundizando en las décadas precedentes, aunque dependiendo de la creación de nuevas entidades, oficiales primero y privadas después, y en este último caso tanto las reguladas (las Corporaciones Financieras en los sesenta y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en los setenta) como, en menor medida, las no reguladas (en especial las que después se denominaron Compañías de Financiamiento Comercial).”



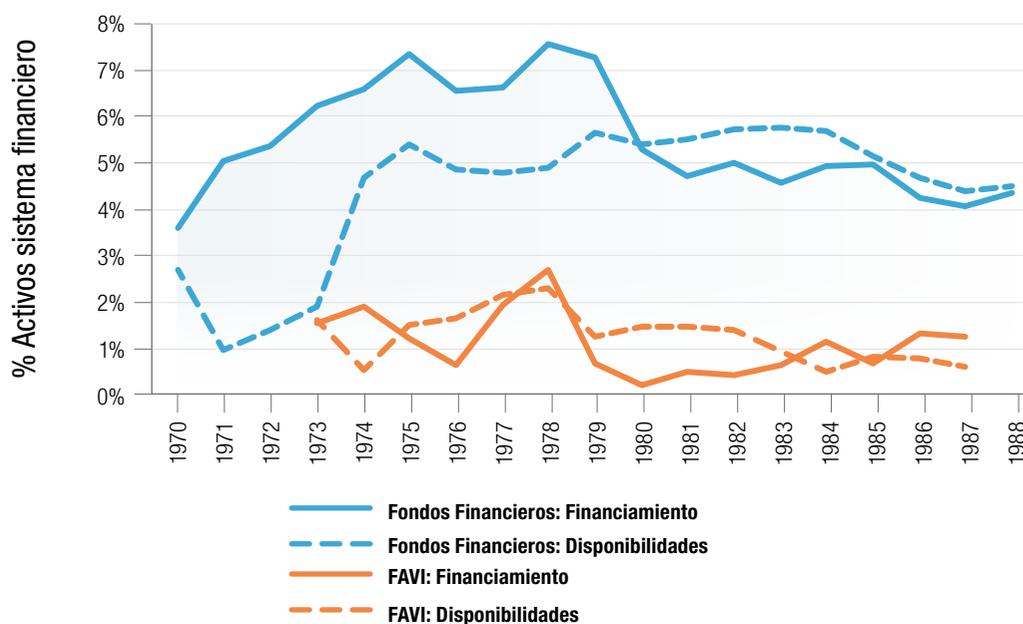
En 1979, Noemí Sanín Posada fue nombrada presidenta de la Corporación de Ahorro y Vivienda Colmena. Fotografía de Rodrigo Sepúlveda 2010, El Tiempo.

precedentes, aunque dependiendo de la creación de nuevas entidades, oficiales primero y privadas después, y en este último caso tanto las reguladas (las Corporaciones Financieras en los sesenta y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en los setenta) como, en menor medida, las no reguladas (en especial las que después se denominaron Compañías de Financiamiento Comercial). Sin embargo, las regulaciones se habían tornado cada vez más complejas y generaban una continua fricción entre las funciones del Banco de la República como banco central y como cabeza, simultáneamente, del sistema de crédito de fomento. Además, con la excepción de la UPAC, las tasas de interés se rezagaron con la aceleración de la inflación en 1973-1974 y la inercia que adquirió la dinámica de aumento de los precios desde entonces.

Para iniciar la superación de esta represión financiera, según la terminología que, como vimos, pusieron en boga entonces Ronald McKinnon y Edward Shaw, la reforma elevó las tasas de interés de ahorro y a término y liberó las que podían cobrar los bancos comerciales en sus operaciones ordinarias (Jaramillo, 1982; Kalmanovitz y Avella, 1998; Ortega, 1979). Al mismo tiempo, y para reducir la heterogeneidad de las tasas de interés pasivas generadas por la introducción de la UPAC, puso un techo a la corrección monetaria y en la reforma tributaria que se expidió por la misma época, gravó una parte de la corrección monetaria. De esta manera, aunque por una y otra vía eliminó el carácter de la UPAC como instrumento de “poder adquisitivo constante” el Gobierno corrigió la gran asimetría en las tasas de interés que se había generado con su creación y que hubiera sido imposible de mantener por mucho tiempo, particularmente en un ambiente en que se entronizó una inflación inercial, cuyo efecto sobre las tasas de interés ya estaba incluido en el diseño de la UPAC, pero no en el resto de tasas. Sin embargo, el Gobierno se abstuvo de liberar las tasas de interés pasivas o las activas para las operaciones de fomento. Por otra parte, se redujeron los requisitos de encaje para dar al sistema bancario más libertad para prestar sus propios recursos.

Con este conjunto de medidas, se buscaba que los intermediarios compitieran más activamente por atraer el ahorro financiero, gracias a unas tasas de interés más atractivas. Aunque el crédito de fomento no se desmontó, fue objeto de una importante reorganización, mediante la cual varias líneas fueron suprimidas, al igual que algunas inversiones forzosas que eran su contrapartida. Se buscó también reducir los recursos de emisión que se canalizaban a través del crédito de fomento, aumentando sus disponibilidades. Sin embargo, el efecto neto fue insuficiente y los fondos de fomento siguieron siendo una fuente de emisión (**Gráfico IV.3**). Nótese que esto no es cierto en el caso del FAVI, cuyo comportamiento fue estrictamente cíclico, y por lo tanto tendió a ser una fuente de emisión durante años de iliquidez del sistema UPAC (especialmente 1984 y 1986-1988), pero en general fue superavitario. Cabe

Gráfico IV.3
Crédito neto del Banco de la República
a fondos de fomento y FAVI



*Incluye Proexpo, FIP, FFAP, FF1, FDE, Fondo de garantías FCE y Fondo Forestal.

Fuente: Elaboración Propia con base en Gomez (1990) e Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República

agregar que, como parte del menor énfasis otorgado a los mecanismos de fomento, las inversiones del IFI en nuevas empresas entraron en un proceso de franco marchitamiento.

Desde el punto de vista de regulación monetaria, aparte de reducir los encajes, la reforma limitó el acceso de los bancos a los recursos del Emisor, salvo para los créditos ordinarios con fines de liquidez y los créditos de fomento. Elevó las tasas de redescuento y las sanciones por desencajes y modificó el manejo de las primeras para aplicarlas con criterio de política monetaria y no con fines de crédito dirigido. Aunque, finalmente, planteó la posibilidad de introducir nuevos instrumentos de control monetario, en particular las operaciones de mercado abierto, este objetivo no se cumplió por el momento.

Las medidas masivas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera suspendieron, desde mediados de 1975, los efectos de la reforma. En esta coyuntura económica, las autoridades monetarias colombianas adoptaron un plan masivo de estabilización, cuyos elementos fundamentales fueron, según vimos, el uso de los certificados de cambio de maduración diferida y un aumento

Innovaciones financieras

“Aunque las medidas anticíclicas adoptadas durante la bonanza lograron su cometido de contrarrestar las fuentes exógenas de expansión monetaria, generaron a su vez innumerables distorsiones dentro del sistema financiero, poniendo en duda la viabilidad de su continuidad, en particular múltiples ‘innovaciones financieras’ orientadas a eludir los controles. Las principales fueron las ventas de cartera a particulares (que estos compraban con las cuentas que tenían en los propios bancos), las cuentas convenio (depósitos de ahorro, con encajes más bajos, que se trasladaban automáticamente a cuentas corrientes cuando lo requiriera el depositante) y el uso más activo de los ‘mandatos comerciales’ manejados a través de las secciones fiduciarias de los bancos.”

drástico de los encajes bancarios, tanto a cuenta corrientes (incluyendo el restablecimiento del encaje marginal del 100% en 1977) como de ahorro y depósitos a término. Retornando igualmente a prácticas del pasado, permitió computar dentro del encaje las operaciones de fomento. Fuera de ello, mantuvo o fijó nuevos toques a la tasa de interés.

El manejo de los fondos de fomento durante la bonanza constituyó un elemento de ruptura, pero también de continuidad con las medidas adoptadas en 1974. Por una parte, el acceso a los recursos de los fondos fue una de las excepciones a las fuertes medidas monetarias y crediticias contraccionistas, por lo cual el crédito pasó a depender más, aunque solo en forma temporal, del redescuento en los fondos de fomento. Por otra, se mantuvieron los esfuerzos por evitar la emisión monetaria a través de los fondos, lo cual era ahora más necesario, dada la fuerte orientación contraccionista de la política monetaria. Para el financiamiento del crédito de fomento se recurrió a la emisión de títulos valores a tasas de interés competitivas; esto significó, sin embargo, que los fondos se vieron obligados a elevar sus tasas de interés para cubrir los mayores costos. No obstante, el primero de estos efectos prevaleció y los fondos fueron utilizados en mayor escala y se convirtieron en una mayor fuente de emisión, particularmente durante los años del encaje marginal del 100% (**Gráfico IV.3**). Otro curioso elemento de continuidad fue el que introdujo la posibilidad de vender libremente los certificados de cambio en el mercado, que en cierto sentido contribuyó a la transición a tasas de interés más libres, aunque reguladas indirectamente a través de cambios en los plazos de redención de dichos certificados y los descuentos con los cuales los podía adquirir el Banco antes de su maduración (Jaramillo, 1982).

Aunque las medidas anticíclicas adoptadas durante la bonanza lograron su cometido de contrarrestar las fuentes exógenas de expansión monetaria, generaron a su vez innumerables distorsiones dentro del sistema financiero, poniendo en duda la viabilidad de su continuidad, en particular múltiples “innovaciones financieras” orientadas a eludir los controles. Las principales fueron las ventas de cartera a particulares (que estos compraban con las cuentas que tenían en los propios bancos), las cuentas convenio (depósitos de ahorro, con encajes más bajos, que se trasladaban automáticamente a cuentas corrientes cuando lo requiriera el depositante) y el uso más activo de los “mandatos comerciales” manejados a través de las secciones fiduciarias de los bancos.⁴ Por todas estas vías, la autoridad monetaria perdió parte de la discrecionalidad en el manejo de la liquidez de la economía.

Estas distorsiones, así como el debilitamiento de la bonanza, abrieron el camino para retomar los esfuerzos de liberalización financiera en 1979-1980.

⁴ Véase Banco de la República, Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas (1982), donde se analizan, además, las distorsiones de las estadísticas monetarias que generaron estas innovaciones.

De acuerdo con el principal vocero de las reformas, Francisco Ortega, se necesitaban para retomar el control monetario, cambiar la forma de hacer la política respectiva, modificando los mecanismos de ahorro forzoso y los elevadísimos encajes por operaciones de mercado abierto (OMA, como se vinieron a denominar) en el contexto de un mercado libre de capitales, lo cual exigía la liberación de las tasas de interés pasivas del sistema financiero. Por otra parte, y retornando a las ideas que rondaron en torno a la reforma de 1974, era necesario, desde un punto de vista más estructural, estimular la formación de ahorro interno y su utilización más eficiente. El problema central era nuevamente, a su juicio, la poca flexibilidad de las tasas de interés, es decir, de acuerdo con la terminología ya en boga, superar la represión financiera (Ortega, 1979). Desde el punto de vista de la política económica puede decirse que los objetivos de corto plazo fueron los que prevalecieron en las decisiones que se adoptaron entonces. De hecho, un ambiente de mayor libertad financiera podía ciertamente aumentar la intermediación financiera, aunque introduciendo nuevas fuentes de volatilidad, que pronto se hicieron presentes. Sin embargo, el mayor “ahorro financiero” *no* implicaba mayor ahorro, en el sentido macroeconómico del término, es decir, menor consumo, como lo reflejan estimaciones para Colombia de la poca relación del ahorro con las tasas de interés (véase, por ejemplo, Ocampo, Crane y Farné, 1990) y la nula correlación entre el ahorro financiero y el ahorro en términos macroeconómicos (Fernández, 1994, cap. 6)⁵.

Las OMA se iniciaron en 1979 usando “títulos de participación” del Banco de la República. Sin embargo, ante la presión del sistema financiero para que el Gobierno los dejara competir con esos nuevos instrumentos, a comienzos de 1980, la Junta Monetaria liberó las tasas de los CDT del sistema financiero y eliminó el encaje marginal del 100%; unos pocos meses después aumentó las tasas de interés controladas para que pudieran competir con la de los CDT. La mayor disponibilidad de recursos propios de las entidades financieras y la mayor posibilidad de utilizarlos, a través de las captaciones de CDT y de los menores encajes de todo tipo de pasivos, logró reducir finalmente la demanda de los recursos de los fondos de fomento y eliminar la emisión a través de ellos (**Gráfico IV.3**). Adicionalmente, se expidieron algunas normas para flexibilizar los requisitos patrimoniales de las entidades del sistema financiero. Un ejemplo de ello fue la Resolución 10 de 1980, que autorizó a los establecimientos bancarios a emitir certificados de depósitos a término hasta por cinco veces el monto de su capital pagado y reserva legal, al tiempo que se reducían en más de diez puntos porcentuales los encajes sobre estos certificados.

Las OMA

“Estas distorsiones, así como el debilitamiento de la bonanza, abrieron el camino para retomar los esfuerzos de liberalización financiera en 1979-1980.

De acuerdo con el principal vocero de las reformas, Francisco Ortega, se necesitaban para retomar el control monetario, cambiar la forma de hacer la política respectiva, modificando los mecanismos de ahorro forzoso y los elevadísimos encajes por operaciones de mercado abierto (OMA, como se vinieron a denominar) en el contexto de un mercado libre de capitales, lo cual exigía la liberación de las tasas de interés pasivas del sistema financiero.”

“Las OMA se iniciaron en 1979 usando ‘títulos de participación’ del Banco de la República. Sin embargo, ante la presión del sistema financiero para que el Gobierno los dejara competir con esos nuevos instrumentos, a comienzos de 1980, la Junta Monetaria liberó las tasas de los CDT del sistema financiero y eliminó el encaje marginal del 100%...”

⁵ Por otra parte, el ahorro financiero es un acervo y el ahorro macroeconómico es un flujo, hecho que se ignoró generalmente en estos debates.

Auge crediticio interno

“Uno de los efectos más importantes de estas reformas fue, sin embargo, el aumento considerable (en más de diez puntos porcentuales) de las tasas de interés en los últimos años de la década de los setenta y primeros de los ochenta. Este aumento se dio tanto en las tasas pasivas como activas, y tanto en las nominales como en las reales, ya que la tasa de inflación mantuvo su ritmo inercial. Eran niveles que el país no conocía.

En un contexto de amplio financiamiento externo, la liberalización financiera generó, además, como en todas las bonanzas de su género, un auge crediticio interno. Ello fue sucedido, con mayor intensidad que en los años cincuenta, por un colapso que sumió al país en su segunda crisis financiera.”

Como elemento complementario, el Gobierno nacional decidió crear la Comisión Nacional de Valores, mediante la Ley 32 de 1979, con el objetivo de estimular, organizar y regular el mercado público de valores. Dicha entidad respondía principalmente a la falta de confianza del público inversionista en el mercado bursátil, por el surgimiento de múltiples prácticas para evadir controles y las grandes pérdidas sufridas por los ahorradores en algunos fondos de inversión (Figueroa, Urdinola y Vélez, 1979). Esta organización fue creada, por lo tanto, con el propósito de brindar transparencia, mediante el suministro de información sobre la realización de operaciones a través de la bolsa, en aras de incitar confianza y seguridad dentro los ahorradores e inversionistas. Esto era esencial en el contexto de la nueva política, dado que uno de los papeles centrales de la bolsa era generar liquidez a los nuevos instrumentos de manejo monetario.

Uno de los efectos más importantes de estas reformas fue, sin embargo, el aumento considerable (en más de diez puntos porcentuales) de las tasas de interés en los últimos años de la década de los setenta y primeros de los ochenta (**Gráfico IV.4**). Este aumento se dio tanto en las tasas pasivas como activas, y tanto en las nominales como en las reales, ya que la tasa de inflación mantuvo su ritmo inercial. Eran niveles que el país no conocía. En un contexto de amplio financiamiento externo, la liberalización financiera generó, además, como en todas las bonanzas de su género, un auge crediticio interno. Ello fue sucedido, con mayor intensidad que en los años cincuenta, por un colapso que sumió al país en su segunda crisis financiera⁶. El precedente había sido la crisis de comienzos de los treinta, que en ese caso estuvo en gran medida confinada, como vimos en el capítulo II, a los bancos hipotecarios y fue manejada a través de un proceso de marchitamiento de las entidades respectivas, la absorción de su cartera por parte del BCH y la moratoria de la deuda externa.

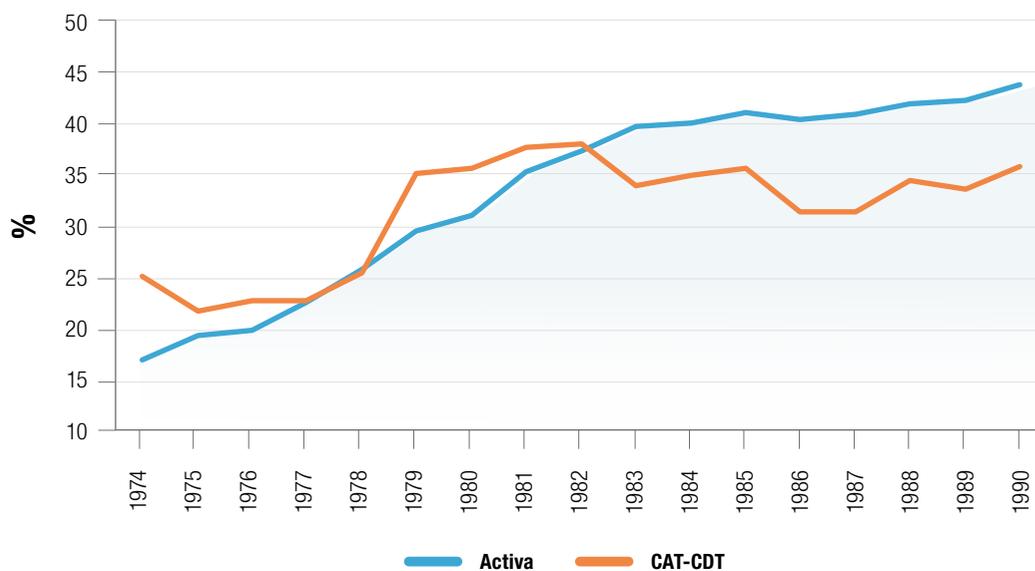
Cabe anotar, por otra parte, que aunque la tasa de interés activa se mantuvo baja en términos reales hasta 1980, los márgenes de intermediación venían aumentando desde antes, y en forma considerable (**Gráfico IV.5**). El aumento había sido gradual pero leve durante el período anterior, con una aceleración a comienzos de los setenta. Sin embargo, el aumento más marcado se produjo durante el período que se analiza en este capítulo y, especialmente, en la segunda mitad de los años setenta. Desde entonces se mantuvo alto hasta el auge financiero de los años noventa (véase el siguiente capítulo).

Entre los tres determinantes básicos del margen que estima Salazar (2005b), la elevación de los costos laborales como proporción de los activos de los bancos, por el equivalente a dos puntos porcentuales, es importante tanto en el período anterior como en la segunda mitad de los setenta, pero difícilmente

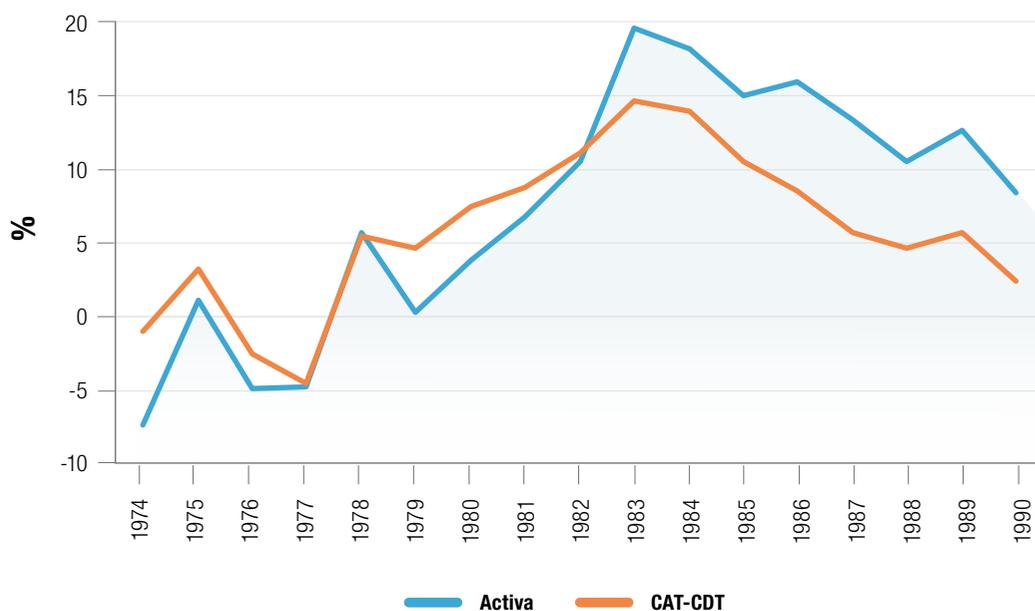
⁶ Nótese que excluyo la crisis de fines de los cincuenta, porque, aunque afectó la deuda comercial del país, no estuvo acompañada por quiebras de los intermediarios financieros nacionales.

Gráfico IV.4 Tasas de interés

A. Nominal (% efectivo anual)



B. Real (% efectivo anual)



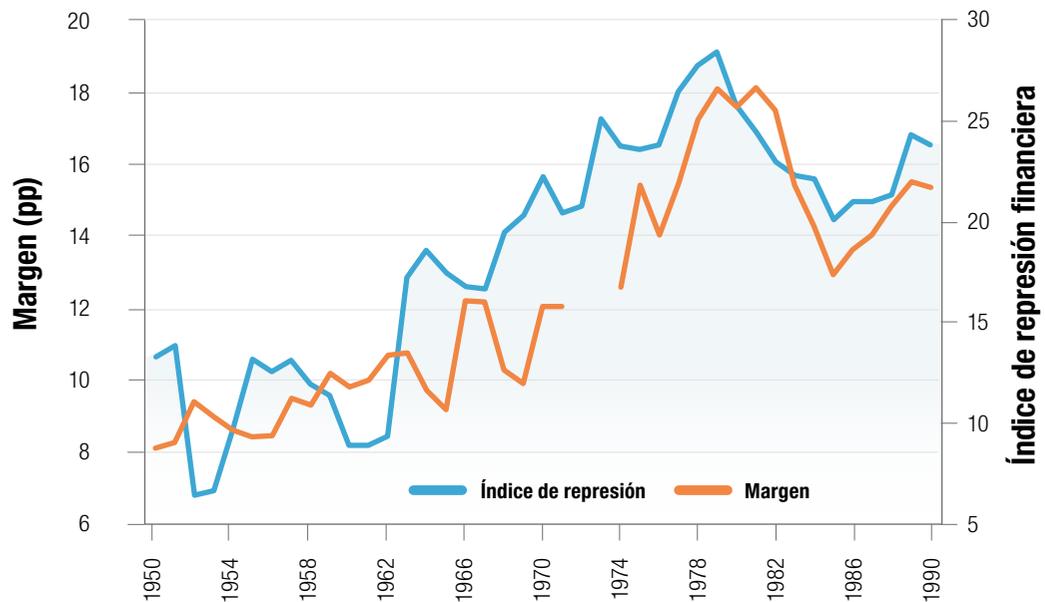
Fuente: GRECO, Salazar (1995) y elaboración propia.

Activa: GRECO con base en Caycedo et al. (1997), Salazar (1995), Romero (1994).

CAT-CDT: Tasa de interés pasiva anual empalmado rendimiento Certificado de abono tributario (CAT) a 90 días (1968-1980:4) y CDT a 90 días (1980:5-1997) cálculos GRECO.

Tasa de Interés Real: Deflactada con la inflación proveniente de GRECO.

Gráfico IV.5
Bancos: margen de intermediación
e índice de represión financiera



Fuente: Salazar (2005b).

explica un aumento acumulado del margen de entre 7 y 10 puntos⁷. El acrecentamiento de la “represión financiera” antecede por casi una década al período de más fuerte aumento del margen, por lo que, aunque esta variable sin duda tuvo una incidencia, tampoco puede decirse que sea la explicación fundamental⁸. Así las cosas, es posible que la aceleración de la inflación haya sido el factor más importante, como por lo demás lo indica la fuerte correlación contemporánea entre ambas variables (Salazar, 2005b, Gráfico 7). El efecto de esta variable estaría asociado, según esta autora, tanto al impuesto inflacionario sobre los altos encajes a las cuentas corrientes, como por las incertidumbres que introdujo la inflación sobre una actividad (la crediticia) que es inter-temporal por su propia esencia (Salazar, 2005a, p. 237).

⁷ Salazar (2005b) estima un coeficiente de esta variable de en torno a 2, pero no tiene sentido que este coeficiente sea superior a un valor unitario.

⁸ Por lo demás, el coeficiente estimado por dicha autora para esta variable se modifica mucho entre una y otra estimación. La fuerte correlación entre el índice de represión financiera y la inflación genera, además, problemas de colinealidad en las estimaciones estadísticas, que hace difícil discernir con precisión el efecto de estas dos variables.

La crisis financiera de 1982-1986 y la recuperación

Los eventos macroeconómicos adversos de comienzos de los años ochenta fueron alimentados por acontecimientos internacionales a los cuales ya he aludido, en particular el deterioro en los precios de productos básicos (el café, en el caso colombiano) y la crisis latinoamericana de la deuda. Esta última estuvo asociada, a su vez, a la decisión de la Reserva Federal de los Estados de permitir una súbita e inusual elevación de las tasas de interés en 1979, que redujo el apetito por prestar a las economías emergentes y dio lugar, con un rezago, a la decisión mexicana, en agosto de 1982, de suspender (temporalmente, según el anuncio) el servicio de la deuda externa, que dio lugar al estallido de la crisis latinoamericana.

Aunque el deterioro macroeconómico y el ambiente internacional adverso contribuyeron, sin duda, a la crisis financiera de Colombia, especialmente la fuerte desaceleración económica y la recesión industrial a la cual dio lugar, así como y el efecto de la devaluación sobre empresas endeudadas en dólares, a estos factores se agregaron otros propios del manejo del sector financiero en el país⁹. Algunos de estos problemas fueron similares a los que enfrentaron otros países de la región e incluso otras economías emergentes. De hecho, solo a partir de la oleada de crisis financieras de comienzos de los años ochenta se difundió el principio de que los procesos de liberalización financiera deben ser precedidos por una regulación y supervisión prudencial estrictas. Y aún este principio no se aplicó con rigor con posterioridad en muchas economías emergentes e incluso desarrolladas.

El primero de los problemas fue precisamente la ausencia de un marco apropiado de regulación y supervisión prudencial para manejar los riesgos que implicaba un mercado financiero más libre. En efecto, siguiendo la tradición que se remonta a 1923 (y, en cierto sentido, a las normas previas), los requisitos de capital se establecían en función de la estructura de pasivos, es decir como una relación máxima de apalancamiento, ignorando los riesgos en la cartera (es decir, de los activos). Por lo tanto, carecían de una normativa apropiada sobre calificación de cartera y exigencia de provisiones por deudas de dudoso recaudo. Las normas exceptuaron, además, de los requisitos de capital a los CDT a más de treinta días, con el objetivo fomentar este instrumento de ahorro financiero, y las autoridades permitieron que valorizaciones de papel y reservas más allá de las legales acrecentaran el capital de los bancos. Unas y otras deficiencias dieron lugar a un aumento en los niveles de apalancamiento y un reconocimiento muy tardío de las pérdidas por malos préstamos. Por otra parte, la igualmente débil supervisión no generó alertas

Crisis financiera de 1982

“Los eventos macroeconómicos adversos de comienzos de los años ochenta fueron alimentados por acontecimientos internacionales a los cuales ya he aludido, en particular el deterioro en los precios de productos básicos (el café, en el caso colombiano) y la crisis latinoamericana de la deuda.”

“El primero de los problemas fue precisamente la ausencia de un marco apropiado de regulación y supervisión prudencial para manejar los riesgos que implicaba un mercado financiero más libre.”

“A ello se agregaron las prácticas poco ortodoxas y en algunos casos dolosas de algunos agentes financieros, especialmente lo que se vinieron a denominar los ‘autopréstamos’, es decir el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas.”

⁹ Para un análisis de esta crisis, sobre la cual se basa en gran medida el análisis que sigue, véanse Fernández (1994, cap. 11) y Caballero y Urrutia (2006).

Primeras manifestaciones de la crisis

“En los primeros meses de 1982 se presentaron las primeras manifestaciones de la crisis, tras la pérdida de confianza del público en algunos establecimientos de crédito. La crisis estalló abiertamente en julio de dicho año, cuando la Superintendencia Bancaria decidió liquidar las entidades financieras del llamado ‘Grupo Correa’, cuya columna vertebral era el Banco Nacional. A principios de octubre de ese mismo año, ante la necesidad de generar mayor confianza, el Gobierno declaró por 24 horas el estado de emergencia económica, al amparo del cual dictó un estatuto (el Decreto Ley 2920) que le permitió oficializar el Banco del Estado, la cabeza del ‘Grupo Mosquera’. La decisión de oficializar esta entidad en vez de proceder a su liquidación se adoptó para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que ya era previsible dada la liquidación del Banco Nacional.”

oportunas sobre las dificultades que enfrentaban algunos agentes. Los riesgos crediticios se vieron, además, acrecentados por la fuerte elevación de las tasas de interés a niveles a los cuales, como señalé, la economía no estaba acostumbrada. La falta de conocimiento de los principios regulatorios modernos, así como los problemas específicos que significaba manejar un sistema financiero más libre, explica una parte importante de estos problemas.

A ello se agregaron las prácticas poco ortodoxas y en algunos casos dolosas de algunos agentes financieros, especialmente lo que se vinieron a denominar los “autopréstamos”, es decir el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas. La reacción a estas prácticas vino demasiado tarde: solo en diciembre de 1981 se limitaron los autopréstamos y solo con la emergencia económica de octubre de 1982 se declararon como delitos que podían dar lugar como sanción hasta seis años de cárcel.

En los primeros meses de 1982 se presentaron las primeras manifestaciones de la crisis, tras la pérdida de confianza del público en algunos establecimientos de crédito. La crisis estalló abiertamente en julio de dicho año, cuando la Superintendencia Bancaria decidió liquidar las entidades financieras del llamado “Grupo Correa”, cuya columna vertebral era el Banco Nacional. A principios de octubre de ese mismo año, ante la necesidad de generar mayor confianza, el Gobierno declaró por 24 horas el estado de emergencia económica, al amparo del cual dictó un estatuto (el Decreto Ley 2920) que le permitió oficializar el Banco del Estado, la cabeza del “Grupo Mosquera”. La decisión de oficializar esta entidad en vez de proceder a su liquidación se adoptó para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que ya era previsible dada la liquidación del Banco Nacional.

Dentro de este contexto turbulento, las autoridades económicas expidieron un conjunto de reglas destinadas a expandir la liquidez del sistema y corregir algunas prácticas inadecuadas, así como para aliviar a los que en efecto eran los deudores, sin descuidar las relaciones patrimoniales entre el sector real y el financiero. En este compendio de medidas referidas al propio sistema, cabe destacar las normas ya mencionadas de 1982 para frenar los autopréstamos, y las que expidió en 1984 la Superintendencia Bancaria para impedir que las valorizaciones inflaran el patrimonio y para obligar a las entidades a hacer provisiones adecuadas para deudas de dudoso recaudo. Se dispusieron unos niveles mínimos de capital para acceder a los redescuentos y a los cupos especiales brindados por el Banco de la República. La Junta Monetaria autorizó, además, a que las entidades financieras invirtieran una porción del encaje legal en Títulos de Capitalización Financiera.

Entre otras normas aprobadas entre 1982 y 1984, conviene mencionar la facultad que dio la Junta Monetaria al Banco de la República para otorgar

préstamos a los bancos sobre el valor de sus créditos reestructurados. De igual forma, autorizó al Banco de la República la apertura de cupos de crédito en el Banco para redescantar préstamos de emergencia a sectores de la producción y de los servicios afectados por la coyuntura; esto representó un curioso retroceso a los instrumentos utilizados antes de la creación de los fondos de fomento. Replicando la práctica de estos últimos, se dispuso la creación del Fondo de Capitalización Empresarial para redescantar créditos otorgados a quienes compraran acciones o bonos convertibles en acciones de empresas del sector productivo. También se creó una línea de crédito para facilitar que los accionistas que controlaran las entidades financieras entregaran las acciones a fideicomisos con el fin de venderlas y democratizar la propiedad, un mecanismo que resultó a la postre inefectivo.

Una dificultad adicional fue la que enfrentaron las empresas privadas para manejar el efecto de la devaluación sobre el endeudamiento externo. Para manejar este efecto, la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria autorizó la conversión de dichas deudas a pesos y que el riesgo cambiario se sustituyera por un riesgo de tasa de interés en pesos, al cual se le fijó un tope pagadero por las empresas, por encima del cual el Gobierno asumiría el pago de los intereses correspondientes. Este subsidio potencial no se hizo, sin embargo, efectivo, por el retraso de las empresas en utilizar el mecanismo y los menores ritmos de devaluación y las menores tasas de interés que prevalecieron a partir de 1986 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 114). A su vez, para manejar la rentabilidad de los bancos, la Junta Monetaria decidió incrementar el rendimiento de las inversiones forzosas (especialmente los títulos de ahorro agropecuario), rebajar los encajes y remunerar en parte estos últimos. Esto obligó, como es obvio, a aumentar nuevamente las tasas de interés de los créditos de fomento.

Pese a estas medidas, los problemas de solvencia de algunas entidades financieras, entre ellas del principal banco del país, el Banco de Colombia, en vez de aliviarse, se agudizaron. En este contexto, y con el fin de crear un marco institucional estable para manejar estos problemas, el Congreso de la República aprobó la Ley 117 de 1985, por medio de la cual se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafín. A dicho Fondo se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles garantías a través de “capital garantía”) y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. Sin embargo, su principio rector era proteger la confianza del público y evitar, así, una posible desestabilización del sistema financiero. El seguro de depósito también se creó con esta ley, con el fin de brindar apoyo a los clientes de los bancos frente a dificultades que enfrentaran las entidades. Sin embargo, solo entró en vigencia en 1988, por lo cual no contribuyó estrictamente al manejo de la crisis.

Fogafín

“Pese a estas medidas, los problemas de solvencia de algunas entidades financieras, entre ellas del principal banco del país, el Banco de Colombia, en vez de aliviarse, se agudizaron. En este contexto, y con el fin de crear un marco institucional estable para manejar estos problemas, el Congreso de la República aprobó la Ley 117 de 1985, por medio de la cual se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafín. A dicho Fondo se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles garantías a través de ‘capital garantía’) y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. Sin embargo, su principio rector era proteger la confianza del público y evitar, así, una posible desestabilización del sistema financiero.”

Salvar los bancos, no a los banqueros

“Durante el primer semestre de 1986, que fue el punto más crítico de la crisis, el Fondo oficializó los Bancos de Colombia, de los Trabajadores y Tequendama y algunas compañías de financiamiento comercial asociadas a estos grupos, y en 1987, al Banco de Comercio. A través de estas intervenciones se inició la práctica de diluir el valor de las acciones para que los anteriores propietarios de las entidades intervenidas no se beneficiaran de los apoyos del Estado.”

Las primeras acciones de esta organización fueron la “oficialización” (el nuevo término que se vino a utilizar en vez de “nacionalización”) y liquidación de algunas de las entidades con problemas de solvencia. Durante el primer semestre de 1986, que fue el punto más crítico de la crisis¹⁰, el Fondo oficializó los Bancos de Colombia, de los Trabajadores y Tequendama y algunas compañías de financiamiento comercial asociadas a estos grupos, y en 1987, al Banco de Comercio. A través de estas intervenciones se inició la práctica de diluir el valor de las acciones para que los anteriores propietarios de las entidades intervenidas no se beneficiaran de los apoyos del Estado. En la terminología que se hizo popular en los debates internacionales de los años ochenta, se estableció el principio de “salvar los bancos, no a los banqueros” (principio que, por lo demás, no siempre se ha practicado a nivel internacional). Adicionalmente, en 1987, se autorizó al Banco de la República para suministrar a Fogafin parte de los recursos obtenidos mediante la colocación de Títulos de Capitalización Financiera, con el fin de fortalecer patrimonialmente dicho Fondo para solucionar los problemas de la banca oficializada.

En el sentido contrario a las medidas de liberar gradualmente las tasas de interés, durante el primer semestre de 1986 se controlaron temporalmente las tasas activas para aliviar la carga de las empresas. En todo caso, siguiendo el patrón de comienzos de los ochenta, las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, aunque con una tendencia a la baja en términos reales hacia fines de la década, que refleja realmente la aceleración de la inflación (**Gráfico IV.4**). Las altas tasas de interés evidenciaron, sin duda, el acceso limitado y costoso al financiamiento externo privado de todos los países latinoamericanos, incluida Colombia, pero quizás también los efectos prolongados de la crisis financiera interna.

Los bancos intervenidos representaron en torno a una cuarta parte de los activos del sistema bancario (Fernández, 1994, p. 222) y su saneamiento y capitalización generaron costos importantes. Estos costos incluyeron aportes de capital del Estado, préstamos del Banco de la República y apoyos por la vía de mayores rendimientos financieros, entre otros. De acuerdo con diversos estudios, el costo fiscal de esta crisis financiera representó en términos de recursos brutos entre el 5 y el 6% del PIB.¹¹ Sin embargo, como lo indica el **Gráfico IV.6**, el costo fue bajo si se compara con otras crisis que tuvieron lugar en la misma época, o incluso con la que experimentaron algunos países desarrollados a fines de los ochenta o comienzos de los noventa. Puede decirse que pertenece a la familia de las crisis moderadas, como la mexicana de la

1. Puerto de Santa Marta, importante centro comercial del Caribe colombiano. Fotografía de Leonardo Herrera, El Tiempo.

2. Francisco Ortega Acosta, gerente del Banco de la República entre 1985 y 1993. Archivo del Banco de la República.

3. El presidente Virgilio Barco Vargas (1986-1990) durante la visita oficial a los Estados Unidos de América en 1989. The National Archives and Records Administration (NARA).

4. Hacia 1986, las altas tasas de interés limitaron e hicieron costoso el financiamiento externo privado de Colombia, prolongando la crisis financiera interna.

¹⁰ Véase, al respecto, fuera de otros trabajos citados en el texto, la Memoria del ministro de Hacienda de la época, Palacios (1986).

¹¹ Ver Delgado y Roda (1988) y Fogafin (2001).

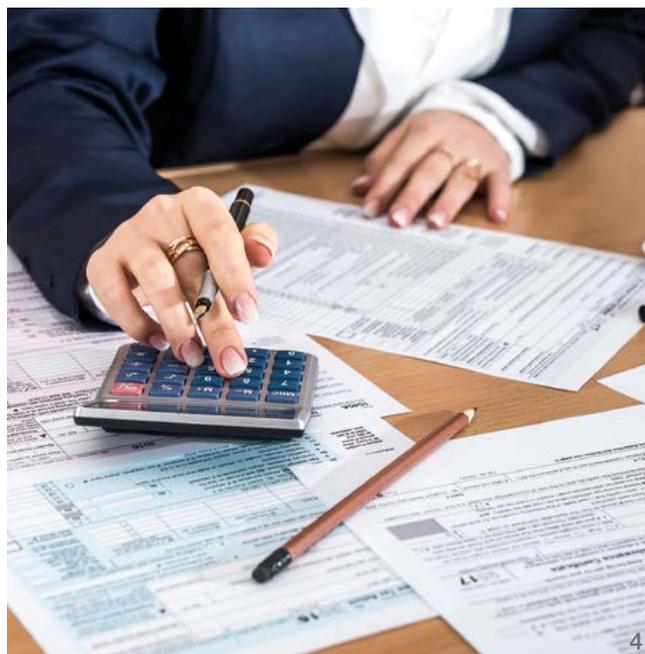
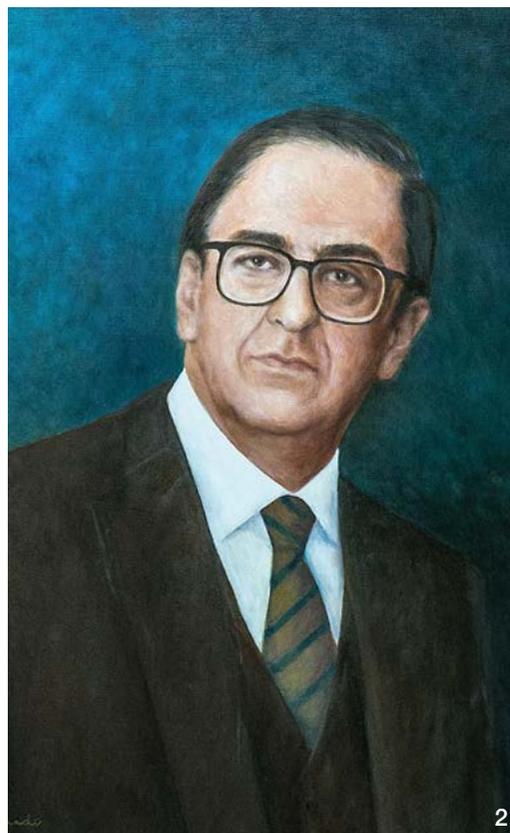
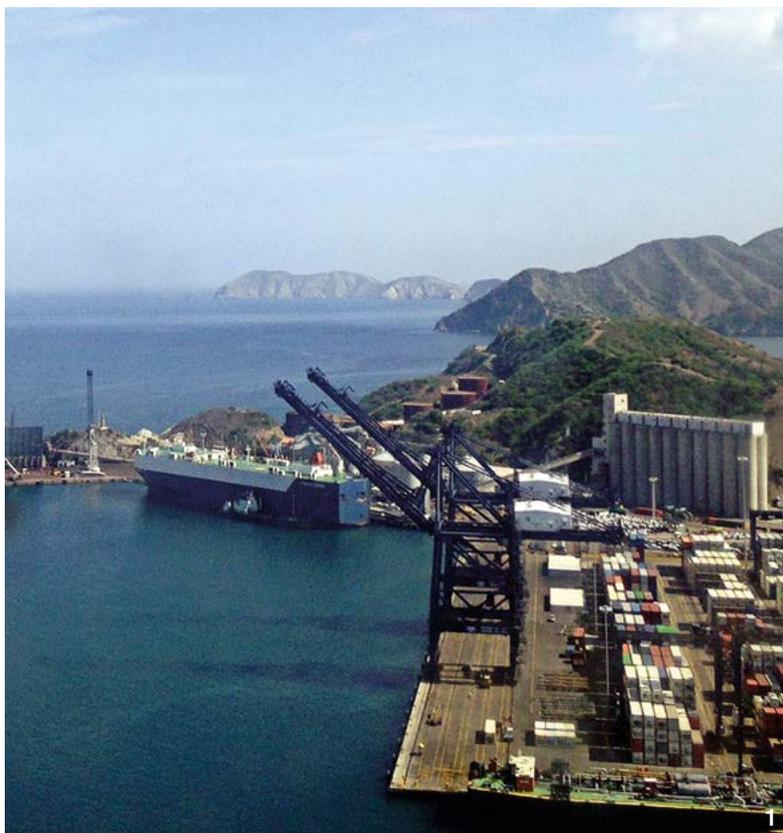
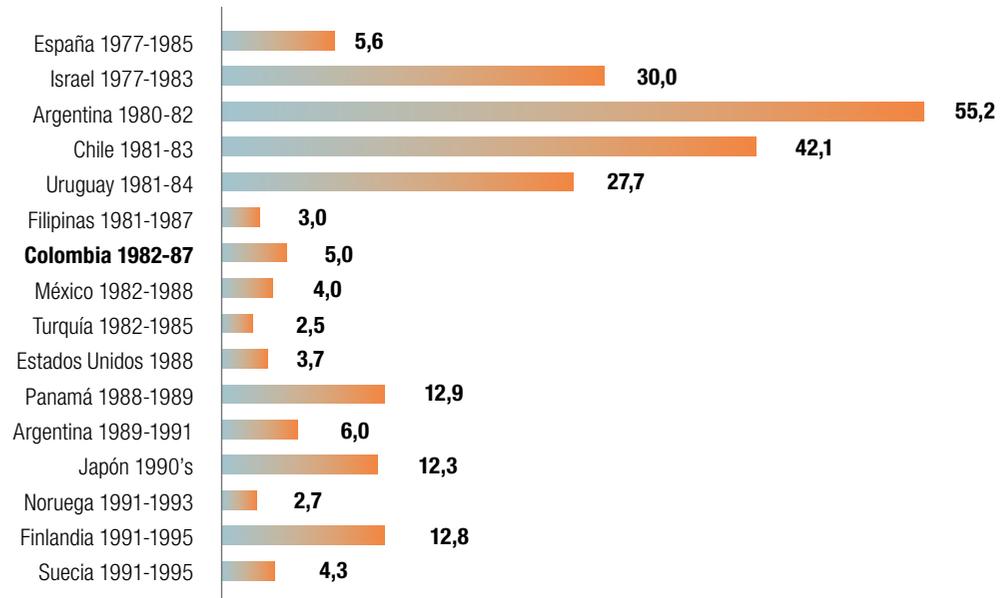


Gráfico IV.6 Costos de crisis financieras, 1977-1991 (% del PIB)



Fuentes: Laeven y Valencia (2012) y Beim y Calomiris (2001). Cuando hay datos en ambas fuentes, se estima el promedio simple de las dos estimaciones. El dato de los costos de la crisis mexicana de 1982-1988 es de FOGAFIN.

misma época, o la española de 1977, la crisis del sistema de ahorro y crédito de los Estados Unidos de mediados de los ochenta y la crisis financiera sueca de 1991. Fue muy inferior a crisis de mayor alcance, como la japonesa o la finlandesa de comienzos de los noventa y, especialmente, a las crisis masivas que experimentaron los países del Cono Sur de América Latina (Argentina, Chile y Uruguay, en ese orden), donde llegaron a representar entre el 30 y el 55% del PIB. Las crisis del Cono Sur de comienzos de los ochenta constituyen, de hecho, los primeros casos de crisis masivas; otras vinieron después, como veremos en el capítulo siguiente. Más aún, en el caso colombiano, muchos e incluso la totalidad de los costos se recuperaron con la venta de las principales entidades intervenidas en la primera mitad de los noventa. Por ello, el costo neto de la crisis fue muy inferior¹².

La recuperación que se inició en 1986, gracias a la mini-bonanza cafetera, facilitó el saneamiento del sector financiero. En efecto, los establecimientos crediticios del país empezaron a exhibir destellos de recuperación en dicho año, vinculada con la reapertura gradual del crédito externo y el resurgimiento de la actividad productiva del país.

¹² Caballero y Urrutia (2006, p. 120) citan una estimación de Fogafin del 2,8% del PIB a fines de 2004.

Cabe agregar que las normas prudenciales más rigurosas y estables, que seguían los estándares internacionales establecidos por el Comité de Basilea, llegaron solo a fines de la década, en 1989 (Fernández, 1994, cap. 13; Lora y Salazar, 1995; Martínez y Calderón, 2003). Se determinó entonces que la relación de solvencia, hasta entonces definida como una relación de capital a pasivos (es decir, como una relación de apalancamiento), debería sustituirse por una que vinculara más bien el nivel de patrimonio con los activos ponderados por riesgo. Siguiendo los estándares del Acuerdo de Basilea de 1988, se adoptó como regla para el país una relación de 1 a 12 (8,33%) entre el patrimonio básico y los activos ponderados por riesgo. Además, se diferenció claramente el patrimonio básico del adicional, incluyendo en el primero solamente el capital pagado y la reserva legal, para garantizar así su calidad, y se eliminaron del capital las inversiones en otras entidades financieras.

Además, la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir a los intermediarios financieros la clasificación de la cartera en cinco categorías de riesgo: normal, subnormal, deficiente, de difícil cobro e irrecuperable. Los castigos automáticos eran más fuertes para el crédito de consumo (que debía ser clasificado como irrecuperable después de seis meses de no pago), seguida por créditos comerciales (un año) e hipotecario (cuatro años, pero desde doce meses se exigía el 100% de provisión, pero como esta última era neta de garantías, en la práctica implicaba un castigo nulo o no muy severo). Por otra parte, desde que un crédito fuese clasificado como deficiente se exigía dejar de causar los intereses correspondientes.

Estas medidas fueron antecedidas por la creación del Plan Único de Cuentas (PUC) en 1988, el cual estableció un sistema contable uniforme y claro, que permitía a la Superintendencia Bancaria realizar un mejor seguimiento de la situación real de cada entidad y, por ende, un control eficaz sobre las entidades del sector financiero.

3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

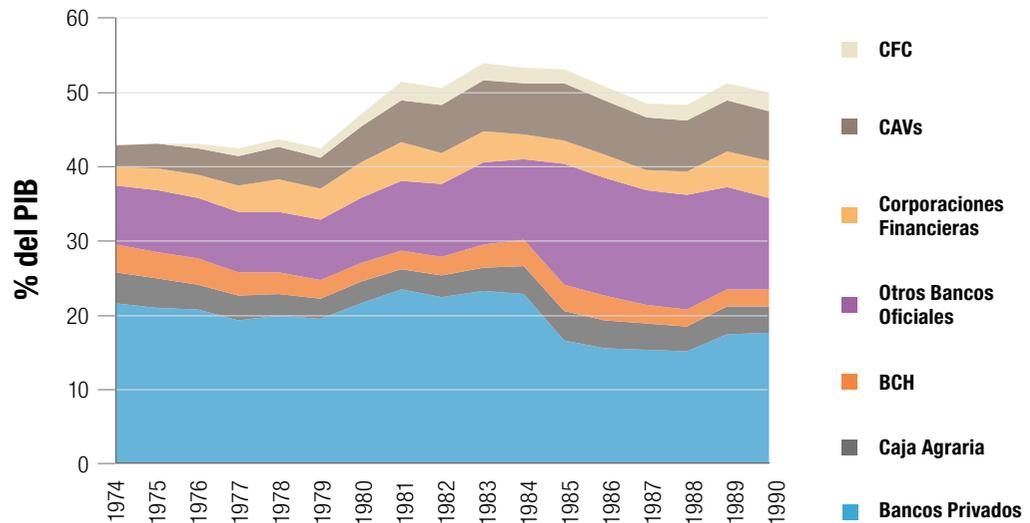
Las fuertes medidas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta frenaron temporalmente el proceso de profundización financiera que venía experimentado el país durante el auge de 1967-1974, que de hecho alcanzó su pico en 1975 (**Gráfico IV.7**). Las medidas de liberalización de 1979-1980 y el acceso al mercado externo de capitales renovó la tendencia ascendente de este indicador, que se elevó en once puntos porcentuales del PIB entre 1979 y 1984, cuando alcanzó un nuevo pico; el aumento es virtualmente de la misma magnitud si la comparación se hace con el año 1974. La crisis del sector financiero que sucedió al auge se reflejó en una nueva contracción relativa del sector, de tal manera que

La recuperación que se inició en 1986

“En efecto, los establecimientos crediticios del país empezaron a exhibir destellos de recuperación en dicho año, vinculada con la reapertura gradual del crédito externo y el resurgimiento de la actividad productiva del país.”

“Las fuertes medidas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta frenaron temporalmente el proceso de profundización financiera que venía experimentado el país durante el auge de 1967-1974, que de hecho alcanzó su pico en 1975. Las medidas de liberalización de 1979-1980 y el acceso al mercado externo de capitales renovó la tendencia ascendente de este indicador, que se elevó en once puntos porcentuales del PIB entre 1979 y 1984, cuando alcanzó un nuevo pico; el aumento es virtualmente de la misma magnitud si la comparación se hace con el año 1974.”

Gráfico IV.7
Profundización financiera (activos)



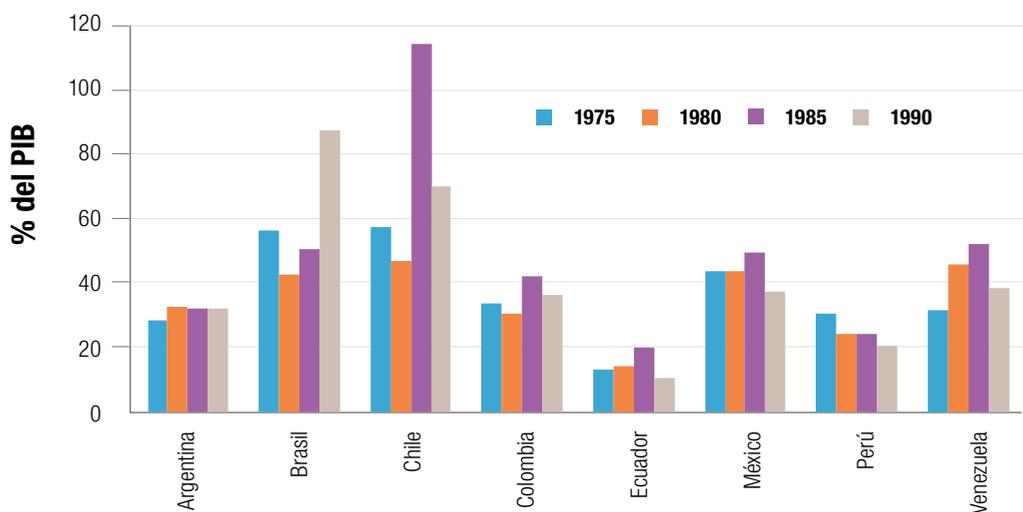
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

para el conjunto del período que analizamos en este capítulo, la profundización financiera aumentó unos siete puntos porcentuales, con vaivenes coyunturales mucho más fuertes que en el período precedente.

El lento dinamismo de la profundización financiera no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país, sino que, por el contrario, fue la regla en América Latina. En efecto, para el conjunto del período, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron poco o disminuyeron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; las excepciones fueron Brasil y Chile. La causa básica fue la fuerte contracción que experimentaron los sectores financieros durante la crisis de la deuda, con la excepción de Brasil. Hacia el final del período, Colombia se seguía colocando en una situación intermedia en el panorama latinoamericano: menor desarrollo financiero que Brasil y Chile, con los cuales la distancia aumentó durante estos años, pero en niveles comparables a los de Argentina, México y Venezuela, y superiores a los de Ecuador y Perú (**Gráfico IV.8**).

En términos estructurales, los cambios fueron mucho menos marcados en cuanto a la importancia relativa de distintos tipos de intermediarios. Los más importantes se produjeron durante los años setenta y el auge de comienzos de los ochenta, es decir antes de la crisis financiera. El más importante que se produjo durante la crisis fue la renovada relevancia de la banca oficial, como resultado de las oficializaciones de importantes entidades privadas y,

Gráfico IV.8
Crédito interno provisto por el sector bancario
en países latinoamericanos



Fuente: Banco Mundial

especialmente, del Banco de Colombia. A ello se agregaron cambios más profundos en otras dimensiones, especialmente el aumento relativo de recursos del sistema hacia fuentes más costosas y el lento marchitamiento del crédito de fomento.

En contra del predominio de los bancos hasta comienzos de los años setenta, los establecimientos no bancarios ganaron un mayor protagonismo, especialmente durante los años setenta y comienzos de los ochenta. En tal sentido, se destaca en particular el desempeño de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), las cuales presentaron una tendencia ascendente durante este periodo, como parte de su fuerte crecimiento inicial a partir de su creación en 1972 (**Gráfico IV.7**). De hecho, los activos de estas compañías se duplicaron como proporción de la economía, pasando de poco menos del 3% del PIB en 1974 a un 7% en 1984 y se mantuvieron en ese nivel durante el segundo lustro de los ochenta. Nótese que esta expansión se dio pese a que las CAV perdieron en 1974 la ventaja relativa en la canalización de ahorro que se les otorgó cuando fue creado el sistema UPAC. Más aún, estas entidades enfrentaron mucho mejor que otras entidades la crisis financiera de los ochenta.

Otro hecho destacable es el comportamiento de las Compañías de Financiamiento Comercial, el último tipo de intermediario financieros creados (o, en este caso, puede decirse legalizados) en 1979, cuya participación en los activos del sistema financiero se elevó a poco más de 2% del PIB a comienzos de

Cambios en el sector financiero

“En términos estructurales, los cambios fueron mucho menos marcados en cuanto a la importancia relativa de distintos tipos de intermediarios. Los más importantes se produjeron durante los años setenta y el auge de comienzos de los ochenta, es decir antes de la crisis financiera. El más importante que se produjo durante la crisis fue la renovada relevancia de la banca oficial, como resultado de las oficializaciones de importantes entidades privadas y, especialmente, del Banco de Colombia. A ello se agregaron cambios más profundos en otras dimensiones, especialmente el aumento relativo de recursos del sistema hacia fuentes más costosas y el lento marchitamiento del crédito de fomento. En contra del predominio de los bancos hasta comienzos de los años setenta, los establecimientos no bancarios ganaron un mayor protagonismo, especialmente durante los años setenta y comienzos de los ochenta.”

Cinco principales bancos

“Un elemento de particular relevancia dentro de esta tendencia descendente y la caída de la concentración del sistema fue el comportamiento del Banco de Colombia, la cabeza del Grupo Grancolombiano. Esta entidad fue la más importante durante todo el período que cubre este capítulo (con excepción del año 1985), pero también fue el centro de la crisis financiera y, como se señaló, fue oficializada a comienzos de 1986. Las otras posiciones dentro de las cinco mayores entidades las ocuparon el Banco de Bogotá y tres entidades públicas (Caja Agraria, BCH y Banco Cafetero), con alguna rotación entre ellas; otra entidad pública (el Banco Popular) ocupó esporádicamente una de las cinco principales posiciones.”

los años ochenta, la participación en torno a la cual fluctuaron en el resto de dicha década. Este grupo estuvo representado por un número importante de entidades, generalmente de tamaño más pequeño: mientras para 1976 constituían trece entidades, a finales del período de análisis ya superaban las treinta.

Por el contrario, las Corporaciones Financieras, fundadas en los cincuenta para promover la organización y transformación del sector industrial, aunque siguieron creciendo, especialmente por las ventajas con que contaron durante la bonanza cafetera de los años setenta para canalizar el crédito de fomento, dejaron de mostrar dinamismo desde entonces, manteniendo una participación muy fluctuante, entre el 3 y el 5% del PIB, en los años ochenta.

La Caja Agraria y del Banco Central Hipotecario, dos agentes importantes del período anterior, tendieron a rezagarse, pese a que continuaron siendo objeto de ciertas preferencias en término de acceso a recursos de redescuento e inversiones forzosas de otras entidades. En conjunto, estas dos instituciones, que habían llegado a representar más del 10% del PIB a comienzos de los años setenta, redujeron su participación a un 5-6% del PIB a fines de dicha década y se mantuvieron en ese nivel hasta fines del período que cubre este capítulo. En todo caso, como lo indican los montos mencionados, estas dos entidades continuaron ocupando un papel importante dentro del sistema crediticio colombiano.

Por su parte, las entidades bancarias, privadas y públicas (excluyendo en este último caso a la Caja Agraria y el BCH), aunque continuaron siendo los principales actores del sistema financiero, fueron las que más se vieron afectadas por el comportamiento de la economía nacional y, en el caso de algunas privadas, por el deterioro agudo de la cartera y su posterior saneamiento. Si bien los activos de estas entidades presentaron una notable aceleración durante el auge financiero de comienzos de los años ochenta, redujeron significativamente su dinamismo tras el estallido de la crisis. Su participación en los activos se redujo a lo largo del período, de poco más de dos terceras partes a mediados de los setenta a en torno al 60% a fines de los ochenta.

Un elemento de particular relevancia dentro de esta tendencia descendente y la caída de la concentración del sistema fue el comportamiento del Banco de Colombia, la cabeza del Grupo Grancolombiano. Esta entidad fue la más importante durante todo el período que cubre este capítulo (con excepción del año 1985), pero también fue el centro de la crisis financiera y, como se señaló, fue oficializada a comienzos de 1986. Las otras posiciones dentro de las cinco mayores entidades las ocuparon el Banco de Bogotá y tres entidades públicas (Caja Agraria, BCH y Banco Cafetero), con alguna rotación entre ellas; otra entidad pública (el Banco Popular) ocupó esporádicamente una de las cinco principales posiciones.



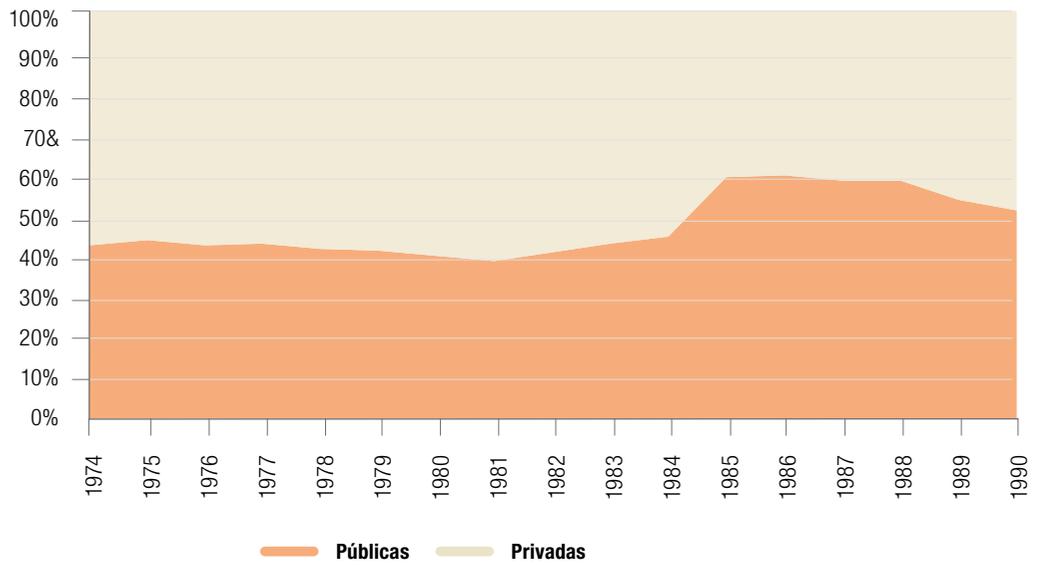
Aunque esto indica que la banca pública (incluyendo la Caja Agraria y el BCH) continuó jugando durante todo el período un importante liderazgo, su participación dentro del sector bancario tuvo dos fases muy diferentes. La primera fue de descenso: de algo más de la mitad del sistema bancario a comienzos de los años setenta, y del 47% en 1974, su participación se redujo al 40% en 1982, pero con las oficializaciones vino a representar dos terceras partes del sistema bancario a fines del período que cubre este capítulo. Sin embargo, es interesante resaltar que, debido al rezago ya anotado de la Caja Agraria y el BCH, la participación del conjunto de entidades bancarias públicas apenas superó durante unos pocos años después de las oficializaciones los picos históricos previos (en torno a 18% del PIB en 1970-1972) y ya había retornado en 1990 a dichos registros (**Gráfico IV.9**; véase también el **Gráfico III.8** del capítulo anterior).

Más allá de los cambios en la importancia de distintos tipos de intermediarios y de la banca pública o privada, es importante destacar el aumento del peso de recursos más costosos y el lento marchitamiento del crédito de fomento. El primero de estos cambios refleja una serie de factores: la creación de la UPAC, la aceleración poco después de la inflación, que duraría un cuarto de siglo, y las reformas financieras de 1974 y 1980 que elevaron primero y liberaron después las tasas de los CDT. El efecto neto de todo ello fue la reducción

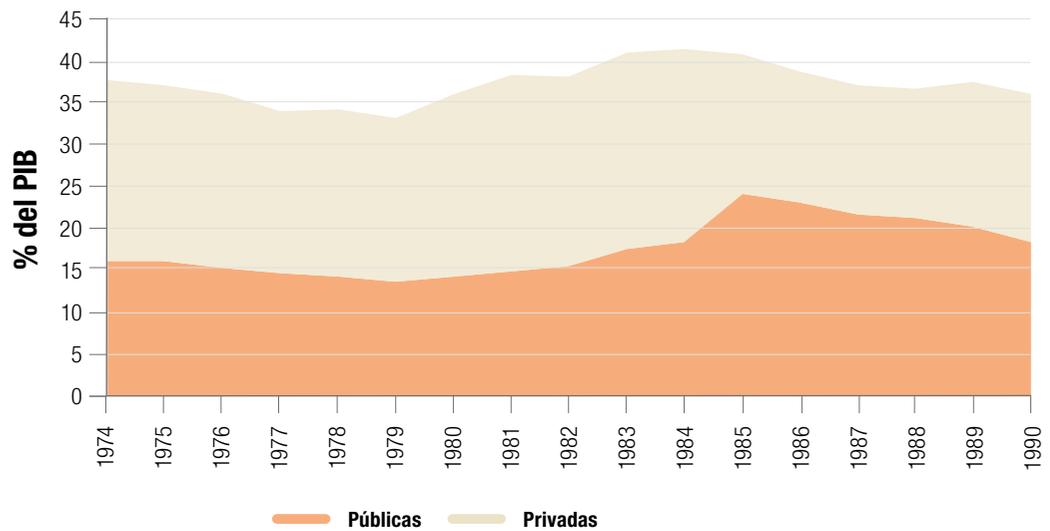
Centro La Alpujarra, Medellín.
Fotografía de Óscar Garcés,
Cámara Lúcida.

Gráfico IV.9 Composición del sistema bancario por activos (entidades privadas vs. públicas)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Cuadro IV.2

Estructura de activos y captaciones y costo promedio de las captaciones del sistema crediticio

	1970	1975	1980	1985	1990
ESTRUCTURA ACTIVOS(%)					
BANCOS	92,4	85,3	75,8	76,1	74,3
CORPORACIONES FINANCIERAS	7,6	6,6	10,1	5,8	9,2
CAV	0,0	8,2	10,4	14,5	12,2
CFC	0,0	0,0	3,8	3,6	4,3
ESTRUCTURA COLOCACIONES (%)					
BANCOS	86,3	77,6	66,6	67,7	64,7
CORPORACIONES FINANCIERAS	13,7	9,0	13,0	7,1	11,7
CAV	0,0	13,4	15,6	20,9	17,7
CFC	0,0	0,0	4,9	4,3	5,9
ESTRUCTURA CAPTACIONES(%)					
DEPÓSITOS CUENTA CORRIENTE	87,9	74,2	56,2	46,9	46,6
CUENTAS AHORRO	11,5	14,8	19,3	14,7	20,8
CDT	0,6	11,0	24,5	38,4	32,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
COSTOS FINANCIEROS ESTIMADOS (%)					
DEPÓSITOS CUENTA CORRIENTE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CUENTAS AHORRO	5,1	9,6	12,0	12,0	18,0
CDT	12,5	25,2	35,3	35,2	35,3
COSTO FINANCIERO PROMEDIO					
	0,7%	4,2%	11,0%	15,3%	15,3%

Fuente: Elaboración propia y Fernández (1994) para estructura y costo de captaciones.

masiva del peso de las cuentas corrientes en la estructura de captaciones del sistema en favor de los CDT y, en menor medida, las cuentas de ahorro, es decir de los cuasidineros (**Cuadro IV.2**). Este proceso se había iniciado ya en el primer lustro de los años setenta, cuando lo dominante fue el ascenso rápido de las captaciones a través de la UPAC, pero se aceleró en la segunda mitad de dicha década gracias a la mezcla de aumento en rendimientos de CDT decretado en 1974 y la disminución en la demanda de cuentas corrientes generada por la inflación. Se aceleró en el primer lustro de los ochenta, ahora facilitado por la liberación de las tasas de interés de los CDT. Además, como este proceso estuvo acompañado por un aumento en los rendimientos

de dichos certificados, el costo promedio de los recursos del sistema crediticio se elevó rápidamente: de todavía un bajo 4,2% en 1975 al 15,3% a mediados de los ochenta, de acuerdo con las estimaciones de Fernández (1994) que se reproducen en el **Cuadro IV.2**.

Cabe anotar que el fuerte ascenso de los cuasidineros desde comienzos de los años setenta tuvo como contrapartida el colapso del mercado accionario como mecanismo de financiamiento de las empresas. En efecto, de acuerdo con las estimaciones de Carrizosa (1986, Cuadro XXI) hasta la década de los sesenta, las acciones representaban en torno al 70% de los portafolios privados, pero esta proporción se redujo a solo el 19% en 1980 y al 6% en 1983 con el ascenso de los cuasidineros. De acuerdo con este autor, la participación de las acciones en las colocaciones de los hogares fue ya muy baja en 1970-1974 y se tornó negativa en 1975-1979 (Carrizosa, 1986, p. 37). A los viejos problemas asociados a la doble tributación y a los aumentos en las tasas de tributación de las empresas, se unieron ahora los sesgos hacia el endeudamiento generados por la deducibilidad de los intereses nominales pagados, que se tornó muy marcada en un contexto inflacionario, y la incapacidad que mostraron las acciones para ser un buen resguardo contra la inflación, que se reflejó en un colapso de sus precios reales durante los años setenta.

El proceso de sustitución de cuentas corrientes por pasivos más costosos coincidió, pero fue mucho más acentuado que la pérdida de participación de los bancos en el sistema crediticio, por el simple hecho de que los bancos compitieron activamente en las captaciones de tales recursos. Un efecto adicional, que se produjo después de la liberación de las tasas de interés de los CDT en 1980 y la reducción de los encajes fue el mayor financiamiento del crédito con recursos propios de las instituciones y, por ende, la menor dependencia de los recursos de redescuento del Banco de la República y de los fondos de fomento. En el caso de los bancos, esa dependencia se había reducido con la reforma de 1974, pero se acentuó de nuevo durante los años de la bonanza cafetera y especialmente, durante los del encaje marginal del 100%, cuando los recursos de fomento fueron exceptuados de las severas medidas de ajuste monetario.

Con el fin del encaje marginal y la liberación de las tasas de CDT, la proporción de colocaciones de los bancos con recursos propios saltó rápidamente, de un mínimo de 54% en 1977 a más del 70% en 1981 (**Cuadro IV.3**). Como vimos anteriormente, esto también permitió que los fondos de fomento dejaran de ser una fuente de emisión. La proporción de colocaciones con recursos propios volvió a bajar durante los años de ajuste de comienzos de la década de los ochenta, cuando el redescuento volvió a ser utilizado activamente como un instrumento de la política crediticia, para hacer frente tanto a la crisis del sistema financiero como del sector real de la economía, pero después retornó

Cuadro IV.3

Colocaciones de los bancos comerciales según fuente de recursos

AÑO	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA	CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS	CON RECURSOS PROPIOS
	%	%	%
1974	21,0	24,2	54,8
1975	16,9	22,3	60,9
1976	10,7	23,6	65,8
1977	22,8	22,9	54,3
1978	21,5	23,9	54,6
1979	9,6	33,7	56,7
1980	3,7	27,0	69,3
1981	3,8	25,5	70,7
1982	5,7	26,6	67,7
1983	9,7	27,3	62,9
1984	10,2	28,8	60,9
1985	11,7	25,4	63,0
1986	6,8	23,2	69,9
1987	7,3	22,6	70,0

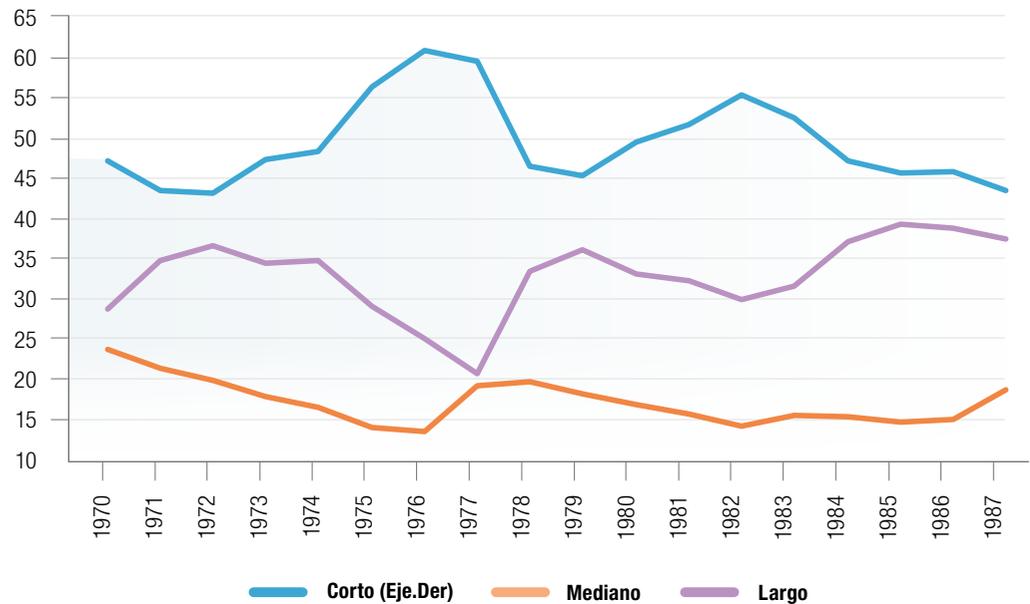
Fuente: Elaboración propia con base en Informe del Gerente del Banco de la República

rápidamente a niveles del 70%. Algo similar e incluso más marcado aconteció en el caso de las Corporaciones Financieras, mucho más dependientes de los recursos de redescuento durante los sesenta y setenta. El peso de los recursos del Banco de la República en los pasivos de estas entidades se redujo del 36,9% en 1975 al 18,6% en 1980 y un porcentaje muy similar del 18,2% en 1990 (Fernández, 1994, Cuadro 5-4)¹³.

La tendencia en la estructura de los plazos siguió durante un tiempo prolongado las tendencias del período anterior a la reducción de las colocaciones a corto plazo y al aumento de las de mediano y largo plazo. Sin embargo, los vaivenes de estas relaciones muestran los efectos de la dependencia de los recursos propios vs. los del Emisor, incluyendo de los fondos de fomento. Así, la proporción de créditos de corto plazo aumentó con la liberalización de 1974, se redujo durante la bonanza, cuando hubo un mayor uso del crédito de fomento, aumentó de nuevo con la liberalización de 1980 y se redujo nuevamente durante la crisis, cuando se hizo una vez más uso activo del Emisor en la política

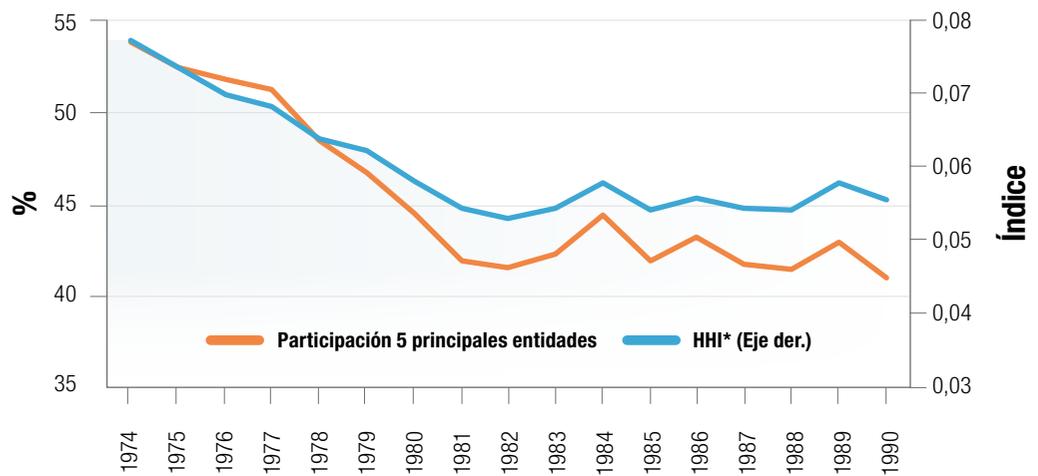
¹³ Desafortunadamente no fue posible reconstruir un cuadro similar al IV.4 para estas entidades.

Gráfico IV.10
Cartera según plazo



Fuente: Elaboración propia con base en Informe del Gerente del Banco de la República

Gráfico IV.11
Concentración del sistema bancario por activos



*El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

Fuente: Elaboración propia con base en Asociación Bancaria. Incluye bancos y CAVs, pero no corporaciones financieras ni compañías de financiamiento comercial

crediticia (**Gráfico IV.10**). Pese a las medidas de liberalización y al objetivo explícito de ir reduciendo el crédito de fomento, el peso del Banco de la República como transformador de plazos siguió jugando, por lo tanto, un papel importante durante el período que cubre este capítulo.

Como un todo, la concentración del sistema crediticio presentó una ligera tendencia descendente, aunque mucho menos marcada que durante el período anterior. Esta desconcentración se produjo en lo fundamental durante la segunda mitad de los años setenta, y se mantuvo relativamente constante durante los ochenta. Las cinco principales entidades financieras del país pasaron de concentrar el 52-54% de los activos del sistema financiero a mediados de los setenta a 42-44% durante los años ochenta. Además, el Índice de Herfindahl pasó de estar en niveles cercanos a 0,08 puntos en 1990 a menos de 0,06 puntos durante los ochenta (**Gráfico IV.11**). Esta desconcentración del sistema financiero estuvo acompañada por la ampliación en el número de entidades. Mientras para mediados de los setenta existían apenas 50 entidades dentro del sistema, para finales de los ochenta ya había más de 90, no solo de tipo bancario sino de una gran diversidad de entidades no bancarias, muchas de ellos de tamaño medio.

Finalmente, el comportamiento de las principales variables de la calidad de la cartera y la rentabilidad de los establecimientos de crédito durante este período de tiempo (**Gráfico IV.12**) se enlaza de manera indeleble, tanto con el vaivén de la coyuntura económica como con los problemas inherentes al sector financiero.

El indicador de calidad de la cartera bruta mostró un claro deterioro, al pasar de ubicarse en niveles por debajo del 3% en la década de los setenta a cerca del 12% en la época más crítica de la crisis. Como lo señala Fernández (1994, p. 223), el deterioro de la cartera estuvo muy localizado en las entidades en crisis, lo cual indica que los malos manejos no fueron un fenómeno generalizado. En efecto, según sus cálculos, la proporción de cartera de dudoso recaudo de los bancos intervenidos llegó al 26,7% en 1985 vs. el 5,2% para los no intervenidos. En la segunda mitad de los años ochenta, gracias a la intervención por parte del Gobierno nacional para solucionar los problemas de las diferentes entidades financieras, dicho indicador logró estabilizarse y retomó un nivel que se puede considerar de bajo riesgo. Nótese, sin embargo, que los niveles de deterioro se reconocieron solo con rezago durante la crisis y, por el contrario, los altos estándares de calificación de cartera adoptados en 1989 hacen que los niveles estimados para los últimos años no sean estrictamente comparables con los de los años setenta y comienzos de los ochenta¹⁴.

¹⁴ Muy particularmente, el indicador de calidad señala un peor nivel en 1990 que en 1983, pero eso refleja precisamente los cambios significativos en las regulaciones en uno y otro año.

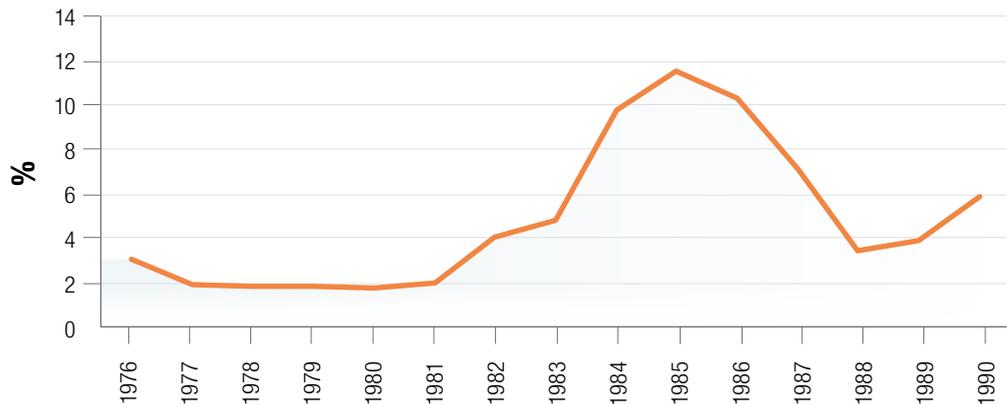
Sistema financiero... Ampliación del número de entidades

“Como un todo, la concentración del sistema crediticio presentó una ligera tendencia descendente, aunque mucho menos marcada que durante el período anterior. Esta desconcentración se produjo en lo fundamental durante la segunda mitad de los años setenta, y se mantuvo relativamente constante durante los ochenta. Las cinco principales entidades financieras del país pasaron de concentrar el 52-54% de los activos del sistema financiero a mediados de los setenta a 42-44% durante los años ochenta.”

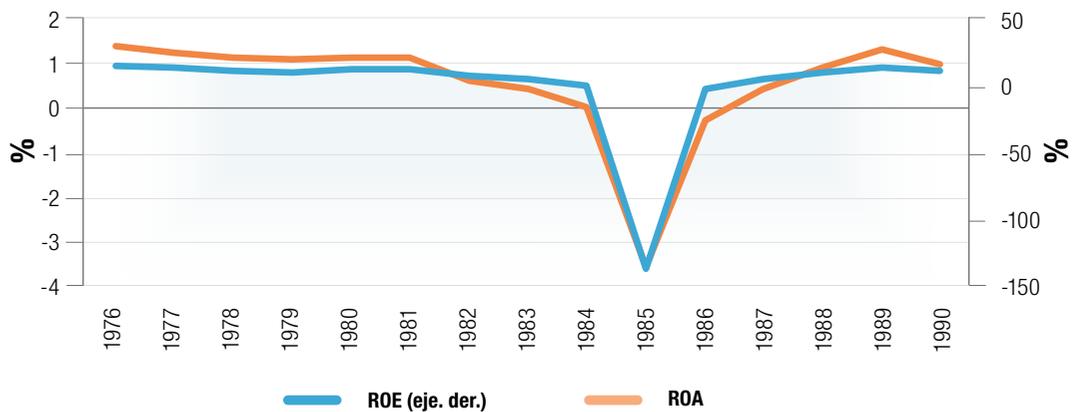
“Esta desconcentración del sistema financiero estuvo acompañada por la ampliación en el número de entidades. Mientras para mediados de los setenta existían apenas 50 entidades dentro del sistema, para finales de los ochenta ya había más de 90, no solo de tipo bancario sino de una gran diversidad de entidades no bancarias, muchos de ellos de tamaño medio.”

Gráfico IV.12 Principales variables de la cartera de los establecimientos de crédito

A. Calidad de cartera (cartera vencida / cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Por otra parte, como reflejo de los problemas de calidad de la cartera, los indicadores de rentabilidad, tanto del activo como del patrimonio, que se habían mantenido estables durante toda la década de los setenta y primeros años de la de los ochenta, presentaron un notable detrimento a mediados de los ochenta, llegando incluso a tasas fuertemente negativas en 1985, cuando

Por otra parte, como reflejo de los problemas de calidad de la cartera, los indicadores de rentabilidad, tanto del activo como del patrimonio, que se habían mantenido estables durante toda la década de los setenta y primeros años de la de los ochenta, presentaron un notable detrimento a mediados de los ochenta, llegando incluso a tasas fuertemente negativas en 1985, cuando se reconocieron pérdidas de algunos establecimientos que estrictamente se habían generado desde mucho antes. Este fenómeno evidencia los problemas estructurales que enfrentaron las entidades en dificultades. Desde 1987, este indicador mostró una tendencia a la mejoría, que se reflejó en el retorno, dos años más tarde, a los niveles previos a la crisis.

En síntesis, la evolución del sistema financiero colombiano entre 1974 y 1990 estuvo determinada por las primeras medidas de liberalización económica, adoptadas en 1974 y 1979-1980, pero aún más por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente a final del período que cubre este capítulo. En el conjunto del período, la profundización financiera no avanzó en forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982-1986. Del mismo modo, los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron fuertemente afectados por la crisis, aunque para final del período ya presentaban una estabilización, acompañada ahora de un fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial. Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en un claro sentido indeseada) de la banca fueron los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este período.

Evolución del sistema financiero

En síntesis, la evolución del sistema financiero colombiano entre 1974 y 1990 estuvo determinada por las primeras medidas de liberalización económica, adoptadas en 1974 y 1979-1980, pero aún más por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente a final del período que cubre este capítulo.



CAPÍTULO V

LA LIBERALIZACIÓN Y EL GRAN CICLO DE AUGE Y COLAPSO FINANCIERO, 1990 - 2003

El período que cubre este capítulo partió con la combinación de una nueva Constitución y de la puesta en marcha de un rápido proceso de lo que la Administración del presidente César Gaviria (1990-1994) vino a denominar la “apertura económica.” Desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo dos impactos esenciales sobre los temas que analizaremos aquí. El primero y más directo sobre el sistema financiero, fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos, fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de descentralización, para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la Carta Política.

La apertura económica implicó, por su parte, una reforma comercial fuerte y rápida, una racionalización del aparato de empresas públicas, que involucró la privatización de muchas de ellas y el diseño de distintas modalidades de asociación con el sector privado, y una fuerte liberalización del sector financiero. Esta última incluyó la ampliación de la competencia entre distintos tipos de entidades financieras, con lo cual se diluyó el esquema de intermediarios financieros especializados que habían dominado el sector crediticio

Una nueva Constitución

“Desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo dos impactos esenciales sobre los temas que analizaremos aquí. El primero y más directo sobre el sistema financiero, fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos, fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de descentralización, para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la Carta Política.”



Presidente César Gaviria Trujillo (1990-1994). Fotografía Miguel Solano, El Tiempo

desde 1923, convergiendo en la práctica hacia un esquema de multibanca. Se inició, además, un proceso de privatización de las entidades oficiales de carácter crediticio, comenzando con la venta de los bancos que habían sido nacionalizados durante la crisis de 1982-1986 y posteriormente con la de los bancos oficiales de vieja data, que fueron vendidos o liquidados (en el caso del BCH); solo sobrevivió una entidad de primer piso de carácter oficial, el Banco Agrario, el heredero de la Caja Agraria. La reforma incorporó también una reducción, mucho más drástica que en el pasado, de los elementos de “represión financiera”, en particular una reducción significativa de los niveles de encaje y la desaparición de la mayor parte de los mecanismos de crédito de fomento. En este último caso, las instituciones que sobrevivieron se organizaron como bancos de desarrollo, continuando un proceso de reorganización que se había iniciado a fines de la Administración Barco. De los elementos de crédito dirigido del pasado solo subsistió la asignación de una parte de la cartera bancaria al sector agropecuario y de una proporción de la cartera de vivienda a aquella de interés social.

La liberalización financiera coincidió, además, con el fin de la crisis de latinoamericana de la deuda, facilitada por el Plan Brady de 1989, y el inicio de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes. Este último terminaría en una violenta crisis que se desencadenó en Asia Oriental en el segundo semestre de 1997 y se extendió al grueso de las economías emergentes a partir de la moratoria rusa de agosto de 1998. La combinación de las fuerzas de la liberalización financiera interna con las fuertes fluctuaciones del financiamiento externo, fue el ciclo financiero más acentuado que había experimentado la economía colombiana desde el auge de los años veinte del siglo XX y el colapso que le sucedió durante la Gran Depresión que se inició en 1929¹. El auge de los años noventa terminaría en la tercera crisis financiera colombiana, que se desencadenó en 1998. El ciclo financiero alimentó el auge macroeconómico, especialmente durante la primera mitad de los años noventa, pero también acentuó la crisis que se desató con fuerza a mediados de 1998, y que denominaré crisis de fin de siglo, dando lugar en 1999 a la peor recesión de Colombia del siglo XX, que solo sería superada por la que se produjo recientemente con la pandemia del covid-19 desde que existen registros de cuentas nacionales. Los efectos, tanto de la crisis financiera como de la recesión, tardarían varios años en sanar. El PIB per cápita del país solo retornó en el 2004 a los niveles de 1997. Por eso tomamos el año 2003 como el fin de este ciclo económico y financiero.

¹ La referencia a años o décadas en este capítulo se refiere al siglo XX, aunque el capítulo cubre también los primeros años del siglo XXI.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

Como vimos en el capítulo anterior, los eventos económicos de fines de los años ochenta tuvieron como elemento central de política económica la decisión de la Administración Barco de acelerar la devaluación para hacer frente al colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café a mediados de 1989 y para apoyar un proceso de apertura comercial gradual que se anunció poco después, a comienzos de 1990. Sin duda, el mayor ritmo de devaluación fue uno de los elementos que generó la aceleración de la inflación, que en 1990 alcanzó el 32,4% (**Gráfico V.1**), el peor nivel alcanzado por esta variable desde 1963.

La aceleración de la inflación llevó a la Administración Gaviria a adoptar un drástico programa de ajuste en diciembre de 1990, que adoptó una combinación de instrumentos utilizados en el pasado. Su elemento más distintivo fue la intervención masiva del Banco de la República a través de la venta de títulos del Banco de la República (operaciones de mercado abierto, OMA) para contrarrestar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales. A ello se agregó una elevación de los encajes, incluyendo de nuevo un encaje marginal del 100% a los depósitos en cuenta corriente. Por otra parte, como la causa principal de la acumulación de reservas era el superávit en cuenta corriente que el país venía experimentando desde 1989, que por primera vez no tenía como origen altos precios del grano sino el lento crecimiento económico (y quizás la subvaluación del peso) (**Gráfico V.2**), el programa incluyó una menor devaluación del tipo de cambio y la decisión de acelerar el programa de apertura comercial. En este último sentido, la Administración Gaviria anunció la decisión de reducir aranceles en tres años, en vez de cinco, y la protección final a niveles de protección más bajos que los que había anunciado la Administración Barco; además, como medida anti-inflacionaria, la apertura comercial fue acelerada en 1991, adoptando los niveles de protección previstos a fines del programa de tres años. A diferencia de los planes de ajuste adoptados durante las bonanzas cafeteras de los años setenta y 1986, no se adoptaron mecanismos de “ahorro forzoso”, que por lo demás hubiesen reñido con los objetivos de la reforma financiera a los cuales me referiré en la siguiente sección.

Las medidas lograron su principal objetivo, el de quebrar la tendencia ascendente de la inflación, aunque se tradujeron, como era de esperarse, en un freno a la demanda agregada y en una nueva desaceleración de la economía en 1991, que se calificó entonces como una “recesión a la colombiana”. Sin embargo, el uso intensivo de las OMA, en un ambiente de altas tasas de interés nominales, generó una verdadera “bola de nieve”: el crecimiento galopante de los pasivos del Banco de la República, cuyos altos intereses solo podían ser

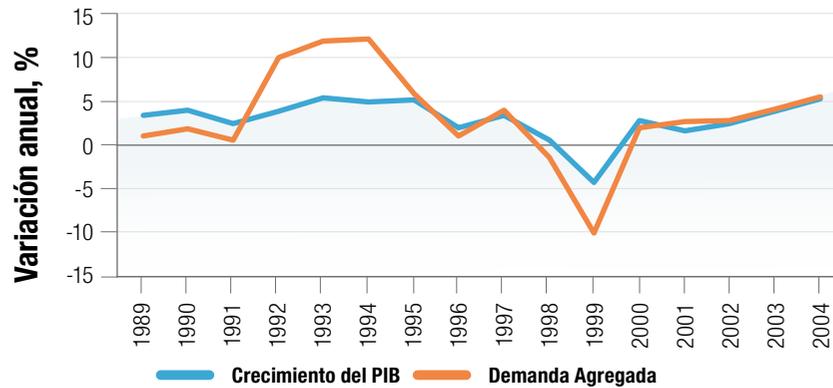
Tercera crisis financiera colombiana

“La combinación de las fuerzas de la liberalización financiera interna con las fuertes fluctuaciones del financiamiento externo, fue el ciclo financiero más acentuado que había experimentado la economía colombiana desde el auge de los años veinte del siglo XX y el colapso que le sucedió durante la Gran Depresión que se inició en 1929. El auge de los años noventa terminaría en la tercera crisis financiera colombiana, que se desencadenó en 1998. El ciclo financiero alimentó el auge macroeconómico, especialmente durante la primera mitad de los años noventa, pero también acentuó la crisis que se desató con fuerza a mediados de 1998, y que denominaré crisis de fin de siglo, dando lugar en 1999 a la peor recesión de Colombia del siglo XX, que solo sería superada por la que se produjo recientemente con la pandemia del Covid-19 desde que existen registros de cuentas nacionales.”

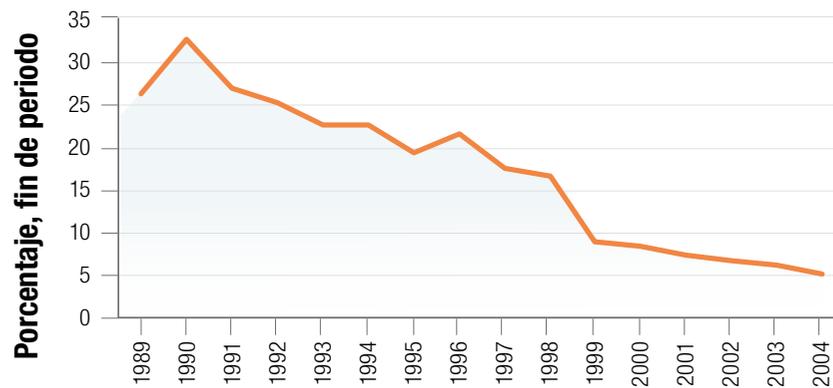


Gráfico V.1 Principales variables macroeconómicas

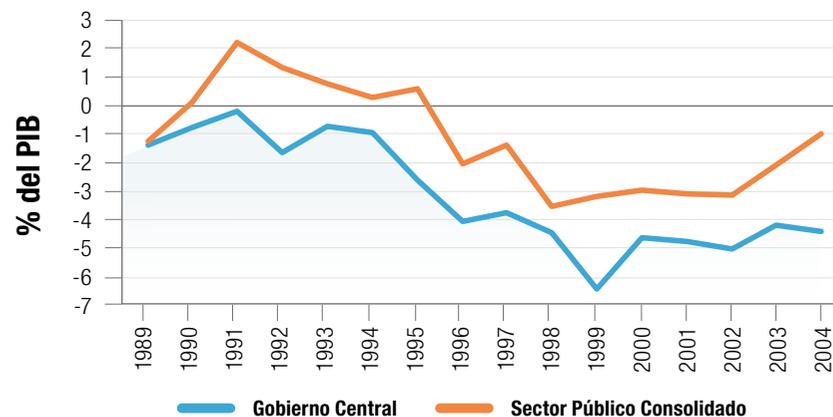
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda agregada (precios 2005)



B. Tasa de inflación anual



C. Superávit (+) o déficit (-) del Gobierno Central y sector público como % del PIB



Fuentes:

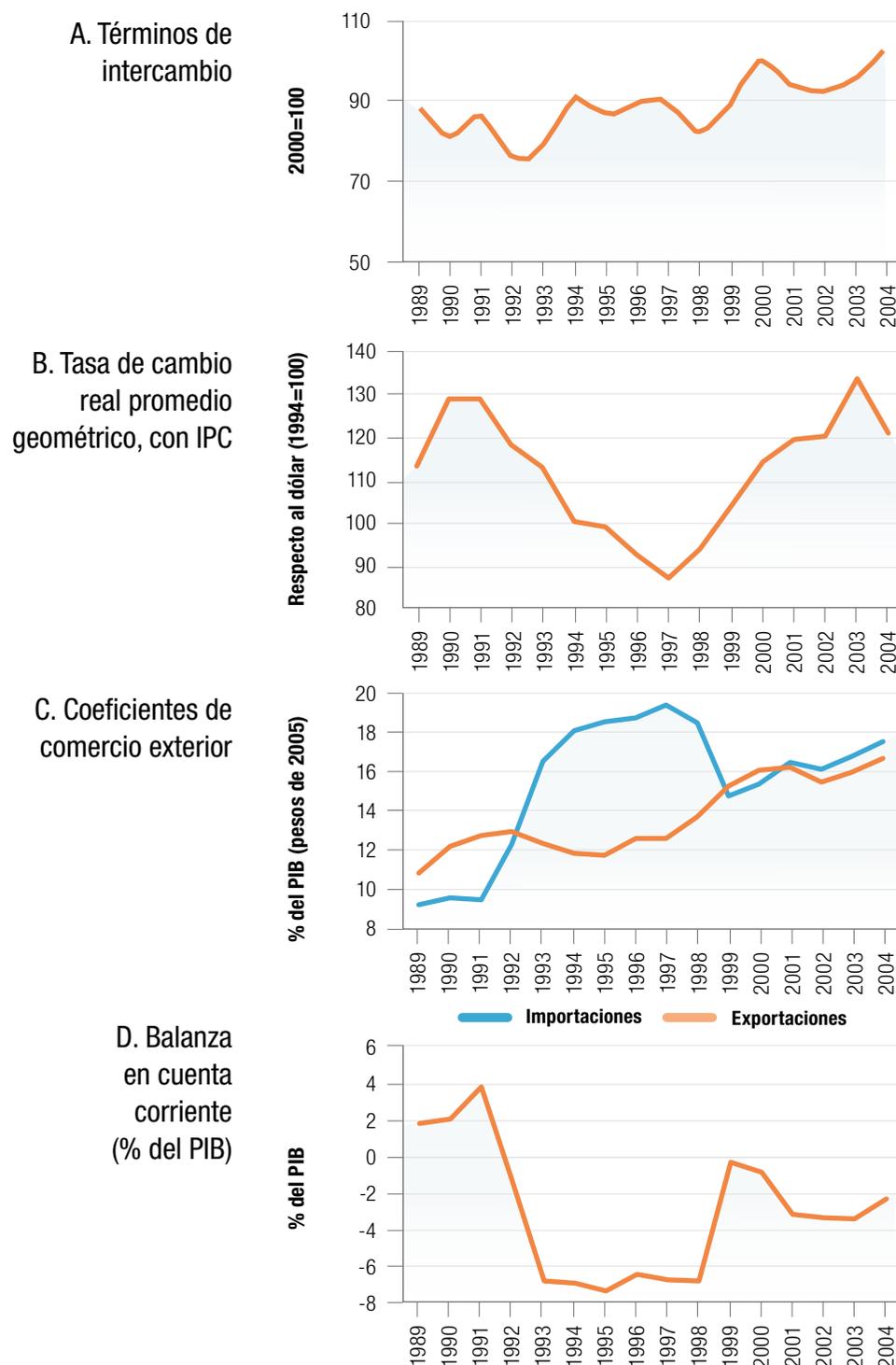
A) DANE

B) Banco de la República

C) Gobierno Central: Hasta 1993 según cifras del Banco de la República; desde 1994 según CONFIS.

Sector Público: Hasta 1999 según Cuentas Nacionales del DANE; desde 2000 según CONFIS.

Gráfico V.2 Principales variables sector externo



Fuentes:
 A) Banco Mundial
 B) Banco de la República
 C) Cuentas Nacionales del DANE.
 D) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios como % del PIB a precios corrientes, según cuentas nacionales

Política monetaria expansionista

“El giro hacia una política monetaria expansionista, conjuntamente con la decisión de aumentar significativamente el gasto público primario (4,9 puntos del PIB entre 1991 y 1994), en parte producto de las nuevas normas constitucionales, y la apertura de la cuenta de capitales en 1993 en el contexto de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes, se tradujo en una de las políticas económicas más expansionistas de la historia económica del país. La demanda agregada, que había crecido a ritmos inferiores al 2% en 1989 comenzó a crecer a más del 10% en 1992, un ritmo que se mantuvo hasta 1994. El rápido crecimiento de la demanda se tradujo en una aceleración del crecimiento económico, a ritmos superiores al 5% a partir de 1993, y en un aumento acelerado de las importaciones, alimentado por la apertura comercial y la revaluación del peso.”

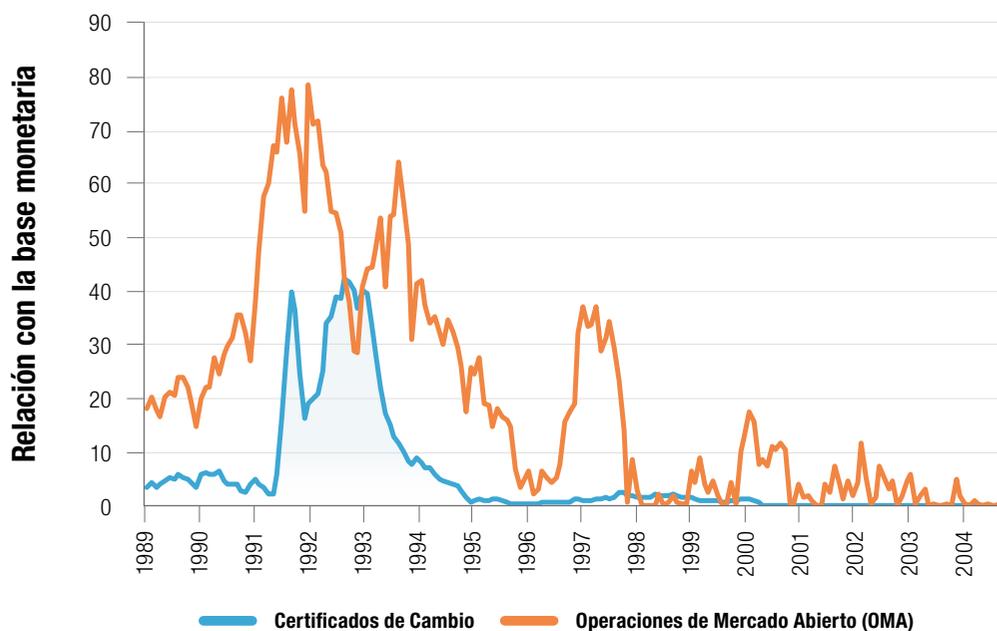
compensados con nuevas emisiones de las OMA. En efecto, en el transcurso de pocos meses, las OMA pasaron de representar un 28% de la base monetaria (el promedio de 1990 y algo menos en 1989) a más del 70% (**Gráfico V.3**). Por esos motivos, a fines de 1991, la Junta Directiva del ahora autónomo Banco de la República alteró radicalmente la orientación de la política monetaria. Los objetivos esenciales fueron ahora frenar la emisión de las OMA y reducir las tasas de interés. Para ello se recurrió a una fórmula similar a la de la bonanza cafetera de los años setenta: un sistema de certificados de cambio con maduración diferida que generaba, a su vez, un efecto monetario contraccionista sin costo para el Banco de la República, así como una revaluación inmediata y una flexibilidad limitada de la tasa de cambio. Sin embargo, la contracción monetaria generada por los certificados de cambio sustituyó solo una parte de lo que se había generado con las OMA, ahora en proceso de reducción, y se tradujo así en un fuerte crecimiento de la base monetaria (**Gráfico V.3**). Por su parte, el sistema de flexibilidad cambiaria aceleró la tendencia a la revaluación. Estas intervenciones serían sustituidas en 1994 por una banda cambiaria, como instrumento de flexibilidad limitada del tipo de cambio.

El giro hacia una política monetaria expansionista, conjuntamente con la decisión de aumentar significativamente el gasto público primario (4,9 puntos del PIB entre 1991 y 1994), en parte producto de las nuevas normas constitucionales, y la apertura de la cuenta de capitales en 1993 en el contexto de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes, se tradujo en una de las políticas económicas más expansionistas de la historia económica del país. La demanda agregada, que había crecido a ritmos inferiores al 2% en 1989 comenzó a crecer a más del 10% en 1992, un ritmo que se mantuvo hasta 1994 (**Gráfico V.1**). El rápido crecimiento de la demanda se tradujo en una aceleración del crecimiento económico, a ritmos superiores al 5% a partir de 1993, y en un aumento acelerado de las importaciones, alimentado por la apertura comercial y la revaluación del peso. El resultado de ello fue un deterioro marcado de la cuenta corriente de la balanza de pagos: de un superávit en 1989-1991 a un déficit que oscilaría a partir de 1993 entre el 6 y el 7% del PIB por seis años consecutivos (**Gráfico V.2**).

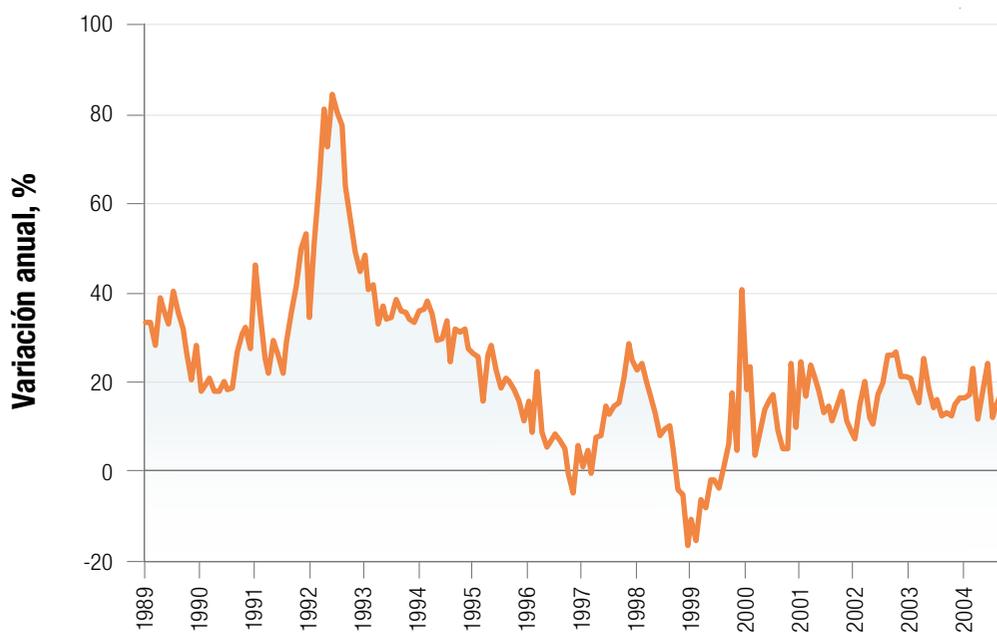
Uno de los elementos necesarios para financiar dicho déficit fue un aumento acelerado de la deuda externa privada, que en 1995 ya quintuplicaba los niveles de 1991 y siguió creciendo en los dos años subsiguientes (**Cuadro V.1**). Como veremos en la sección siguiente, el mayor endeudamiento externo privado se unió a factores internos para generar uno de los auges crediticios más espectaculares de la historia económica del país. Por el contrario, la deuda pública externa, que había dominado el panorama de financiamiento externo hasta los años ochenta, tuvo incrementos mucho más moderados; de hecho, los déficits del Gobierno nacional fueron bajos hasta 1995, ya que el

Gráfico V.3 Base monetaria

A. Operaciones de mercado abierto y certificados de cambio



B. Base monetaria



Fuente: Elaboración con base en Banco de la República

Medidas para frenar el crecimiento de la oferta monetaria

“En su conjunto, el financiamiento disponible superó el déficit externo, permitiendo que la acumulación de reservas internacionales continuara, aunque a un menor ritmo que en 1991.”

“La posibilidad de absorber una parte importante del crecimiento de la demanda a través de importaciones, unida a la revaluación real, que alimentaba igualmente la demanda de importaciones, evitó que la explosión de la demanda se reflejara en una nueva aceleración de la inflación. Sin embargo, la conveniencia de frenar el rápido crecimiento de la demanda, y del crédito que lo acompañó, se hizo evidente desde comienzos de 1994, cuando el Banco de la República adoptó medidas para frenar el crecimiento de la oferta monetaria y del crédito interno, incluyendo un intento fallido, en marzo de dicho año, de limitar directamente el crecimiento del crédito.”

Cuadro V.1 Deuda externa (Millones de dólares)

AÑO	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.590
1991	1.184	981	2.165	707	14.464	15.171	17.335	6.279	11.057
1992	1.612	1.250	2.862	929	13.487	14.416	17.278	7.553	9.725
1993	2.587	2.046	4.634	974	13.258	14.233	18.866	7.735	11.131
1994	3.213	4.806	8.019	1.164	13.554	14.718	22.737	7.905	14.832
1995	3.920	6.880	10.800	1.588	13.952	15.540	26.340	8.246	18.094
1996	3.151	11.572	14.722	1.292	15.101	16.392	31.115	9.723	21.392
1997	3.436	14.191	17.627	934	15.848	16.782	34.409	9.685	24.724
1998	3.002	14.892	17.894	976	17.811	18.788	36.682	8.505	28.177
1999	2.267	14.267	16.534	672	19.619	20.291	36.825	7.851	28.974
2000	2.315	13.207	15.522	199	20.498	20.697	36.219	8.738	27.480
2001	2.802	12.826	15.628	320	23.214	23.535	39.163	9.903	29.260
2002	3.063	11.481	14.544	429	22.409	22.838	37.382	10.537	26.846
2003	3.095	10.386	13.481	224	24.360	24.584	38.065	10.602	27.463
2004	4.332	9.331	13.663	391	25.444	25.835	39.498	13.216	26.282

Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

mayor gasto estuvo financiado por crecientes ingresos tributarios, al tiempo que el sector público consolidado generaba superávits. La mayor inversión extranjera directa apoyó también el financiamiento del déficit. En su conjunto, el financiamiento disponible superó el déficit externo, permitiendo que la acumulación de reservas internacionales continuara, aunque a un menor ritmo que en 1991.

La posibilidad de absorber una parte importante del crecimiento de la demanda a través de importaciones, unida a la revaluación real, que alimentaba igualmente la demanda de importaciones, evitó que la explosión de la demanda se reflejara en una nueva aceleración de la inflación. Sin embargo, la conveniencia de frenar el rápido crecimiento de la demanda, y del crédito que lo acompañó, se hizo evidente desde comienzos de 1994, cuando el Banco de la República adoptó medidas para frenar el crecimiento de la oferta monetaria y del crédito interno, incluyendo un intento fallido, en marzo de dicho año, de limitar directamente el crecimiento del crédito. Estas medidas fueron acompañadas por otras orientadas a frenar el endeudamiento externo, aumentando el

encaje a dicho endeudamiento, que se había impuesto (siguiendo el precedente chileno) cuando la cuenta de capitales fue abierta simultáneamente con la eliminación del grueso de las medidas de control de cambios en 1993. El encaje al endeudamiento externo se incrementó aún más en agosto de 1994, al inicio de la Administración del presidente Ernesto Samper (1994-1998). Estas decisiones permitieron frenar la demanda agregada y se tradujeron en una desaceleración en 1996, por lo cual se moderaron a partir de entonces, con la excepción del encaje al endeudamiento externo, que se hizo riguroso una vez más a comienzos de 1997, para enfrentar una nueva avalancha de capitales.

La nueva “recesión a la colombiana” de 1996, generada enteramente por estas medidas de enfriamiento monetario más que por factores externos, fue sucedida por una aceleración modesta y temporal en 1997, apoyada por medidas monetarias menos restrictivas y el persistente crecimiento del gasto público. Aunque este último redujo su ritmo de crecimiento, ahora no pudo ser financiado en su totalidad con mayores ingresos corrientes, dando inicio a un deterioro de los balances fiscales, en montos moderados en relación con lo que serían los patrones posteriores. La decisión de financiar este déficit a través del mercado interno de bonos buscó también evitar alimentar el aumento de la deuda externa, que por el lado privado seguía creciendo. La tendencia a la revaluación y el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvieron, aunque este último no mostró deterioro adicional gracias al menor ritmo de crecimiento de las importaciones (**Gráfico V.2**).

La sucesión de las crisis asiática y rusa y su extensión posterior al grueso de las economías emergentes encontraron, por lo tanto, a Colombia en una situación de sobrevaluación cambiaria, elevado déficit en cuenta corriente y acelerado endeudamiento externo privado. La súbita interrupción del financiamiento externo y el fuerte aumento de su costo se conjugaron entonces con una política que trató de evitar una devaluación desordenada como la que se había presentado en algunas economías de Asia Oriental. La banda cambiaria fue modificada en dos ocasiones (septiembre de 1998 y junio de 1999), pero la presión continua sobre el techo de la banda desde el primer semestre de 1998 generó una contracción de la base monetaria (evidente en los datos anuales desde los últimos meses de dicho año), ante la decisión de la Junta Directiva del Banco de no compensar el efecto monetario de la venta de reservas internacionales necesaria para defender la banda (**Gráfico V.3**). Esta era una situación virtualmente desconocida (aunque se había dado de manera fugaz durante el enfriamiento monetario de 1996), especialmente en un contexto de una inflación que todavía mantenía la inercia de las décadas anteriores, y se tradujo, como veremos, en una elevación de las tasas de interés a uno de los niveles más altos de la historia del país. De esta manera, la política monetaria actuó en forma claramente procíclica, generando un fuerte aumento en las tasas de interés que reforzó las pre-

Recesión a la colombiana

“La nueva ‘recesión a la colombiana’ de 1996, generada enteramente por estas medidas de enfriamiento monetario más que por factores externos, fue sucedida por una aceleración modesta y temporal en 1997, apoyada por medidas monetarias menos restrictivas y el persistente crecimiento del gasto público. Aunque este último redujo su ritmo de crecimiento, ahora no pudo ser financiado en su totalidad con mayores ingresos corrientes, dando inicio a un deterioro de los balances fiscales, en montos moderados en relación con lo que serían los patrones posteriores.”



Guillermo Perry Rubio, ministro de Hacienda y Crédito Público entre 1994 y 1996. Archivo del Banco de la República.

**Política
expansionista,
política
contraccionista**

“El país no tenía precedentes ni de una ni de otra. De esta manera, así como la expansión de la demanda agregada en 1992-1994 no tenía antecedentes, tampoco lo tuvo la contracción de la demanda, que después de una pequeña caída en 1998 tuvo un verdadero colapso en 1999, cuando cayó en cerca del 10% (una caída que en términos mensuales se inició, sin embargo, en el segundo semestre de 1998).”

siones recesivas que venían del exterior (Villar, Romero y Pabón, 2015). Ante la pérdida de credibilidad en la banda y su poca efectividad, la Junta Directiva del Banco se vio obligada a eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, dentro del contexto de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que había exigido la flotación para suscribir el acuerdo con Colombia.

Desde el punto de vista interno, lo que implicaron estos giros de la política del Banco de República en su primera etapa como autoridad autónoma fue que la política monetaria procíclica, de carácter fuertemente expansionista de 1992-1994, fue sucedida tiempo después, en 1998-1999, por una política monetaria también procíclica, pero ahora de corte fuertemente contraccionista². El país no tenía precedentes ni de una ni de otra. De esta manera, así como la expansión de la demanda agregada en 1992-1994 no tenía antecedentes, tampoco lo tuvo la contracción de la demanda, que después de una pequeña caída en 1998 tuvo un verdadero colapso en 1999, cuando cayó en cerca del 10% (una caída que en términos mensuales se inició, sin embargo, en el segundo semestre de 1998). El PIB, que ya se había expandido mínimamente en 1998, cayó un 4,2% en 1999 y, en términos per cápita, no retornaría a los niveles de 1997 hasta el 2004. El país experimentó la primera recesión abierta desde la de comienzos de los años treinta, y mucho más severa que la de entonces. Atrás quedaron las “recesiones a la colombiana”: ahora fue clara y fuerte.

La crisis de fin de siglo tiene, por supuesto, elementos comunes con la de comienzos de los ochenta. En los dos casos, hubo una fuerte expansión previa del endeudamiento externo e interno, que financió un aumento rápido del gasto público y, en el segundo caso, también del gasto privado. En ambos casos se produjo igualmente una revaluación del peso, un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con abundantes recursos de crédito externo. Sin embargo, el período de deterioro de estos indicadores fue mucho más prolongado antes de la crisis de fin del siglo, y el peso relativo de los sectores público vs. privado diferente en una y otra.

El aumento del gasto público primario fue notorio en ambos períodos y más marcado en los años noventa: unos nueve puntos del PIB contra cinco puntos a fines de los setenta y comienzos de los ochenta (Ocampo y Romero, 2015, Cuadro 8.5)³. Sin embargo, el aumento de los noventa estuvo mejor financiado. Por eso, el déficit del sector público consolidado durante los cinco años anteriores a la crisis de 1999 fue de 6,2 puntos del PIB (**Gráfico V.1**),

1. Créditos de fomento para el desarrollo del sector agropecuario y rural colombiano.

2. Buenaventura, principal puerto colombiano en el océano Pacífico.

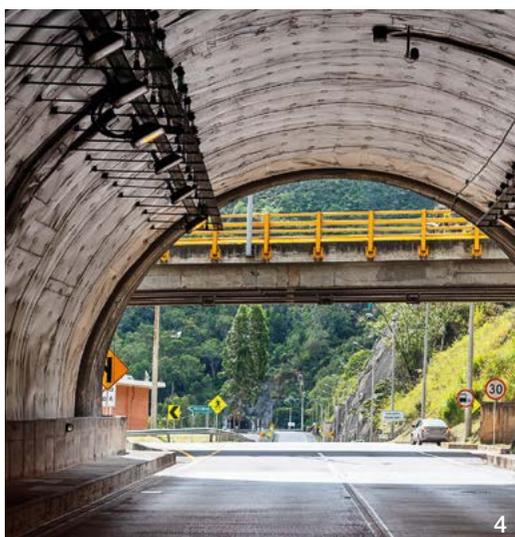
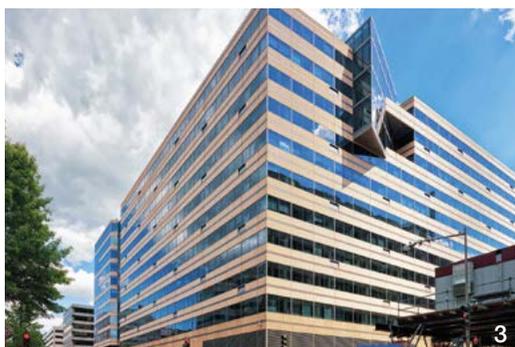
3. Sede del Fondo Monetario Internacional, Washington D. C.

4. Apoyo a las entidades para la planificación, financiación y ejecución de proyectos que transforman territorios.

5. Financiación de inversión a empresas de generación, transmisión o distribución de energía eléctrica.

² Para visiones contrapuestas del manejo de esta coyuntura crítica, véanse Fernández (2000) y Urrutia (1999), con perspectivas críticas y de defensa de la política, respectivamente.

³ Estos cálculos del crecimiento del gasto público están basados en los datos de cuentas nacionales, que permiten estimar el aumento del gasto neto de transferencias intergubernamentales. Otros autores han estimado una expansión superior del gasto público en los noventa, pero desafortunadamente no hacen ajustes por los aumentos considerables en las transferencias entre entidades del Gobierno generadas por la creciente participación de departamentos y municipios en los ingresos corrientes de la nación.



Burbuja de precios de activos

“...aumentaron fuertemente entre 1992 y 1995 y se moderaron en los dos años siguientes, pero solo colapsaron a partir de 1998. De esta manera, como resultado del auge crediticio y de la burbuja de precios de activos, el sector privado se encontró en una situación financiera mucho más frágil que la que tenía antes de la crisis latinoamericana de la deuda.”

“El primero de estos fenómenos fue particularmente crítico para los hogares, por las elevadas deudas de vivienda que tenían como contrapartida precios de la finca raíz inflados por la burbuja de activos, así como para las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran esencialmente internas, en tanto que la devaluación afectó ante todo a las empresas más grandes. Como veremos, este deterioro se tradujo en una nueva crisis financiera interna.”

sustancialmente inferior al que precedió a la crisis de 1984, cuando alcanzó 20,9 puntos (**Gráfico IV.1** del capítulo anterior). Más aún, la deuda pública total, interna y externa, era todavía baja en 1997 y 1998: el 26 y el 31% del PIB, unos montos inferiores a los de 1990 (Ocampo y Romero, 2015, Gráfico 8.5)⁴. La explosión del déficit fiscal y la deuda pública a niveles insostenibles solo tuvo lugar como resultado de la recesión, y en ese sentido puede considerarse que fue más un efecto que una causa de la crisis.

Por el contrario, las dificultades asociadas al gasto y el déficit *privados* fueron mucho más severas durante la crisis de fin de siglo. Como el elevadísimo déficit en cuenta corriente que el país experimentó entre 1993 y 1997, del 6,8% del PIB en promedio (**Gráfico V.2**), correspondió durante estos años con un déficit del sector público consolidado de solo el 0,9% del PIB en promedio (**Gráfico V.1**), el déficit externo fue esencialmente la contrapartida de un desajuste entre ingresos y gastos del sector privado. Por el contrario, el sector privado había tenido un superávit entre 1975 y 1991 y, por ende, durante los años que precedieron a la crisis de balanza de pagos de 1983-1984. Lo mismo está reflejado en la dinámica de la deuda externa: casi el 80% del aumento de la deuda externa entre 1991 y 1998 se originó en el sector privado (más del 90% si excluimos el año 1998); por el contrario, el sector privado concentró menos de la tercera parte del endeudamiento externo adicional entre 1979 y 1983 (**Cuadros IV.1 y V.1**).

Como veremos, la contrapartida de estos déficits privados fue el auge financiero, nuevamente más acentuado y prolongado que el que precedió a la crisis de los ochenta. Así las cosas, la crisis de fin de siglo fue más severa que la de comienzos de los ochenta porque se produjo en el contexto de un ciclo financiero mucho más marcado que el de fines de los años setenta y comienzos de los ochenta. La contrapartida fue una burbuja de precios de activos, que aumentaron fuertemente entre 1992 y 1995 y se moderaron en los dos años siguientes, pero solo colapsaron a partir de 1998 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 135). De esta manera, como resultado del auge crediticio y de la burbuja de precios de activos, el sector privado se encontró en una situación financiera mucho más frágil que la que tenía antes de la crisis latinoamericana de la deuda. Su excesivo endeudamiento, tanto interno como externo, lo hizo extremadamente frágil, tanto a los aumentos de las tasas de interés que se produjeron durante la fase procíclica de manejo de la crisis, en 1998-1999, como a la devaluación del tipo de cambio que se produjo en forma más gradual a través de modificaciones de la banda cambiaria y de la liberación final del tipo de cambio. El primero de estos fenómenos fue particularmente crítico para los hogares, por las elevadas deudas de vivienda que tenían como contrapartida precios de la finca raíz infla-

⁴ Las privatizaciones ayudaron también a contener el aumento de la deuda pública nacional en los noventa. Sin embargo, las cuentas con el Banco de la República habían jugado un papel similar en los ochenta.

dos por la burbuja de activos, así como para las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran esencialmente internas, en tanto que la devaluación afectó ante todo a las empresas más grandes. Como veremos, este deterioro se tradujo en una nueva crisis financiera interna.

La severidad de la recesión sorprendió a todos los analistas, que en general esperaban una “recesión a la colombiana”, quizás un poco más severa que los episodios previos de los años noventa (1991 y 1996). La fuerte disminución de la inflación también sorprendió y tuvo un efecto positivo, ya que, por lo súbito del fenómeno, quebró finalmente la historia de inflación inercial que el país había tenido desde los años setenta.

La cuenta corriente de la balanza de pagos se ajustó rápidamente, gracias a la fuerte contracción de las importaciones. Aunque se adoptaron medidas de ajuste fiscal, el gasto público en general amortiguó parcial y afortunadamente la contracción de la demanda interna privada. Sin embargo, como ello se produjo en forma simultánea con la caída en los ingresos tributarios generados por la recesión y por el fuerte aumento del costo del servicio de la deuda pública, debido a las altas tasas de interés, el déficit fiscal y la deuda pública explotaron, de nuevo más como un efecto que como una causa de la crisis.

Con la fuerte devaluación y la rápida corrección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que llegó a una situación cercana al equilibrio en 1999 y un pequeño déficit en el año 2000, el Banco de la República pudo reducir las tasas de interés en los años siguientes, adoptando así una política monetaria contracíclica. Desde 1999, y siguiendo tendencias internacionales, el Banco modificó, además, la forma de hacer política monetaria, adoptando sus tasas de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento, en sustitución de los agregados monetarios, como había sido históricamente. El objetivo final de la política siguió siendo el control de la inflación, como lo determinó la Constitución de 1991, pero en coordinación con la política económica general, como lo señaló la propia Carta Política. La Corte Constitucional, en una sentencia adoptada en 1999, aclaró que eso significaba que el Banco no podía ignorar otros objetivos de la política económica, en especial el empleo (Corte Constitucional, 1999). En todo caso, dado el deterioro patrimonial del sector privado, la reactivación fue lenta. El sector exportador ayudó en parte, apoyado en una tasa de cambio real muy competitiva, pero la caída de los precios de productos básicos (incluido el café) y la paralización de las economías vecinas afectaron las exportaciones durante los años críticos.

Todo ello se enmarcó en la escasa disponibilidad de financiamiento externo por cerca de un lustro. La evolución de los márgenes de riesgo y el costo del financiamiento externo en el mercado internacional de bonos así lo corroboran (**Gráfico V.4**). Aunque los márgenes de riesgo siguieron siendo generalmente más bajos en Colombia que en los países latinoamericanos o

Política monetaria, control de la inflación

“Desde 1999, y siguiendo tendencias internacionales, el Banco modificó, además, la forma de hacer política monetaria, adoptando sus tasas de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento, en sustitución de los agregados monetarios, como había sido históricamente. El objetivo final de la política siguió siendo el control de la inflación, como lo determinó la Constitución de 1991, pero en coordinación con la política económica general, como lo señaló la propia Carta Política. La Corte Constitucional, en una sentencia adoptada en 1999, aclaró que eso significaba que el Banco no podía ignorar otros objetivos de la política económica, en especial el empleo (Corte Constitucional, 1999).”

Profunda reestructuración del sector financiero

“...las medidas que adoptó la Administración Gaviria a comienzos de los años noventa, que en algunos casos se remontan a decisiones de fines del gobierno Barco, constituyeron una reforma radical, que redundó en una profunda reestructuración del sector financiero.”

“Esta reorganización de la arquitectura del sistema crediticio del país estuvo desplegada en una multiplicidad de frentes. El primero fue la simplificación del régimen de crédito dirigido a inversiones forzosas asociadas al crédito de fomento. Este esfuerzo se inició bajo la Administración Barco en 1989 e incluyó la eliminación del criterio de localización de las inversiones (parte de la política de descentralización), el menor peso otorgado al criterio de tamaño de las empresas, la eliminación del redescuento preferencial con que contaban las Corporaciones Financieras y la simplificación de la estructura de tasas de interés y márgenes de redescuento...”

en el conjunto de las economías emergentes, esta situación desapareció en el primer semestre de 2000, poco tiempo después de que el país perdiera la calificación de “grado de inversión” en el tercer trimestre de 1999. Aunque la situación mejoró con posterioridad, y el país no fue afectado por los aumentos de los márgenes de riesgo para los bonos latinoamericanos en 2001, como resultado en particular de la crisis argentina, si lo fue, y muy severamente, durante el segundo semestre de 2002, por el contagio de la crisis generada por las elecciones brasileñas que terminaron con la victoria de la izquierda (el presidente Lula da Silva) en dicho país. Los márgenes de riesgo y el costo de financiamiento solo retornaron a niveles bajos a mediados de 2003 y, como veremos en el capítulo siguiente, continuarían siéndolo en general hasta hoy.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

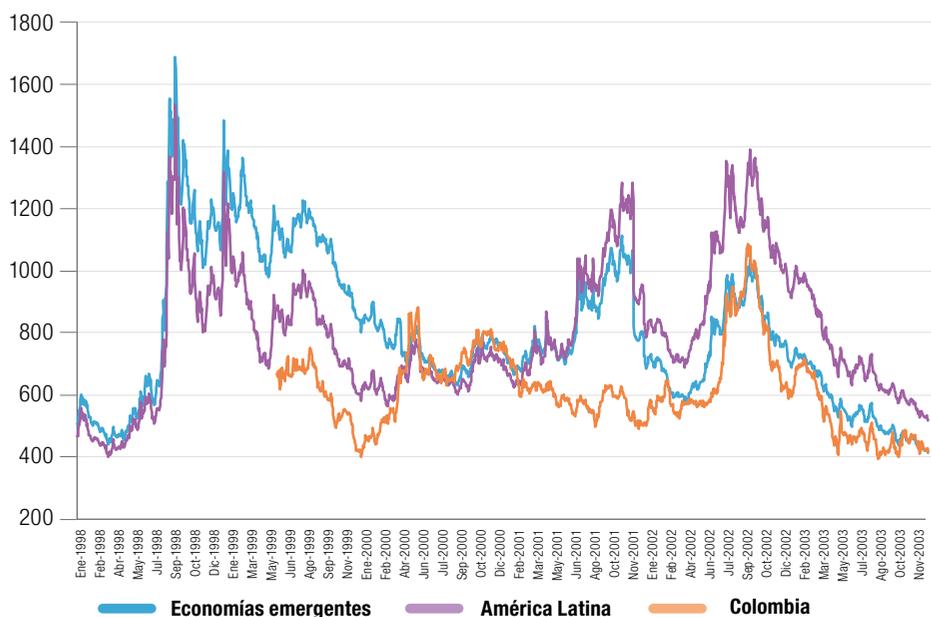
La liberalización financiera

Como vimos en el capítulo anterior, varias medidas de liberalización gradual del sistema financiero y de racionalización del sistema de crédito de fomento fueron adoptadas durante el período anterior, especialmente en 1974 y 1979-1980. Así mismo, a raíz de la crisis de 1982-1986 se llevaron a cabo reformas tendientes a prevenir y mejorar el manejo de crisis financieras, en particular la creación de Fogafin en 1985 y el fortalecimiento de la regulación y la supervisión del sistema financiero a fines de la década, desarrollados con base en los criterios prudenciales del Acuerdo de Basilea. Sin embargo, las medidas que adoptó la Administración Gaviria a comienzos de los años noventa, que en algunos casos se remontan a decisiones de fines del gobierno Barco, constituyeron una reforma radical, que redundó en una profunda reestructuración del sector financiero. Su comparación más apropiada es, por lo tanto, con las reformas estructurales del sector de 1923 y 1951. Esta reorganización de la arquitectura del sistema crediticio del país estuvo desplegada en una multiplicidad de frentes.

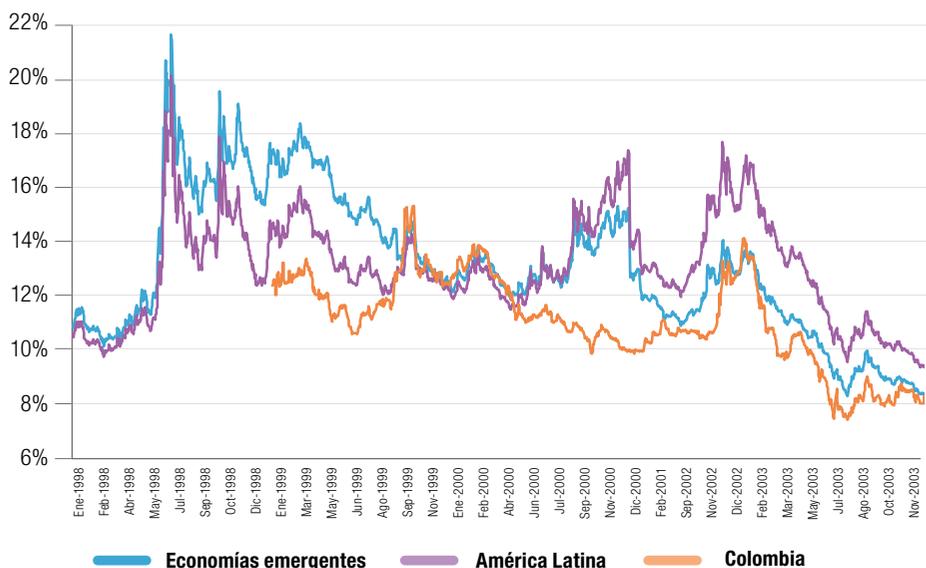
El primero fue la simplificación del régimen de crédito dirigido a inversiones forzosas asociadas al crédito de fomento. Este esfuerzo se inició bajo la Administración Barco en 1989 e incluyó la eliminación del criterio de localización de las inversiones (parte de la política de descentralización), el menor peso otorgado al criterio de tamaño de las empresas, la eliminación del redescuento preferencial con que contaban las Corporaciones Financieras y la simplificación de la estructura de tasas de interés y márgenes de redescuento, garantizando además una sana estructura en la cual las tasas se incrementaban con los plazos. En los años anteriores se había iniciado además el proceso

Gráfico V.4 Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 1998-2003

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



B. Rendimiento de los bonos (%)



Fuente: JPMorgan

Créditos dirigidos

“...se argumentaba que los sectores económicos que habían sido objeto de preferencias en la política de crédito, en especial el agropecuario y el industrial, no habían tenido un desarrollo exitoso, y que en el caso del sector exportador era más importante el tipo de cambio que el crédito de fomento.”

“Las dos excepciones al desmonte del crédito dirigido fueron el sector agropecuario y la vivienda de interés social. En lo que respecta al primero, permaneció la obligación de las entidades crediticias de destinar un mínimo de la cartera al sector o hacer inversión sustitutiva en títulos de Finagro.”

“En lo que atañe al segundo, se mantuvo la obligación de destinar una proporción mínima del crédito hipotecario a la vivienda de interés social.”

Crean entidades especializadas en crédito de fomento

“Para subsanar estos problemas, la decisión de las Administraciones Barco y Gaviria fue crear entidades especializadas para manejar el crédito de fomento, esencialmente bancos de desarrollo de segundo piso. Uno de los pasos más importantes en tal sentido fue la creación de Finagro en 1990, a la cual se trasladó el FFAP del Banco de la República. Cabe agregar que las entidades que no tenían una relación directa con el Banco de la República habían adoptado esa estructura desde antes, en particular la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter), que fue creada en 1989 a partir del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, que venía funcionando desde 1975 en el BCH, y la Financiera Energética Nacional, que venía funcionando desde 1982 y antes como Financiera Eléctrica Nacional (y previamente como Financiera de Desarrollo Eléctrico).”

de atar las distintas tasas de las inversiones forzosas y de las líneas de crédito de fomento a las del DTF (Fernández, 1994, cap. 4).

La oposición que se había venido acumulando desde tiempo atrás al crédito de fomento (véase, por ejemplo, Carrizosa, 1979) llevó a medidas más radicales a comienzos de los noventa. La crítica fundamental era, tal como vimos en el capítulo III, que la represión financiera tenía efectos adversos sobre el desarrollo financiero y, por esta vía, obstaculizaba el crecimiento económico, en particular porque redundaba en una asignación ineficiente del crédito. Se criticaba también que el crédito de fomento beneficiaba ante todo a sectores de altos ingresos, pero puede decirse que lo mismo era válido, e incluso más, del crédito otorgado por el sector privado. Por lo demás, algunas líneas para el sector agropecuario y la pequeña y mediana industria ciertamente tenían efectos benéficos en términos de acceso al crédito formal por parte de sectores que de otra manera no lo hubiesen tenido. Por último, también se argumentaba que los sectores económicos que habían sido objeto de preferencias en la política de crédito, en especial el agropecuario y el industrial, no habían tenido un desarrollo exitoso, y que en el caso del sector exportador era más importante el tipo de cambio que el crédito de fomento.

Esto llevó a la decisión de desmontar el grueso del crédito dirigido a comienzos de los años noventa, aunque con mecanismos de transición para las inversiones forzosas que quedaron suprimidas. Las dos excepciones al desmonte del crédito dirigido fueron el sector agropecuario y la vivienda de interés social. En lo que respecta al primero, permaneció la obligación de las entidades crediticias de destinar un mínimo de la cartera al sector o hacer inversión sustitutiva en títulos de Finagro. Sin embargo, se redujo considerablemente el monto del subsidio implícito y se ataron definitivamente las tasas de la inversión forzosa, así como las de redescuento y préstamo al DTF. En lo que atañe al segundo, se mantuvo la obligación de destinar una proporción mínima del crédito hipotecario a la vivienda de interés social.

Otro problema inherente al crédito de fomento había sido la forma como generaba una interacción perversa entre la política de crédito y la monetaria, lo cual implicaba un riesgo latente para esta última (Fernández, 1990). En tal sentido, uno de los problemas había sido históricamente el faltante de recursos de los fondos de fomento, que obligaba al Banco a emitir para cubrirlos. Como vimos en el capítulo anterior, este problema quedó en gran medida subsanado para los fondos de fomento desde comienzos de los años ochenta, aunque cabe recordar que las líneas de emergencia creadas durante la crisis de aquellos años crearon temporalmente nuevas fuentes de emisión. Había también un déficit potencial entre los ingresos y los costos de los recursos de los fondos, que nuevamente se había en gran medida subsanado en forma algo más gradual modificando las tasas pasivas y activas de los fondos de fomento. Fuera de estos

problemas de largo plazo, había otro de carácter cíclico, que tenía que ver con los efectos monetarios contraccionistas que producían los excedentes de los fondos, cuando la demanda de sus recursos era baja, así como la emisión que se generaba cuando acontecía lo contrario (Gómez, 1990). Este efecto era, además, procíclico si la demanda de recursos de los fondos tendía a aumentar durante los auges y a reducirse durante las fases descendentes del ciclo económico. En el caso del FAVI, estos efectos cíclicos tenían que ver, además, con la liquidez o iliquidez de las CAV cuando los rendimientos de la UPAC eran más o menos competitivos que los de los CDT.

Para subsanar estos problemas, la decisión de las administraciones Barco y Gaviria fue crear entidades especializadas para manejar el crédito de fomento, esencialmente bancos de desarrollo de segundo piso. Uno de los pasos más importantes en tal sentido fue la creación de Finagro en 1990, a la cual se trasladó el FFAP del Banco de la República. Cabe agregar que las entidades que no tenían una relación directa con el Banco de la República habían adoptado esa estructura desde antes, en particular la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter), que fue creada en 1989 a partir del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, que venía funcionando desde 1975 en el BCH, y la Financiera Energética Nacional, que venía funcionando desde 1982 y antes como Financiera Eléctrica Nacional (y previamente como Financiera de Desarrollo Eléctrico).

A estas decisiones se agregó la de la Asamblea Constituyente de responsabilizar al Banco de la República exclusivamente por la política monetaria y cambiaria, lo que significó que debió abandonar totalmente sus funciones crediticias, excepto las que correspondían a la provisión de liquidez inherentes a su función de “prestamista de última instancia.” Para separar a Proexpo del Banco, la Ley 7ª de 1991 creó dos instituciones que lo sustituirían, dependientes ahora del Ministerio de Comercio Exterior que también creó la misma ley: el Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancóldex) y la Agencia de Promoción de Exportaciones (Proexport), que tomó a su cargo las actividades no financieras del fomento exportador⁵. A su vez, con la Ley 31 de 1992, relativa al Banco de la República, los fondos de fomento que permanecían en el Banco (en particular el FFI y el FIP) fueron trasladados al IFI, con excepción de algunas líneas de crédito externo que permanecieron por un tiempo en manos del Banco. De esta manera, el sistema de crédito de fomento quedó organizado en cinco entidades: Bancóldex (comercio exterior), Finagro (sector agropecuario), IFI (industria y otros sectores), Findeter (financiamiento territorial) y FEN (sector energético). La mayoría de las actividades de los bancos de desarrollo continuaron siendo de redescuento, pero la FEN

⁵ Este último cambió de nombre por el de ProColombia en el 2014, con funciones también de promoción de inversiones, que en la práctica ya habían sido trasladadas previamente a Proexport.

Instituciones de fomento

“Para separar a Proexpo del Banco, la Ley 7ª de 1991 creó dos instituciones que lo sustituirían, dependientes ahora del Ministerio de Comercio Exterior que también creó la misma ley: el Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancóldex) y la Agencia de Promoción de Exportaciones (Proexport), que tomó a su cargo las actividades no financieras del fomento exportador.”

“De esta manera, el sistema de crédito de fomento quedó organizado en cinco entidades: Bancóldex (comercio exterior), Finagro (sector agropecuario), IFI (industria y otros sectores), Findeter (financiamiento territorial) y FEN (sector energético).”



La abogada Sara Ordóñez Noriega, ocupó la presidencia de la FEN entre julio de 1992 y agosto de 1994. Fotografía El Tiempo.

Peculiaridades del sistema UPAC

“En efecto, cabe recordar que dicho instrumento había tenido una doble función: la de proveer liquidez a las CAV (y, en este sentido, era el equivalente al crédito ordinario para los bancos) pero también la de transformación de plazos, dado el descalce temporal entre los créditos de largo plazo para vivienda y el carácter de corto plazo de las captaciones del sistema UPAC. El problema se volvía crítico cuando la corrección monetaria se desfasaba del comportamiento de corto plazo de las tasas de interés, desplazando recursos del sistema UPAC hacia los CDT emitidos por otros intermediarios financieros.”

“Estas decisiones pueden haber servido para hacer más competitivas las captaciones en UPAC en relación con las de CDT, pero desvirtuaron totalmente el sistema de valor constante...”

prestaba directamente a las generadoras y distribuidoras de energía eléctrica, entonces todavía fundamentalmente públicas, pero en proceso de privatización, y el IFI mantuvo por un tiempo líneas de primer piso.

El último de los fondos manejados por el Banco, el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI), fue eliminado. Aunque esta decisión ciertamente logró el objetivo de igualar las condiciones de acceso a los préstamos de última instancia del Banco de la República por parte de distintas instituciones financieras, ignoró las peculiaridades del sistema UPAC. En efecto, cabe recordar que dicho instrumento tenía una doble función: la de proveer liquidez a las CAV (y, en este sentido, era el equivalente al crédito ordinario para los bancos) pero también la de transformación de plazos, dado el descalce temporal entre los créditos de largo plazo para vivienda y el carácter de corto plazo de las captaciones del sistema UPAC. El problema se volvía crítico cuando la corrección monetaria se desfasaba del comportamiento de corto plazo de las tasas de interés, desplazando recursos del sistema UPAC hacia los CDT emitidos por otros intermediarios financieros. Para manejar este problema se tomó la decisión de ir atando la corrección monetaria, no solo al índice de inflación sino también a la tasa de interés de los CDT. Los primeros pasos se habían dado en tal sentido en 1984 y en 1988, en momentos en que el FAVI enfrentó faltantes de recursos. El peso de los CDT en la fórmula se aumentó aún más en 1992 y en septiembre de 1994 se decidió atar el UPAC exclusivamente a los CDT. Estas decisiones pueden haber servido para hacer más competitivas las captaciones en UPAC en relación con las de CDT, pero desvirtuaron totalmente el sistema de valor constante, mucho más que las decisiones adoptadas desde 1974 de poner topes a la corrección monetaria. Aún más, dejó a los deudores de vivienda con créditos a largo plazo sujetos a las variaciones de corto plazo de las tasas de interés. Este tema se sintió con fuerza con las alzas de dichas tasas de 1995 y, especialmente, de 1998. Contribuyeron definitivamente a la crisis de los deudores de vivienda y a la liquidación del sistema UPAC, a las cuales me referiré más adelante.

También, como continuación de las políticas de fines de los años ochenta, se mantuvieron los esfuerzos por mejorar la regulación y la supervisión prudencial. La decisión más importante fue elevar en 1994 el requisito de patrimonio por encima de los requisitos de Basilea, al 9% de los activos ponderados por riesgo (Martínez y Calderón, 2003). Con el propósito de mejorar la transparencia, información y competencia del sistema, la Superintendencia Bancaria comenzó en 1990 a publicar trimestralmente los principales indicadores de los intermediarios financieros, haciendo disponible en una forma más accesible al público en general la información previamente disponible de los balances de cada uno de los intermediarios.

Una novedad en materia regulatoria que se introdujo en 1995, la “Circular Básica Contable y Financiera” (Circular Externa No. 100 de la Superintendencia Bancaria de noviembre de dicho año) fue la de un sistema de provisiones contracíclicas, siguiendo una tendencia muy novedosa que había introducido España unos años antes. El objetivo de estas provisiones fue hacer una estimación de las pérdidas esperadas durante los períodos de auge crediticio, para aumentar los recursos con que contaban los bancos para cubrir las pérdidas en que incurren durante los períodos de deterioro de la calidad de la cartera. Estas provisiones se sumaron a las provisiones generales (1% de la cartera) y a las tradicionales por pérdidas incurridas, que la Circular denominó, curiosa pero correctamente, como procíclicas. A diferencia del sistema español, que hacía dichas provisiones contracíclicas (o “estadísticas” en su terminología) para categorías homogéneas de deudas, el sistema colombiano obligó a hacer provisiones para cada crédito individual.

Otras decisiones de carácter regulatorio que se adoptaron antes de la crisis fue la de elevar la ponderación de riesgo de los préstamos a las entidades territoriales, que estaban creciendo muy rápidamente. Después de expedida la Ley 358 de 1997, que estableció límites al endeudamiento territorial, esas normas se aplicaron a las entidades territoriales no autorizadas para endeudarse libremente. A esto se agregó la decisión de pasar la supervisión de las grandes cooperativas financieras a la Superintendencia Bancaria en 1997, ante la evidencia de riesgos crecientes de sus operaciones y vigilancia inadecuada del entonces Departamento Nacional de Cooperativas (más adelante de Economía Solidaria). Esta decisión llegó tarde, dado el deterioro de las grandes cooperativas financieras, uno de los problemas que contribuyeron a la crisis de fin de siglo.

A estas normas, que tenían antecedentes en los años noventa, se sumaron normas enteramente nuevas y serían las que terminarían por transformar profundamente el sector financiero colombiano. La primera de ellas, la Ley 45 de 1990, modificó aspectos fundamentales del régimen legal para los intermediarios financieros y la industria aseguradora, con el propósito de modernizar el sector financiero y prepararlo para cumplir con un papel fundamental dentro del proceso de apertura económica.

Dicha ley reformuló las normas sobre ingreso y salida de entidades del sector, facilitando en principio uno y otra, así como sobre intervención por parte de las autoridades. Se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera en el sector financiero, permitiendo a inversionistas extranjeros adquirir hasta la totalidad del capital social de cualquier entidad y eliminando de esta manera la “colombianización de la banca” de los años setenta. Este proceso estuvo acompañado por el cambio en las normas andinas que habían dado lugar a las decisiones de aquella época. Así mismo, se eliminó la figura de la nacionalización de entidades financieras, sustituyéndola por una intervención

Ley 45 de 1990

“...modificó aspectos fundamentales del régimen legal para los intermediarios financieros y la industria aseguradora, con el propósito de modernizar el sector financiero y prepararlo para cumplir con un papel fundamental dentro del proceso de apertura económica. Dicha ley reformuló las normas sobre ingreso y salida de entidades del sector, facilitando en principio una y otra, así como sobre intervención por parte de las autoridades. Se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera en el sector financiero, permitiendo a inversionistas extranjeros adquirir hasta la totalidad del capital social de cualquier entidad y eliminando de esta manera la ‘colombianización de la banca’ de los años setenta.”

Ley 31 de 1992

La Junta Monetaria fue sustituida por una Junta Directiva del Banco, con siete miembros (el ministro de Hacienda, el gerente general del Banco y cinco miembros de dedicación exclusiva y períodos fijos nombrados por el presidente de la República), que se convirtió así en la nueva autoridad monetaria y crediticia.



Miguel Urrutia Montoya y María Mercedes Cuéllar formaron parte de la primera Junta Directiva del Banco de la República, 1992. Fotografía de Miguel Urrutia, archivo del Banco de la República. María Mercedes Cuéllar, fotografía El Tiempo.

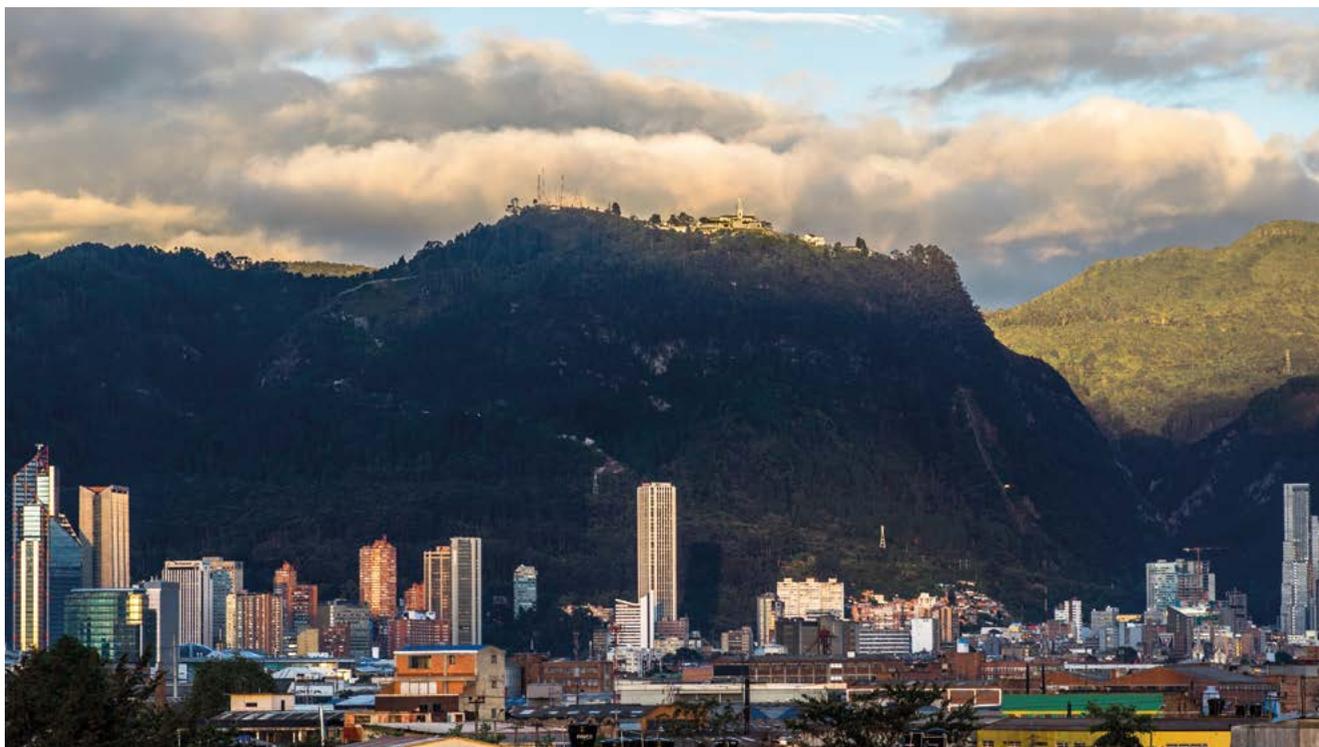
de Fogafín, como de alguna manera ya estaba aconteciendo desde la creación de esa entidad. De otro lado, y quizás más importante en términos de sus efectos sobre el sector, se introdujo el modelo de matrices y filiales, se autorizó la transformación de entidades y se crearon mecanismos más simples para la absorción, fusión y liquidación de instituciones financieras, sujetos en todos los casos a la aprobación de la Superintendencia Bancaria.

Otro de los principales virajes de esta ley fue la autorización de nuevas operaciones y actividades dentro del sistema financiero. Específicamente, se autorizó a los intermediarios financieros a constituir sociedades filiales para la prestación de servicios de arrendamiento financiero, fiducia, almacenamiento y administración de fondos de pensiones y cesantías. En el caso de los servicios fiduciarios, se prohibió a los establecimientos de crédito prestarlos directamente, obligando por lo tanto a la constitución de sociedades especializadas en tal negocio. En adición, los establecimientos de crédito recibieron permiso para realizar operaciones financieras novedosas u otras que estaban autorizadas previamente a otras entidades, eliminando así la necesidad de crear entidades para manejar operaciones no tradicionales. De igual forma, se les otorgaron importantes facultades extraordinarias al ejecutivo para transformar tanto el régimen como los objetivos de las entidades financieras.

La Ley 45 fue complementada por otras normas aprobadas también en 1990. Una de ellas fue la creación de filiales para la administración de los fondos de cesantías, la cual se encontraba articulada con el nuevo régimen de las cesantías derivado de la reforma laboral de dicho año. En esta misma línea, la apertura a la inversión extranjera en el sector financiero fue un complemento importante a la variedad de modificaciones introducidas en el régimen tributario para los inversionistas extranjeros, en el contexto de una reforma tributaria.

Por su parte, en el año 1991, mediante la Ley 9ª, se introdujeron cambios importantes al sistema cambiario del país, que sustituyeron el régimen de control de cambios establecido por el Decreto Ley 444 de 1967. En particular, esta ley creó un mercado libre y otro regulado de divisas, con lo cual se eliminó el monopolio del Banco de la República en la realización de transacciones en el mercado cambiario y se descentralizaron las operaciones de este mercado en el sector financiero y en otros entes autorizados.

En esta misma línea, y en desarrollo con los mandatos de la nueva Carta Política, la Ley 31 de 1992 estableció que el objetivo del Banco de la República sería velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda y que ejercería las funciones de regulador y emisor de la moneda, administrador de las reservas internacionales y prestamista de última instancia de los establecimientos de los créditos. Los encajes estarían constituidos por depósitos en el Banco de la República o efectivo en caja, con lo cual se eliminaban las inversiones sustitutivas,



que habían sido un instrumento fundamental del régimen de crédito dirigido del pasado. Mantuvo la facultad de fijar tasas máximas de interés, pero limitando a 120 días del año la vigencia de tales intervenciones. La Junta Monetaria fue sustituida por una Junta Directiva del Banco, con siete miembros (el ministro de Hacienda, el gerente general del Banco y cinco miembros de dedicación exclusiva y períodos fijos nombrados por el presidente de la República), que se convirtió así en la nueva autoridad monetaria y crediticia.

Posteriormente, en 1993, mediante la Ley 35, se aprobó la ampliación de las operaciones que podían hacer los diferentes intermediarios, al tiempo que se autorizó la creación de entidades especializadas en leasing. En ese sentido, se logró afianzar la consolidación gradual de la multibanca, desarrollando el concepto de conglomerado financiero, y se amplió la competencia entre entidades que hasta entonces habían tenido un alto grado de especialización. En efecto, en el marco de esta y normas anteriores se generaron formas de competencia entre intermediarios que representaron la eliminación de la especialización de los distintos intermediarios crediticios vigente desde 1923 y que crearon en esencia un sistema en el cual los intermediarios competían todos contra todos (Fernández, 1994; Clavijo, 2000). Así, por ejemplo, las CAV quedaron autorizadas a captar y prestar en pesos o en UPAC y también para prestar para consumo o expedir tarjetas de crédito, en tanto que los bancos

Bogotá, capital política y centro financiero del país.



Transición a la multibanca

“La transición a la multibanca que produjo este conjunto de normas no estuvo, por supuesto, exenta de discusiones y costos. La multibanca fue la propuesta del ministro de Hacienda y contó con el apoyo del Superintendente Bancario, pero el Banco de la República hubiese preferido continuar con la banca especializada. La transición, que con el tiempo fue exitosa, pudo haber contribuido a la crisis de fin de siglo, ya que el sistema no estaba preparado para manejar adecuadamente los vasos comunicantes del nuevo esquema.”

quedaron autorizados para captar y prestar en UPAC y captar ahorros con rendimiento diario (el “paga diario”, vigente desde 1990). Cabe agregar que desde 1989 los bancos habían quedado autorizados a prestar a largo plazo con un sistema que permitía capitalizar una parte de los intereses, lo cual hizo estos préstamos más similares a los del sistema UPAC.

Como complemento al modelo de matrices y filiales que introdujo la Ley 45 de 1990, en 1995, mediante la Ley 222, se modificó el Código de Comercio para definir el concepto de “grupo empresarial.” Más allá del criterio de subordinación, lo que esta norma estipuló como la esencia de un grupo es la unidad de propósito y dirección que persiga la matriz o entidad que controla el conglomerado (Uribe, 2013).

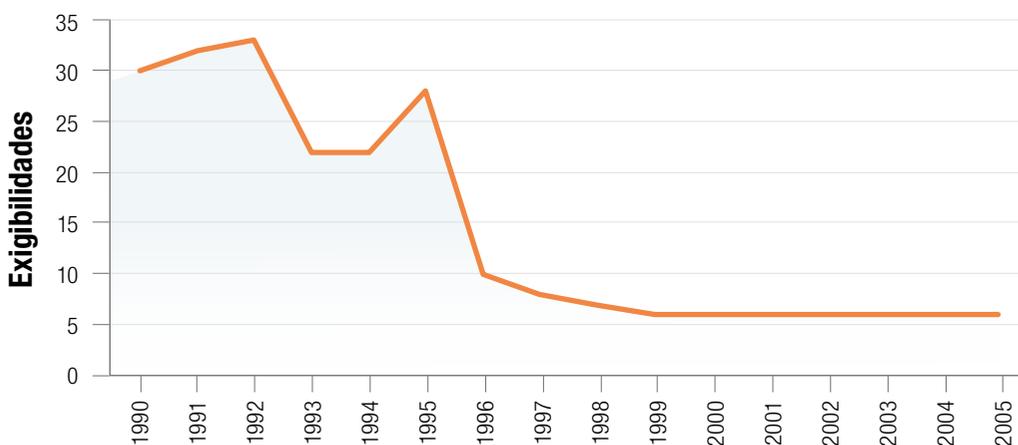
La transición a la multibanca que produjo este conjunto de normas no estuvo, por supuesto, exenta de discusiones y costos. La multibanca fue la propuesta del ministro de Hacienda y contó con el apoyo del Superintendente Bancario, pero el Banco de la República hubiese preferido continuar con la banca especializada. La transición, que con el tiempo fue exitosa, pudo haber contribuido a la crisis de fin de siglo, ya que el sistema no estaba preparado para manejar adecuadamente los vasos comunicantes del nuevo esquema⁶. El nuevo esquema también produjo, como veremos, grados de concentración en el sector financiero que el país no conocía.

Otro elemento esencial, con profundos efectos, fue la redefinición del papel de las entidades estatales en el sistema financiero. En este sentido, el modelo colombiano adoptó un camino intermedio, manteniendo, como vimos, un sistema bastante completo de bancos de desarrollo, fundamentalmente de segundo piso y uno de primer piso, el Banco Agrario, creado a partir de la liquidación de la vieja Caja Agraria, pero se privatizaron las entidades que habían sido nacionalizadas durante la crisis financiera de los ochenta, y se privatizaron o liquidaron el grueso de las entidades creadas durante los años de mayor intervencionismo estatal.

En ese contexto, en agosto de 1991, el antiguo Banco de los Trabajadores fue vendido al Banco Mercantil de Venezuela, transformándose en el Banco Mercantil de Colombia. En octubre de ese mismo año, fue vendido el Banco Tequendama al Banco Construcción de Venezuela, y en diciembre el Banco del Comercio al Banco de Bogotá (Grupo Sarmiento Angulo). Posteriormente, en enero de 1994, el Banco de Colombia fue adquirido por el Grupo Gilinski. Paralelamente, se privatizaron algunas entidades que habían nacido como oficiales, en particular los Bancos Ganadero y Popular, la Corporación Financiera Popular, la Corporación Popular de Ahorro y Vivienda (Corpavi) y la Corporación Financiera del Transporte, entre otros. Con la privatización del Banco Popular en 1996 quedaron en manos del Estado solo tres institucio-

⁶ Agradezco a Juan Carlos Jaramillo este comentario particular.

Gráfico V.5
Encaje legal bancario promedio



Fuente: Arango (2006) con base en Superintendencia Bancaria

nes bancarias: la Caja Agraria, el BCH y el Banco Cafetero (con su Corporación de Ahorro y Vivienda, Concasa).

En el último elemento de la reforma, que vino en forma gradual y con algún rezago, fue la reducción de los niveles de encajes. De acuerdo con Carrasquilla y Zárate (2002, Gráfico 8), este era el principal elemento de la “carga regulatoria” antes de las reformas, y la fuente principal de la disminución de la “represión financiera” entre 1992 y 1997. La caída del encaje promedio se inició en 1992 pero fue suspendida por las medidas de ajuste de 1995 antes de caer en 1996 a un nivel muy bajo para los patrones históricos (**Gráfico V.5**). Dicha reducción alimentó, como es obvio, la expansión monetaria y el auge crediticio. Más aún, el régimen establecido no solo fue mucho más simple en términos de su estructura, sino que también más neutral desde punto de vista de los instrumentos de captación, al tiempo que se prohibió permanentemente que el sistema de encajes fuera utilizado con intenciones distintas a las coyunturales (Fernández, 1994).

Auge y crisis financiera

La liberación financiera y cambiaria supeditó a la economía a ciclos financieros más profundos que los que había vivido durante la era de fuerte intervención estatal, regresando de hecho a fenómenos que el país solo había experimentado en los años veinte y comienzos de los treinta del siglo XX. Además, como vimos, la política macroeconómica procíclica que se siguió en algunas

Virajes en las percepciones del mercado internacional

“Desde el punto de vista externo, la contrapartida de la expansión fue el auge del mercado internacional de capitales al que el sector privado del país tuvo acceso gracias a las menores restricciones al endeudamiento externo. Esta situación hizo particularmente vulnerable a la economía a virajes en las percepciones en el mercado internacional y choques adversos externos que, como vimos, finalmente se produjeron para el grueso de las economías emergentes a partir de la secuencia de las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998.”

coyunturas críticas acentuó la intensidad del ciclo financiero que se vivió a partir de apertura económica.

En efecto, según lo indica el análisis de la primera sección de este capítulo, la causa fundamental de la euforia de la demanda agregada y la actividad productiva que el país comenzó a vivir en 1992 no fueron las reformas estructurales, sino la política macroeconómica expansionista que se adoptó a partir de ese año, en el contexto, además, de euforia en el mercado internacional de capitales. El comportamiento procíclico del financiamiento externo fue amplificado por el comportamiento igual e incluso crecientemente procíclico del financiamiento interno (Urrutia, Lizarazo y Caballero, 2006; Villar, Salamanca y Murcia, 2005). El sector financiero experimentó, de hecho, el auge más espectacular de la historia del país hasta entonces. Los activos del sistema financiero aumentaron en 17 puntos porcentuales del PIB, mucho más que los poco menos de 12 puntos que había aumentado durante el auge de 1978-1982 y obviamente más que durante todos los auges precedentes. La reducción de los encajes permitió, además, prestar una mayor proporción de los activos.

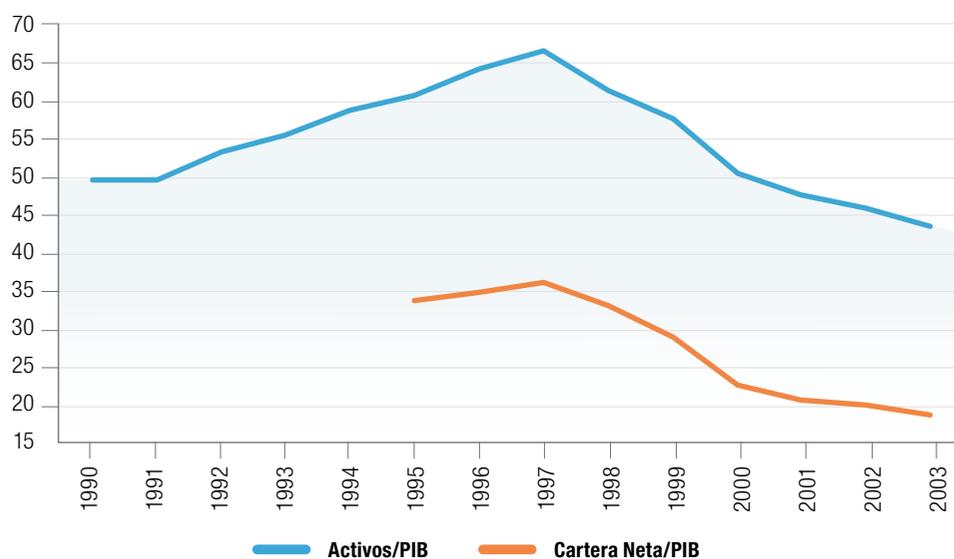
El rápido crecimiento de los activos financieros y el crédito no estuvo, sin embargo, exento de costos. En particular, y siguiendo una larga experiencia histórica a lo largo y ancho del mundo, el auge produjo años después una crisis. En las palabras del gerente del Banco de la República, Miguel Urrutia ante la Convención Bancaria de 1999, y publicadas como “Nota Editorial” de la *Revista del Banco de la República* en mayo del mismo año:

La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sector financiero, que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja en los precios de los activos. (...) Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría al deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de la garantía de los préstamos (Urrutia, 1999, p. 5).

Desde el punto de vista externo, la contrapartida de la expansión fue el auge del mercado internacional de capitales al que el sector privado del país tuvo acceso gracias a las menores restricciones al endeudamiento externo. Esta situación hizo particularmente vulnerable a la economía a virajes en las percepciones en el mercado internacional y choques adversos externos que, como vimos, finalmente se produjeron para el grueso de las economías emergentes a partir de la secuencia de las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998. Como vimos en la primera sección de este capítulo, el alto endeudamiento interno hizo muy sensible a los agentes privados a alzas en las tasas de interés y, cuando estaban endeudados en el exterior, a la devaluación. La defensa de la banda cambiaria produjo una dramática alza de las tasas de interés durante el primer semestre



La crisis asiática desatada en 1997 trajo graves efectos para la economía mundial.

Gráfico V.6**Activos y cartera del sistema financiero como % del PIB**

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

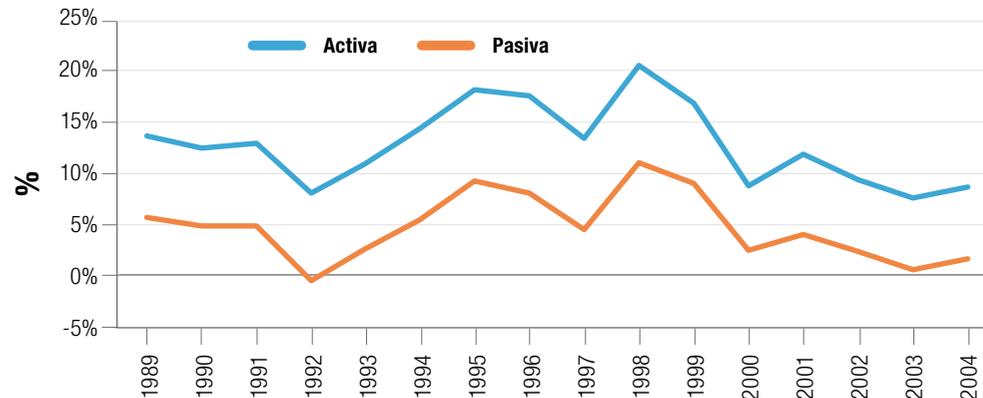
de 1998 que, aunque se moderó con posterioridad, mantuvo dichas tasas en niveles muy altos (**Gráfico V.7**). De hecho, en términos reales, las tasas de interés alcanzaron a superar en 1998 el pico previo, alcanzado en 1983 (**Gráfico V.7** y **Gráfico IV.4** del capítulo anterior), pero ahora su efecto fue más marcado, debido a los mayores niveles de endeudamiento. La devaluación también se produjo, pero, dada la forma como se manejó la política cambiaria, de manera algo más gradual.

Los efectos del alto nivel de endeudamiento se hicieron evidentes cuando estalló la burbuja de precios de activos. El incremento de las tasas de interés, aunado a la caída de los precios de la finca raíz tuvo un efecto particularmente severo sobre la carga financiera de los hogares, cuyos ingresos cayeron además como resultado de la recesión. El aumento de las deudas en relación con los precios de los inmuebles desembocó en aumentos de daciones en pago, desvalorizaciones hipotecarias y paralización del sector construcción, lo cual se tradujo, a su vez, en un mayor nivel de desempleo y mayor deterioro en la calidad de los créditos hipotecarios (Cárdenas y Badel, 2003). Este efecto no se había producido en la crisis de los ochenta, durante la cual las CAV navegaron sin grandes dificultades. El efecto fue también severo sobre muchas pequeñas y medianas empresas, endeudadas esencialmente en pesos.

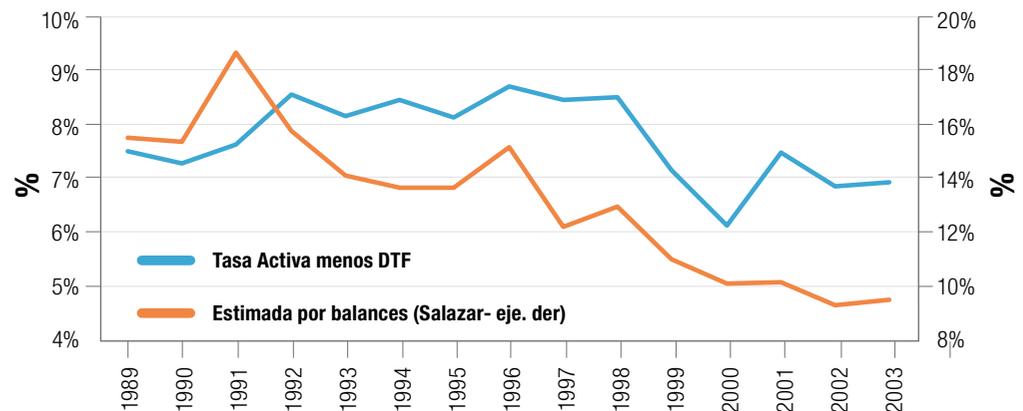
Más aún, ante las crecientes incertidumbres, se generó a lo largo de 1998 una paralización del crédito, que amplió significativamente la caída en la

Gráfico V.7 Tasas de interés

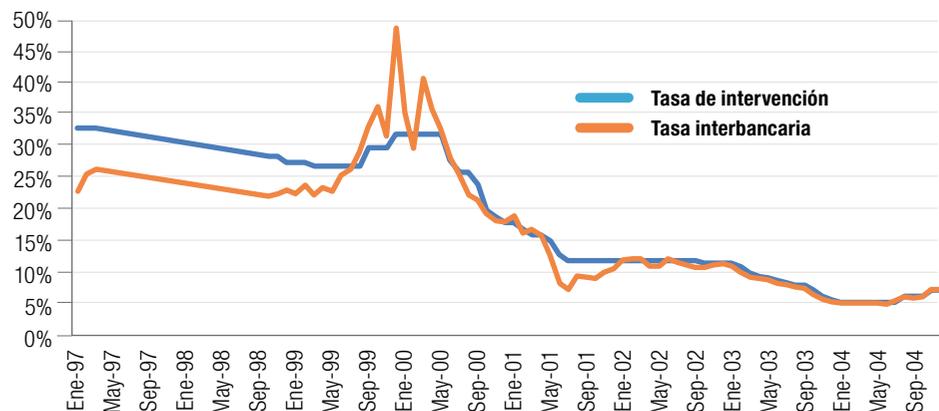
A. Tasas de interés reales anuales, 1989-2004



B. Márgenes de intermediación (puntos porcentuales)



C. Tasas de interés mensuales, 1997-2004



Fuente:
 Tasa de interés:
 Activa: Se utilizó la tasa activa total sistema del Banco de la República
 Pasiva: Tasa de interés promedio mensual de CDT a 90 días para bancos y corporaciones
 Márgenes: Diferencia entre tasa activa y DTF estimada geoméricamente, y márgenes según balances estimados por Salazar (2005 b)

demanda agregada y, por ende, la intensidad de la recesión. Es posible, además, que las regulaciones financieras más severas adoptadas a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa hayan ejercido un efecto procíclico, ya que las entidades financieras se vieron obligadas a castigar la cartera en forma más acelerada que a comienzos de los ochenta y a frenar los nuevos créditos por temor a los crecientes requisitos de capital que enfrentaban debido a las pérdidas en el manejo de la cartera. La contracción de la profundización financiera fue severa. Entre 1998 y 2003 la cartera neta se redujo en 17,5 puntos del PIB, aproximadamente la mitad del nivel alcanzado en 1997; el grueso de la caída se produjo en los tres primeros años (**Gráfico V.6**). En términos de activos, la profundización llegó en el 2003 a niveles inferiores a los de 1990-1991. Todos los componentes de la cartera (comercial, de vivienda y de consumo) se redujeron en forma notoria, pero la crisis presentó efectos devastadores sobre los créditos de vivienda, que no se recuperaron durante el auge posterior del impacto de la crisis; sobre este tema volveré en el capítulo final de este libro.

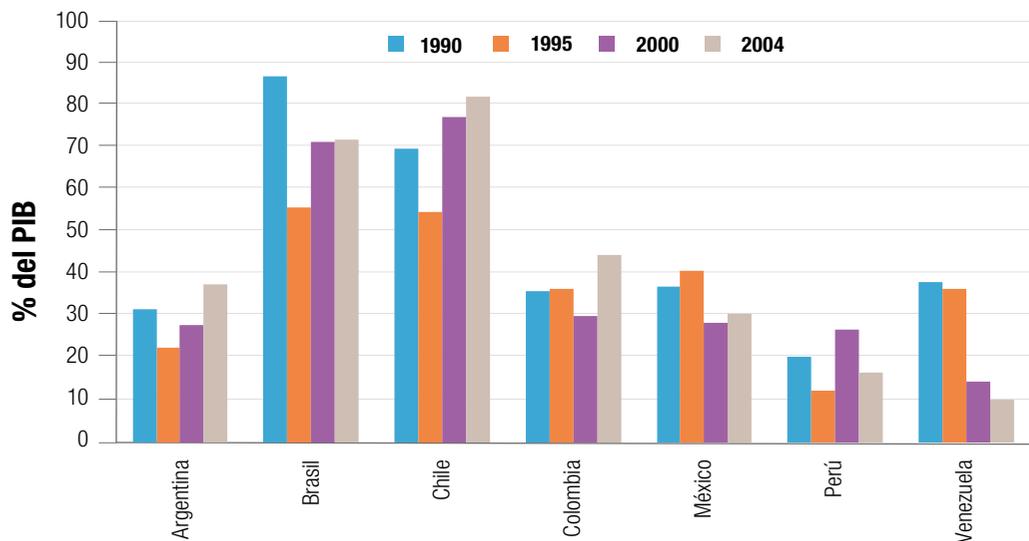
La comparación con los pares del continente evidencia la magnitud de la crisis colombiana. En efecto, entre las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño, nuestro país fue uno de los tres que presentaron una disminución en la participación del crédito bancario en el PIB entre 1995 y 2000, de acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. La disminución no fue, sin embargo, tan acentuada como la que experimentaron durante estos años México y, especialmente, Venezuela. Pese a ello, y aunque el sector financiero colombiano siguió siendo más pequeño que los de Brasil y Chile, se consolidó como el tercero de la región en proporción al tamaño de la economía, ahora claramente por encima de los de Argentina y México y, aún más, de los niveles de Perú (que siempre estuvo rezagado en relación con nuestro país) y Venezuela (cuyo sector financiero colapsó en tamaño a partir de la crisis financiera que experimentó dicho país a partir de 1994) (**Gráfico V.8**).

La superación de la crisis exigió, como en los años ochenta, un gran esfuerzo de intervención por parte de todas las entidades encargadas. La principal diferencia con la crisis previa fue el cambio en los actores involucrados. El Banco de la República, impedido por la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 para otorgar créditos a los sectores en crisis, como lo hizo masivamente en los ochenta, limitó sus acciones a la provisión de liquidez, dentro de sus funciones de prestamista de última instancia. El eje de la acción recayó sobre la institución que había sido creada en la década previa para manejar las crisis, Fogafin, y estuvo afectada por las entidades y problemas que se presentaron en esta ocasión, y que se concentraron en la banca oficial, el crédito de vivienda y la banca cooperativa. Por el contrario, la banca privada enfrentó menores problemas y la de mayor tamaño salió incólume de la crisis. Para

Comparación con los pares del continente

“La comparación con los pares del continente evidencia la magnitud de la crisis colombiana. En efecto, entre las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño, nuestro país fue uno de los tres que presentaron una disminución en la participación del crédito bancario en el PIB entre 1995 y 2000, de acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. La disminución no fue, sin embargo, tan acentuada como la que experimentaron durante estos años México y, especialmente, Venezuela. Pese a ello, y aunque el sector financiero colombiano siguió siendo más pequeño que los de Brasil y Chile, se consolidó como el tercero de la región en proporción al tamaño de la economía, ahora claramente por encima de los de Argentina y México y, aún más, de los niveles de Perú (que siempre estuvo rezagado en relación con nuestro país) y Venezuela (cuyo sector financiero colapsó en tamaño a partir de la crisis financiera que experimentó dicho país a partir de 1994).”

Gráfico V.8 Crédito interno provisto por el sector bancario



Fuente: Banco Mundial

hacer frente a la variedad de situaciones, se multiplicaron las formas de intervención. Además, nuevas normas legales apoyaron el manejo de la crisis.

Para comenzar, el Gobierno nacional declaró en noviembre de 1998 el estado de emergencia económica y social, orientado a aliviar la situación de los deudores hipotecarios, así como a atender los problemas de la crisis financiera generados en los sectores público y cooperativo. A su vez, con el propósito de financiar las soluciones contempladas en los decretos de emergencia, se introdujo un impuesto a las transacciones financieras del dos por mil, una contribución de carácter supuestamente temporal pero que, por motivos fiscales, se convirtió virtualmente en permanente. Más adelante, estas acciones fueron complementadas con la emisión de títulos de capitalización de la banca pública por parte de la nación. En principio, los apoyos otorgados con estos recursos se destinaron, principalmente, a fortalecer patrimonialmente las entidades financieras, a través de Fogafin.

Como resultado de ello, la “represión financiera” aumentó de nuevo desde finales de ese año, en gran medida como consecuencia de la creación del impuesto a las transacciones financieras, pero también de la introducción de algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito, creadas con el propósito de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera. Carrasquilla y Zárata (2002) y Salazar (2005a, 2005b) señalan, en efecto, que la introducción del impuesto a las transacciones financieras revirtió par-



Juan Camilo Restrepo Salazar,
ministro de Hacienda y Crédito
Público (1998-2000).
Fotografía El Tiempo.

cialmente la caída en el índice de represión que se había producido durante el auge gracias, en particular, a la reducción en los niveles de encaje.

La responsabilidad principal del manejo de la crisis y la recuperación de la confianza de los ahorradores del sistema financiero recayó sobre Fogafin, que logró sortear dicha turbulencia con gran éxito (Cadena, 2002; Caballero y Urrutia, 2006; Fogafin, 2009). Esta entidad actuó en una variedad de frentes, algunos con base en la experiencia previa, pero otros enteramente nuevos. Las acciones incluyeron la reestructuración y capitalización de la banca pública, incluyendo la liquidación del BCH; la oficialización de algunas entidades privadas, así como la compra de la cartera y los apoyos de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios; y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos.

La reorganización de la banca estatal fue una de las principales acciones. Las causas de las dificultades de estas entidades fueron diversas⁷. Algunos eran de vieja data, en particular la alta carga prestacional de todas ellas. La Caja Agraria había enfrentado serios problemas con su cartera por ya varios años, debido a la crisis del sector agropecuario desencadenada por la mezcla de la apertura económica, bajos precios internacionales y revaluación, y la secuencia de programas de refinanciación a los cuales dieron lugar. Ello se agravó por el imprudente (e incorrecto) anuncio de su primer presidente bajo la Administración Gaviria de que la entidad sería privatizada, lo que llevó a no pocos deudores a suspender el pago de sus obligaciones. Frente a esta situación, los aportes de capital fueron insuficientes y la entidad permaneció no solo permanentemente descapitalizada sino con patrimonio negativo (con excepción de 1993 y 1994, cuando se realizaron las capitalizaciones exigidas por la reforma de 1990). El Banco Central Hipotecario fue víctima de mala administración por parte del Instituto de Seguros Sociales después de que el Gobierno nacional se lo entregó como pago de parte de sus acreencias. El Banco Cafetero se mantuvo en una situación más sólida, pero enfrentó problemas de liquidez al comienzo de la crisis, y de los altos costos para financiarla debido a las altas tasas de interés.

Valga la pena destacar que, durante este proceso de transformación, la Caja Agraria y el BCH, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, dejaron de existir. Los activos de la primera fueron absorbidos en 1999 en el Banco Agrario y la segunda liquidada y su cartera transferida a Granahorrar, después de la oficialización de esta última entidad. El Banco Cafetero se fusionó con su corporación de

⁷ Las consideraciones incluidas en este párrafo son personales, y están basadas en la experiencia que tuve como funcionario público con el manejo de estas instituciones antes de la crisis.

ahorro y vivienda, Concasa, en 1998, y sería privatizado después de la crisis. Una de las filiales del BCH, la Central de Inversiones S.A. (CISA) fue utilizada como “banco malo” para absorber cartera de dudoso recaudo de los bancos oficiales intervenidos. Además, hubo todo tipo de divisiones y transferencia de cartera. Por ejemplo, el Banco Cafetero recibió el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado y una parte de los de Granahorrar para formar Granbanco, la entidad que sería privatizada en el 2007.

En el caso de la vivienda, la naturaleza de las intervenciones estuvo también afectada por las decisiones de la Corte Constitucional que dictaminaron el fin del sistema UPAC (Uribe y Vargas, 2002). Este Tribunal redujo las tasas de interés de los préstamos hipotecarios pendientes y pidió a la Junta Directiva del Banco de la República establecer una tasa máxima de créditos hipotecarios en el futuro. Separó, además, la fórmula de indización para los préstamos hipotecarios de la tasa de interés de mercado y dictaminó que debía basarse solo en la inflación observada. Revirtió, así, de un plumazo, las decisiones adoptadas entre 1984 y 1994 que habían atado la UPAC a la tasa de interés de corto plazo. De esta manera, la Corte pidió volver a una unidad de cálculo de los saldos de la deuda hipotecaria que utilizara la inflación en lugar de la tasa de interés, lo que reducía en la práctica el tamaño de la deuda. Ante la declaratoria de inconstitucionalidad del sistema UPAC, el Congreso aprobó la Ley 546 en el año 1999, que reconstruyó los mecanismos de financiación hipotecaria por medio de la creación de la UVR (unidad de valor real), basado exclusivamente en la inflación y estableciendo que los saldos de capital no pueden crecer por encima de ella.

En lo atinente a los deudores de crédito de vivienda, el Decreto 2331 de 1998 determinó que los establecimientos de crédito estaban obligados a aceptar las ofertas que presentaran los deudores que quisieran cancelar sus obligaciones con una dación en pago. Por otra parte, aparte de las medidas tomadas durante la emergencia económica y social, el Decreto 688 de 1999 reglamentó una segunda fase de alivios a este tipo de deudores, otorgándoles facultados a Fogafin para que estableciera un programa de apoyo para los deudores al día y en mora. De igual forma, la Ley de Vivienda (Ley 546 de 1999) ordenó la reliquidación de los saldos de los créditos de vivienda vigente, en un monto igual a la diferencia entre el saldo calculado en UPAC y el nuevo saldo calculado con la UVR, lo que redujo considerablemente los montos de las deudas correspondientes. Finalmente, los Decretos 2332 de 1998 y 213 de 1999 establecieron que Fogafin ofrecería un seguro para los deudores de crédito de vivienda de interés social, que ampararía el pago de una o más cuotas en caso de que perdieran su empleo.

Una de las causas de la crisis hipotecaria fue también la falta de una regulación apropiada sobre cuotas iniciales, valoración de las garantías y planes

de amortización. En todos estos casos, los problemas se corrigieron durante la crisis, obligando a cuotas iniciales de al menos el 30%, regulando las garantías y obligando a las entidades a someter los planes de amortización a aprobación de las autoridades; el mal diseño de algunos de estos planes había sido una de las causas de los problemas de pago de los deudores⁸.

En torno a otras entidades financieras en dificultades, la Ley 510 de 1999 tuvo como propósito agilizar las intervenciones de la Superintendencia Bancaria y Fogafin en las entidades en problemas, y la Ley 546 del mismo año facilitó la reestructuración financiera de las empresas del sector productivo afectadas por su alto nivel de endeudamiento. Con base en estas y facultades preexistentes, se intervinieron algunos bancos medianos y pequeños, al igual que algunas compañías de Financiamiento Comercial y Corporaciones Financieras, varias de las cuales fueron liquidadas pagando los seguros de depósito correspondientes. Entre ellas se cuentan los cierres del Banco Andino, el Banco del Pacífico y el Banco Selfin, así como la liquidación de la Compañía de Financiamiento Comercial FES. En total, durante la crisis de finales de los años noventa fueron intervenidos un total de 24 establecimientos de créditos, cuatro más de las liquidaciones observadas a lo largo de los treinta años anteriores (Fogafin, 2009).

En lo que respecta a las medidas de asistencia a entidades financieras que continuaron operando, se utilizó el instrumento de “capital garantía” para algunas de ellas. Más aún, con el propósito de apoyar los procesos de fortalecimiento patrimonial de este tipo de entidades, el Gobierno facultó a Fogafin, por medio de los Decretos 836 de 1999 y 1574 de 2001, a otorgar líneas de créditos a los accionistas de dichas compañías. Finalmente, el sector financiero cooperativo, uno de los más afectados por este impase coyuntural, fue objeto de atención especial, en particular a través de la creación de un banco puente sobre el cual se volcaron los activos de las entidades en problemas.

En adición a este compendio de medidas destinadas a recuperar la confianza de los ahorradores, se creó el Departamento de Estudios Financieros del Banco de la República en el año 2000, que dos años más tarde se rebautizó como Departamento de Estabilidad Financiera, cuyo propósito principal era realizar análisis frecuentes en torno a la estabilidad del sistema financiero colombiano, así como evaluar posibles amenazas derivadas del sector externo y del comportamiento del sistema financiero local (Arango, 2006). En esta misma línea, se creó la Red de Seguridad Financiera, integrada por el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Bancaria (Financiera desde el 2005, cuando se fusionó con la Superintendencia de Valores), Fogafin y Fogacoop, y que sirve como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes.

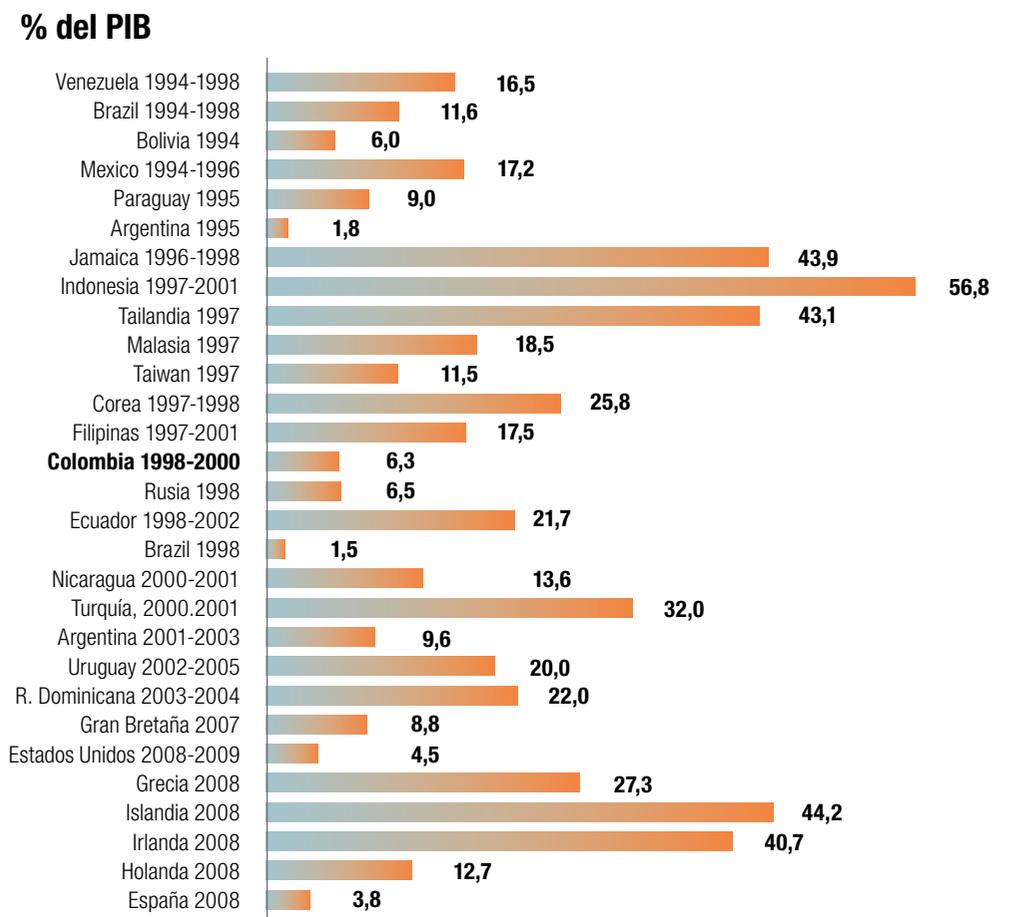
⁸ Por ejemplo, algunos planes del BCH se iniciaban con cuotas de amortización muy bajas que en algún momento se elevaban súbitamente, por encima de la capacidad de pago de los deudores.

Esta red permite evaluar de forma conjunta los riesgos existentes dentro del sistema financiero colombiano y las alternativas de mitigación.

La heterogeneidad de los problemas fue mucho mayor que en la crisis de 1982-1986, así como el número de entidades que fueron objeto de intervención, aunque de menor tamaño relativo en el caso de las instituciones privadas involucradas. Como era de esperarse, los costos brutos de la crisis fueron sustanciales, pero nuevamente moderados para los patrones internacionales: el 6,3% del PIB de acuerdo con las estimaciones más conocidas. Por ello, al igual de la de los años ochenta, la crisis financiera colombiana de fin de siglo fue de tamaño modesto si se compara con otras a nivel internacional: muy inferior, por ejemplo, a las crisis de Venezuela y México de 1994, de Malasia y Filipinas de 1997, de Ecuador de 1998 y de Uruguay de 2002, que oscilaron entre el 17 y el 22% del PIB; a las de Corea de 1997 y Turquía de 2000, que tuvieron un costo equivalente al 26 y el 32% del PIB, respectivamente; y, especialmente, a la nueva secuencia de crisis masivas, como las de Jamaica de 1996, Indonesia y Tailandia de 1997, e Irlanda e Islandia de 1998, todas las cuales costaron más de 40% del PIB (**Gráfico V.9**).

Las estimaciones posteriores de Fogafin (2015) dan una cifra ligeramente superior en términos brutos (7,2% del PIB de 2005), pero muy inferior si se tienen en cuenta las recuperaciones de los apoyos otorgados (3,4% del PIB en términos netos). Estas estimaciones, que se reproducen el **Cuadro V.2**, permiten, además, detallar la fuente de estos costos. El rubro más grande fue la capitalización de las entidades seguida de otros mecanismos de apoyo (de liquidez, de apoyo a los accionistas y otros préstamos). De este conjunto de medidas de apoyo, el 54% se destinó a siete instituciones oficiales, el 21% a tres oficializadas, el 14% a 15 privadas y el 11% a dos bancos cooperativos; los recursos de capitalización se destinaron a las dos primeras, en tanto que los otros mecanismos de apoyo se destinaron en grado variable a las oficializadas y a las privadas y cooperativas. A estos costos se agregaron los intereses de los bonos con los cuales Fogafin financió sus operaciones, y los gastos de liquidación de la Caja Agraria y absorción del pasivo pensional del Banco Cafetero. Las recuperaciones fueron diversas, pero se refieren a los obtenidos por la venta de los bancos oficiales u oficializados y de los pagos de las diferentes líneas de crédito concedidas a distintas instituciones. La recuperación fue total en el caso de las líneas de apoyo de liquidez y a los accionistas, pero incompleto para el resto, especialmente para los aportes de capital. El seguro de depósitos jugó un papel muy secundario y el grueso de los recursos fueron recuperados con posterioridad, gracias al manejo de la cartera de las entidades respectivas. A estos costos hay que agregar los alivios a los deudores hipotecarios, muchos de los cuales corrieron por cuenta del Gobierno y no de Fogafin, y que sumaron el 2,1% del PIB del 2005, de acuerdo con los

Gráfico V.9 Costos de crisis financiera, 1994-2008



Fuentes: Laeven y Valencia (2012) y Beim y Calomiris (2001). Cuando hay datos en ambas fuentes, se estima el promedio simple de las dos estimaciones.

cálculos de Fogafin (2009, Cuadro 17, p. 167)⁹; el rubro más importante fue la reliquidación de los créditos de vivienda.

A partir de 2003, y gracias fundamentalmente a la recuperación de la economía nacional y la política monetaria expansionista que mantuvo el Banco de la República desde la liberación de la tasa de cambio, la cartera del sistema volvió a presentar crecimientos positivos y se inició una nueva fase de crecimiento del sector, que será analizada en el siguiente capítulo.

⁹ Fogafin estima los costos como porcentaje del PIB de 1999; aquí se ajusta a un porcentaje del PIB de 2005, para que los cálculos sean similares a los del Cuadro V.2. Una estimación suministrada al autor por Fogafin con base en datos posteriores, daría una suma más baja: el 2,5% del PIB del 2005, neto de las recuperaciones del Fondo.

Cuadro V.2

Costo neto de la crisis financiera

(Miles de millones de pesos de 2013)

A. GASTOS		
	MONTO	
(1) MECANISMOS DE APOYO	22.997	
Capitalización	13.291	
Apoyos de liquidez (repos)	4.253	
Línea de crédito de los accionistas/1	2.972	
Préstamos a instituciones	2.481	
(2) INTERESES BONOS	6.465	
Capitalización banca pública	5.145	
Capitalización banca privada	1.320	
(3) OTROS GASTOS	4.399	
Acuerdo Liquidación Caja Agraria	3.512	
Pago Pasivo Pensional Banco Cafetero	341	
Gastos Administrativos	315	
Otros gastos en las Instituciones/2	231	
(4) PAGO DE SEGURO DE DEPÓSITOS	264	
TOTAL (1+2+3+4)	34.124	
B. RECUPERACIONES		
	MONTO	
(1) RECUPERACIÓN DE APOYOS OTORGADOS	17.848	
Descapitalización	423	
Recuperación de apoyos de liquidez (repos)	3.122	
Recuperación de préstamos a las instituciones	1.938	
Pago créditos a accionistas	3.364	
Cartera administrada	1.443	
Venta	4.253	
Dividendos	1.873	
Devolución aportes	1.260	
Otras recuperaciones de instituciones	172	
(2) RESTITUCIÓN DE SEGURO DE DEPÓSITOS	187	
(3) OTROS CONCEPTOS	45	
TOTAL (1+2+3)	18.080	
C. COSTO NETO DEL APOYO A LAS INSTITUCIONES		
	MONTO	% DEL PIB DE 2005
COSTO DE APOYOS	34.120	7,2
RECUPERACIONES	18.080	3,8
COSTO NETO	16.044	3,4

Fuente: Fogafín (2015).
 1) Incluye la suma de la parte que se desembolsaba directamente más la que se entregaba mediante suscripción de BOCEAS.

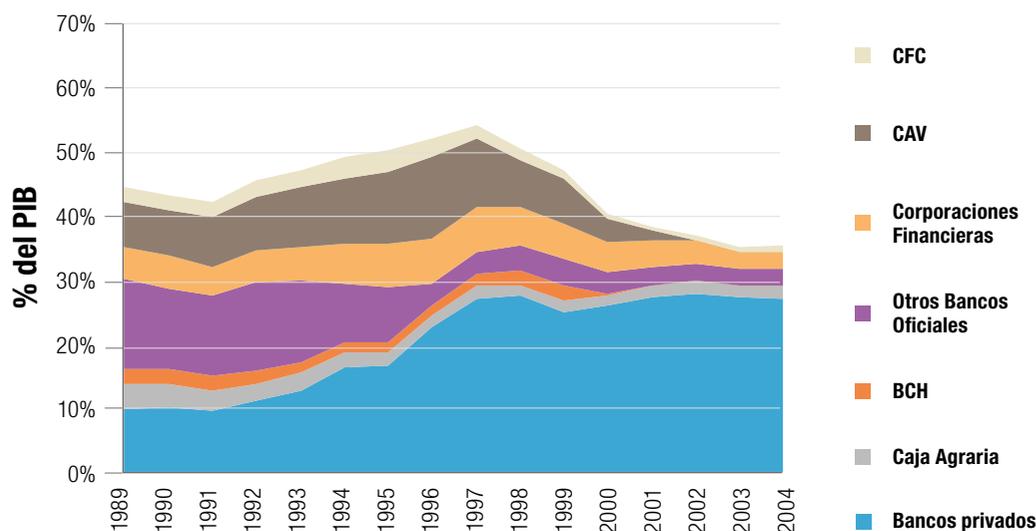
2) Contiene los pagos de las cédulas hipotecarias del BCH más a los aportes al ISS que debía Bancafé.

3. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

Los cambios generados en la estructura del sector financiero durante este período, tanto como resultado de las reformas institucionales como de la crisis de fin de siglo, fueron profundos y su velocidad mucho más rápida que las transformaciones que tuvieron lugar durante la era de fuerte intervención estatal en el sector financiero. Las tres principales fueron el papel creciente de los bancos privados, la participación decreciente de la banca oficial de primer piso, pero con el mantenimiento de un papel importante para la banca de desarrollo de segundo piso, y la acentuada concentración del sector.

El primer cambio reivindicó el papel histórico que había tenido la banca privada desde los orígenes del sistema crediticio del país. Aunque estos bancos experimentaron un proceso de expansión y contracción, como todas las otras entidades, su expansión neta entre 1990 y 2003 fue sustancial con un incremento de 17 puntos porcentuales del PIB. Si se agregan las CAV, el aumento registrado fue de 10 puntos porcentuales, pues muchas se transformaron en bancos o fueron absorbidas por ellos (**Gráfico V.10**). La explicación básica es la capacidad que tuvieron los bancos de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades. Más aún, con el fin de la “colombianización de la banca,” la banca extranjera comenzó a tener de nuevo un papel importante en el sector, gracias

Gráfico V.10
Profundización financiera, por tipo de entidad



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Cambios del sector financiero como resultado de reformas institucionales

“Las tres principales fueron el papel creciente de los bancos privados, la participación decreciente de la banca oficial de primer piso, pero con el mantenimiento de un papel importante para la banca de desarrollo de segundo piso, y la acentuada concentración del sector. El primer cambio reivindicó el papel histórico que había tenido la banca privada desde los orígenes del sistema crediticio del país.”

“La explicación básica es la capacidad que tuvieron los bancos de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades. Más aún, con el fin de la ‘colombianización de la banca,’ la banca extranjera comenzó a tener de nuevo un papel importante en el sector, gracias especialmente a la entrada de dos grandes bancos españoles: el BBVA y el Santander...”

Presencia del sector público a través de los bancos de desarrollo

“La presencia del sector público siguió siendo importante a través de los bancos de desarrollo. La excepción fue la FEN, que entró en proceso de franco marchitamiento, asociado a la gradual privatización del sector eléctrico, al cual había destinado sus recursos.

Por otra parte, Bancóldex absorbió al IFI en el 2003, por lo cual los activos que se registran a partir de dicho año como de la primera de estas entidades en realidad corresponden a ambas.”

especialmente a la entrada de dos grandes bancos españoles: el BBVA y el Santander; este último se retiraría del país años más tarde.

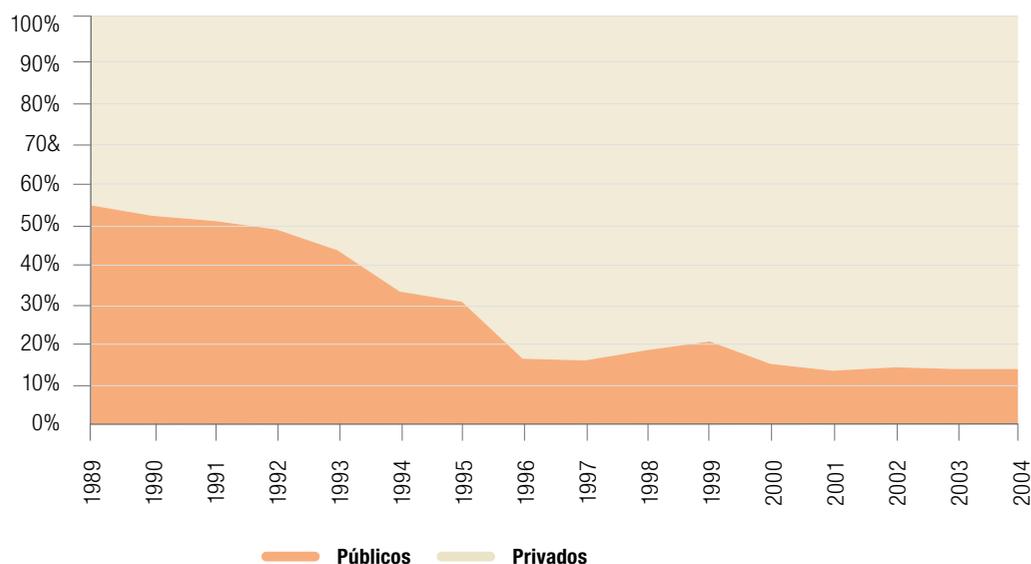
Las únicas otras entidades que se expandieron en términos netos, aunque solo hasta 1997, fueron las CAV, pero experimentaron una contracción durante la crisis y muchas continuaban en dificultades al final del período que cubre este capítulo, o en proceso de absorción por parte de los bancos. Todas las otras agrupaciones que hemos analizado en el capítulo anterior tuvieron una contracción relativa, en parte porque sus funciones fueron asumidas por bancos o porque simple y llanamente desaparecieron (véase más adelante).

La contracción más acentuada fue, sin embargo, la que experimentó la banca oficial, como resultado tanto del proceso de privatización como del lento crecimiento y luego la crisis de algunas de las entidades oficiales históricas. Los Bancos Ganadero y Popular fueron privatizados en 1992 y 1996, respectivamente, y durante los años de auge se vendieron también el grueso de las entidades oficializadas durante la crisis de los ochenta. Además, y en contra de la tendencia general del sector, tanto la Caja Agraria como el BCH se contrajeron en relación con el PIB durante el auge. Así, en 1997, la banca oficial apenas representaba el 16% de la banca vs. más de la mitad en 1990; como proporción del PIB, se redujo del 18,2 al 7,1%. Durante la crisis de fin de siglo, la Caja Agraria fue liquidada y sus activos absorbidos por el Banco Agrario y el BCH fue liquidado. El Banco Cafetero absorbió en 1998 a su corporación de ahorro y vivienda, Concasa. Para el final de nuestro período de análisis, y pese a las oficializaciones realizadas durante la crisis (la más grande de ellas, Granahorrar), la banca oficial representaba el 13% de la banca y el 4,4% del PIB (**Gráfico V.11**).

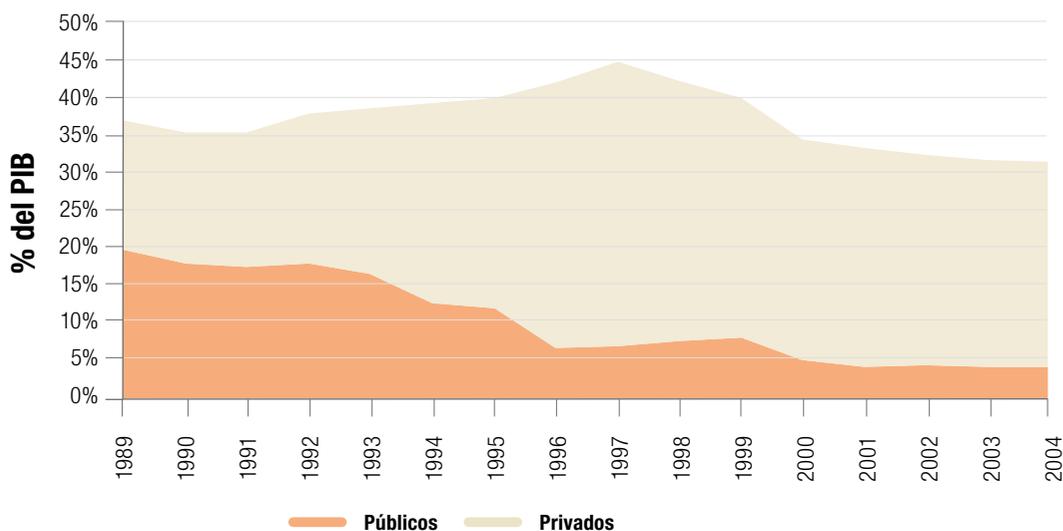
La presencia del sector público siguió siendo importante a través de los bancos de desarrollo. La excepción fue la FEN, que entró en proceso de franco marchitamiento, asociado a la gradual privatización del sector eléctrico, al cual había destinado sus recursos. Por otra parte, Bancóldex absorbió al IFI en el 2003, por lo cual los activos que se registran a partir de dicho año como de la primera de estas entidades en realidad corresponden a ambas. Esta decisión es controversial, porque se fusionaron dos entidades con objetivos históricos enteramente diferentes, a las cuales se agregaron otros, como la prioridad creciente otorgada a las microfinanzas dentro de las actividades de los bancos de desarrollo, un tema que se trata en el siguiente capítulo. Como un todo, la banca de desarrollo, excluyendo la FEN, mantuvo su participación en los activos del sistema y aumentó ligeramente su participación en el PIB durante los años de auge, pero retrocedió durante la crisis (**Cuadro V.3**). Esto indica que, aunque siguió siendo importante, dejó de jugar el papel esencial en el crecimiento de la cartera del sector, aunque siguió siendo muy importante para los sectores agropecuario y exportador. Tampoco jugó, excepto durante

Gráfico V.11 Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución sistema bancario por activos como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Principales instituciones crediticias eran bancos públicos

“En 1990, las cinco principales instituciones crediticias eran bancos públicos, incluyendo el Banco de Colombia, entonces todavía en manos del gobierno; el Banco de Bogotá había salido temporalmente de las principales posiciones.

Tres de estas instituciones habían sido privatizadas en 1997: el BCH dejó de ocupar una de las cinco principales posiciones desde 1992 y la Caja Agraria/Banco Agrario entraría y saldría de la lista constantemente. Por eso, en 1997 solo una institución oficial, el Banco Cafetero, seguía entre las cinco primeras. Las otras cuatro eran el BBVA, que había adquirido el Banco Ganadero, el Banco de Colombia, ahora nuevamente privado, el Banco de Bogotá, y uno que ascendió al grupo de líderes a partir de una CAV, Davivienda.

En el 2003, esta última había pasado a ocupar el sexto lugar, siendo relegada temporalmente por el ahora Banco Agrario.”

Cuadro V.3
Activos de los bancos de desarrollo (% del PIB)

AÑO	FINAGRO	BANCOLDEX	IFI	FINDETER	TOTAL SIN FEN	FEN	TOTAL SIN FEN COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
1991	1,15%		0,52%	0,34%		3,55%	
1992	1,13%	1,26%	0,65%	0,35%	3,38%	3,13%	8,43%
1993	1,01%	1,35%	0,81%	0,34%	3,52%	2,56%	8,11%
1994	1,11%	1,54%	0,93%	0,37%	3,96%	2,13%	8,45%
1995	1,27%	1,61%	1,16%	0,39%	4,42%	2,02%	8,72%
1996	1,18%	1,47%	1,26%	0,38%	4,30%	2,02%	8,09%
1997	1,09%	1,39%	1,39%	0,37%	4,24%	1,78%	7,67%
1998	1,16%	1,42%	1,33%	0,40%	4,31%	1,78%	8,04%
1999	1,16%	1,70%	1,46%	0,45%	4,76%	1,77%	9,02%
2000	0,97%	1,14%	1,36%	0,42%	3,90%	1,46%	8,28%
2001	0,83%	1,14%	1,04%	0,39%	3,40%	1,19%	7,48%
2002	0,86%	1,21%	0,71%	0,36%	3,13%	1,13%	7,07%
2003	0,85%	1,55%		0,46%	2,87%	0,83%	6,63%
2004	0,83%	1,33%		0,57%	2,73%	0,65%	6,16%

Fuente: Ocampo y Torres (2021)

1999, el papel contracíclico que muchos analistas contemporáneos otorgan a la banca de desarrollo (Ocampo y Torres, 2021). Por el contrario, jugó un papel procíclico durante la crisis de fin de siglo, reforzando, en vez de atenuar, la contracción del financiamiento otorgado por las entidades privadas.

Los cambios mencionados en la importancia de la banca privada, incluyendo la extranjera, así como la pérdida de la presencia de la banca pública, son particularmente evidentes cuando se miran cuáles eran las cinco principales entidades del sector. En 1990, las cinco principales instituciones crediticias eran bancos públicos, incluyendo el Banco de Colombia, entonces todavía en manos del Gobierno; el Banco de Bogotá había salido temporalmente de las principales posiciones. Tres de estas instituciones habían sido privatizadas en 1997: el BCH dejó de ocupar una de las cinco principales posiciones desde 1992 y la Caja Agraria/Banco Agrario entraría y saldría de la lista constantemente. Por eso, en 1997 solo una institución oficial, el Banco Cafetero, seguía entre las cinco primeras. Las otras cuatro eran el BBVA, que había adquirido el Banco Ganadero, el Banco de Colombia, ahora nuevamente privado, el Banco de Bogotá, y uno que ascendió al grupo de líderes a partir de una CAV, Davivienda. En el 2003, esta última había pasado a ocupar el sexto lugar, siendo relegada temporalmente por el ahora Banco Agrario.

Este proceso estuvo acompañado por un cambio radical en las tendencias de la concentración, que quebraron medio siglo de reducción de los coeficientes correspondientes. Siguiendo la tendencia precedente y los efectos iniciales de las reformas, que se reflejaron en la creación de nuevas entidades, la concentración siguió disminuyendo durante el auge, tanto si se mide a través del índice de Herfindahl como, especialmente, de la concentración de activos en las cinco entidades más grandes. A partir de 1998 se inició la tendencia opuesta, y en forma extremadamente rápida, de tal manera que en el 2003 los índices de concentración ya superaban los niveles iniciales del período que estamos analizando (**Gráfico V.12**). La crisis de fin de siglo fue, por lo tanto, una detonadora de una fuerte concentración en el sector financiero y el fin de la era de baja concentración en el mismo, tan elogiada todavía a mediados de los noventa por Fernández (1994, cap. 7). El único precedente había sido la concentración que tuvo lugar durante la segunda mitad de los años veinte, aunque entonces durante un período de auge y como resultado de la incapacidad de varios bancos pequeños de cumplir los requisitos de capital que se habían impuesto con la legislación de 1923, así como del rápido crecimiento del Banco Agrícola Hipotecario, gracias a su fluido acceso a los mercados internacionales de capitales (González y García, 2002, cap. I).

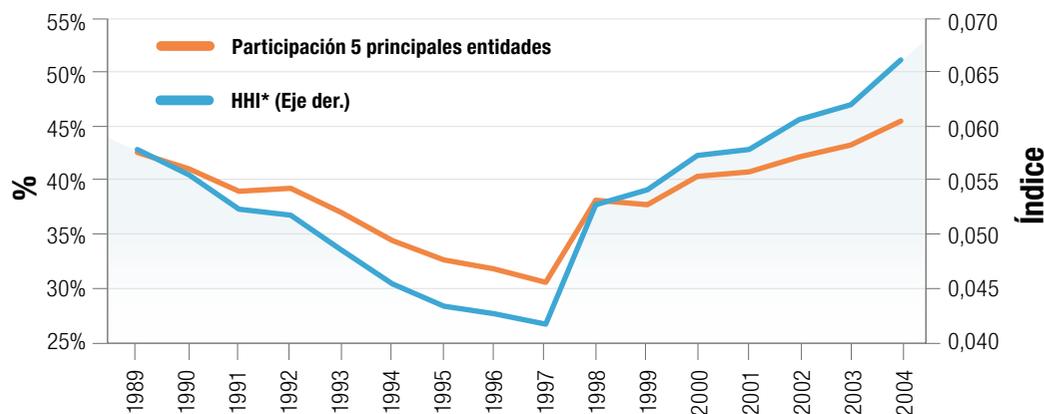
Este proceso coincidió, además, con una acelerada destrucción de entidades crediticias (algunas de ellas absorbidas por las entidades en expansión), un proceso que se inició a fines del auge, pero se aceleró dramáticamente durante la crisis. De acuerdo con ANIF (2006, Cuadro II.1), de las 158 entidades existen-

Crisis de fin de siglo, detonadora de una fuerte concentración en el sector financiero

“Este proceso coincidió, además, con una acelerada destrucción de entidades crediticias (algunas de ellas absorbidas por las entidades en expansión), un proceso que se inició a fines del auge, pero se aceleró dramáticamente durante la crisis.”

“Para entonces habían desaparecido virtualmente dos del tipo de entidades especializadas creadas durante la época del intervencionismo estatal, en gran medida como resultado de la consolidación de la multibanca. En efecto, solo quedaba una CAV (banco hipotecario) y dos Corporaciones Financieras. Pero además se habían reducido de 74 a 25 las Compañías de Financiamiento Comercial, incluidas las de leasing, que habían sido creadas después de las reformas de comienzos de los noventa.”

Gráfico V.12
Concentración en el sistema bancario por activos



*El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde cero indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

Fuente: Cálculos propios con base en datos de la Asociación Bancaria

Conglomerados financieros

“El proceso de concentración hizo parte de otro: la aparición de los conglomerados financieros. Aunque en las décadas anteriores ya habían surgido grupos financieros, fueron las Leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 las que abrieron definitivamente la posibilidad de crear este tipo de organizaciones.”

tes en 1995 solo quedaban 56 en el 2005¹⁰. Para entonces habían desaparecido virtualmente dos del tipo de entidades especializadas creadas durante la época del intervencionismo estatal, en gran medida como resultado de la consolidación de la multibanca. En efecto, solo quedaba una CAV (banco hipotecario) y dos Corporaciones Financieras. Pero además se habían reducido de 74 a 25 las Compañías de Financiamiento Comercial, incluidas las de leasing, que habían sido creadas después de las reformas de comienzos de los noventa.

El proceso de concentración hizo parte de otro: la aparición de los conglomerados financieros. Aunque en las décadas anteriores ya habían surgido grupos financieros, fueron las Leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 las que abrieron definitivamente la posibilidad de crear este tipo de organizaciones. La más destacada fue la conformación del Grupo Aval, a partir de entidades tanto privadas (Banco de Bogotá, de Occidente, Las Villas y Ahorramás) como públicas (Bancos del Comercio y Popular, el primero de ellos oficializado durante los ochenta). También cabe destacar la absorción del Banco de Colombia por el Banco Industrial Colombiano en 1998, dando origen a Bancolombia, que ha sido desde entonces el banco de mayor tamaño, aunque más pequeño que el Grupo Aval, cuya estructura es de instituciones múltiples. Los otros dos procesos de este tipo son la formación del Grupo Bolívar a partir de Davivienda y el Banco Superior, y la consolidación del Grupo Colpatria a partir de la fusión de las entidades de ese grupo y de Corpavi, privatizada en 1994. Dentro de las entidades oficiales, la más importante es la ya mencionada absorción de Concasa por el Banco Cafetero. Como la formación de conglomerados siguió tomando vuelo en la última década, volveremos sobre este tema en el capítulo final de este libro.

¿En qué medida se reflejaron estas tendencias, así como los cambios regulatorios en los márgenes de intermediación financiera? La evidencia para los años de auge es ambivalente, ya que los dos indicadores disponibles sobre dichos márgenes evolucionaron en el sentido opuesto (**Gráfico V.7**). De esta manera, la reducción de la represión financiera (o carga regulatoria) no tuvo efecto de corto plazo, como lo reflejan por lo demás estudios contemporáneos (Barajas, Steiner y Salazar, 1998), que indican que el margen de intermediación promedio en 1992-1996 fue muy similar al de 1974-1999 (el de 1996 un poco inferior, pero no más bajo que el de algunos años del período anterior). El margen si se redujo nítidamente durante los años de la crisis, pese al nuevo aumento en la represión financiera (Salazar, 2005a, 2005b). De acuerdo con los determinantes mencionados en el capítulo anterior, la mezcla de la reducción neta acumulada en la represión, pero también la baja de la tasa de inflación y de los costos laborales, ayudan a explicar este desarrollo. Lo mismo es

1. Luis Carlos Sarmiento Angulo, presidente de la Junta del Grupo Aval (1999-Actual). Fotografía de Abel Cárdenas 2017, El Tiempo.

2. Luis Guillermo Soto Gómez, presidente de Davivienda durante 17 años en la década de los setenta. Archivo Davivienda.

3. Jorge Londoño Saldarriaga, presidente Grupo Bancolombia (1995-2011). Fotografía de Héctor Fabio Zamora 2010, El Tiempo.

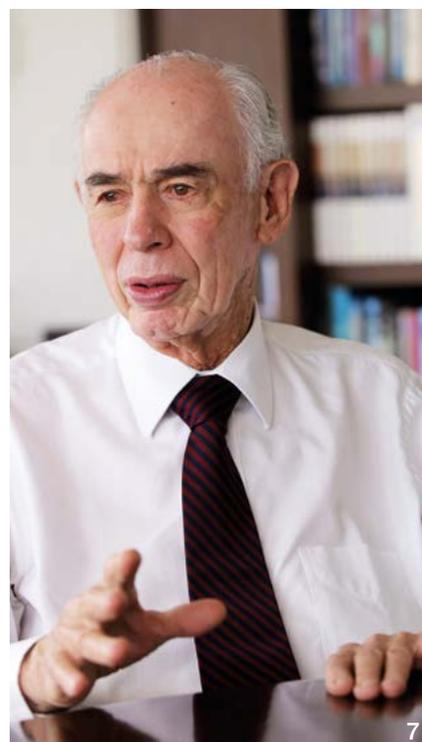
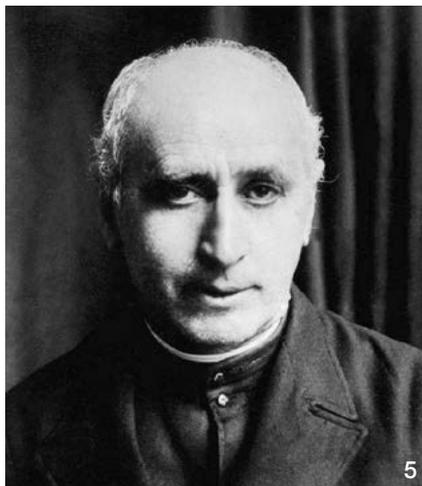
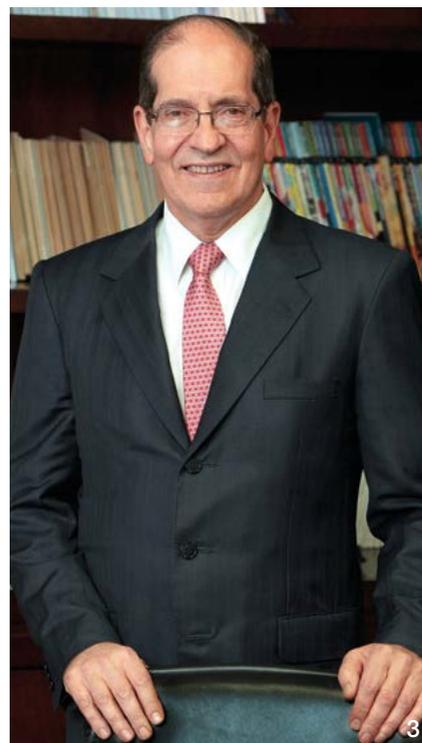
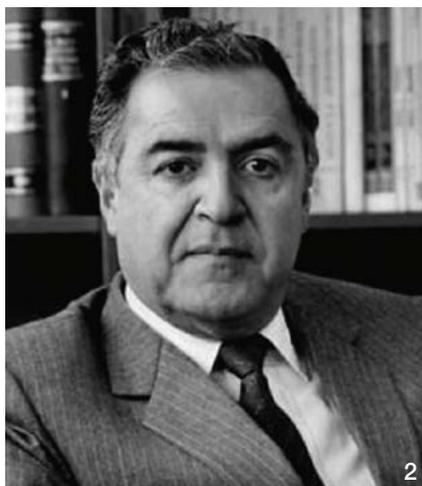
4. Carlos Pacheco Devia, fundador del Grupo Colpatria. Archivo Colpatria.

5. Padre José María Campoamor S.J., Fundador de Fundación Grupo Social, propietaria del Banco Caja Social. Fotografía Fundación Grupo Social.

6. Jaime Gilinski Bacal, presidente del Grupo Gilinski. Fotografía de Juan Manuel Vargas 2012, El Tiempo.

7. José Alejandro Cortés Osorio, presidente Grupo Bolívar (1969-2010). Fotografía de Juan Manuel Vargas 2016, El Tiempo.

¹⁰ Por comparabilidad, excluimos las AFP y las fiduciarias, que hacen parte del número de entidades estimadas por ANIF.



En síntesis

“...tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano presentó virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras en los años posteriores a la liberalización presentó una euforia sin precedentes, a finales se presentó una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de una fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino también en los rendimientos y calidad de la cartera.



Carlos Caballero Argáez, distinguido autor de historia económica colombiana, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República entre 2001 y 2003. ©Ricardo Rivadeneira, 2021.

cierto de las pérdidas de cartera, que explican una parte de la caída del índice medido como ingresos financieros netos de las entidades de acuerdo con sus estados de pérdidas y ganancias. La mayor concentración del sector característica de estos años no actuó en el sentido opuesto, quizás porque también ayudó a reducir los costos no financieros, o porque generó una nueva forma de competencia (oligopolística).

Desafortunadamente no es posible hacer un análisis similar al de los capítulos anteriores sobre la estructura de plazos de la cartera del sistema. Este es un tema importante, dada la relevancia que la política de crédito de fomento había otorgado a este resultado, y sobre el cual volveré en el capítulo final.

En torno a la evolución de la calidad y la rentabilidad de la cartera de los establecimientos de créditos, conviene resaltar que estuvo afectada, como es obvio, por las fuertes coyunturas que caracterizaron este período, en particular la gran euforia de 1992-1995 y la crisis que se desencadenó en 1998. El indicador de calidad de la cartera comenzó a empeorar levemente a mediados de los años noventa y tuvo un fuerte deterioro en 1998 y 1999, llegando a niveles cercanos al 14% en el año más crítico de la crisis (**Gráfico V.13**). Aunque este nivel fue superior al alcanzado en el pico de la crisis previa, en 1985 (**Gráfico IV.11**), es posible que esto meramente refleje las normas más rigurosas de control de la calidad de la cartera vigentes desde fines de los ochenta. Con las intervenciones del Gobierno nacional, este indicador empezó a presentar una recuperación desde los primeros años del nuevo siglo, hasta llegar a los niveles saludables en 2004, de hecho, mejores que todos los registros de los años noventa.

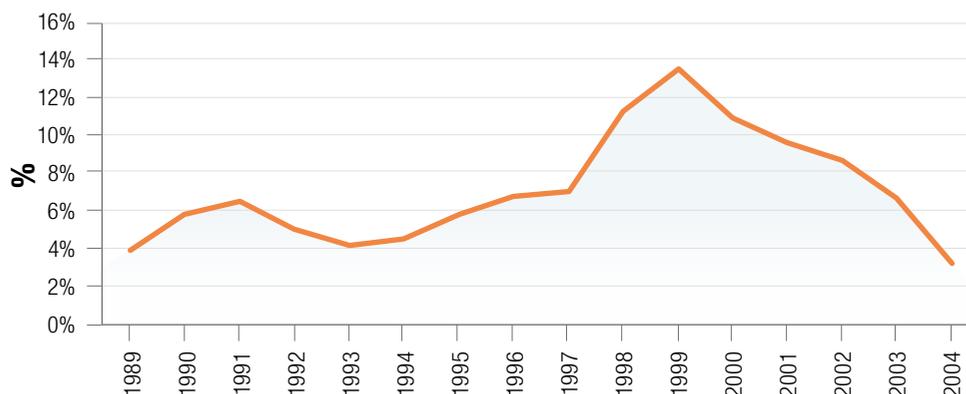
Como era de esperarse, este comportamiento se reflejó en los rendimientos del sistema, que mostró igualmente un fuerte deterioro en 1998 y 1999, llegando a tasas negativas del -3,5% sobre activos y del -30% sobre patrimonio en el punto más álgido de la crisis. La recuperación fue de nuevo vigorosa, tornándose una vez más positiva en el 2001 y alcanzando en el 2004 niveles superiores a los de los años noventa.

En síntesis, tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano presentó virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras en los años posteriores a la liberalización presentó una euforia sin precedentes, a finales se presentó una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de una fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino también en los rendimientos y calidad de la cartera. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada; un acelerado proceso de privatización, matizado por la permanencia de bancos de desarrollo organi-

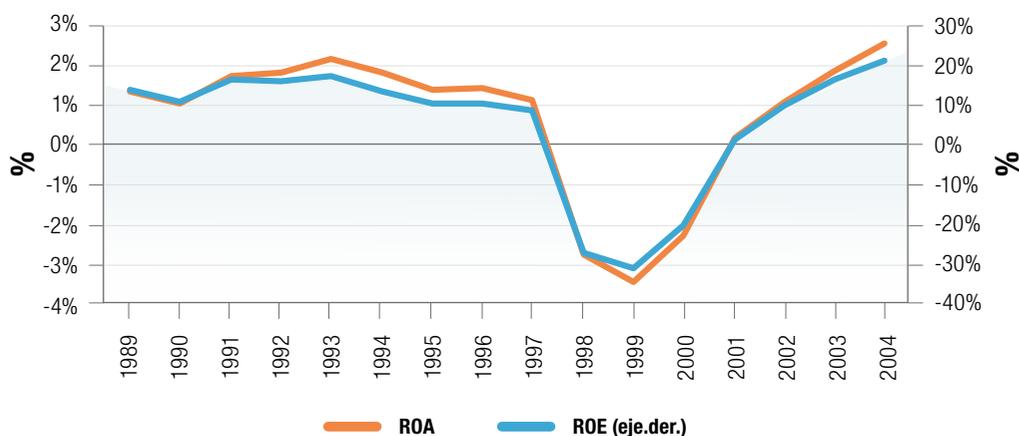
Gráfico V.13

Principales variables de la cartera de los establecimientos de crédito

A. Calidad de cartera (cartera vencida / cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



Fuente: Elaboración propia con base en Asociación Bancaria

zados ahora en forma independiente del banco emisor; y un proceso de concentración que rompió medio siglo de una tendencia a la desconcentración de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el período más reciente de la historia financiera del país, al cual se dedica el último capítulo de este libro.



CAPÍTULO VI

LA GRAN EXPANSIÓN Y LOS RETOS DEL SECTOR FINANCIERO, 2004 - 2021

La década posterior a la crisis de fin del siglo, en particular el período del 2005 al 2015, constituye la fase más exitosa de la banca privada colombiana. Inicialmente fue una recuperación del terreno perdido durante la crisis, pero los niveles de profundización financiera siguieron aumentando con posterioridad y alcanzaron en la segunda década del siglo XXI los niveles más altos de la historia. Este crecimiento estuvo acompañado de otros desarrollos importantes: el crecimiento de los principales grupos financieros hacia otros países latinoamericanos; una oferta creciente de préstamos de largo plazo; el desarrollo de nuevos mecanismos de inclusión financiera; la fuerte expansión de la banca y los sistemas de pago digitales; el crecimiento de fondos de pensiones y de inversión (un tema que no se analiza aquí); y una profundización, aunque volátil e insuficiente, del mercado accionario.

Esta expansión coincidió, como en el pasado, con un nuevo auge de financiamiento externo en condiciones en las cuales Colombia ha estado en el grupo de las economías latinoamericanas con acceso favorable al mercado internacional de capitales. El financiamiento externo se interrumpió temporalmente durante algunas coyunturas, entre ellas las crisis del Atlántico Norte del 2007-09¹ y del covid-19, pero en ambos casos se renovó rápidamente, particularmente en el segundo caso. El costo del financiamiento ha dependido

¹ Como lo señalé en la Introducción, este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional porque, aunque sus repercusiones fueron globales, la crisis se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

Siglo XXI, niveles más altos de profundización financiera

“Desde el punto de vista macroeconómico, este período de profundización financiera coincidió también con una recuperación del crecimiento económico, apoyada hasta el 2014 por los altos precios de los productos básicos...”

“A este período de lento crecimiento se agregó la peor recesión de la historia en el 2020, generada por la pandemia, pero sucedida por una recuperación desde mediados de dicho año.”

“Durante la crisis del covid-19, la política contracíclica también incluyó medidas muy apropiadas en materia de regulación...”

1. Sede del Banco Caja Social en San Martín, Bogotá.
©Ricardo Rivadeneira, 2021.

2. El 15 de septiembre de 2008 la compañía norteamericana Lehman Brothers Holdings Inc. colapsó desatando una grave crisis financiera.

3. La telefonía celular contribuyó a agilizar los trámites bancarios.

4. Los cajeros automáticos ayudaron a llevar los servicios financieros a lugares apartados y permitieron que más personas utilizaran sus servicios.

también de las calificaciones de riesgo, que incluyeron la recuperación, en el 2011, del grado de inversión que el país había perdido en 1999, y la nueva pérdida de dicha calificación en el 2021.

Desde el punto de vista macroeconómico, este período de profundización financiera coincidió también con una recuperación del crecimiento económico, apoyada hasta el 2014 por los altos precios de los productos básicos, aunque con un freno temporal durante la crisis del Atlántico Norte. Fue sucedida por una desaceleración en el lustro siguiente, relacionada con la reversión de la tendencia de los precios de productos básicos. A este período de lento crecimiento se agregó la peor recesión de la historia en el 2020, generada por la pandemia, pero sucedida por una recuperación desde mediados de dicho año. Por otra parte, la inflación se estabilizó en niveles bajos y la política monetaria se manejó con criterios contracíclicos, con excepción de los años de fuerte caída de los términos de intercambio, entre mediados de año 2014 y 2016. Este hecho contrasta con la política procíclica que caracterizó varias coyunturas de los años 1990. Durante la crisis del covid-19, la política contracíclica también incluyó medidas muy apropiadas en materia de regulación, para permitir extender los plazos y renegociar los créditos, así como el uso de los bancos de desarrollo y el Fondo Nacional de Garantías para mitigar los efectos de la crisis y apoyar la reactivación.

Entre los temas menos favorables en términos de desarrollo financiero, conviene resaltar que el sistema tardó mucho tiempo en superar la crisis de financiación de vivienda, que de hecho no ha alcanzado todavía los niveles del auge de los años 1990. Por otra parte, aunque se ha avanzado en materia de inclusión financiera, los problemas de acceso al crédito de amplios sectores sociales y de la micro y pequeña empresa siguen siendo considerables. La alta concentración del sector es un obvio elemento de preocupación, aunque existe una importante competencia oligopólica y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. Hay nuevos retos en materia de regulación, en particular los que generan las nuevas tecnologías y los nuevos actores del mercado en un escenario de revolución tecnológica.

En materia macroeconómica, el país ha tendido a generar altos déficits en cuenta corriente, una tendencia que se inició con la fuerte revaluación real del tipo de cambio durante el auge de precios de productos básicos, pero que solo se corrigió muy parcialmente con la devaluación posterior. Como en los años 1990, el espacio para políticas fiscales contracíclicas sigue siendo limitado y, agudizado por el fuerte déficit generado por la crisis del covid-19, el país tiene en la actualidad el nivel de deuda pública más alto de la historia. Por este motivo, la moderación de los ciclos tendrá que seguir descansando excesivamente sobre la política monetaria.



Auge de términos de intercambio

“En particular, en el 2004 se inició un auge de términos de intercambio que, con una breve interrupción durante el momento más crítico de la crisis del Atlántico Norte (el que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre del 2008), constituye el auge de términos de intercambio más espectacular de la historia de Colombia, ya que superó en duración e intensidad todas las bonanzas cafeteras del siglo XX.”

“Por otra parte, con excepción de los años 2010 y 2014, los altos niveles de inversión extranjera directa neta permitieron cubrir una parte importante de los déficits en cuenta corriente.”

Subsisten, además, elementos de incertidumbre en el contexto mundial, que se han agudizado con la crisis global generada por la pandemia, y muy especialmente por los altísimos niveles de deuda pública a lo largo y ancho del mundo, y las incertidumbres que genera la oleada de inflación de 2021 sobre las tendencias de las tasas de interés internacionales. Unas mayores tasas de interés tendrían implicaciones para las deudas soberanas de los países emergentes y en desarrollo, y podrían reducir los flujos de capital hacia nuestras economías.

Como en los capítulos anteriores, la primera sección analiza los eventos macroeconómicos de este período. La segunda repasa la evolución institucional, que en realidad tiene más elementos de continuidad que de discontinuidad, aunque también enfrenta nuevos retos mencionados. La última revisa los desarrollos del sector en términos de profundización, estructura y evolución de la cartera.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

Como vimos en el capítulo anterior, la flexibilización del tipo de cambio en 1999 permitió al Banco de la República adoptar una política monetaria contracíclica que, en conjunto con las medidas de saneamiento del sector y de alivio a los deudores hipotecarios, revirtieron el fuerte deterioro que había experimentado la actividad productiva en 1998-99. Esta recuperación fue sucedida a partir del 2004 por una fase de expansión que, con una corta interrupción durante el 2009, duraría hasta el 2014. Estuvo apoyada por condiciones externas excepcionalmente favorables. En particular, en el 2004 se inició un auge de términos de intercambio que, con una breve interrupción durante el momento más crítico de la crisis del Atlántico Norte (el que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre del 2008), constituye el auge de términos de intercambio más espectacular de la historia de Colombia, ya que superó en duración e intensidad todas las bonanzas cafeteras del siglo XX (Ocampo, 2015f). Ello coincidió, además, con la normalización, después de un cuarto de siglo, de las condiciones de acceso de América Latina al financiamiento externo, especialmente el retorno a costos de financiamiento similares a los del segundo lustro de los años 1970 (Bértola y Ocampo, 2013, pp. 250-251). Este acceso excepcional también se interrumpió temporalmente durante la crisis del Atlántico Norte, pero se renovó con fuerza en forma relativamente rápida, desde fines del 2009. Por otra parte, con excepción de los años 2010 y 2014, los altos niveles de inversión extranjera directa neta permitieron cubrir una parte importante de los déficits en cuenta corriente.

En su conjunto, el crecimiento económico alcanzó un 4,7% anual entre 2003 y 2014, un ritmo ligeramente superior al de 1991-97 (4,4%) pero inferior a los que se habían alcanzado antes de 1980². Este período de expansión de la economía tuvo dos fases diferentes, interrumpidas por la desaceleración del 2009. Durante la primera, el auge se apoyó también en un crecimiento rápido de las exportaciones a Venezuela, del comercio mundial y de las remesas de los colombianos residentes en el exterior. Estas condiciones favorables desaparecieron durante la segunda, pero los términos de intercambio se tornaron aún más propicios. El crecimiento fue relativamente similar en ambas fases.

La primera fase se inició con una rápida recuperación de la demanda agregada, tanto pública como privada, y tanto de la inversión como del consumo, apoyada igualmente en una fuerte expansión de la liquidez y del crédito (**Gráfico VI.1**). El crecimiento de la demanda llegó en el 2006 a ritmos cercanos al 9%, altos, pero algo más moderados que los de la coyuntura expansiva de los años 1990. Hasta el 2005 coincidió, además, con la tendencia descendente de la inflación que se había iniciado durante la crisis del fin de siglo y alcanzó niveles que el país prácticamente no había conocido después de la Segunda Guerra Mundial (solo en 1952 y 1955 se registraron ritmos tan bajos). Como reflejo del fuerte crecimiento de la demanda, el PIB aumentó en el 2006 y continuó haciéndolo en el 2007 a un ritmo del 6,7% anual, superior a los del mejor momento de la coyuntura económica de los años 1990 y comparables a los alcanzados durante el auge económico de 1967-1974 y al año pico de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta (1978). En materia fiscal, aunque el gasto público se expandió rápidamente, los ingresos del Gobierno aumentaron aún más rápido y se redujo, por lo tanto, el déficit fiscal. Como en las coyunturas anteriores, la tasa de cambio real se revaluó y la cuenta corriente experimentó un deterioro, esencialmente por el auge pronunciado de la demanda de importaciones, alimentada en parte por la inversión, especialmente en el sector energético-minero (**Gráfico VI.2**).

Ante el fuerte crecimiento de la demanda, la respuesta del Banco de la República fue adoptar una política de enfriamiento desde el segundo trimestre de 2006 (véase el **Gráfico VI.3** más adelante), en forma mucho más temprana que otros países latinoamericanos, que en general solo comenzaron a adoptar dicha política cuando la inflación mundial de alimentos se elevó en el 2008 (Ocampo y Malagón, 2015), y en forma también más temprana que

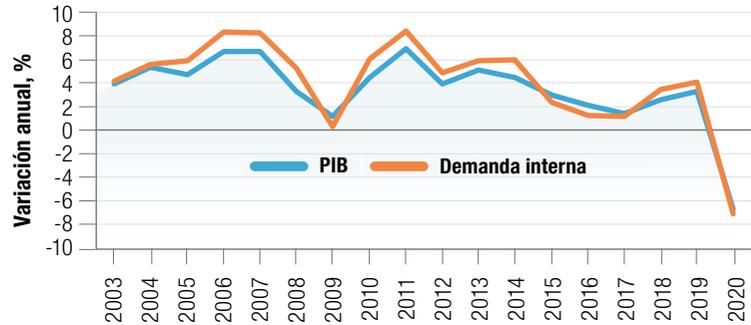
² Dada fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de la población, las cifras recientes son más positivas si se expresan en términos per cápita. Sin embargo, para comparaciones con los registros de décadas anteriores prefiero las cifras de crecimiento del PIB total, ya que el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido similar en épocas recientes a las del pasado. Por eso, si bien el PIB per cápita se comporta relativamente mejor en épocas recientes, eso no es cierto del PIB por trabajador (que se considera generalmente como una medida de productividad).



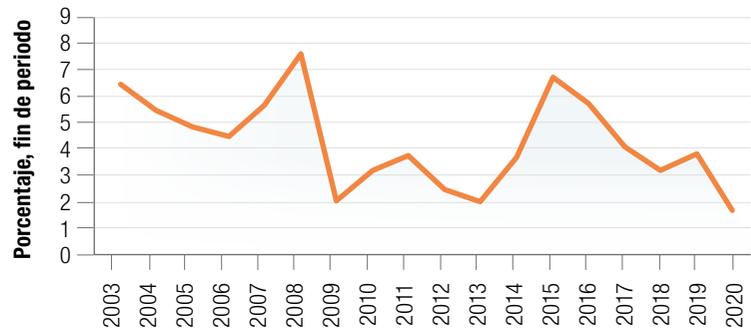
La Bolsa de Valores de Colombia ha sido el epicentro de la actividad bursátil en el país, fotografía El Tiempo.

Gráfico VI.1 Principales variables macroeconómicas

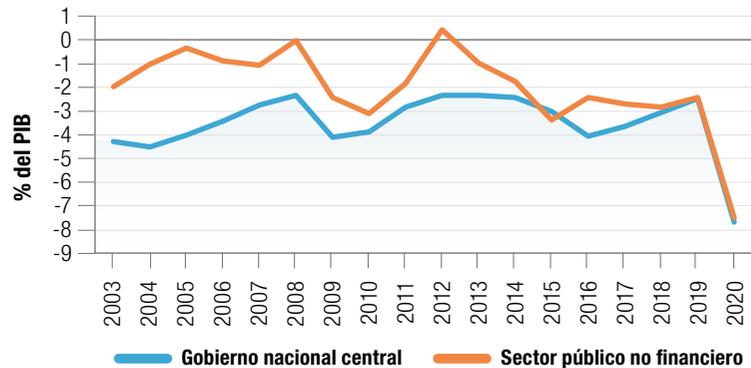
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda interna (precios de 2015)



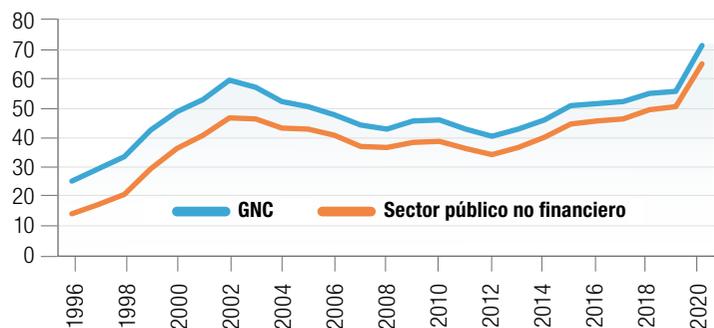
B. Tasa de inflación anual



C. Superávit (+) o déficit (-) del Gobierno Central y sector público como % del PIB



D. Deuda del Gobierno Central y sector público como % del PIB



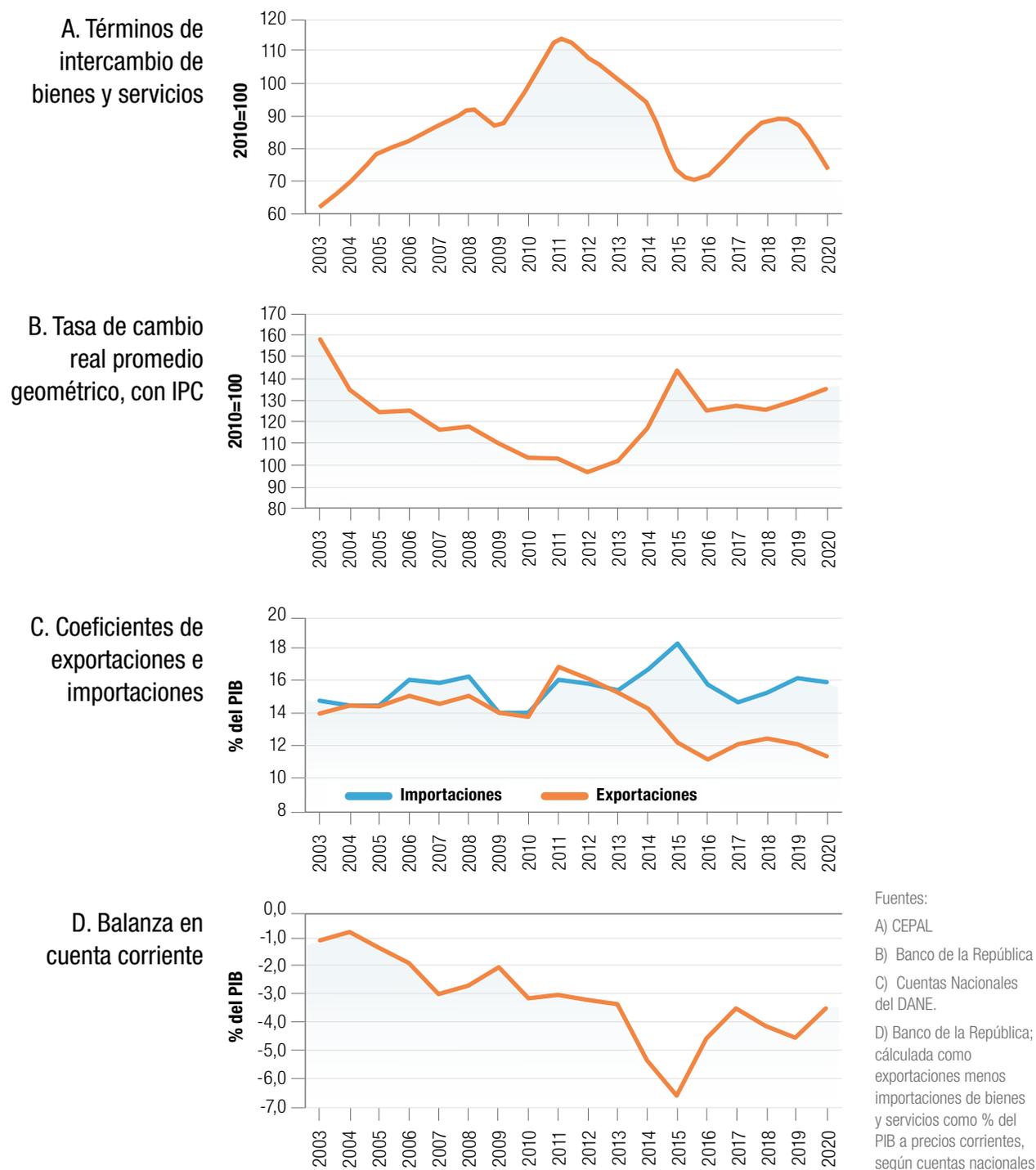
Fuentes:

A) DANE

B) Banco de la República

C) y D) Ministerio de Hacienda

Gráfico VI.2 Principales variables sector externo



Desaceleración y recuperación, primera fase

“La crisis del Atlántico Norte frenó esta fase de expansión a lo largo del 2008, pero especialmente desde el último trimestre de dicho año, dando como resultado una paralización del crecimiento de la demanda agregada y un crecimiento del PIB muy lento en el 2009.

La desaceleración de la economía estuvo acompañada de una nueva disminución de los ritmos de inflación.”

“La combinación de los efectos de esta política macroeconómica y de la rápida recuperación de los precios de productos básicos y de los flujos de capital hacia economías emergentes permitió una reactivación a partir del último trimestre del 2009.”

“A su vez, el auge de financiamiento externo fue inducido por las políticas monetarias expansionistas adoptadas por todos los países desarrollados a partir del colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008...”

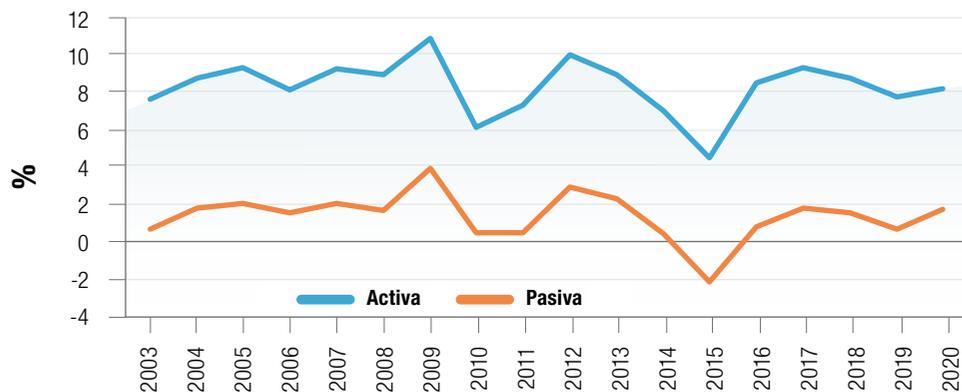
durante el auge de los años 1990. La política de enfriamiento de la demanda incluyó tanto el incremento de la tasa de interés como el aumento en los encajes bancarios. A su vez, para frenar la revaluación, que se acentuó con la elevación de las tasas de interés, el Banco acumuló reservas internacionales a un ritmo fuerte en el 2007 y restableció el encaje al endeudamiento externo que había suspendido durante la crisis de fin de siglo y lo elevó al año siguiente, antes de eliminarlo nuevamente cuando se redujo la disponibilidad de financiamiento externo como resultado de la crisis del Atlántico Norte (Zárate, Cobo y Gómez, 2012). Por otra parte, el Gobierno estableció depósitos similares a la inversión extranjera de portafolio y plazos mínimos para su permanencia en el país. Es importante resaltar, en todo caso, que el endeudamiento externo se mantuvo en niveles moderados y, de hecho, la deuda externa neta de reservas internacionales se redujo durante estos años (véase el **Cuadro VI.1** más adelante).

La crisis del Atlántico Norte frenó esta fase de expansión a lo largo del 2008, pero especialmente desde el último trimestre de dicho año, dando como resultado una paralización del crecimiento de la demanda agregada y un crecimiento del PIB muy lento en el 2009. La desaceleración de la economía estuvo acompañada de una nueva disminución de los ritmos de inflación. La respuesta de las autoridades fue poner en marcha una política contracíclica, tanto fiscal como monetaria. En este último caso, y facilitada por el freno de la inflación, la tasa de política monetaria comenzó a reducirse en diciembre del 2008 y disminuyó a menos de la mitad en el primer semestre del 2009 y en forma más moderada en el segundo semestre de ese año y se mantuvo en niveles muy bajos hasta comienzos del 2011. En contraste, la política fiscal contracíclica tuvo que revertirse rápidamente por el deterioro de las cuentas fiscales que se produjo en el 2009.

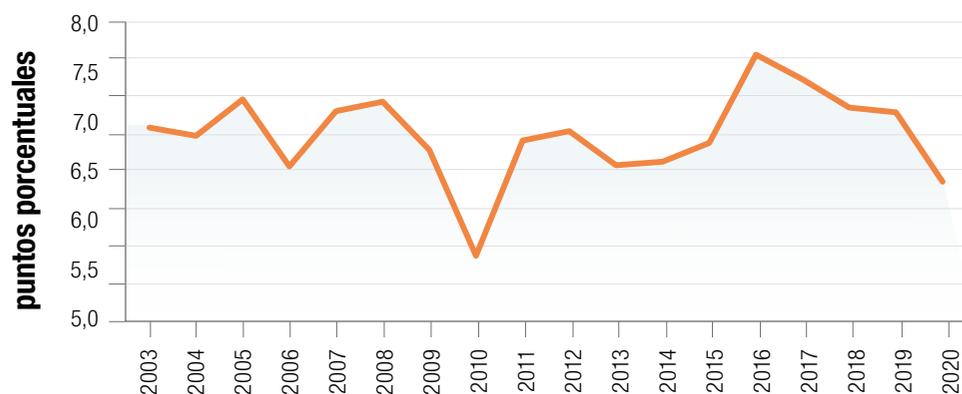
La combinación de los efectos de esta política macroeconómica y de la rápida recuperación de los precios de productos básicos y de los flujos de capital hacia economías emergentes permitió una reactivación a partir del último trimestre del 2009. La mejoría en los términos de intercambio del país que generó el primero de estos procesos fue impulsada por la rápida y fuerte recuperación de la economía china. A su vez, el auge de financiamiento externo fue inducido por las políticas monetarias expansionistas adoptadas por todos los países desarrollados a partir del colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008 (pero que se había iniciado en forma gradual desde antes), así como por las condiciones relativamente sólidas de las economías emergentes que, con excepción de algunas de Europa Central y Oriental, no experimentaron crisis financieras durante estos años. En el caso de América Latina, los niveles de endeudamiento externo neto habían disminuido de manera notoria durante el auge de 2003-08, generando una confianza en los mercados financieros que la región no había conocido desde los años 1970.

Gráfico VI.3 Tasas de interés

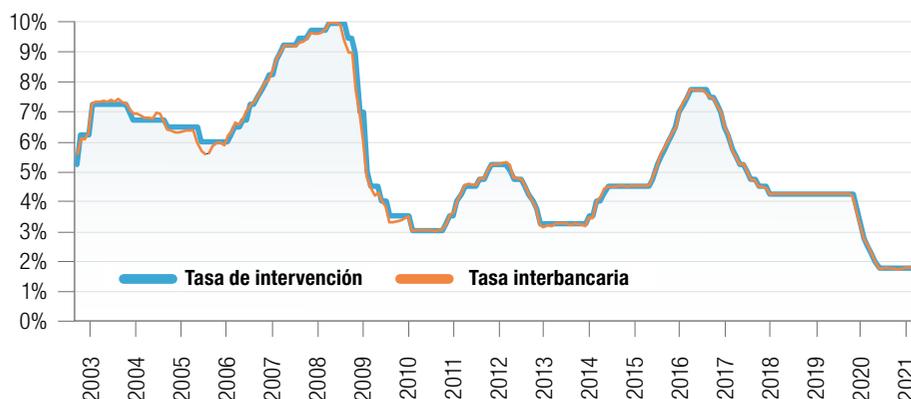
A. Tasas de interés reales anuales



B. Márgenes de intermediación



C. Tasas de interés mensuales



“En el caso de América Latina, los niveles de endeudamiento externo neto habían disminuido de manera notoria durante el auge de 2003-08, generando una confianza en los mercados financieros que la región no había conocido desde los años 1970.”

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de la República
 Tasa de interés activa: se utilizó la tasa activa total sistema del Banco de la República
 Tasa de interés pasiva: tasa de interés promedio mensual de CDT a 90 días para bancos y corporaciones

Desaceleración y recuperación, segunda fase

“Desde el punto de vista externo, ya no contó, como vimos, con otras condiciones externas favorables y, en particular, con un aumento de las exportaciones a Venezuela; por el contrario, estas exportaciones colapsaron en 2009-10 debido a los enfrentamientos políticos entre los dos países...”

“Por otra parte, desde el punto de vista interno, la recuperación de la demanda fue inicialmente fuerte, pero comenzó a dar muestras de flaqueza a mediados del 2012. El Gobierno nacional lanzó, por lo tanto, el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE) en abril del 2013, algunas de cuyas medidas operaron a través del sector financiero, en especial el subsidio a las tasas de interés para viviendas nuevas de la clase media y el aumento de los créditos de Bancóldex al sector industrial.”



La combinación de estos factores dio lugar a la segunda fase de este ciclo expansivo, cuyas características fueron algo diferentes a las de la anterior. Desde el punto de vista externo, ya no contó, como vimos, con otras condiciones externas favorables y, en particular, con un aumento de las exportaciones a Venezuela; por el contrario, estas exportaciones colapsaron en 2009-10 debido a los enfrentamientos políticos entre los dos países y su recuperación posterior fue débil antes de iniciarse una nueva caída asociada a los problemas que ha enfrentado la economía del vecino país en años recientes. Por otra parte, desde el punto de vista interno, la recuperación de la demanda fue inicialmente fuerte, pero comenzó a dar muestras de flaqueza a mediados del 2012. El Gobierno nacional lanzó, por lo tanto, el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE) en abril del 2013, algunas de cuyas medidas operaron a través del sector financiero, en especial el subsidio a las tasas de interés para viviendas nuevas de la clase media y el aumento de los créditos de Bancóldex al sector industrial. El Banco de la República redujo, además, sus tasas de interés de intervención durante el segundo semestre del 2012 y el primer trimestre del 2013, revirtiendo las alzas moderadas que se habían adoptado durante el 2011 y comienzos del 2012 y que habían revertido parcialmente la política monetaria expansionista que se puso en marcha durante la fase más aguda de la crisis del Atlántico Norte (**Gráfico VI.3**). Esto fue posible, además, por el mantenimiento de los ritmos de inflación en niveles muy moderados para los patrones históricos. Las medidas del Gobierno y del Banco fueron efectivas en generar una reactivación de la demanda, pero solo en forma parcial del PIB (**Gráfico VI.1**).

Las principales diferencias con la primera fase del auge se generaron, sin embargo, en el frente externo. La más notoria fue el fuerte incremento del endeudamiento externo, tanto privado como público, pero especialmente del primero, además con un componente muy alto de pasivos de corto plazo, que

Cuadro VI.1

Deuda externa

(Millones de dólares)

AÑO	MONTO TOTAL							COMO PORCENTAJE DEL PIB						
	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA	PRIVADA	PÚBLICA	DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
2003	3.095	10.385	13.480	224	24.360	24.584	38.065	10.916	27.149	14,2	26,0	40,2	11,5	28,7
2004	4.332	9.331	13.662	391	25.444	25.835	39.497	13.536	25.962	11,6	22,0	33,6	11,5	22,1
2005	4.956	9.361	14.317	399	23.790	24.189	38.507	14.947	23.559	9,9	16,6	26,5	10,3	16,2
2006	4.321	9.483	13.803	254	26.045	26.299	40.103	15.435	24.667	8,5	16,3	24,8	9,6	15,3
2007	4.449	11.285	15.734	695	28.124	28.819	44.553	20.949	23.604	7,6	14,0	21,6	10,1	11,4
2008	5.064	11.861	16.925	552	28.962	29.514	46.440	24.030	22.410	7,0	12,1	19,1	9,9	9,2
2009	3.605	12.985	16.590	339	36.850	37.190	53.779	25.356	28.424	7,1	15,8	22,9	10,8	12,1
2010	7.108	18.084	25.192	995	38.605	39.600	64.792	28.452	36.340	8,8	13,8	22,6	9,9	12,7
2011	9.590	23.544	33.135	825	41.662	42.487	75.622	32.300	43.321	9,9	12,7	22,6	9,7	13,0
2012	9.835	22.833	32.669	665	45.450	46.116	78.784	37.467	41.318	8,8	12,4	21,3	10,1	11,2
2013	11.649	28.207	39.856	515	51.701	52.216	92.073	43.633	48.440	10,4	13,7	24,1	11,4	12,7
2014	14.235	27.907	42.142	703	59.064	59.767	101.909	47.323	54.586	11,0	15,7	26,7	12,4	14,3
2015	15.485	30.275	45.760	702	65.456	66.158	111.918	46.731	65.187	15,5	22,5	38,0	15,9	22,1
2016	14.179	35.141	49.319	673	70.405	71.078	120.397	46.675	73.723	17,4	25,1	42,5	16,5	26,0
2017	15.999	36.927	52.926	591	71.279	71.870	124.796	47.629	77.166	17,0	23,1	40,0	15,3	24,7
2018	19.693	39.531	59.223	766	72.234	72.999	132.223	48.393	83.830	17,7	21,8	39,6	14,5	25,1
2019	22.069	42.778	64.848	863	72.972	73.835	138.683	53.167	85.516	20,1	22,8	42,9	16,5	26,5
2020	21.367	43.539	64.906	687	89.012	89.699	154.605	59.031	95.574	23,9	33,0	56,9	21,7	35,2

Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

contrasta con patrones del pasado: el 34% de la deuda externa privada en el 2014 vs. el 17% en 1998 (**Cuadros V.1 y VI.1**). Tal como se señala más adelante, la contrapartida positiva de esta tendencia fue el gran acceso del país a los mercados internacionales de capitales, alimentada además por la recuperación del grado de inversión del país en el 2011. Como en coyunturas anteriores, la deuda externa privada alimentó el aumento del financiamiento interno. La acumulación de reservas internacionales se acentuó, aunque en forma más moderada que en otros países latinoamericanos (Ocampo y Malagón, 2015). Además, en contraste con las coyunturas anteriores de abundancia de capitales de los años 1990 y 2007, ni el Banco de la República ni el gobierno adoptaron medidas para moderar el aumento del endeudamiento externo.

Por otra parte, la revaluación se acentuó a partir del 2010 y la cuenta corriente arrojó déficits persistentes, pese al auge espectacular de los términos de intercambio.

Mauricio Cárdenas Santamaría, ministro de Hacienda y Crédito Público (2012-2018). Archivo Banco de la República.

En abril del 2013 el Gobierno nacional lanzó el Plan Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE), algunas de cuyas medidas operaron a través del sector financiero como los créditos de Bancóldex a la industria.



Fin de la década de crecimiento

“...la revaluación se acentuó a partir del 2010 y la cuenta corriente arrojó déficits persistentes, pese al auge espectacular de los términos de intercambio.”

“El aumento de las importaciones golpeó a los sectores productores de bienes transables y, especialmente, agudizó el proceso de desindustrialización que venía experimentado el país y golpeó también al sector agropecuario. El crecimiento económico descansó, por lo tanto, sobre la minería, la construcción y los servicios, incluyendo en este último caso los financieros.”

2015, la devaluación real del peso

“El fin del auge de precios de productos básicos, y en particular la caída de los del petróleo desde mediados del 2014, representó el fin de esta década de crecimiento (estrictamente once años). En el frente externo generó en ese año y en el 2015 un fuerte deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acentuada devaluación real del peso.”

Cuando se mira las dos fases de crecimiento en su conjunto, la contrapartida del déficit externo fue una elevación del coeficiente de importaciones con un estancamiento en el de exportaciones (**Gráfico VI.2**). El aumento de las importaciones golpeó a los sectores productores de bienes transables y, especialmente, agudizó el proceso de desindustrialización que venía experimentado el país y golpeó también al sector agropecuario (Ocampo, 2015f). El crecimiento económico descansó, por lo tanto, sobre la minería, la construcción y los servicios, incluyendo en este último caso los financieros.

El fin del auge de precios de productos básicos, y en particular la caída de los del petróleo desde mediados del 2014, representó el fin de esta década de crecimiento (estrictamente once años). En el frente externo generó en ese año y en el 2015 un fuerte deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acentuada devaluación real del peso (**Gráfico VI.2**). En el frente interno, el crecimiento de la demanda agregada y el PIB se frenaron en seco. Debido al escaso margen con el cual ha contado el gobierno desde los años de 1990 para adoptar una política fiscal contracíclica y su dependencia de los recursos públicos provenientes del sector energético-minero, que se redujeron con la caída de los precios del petróleo, el Gobierno retornó en 2014 a una política de austeridad en el gasto público. Sin embargo, el déficit fiscal se mantuvo en niveles similares a los de fines del auge, y la deuda pública comenzó a aumentar como proporción del PIB, revirtiendo la tendencia positiva que había tenido durante la década de auge (véase también el **Gráfico VI.1**). Por su parte, el Banco de la República elevó la tasa de intervención, es decir adoptó una política monetaria también restrictiva, para enfrentar la aceleración de la inflación asociada en parte a la depreciación del tipo de cambio (**Gráfico VI.3**). Dado el aumento del endeudamiento externo privado durante la segunda fase del auge, la devaluación tuvo también efectos adversos sobre los balances privados, que contribuyeron a reducir el crecimiento de la demanda agregada. Como veremos en la última sección del capítulo, el crecimiento del crédito del sistema financiero también se frenó.

Después de tres años críticos, la economía reaccionó, generando una reactivación moderada de la demanda agregada y el crecimiento del PIB en 2018 y 2019. Aunque la austeridad fiscal se mantuvo, la política monetaria pudo adoptar nuevamente medidas contracíclicas, gracias a la fuerte desaceleración de la inflación. La tasa de intervención del Banco de la República se redujo en forma sustancial entre diciembre del 2016 y abril del 2018. La reactivación estuvo apoyada también por una recuperación parcial de los términos de intercambio. Como un todo, el crecimiento económico entre 2014 y 2019 alcanzó un ritmo del 2,4%, significativamente inferior al de la década de crecimiento, pero se evitó una crisis como la que había experimentado el país durante el fin de siglo. Además, el comportamiento de la economía colom-

biana fue muy superior al de la economía latinoamericana, que durante este período entró en lo que se podría denominar una “media década perdida”, creciendo apenas al 0,2% por año. En el terreno negativo, el país mantuvo las tendencias adversas del balance en cuenta corriente y de la deuda pública, así como un crecimiento persistente de la deuda externa, especialmente privada, y tanto de largo como de corto plazo (**Gráficos VI.1 a VI.3 y Cuadro VI.1**).

La pandemia del covid-19 generó la peor recesión de la historia colombiana en el 2020, más severa que la que se había experimentado en 1999: una caída del PIB del 6,8% vs. el 4,2% en aquel año. El deterioro de los indicadores de empleo fue dramático: la tasa de desempleo alcanzó los peores niveles de la historia en el segundo trimestre de 2020 (21,4% en mayo), incluso más negativos que durante la crisis de fin de siglo. Más aún, la pérdida de casi 6 millones de empleos no se reflejó plenamente en la tasa de desocupación, porque generó también una caída significativa de la participación laboral. Las medidas de aislamiento fueron el elemento crítico, pero también otros fenómenos, especialmente el paro nacional de fines de abril y mayo del 2021.

Para hacerle frente, se adoptaron políticas fiscales, monetarias y crediticias contracíclicas, en la línea de las adoptadas para hacer frente a la crisis del Atlántico Norte, pero a su vez muy diferentes a las procíclicas que habían caracterizado el manejo de la desaceleración de 2014-16. En el frente monetario, la tasa de intervención del Banco de la República se redujo fuertemente entre marzo y septiembre del 2020, alcanzando el nivel más bajo de la historia. Al mismo tiempo se adoptó una política para ampliar la liquidez del sistema financiero, que incluyó una acumulación de los activos del Banco (incluyendo, por primera vez, algunos privados) y, como veremos, el aumento de los créditos de la banca de desarrollo y de las garantías de crédito que ofrecen fondos públicos, y una política regulatoria ambiciosa orientada a facilitar la postergación del pago de las obligaciones crediticias del sector privado. En el frente fiscal, se pusieron en marcha en el 2020 varios programas sociales para apoyar a los hogares pobres y vulnerables, subsidios al empleo y fomento de la construcción de vivienda, y en el 2021 una política para aumentar la inversión pública. Estos aumentos del gasto, unidos a la caída en los ingresos tributarios generados por la recesión se tradujeron, sin embargo, en los déficits fiscales y los niveles de deuda pública nacional más altos de la historia (**Gráfico VI.1**).

La política contracíclica, unida a las menores restricciones a la movilidad desde mediados del 2020 y la gradual expansión de la vacunación en el 2021, generaron el efecto esperado: una reactivación gradual. Después del peor momento de la crisis, en abril del 2020, cuando el indicador de seguimiento de la economía tuvo su peor caída (20,7% en relación con el mismo mes en el 2019), la actividad productiva comenzó a recuperarse rápidamente, con alguna desaceleración en los últimos meses del 2020. Para marzo del 2021

La economía reacciona

“...el crecimiento económico entre 2014 y 2019 alcanzó un ritmo del 2,4%, significativamente inferior al de la década de crecimiento, pero se evitó una crisis como la que había experimentado el país durante el fin de siglo.”

Covid-19

“...generó la peor recesión de la historia colombiana en el 2020, más severa que la que se había experimentado en 1999...”

“El deterioro de los indicadores de empleo fue dramático: la tasa de desempleo alcanzó los peores niveles de la historia en el segundo trimestre del 2020 (21,4% en mayo).”

“Las medidas de aislamiento fueron el elemento crítico, pero también otros fenómenos, especialmente el paro nacional de fines de abril y mayo del 2021.”

“La política contracíclica, unida a las menores restricciones a la movilidad desde mediados del 2020 y la gradual expansión de la vacunación en el 2021, generaron el efecto esperado: una reactivación gradual.”



Actividad productiva comienza a recuperarse

“Después del peor momento de la crisis, en abril del 2020, cuando el indicador de seguimiento de la economía tuvo su peor caída (20,7% en relación con el mismo mes en el 2019), la actividad productiva comenzó a recuperarse rápidamente, con alguna desaceleración en los últimos meses del 2020. Para marzo del 2021 ya se había compensado la caída previa, pero hubo una nueva disminución de la actividad productiva generada por el paro nacional de fines de abril y mayo del 2021. La reactivación posterior ha sido muy rápida, de tal manera que para el conjunto del año las distintas estimaciones de crecimiento para el 2021...”

“Colombia será uno de los pocos casos entre las economías medianas y grandes de América Latina que compensará los efectos de la recesión de ese año.”

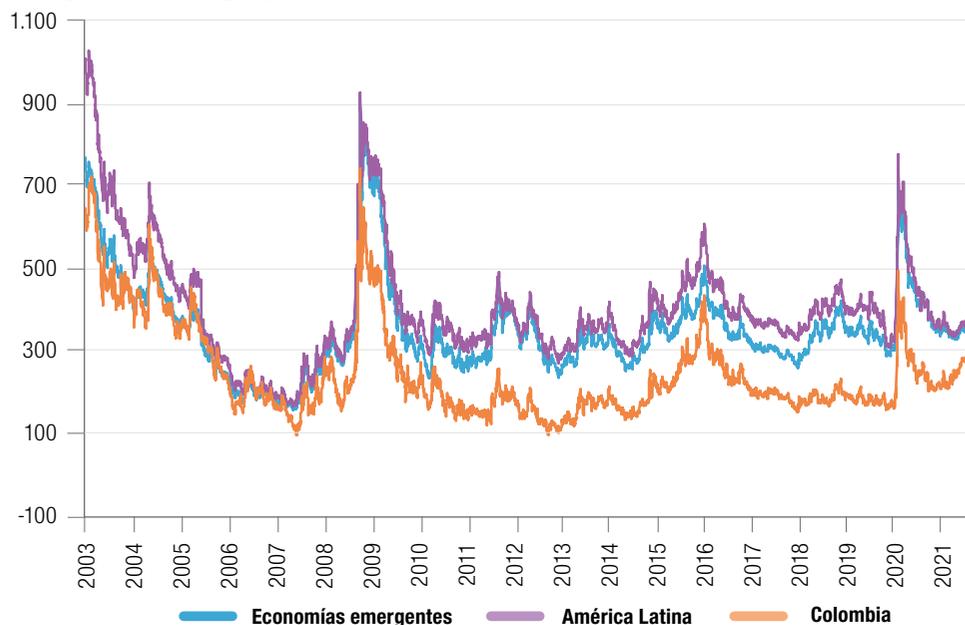
ya se había compensado la caída previa, pero hubo una nueva disminución de la actividad productiva generada por el paro nacional de fines de abril y mayo de 2021. La reactivación posterior ha sido muy rápida, de tal manera que para el conjunto del año las distintas estimaciones de crecimiento para 2021 disponibles en el momento de escribir este capítulo (entre el 7 y el 8% de acuerdo con distintos analistas) indican en general que se superará ligeramente la caída de 2020, con lo cual Colombia será uno de los pocos casos entre las economías medianas y grandes de América Latina que compensarán los efectos de la recesión de ese año.

Sin embargo, la reactivación del empleo ha sido incompleta. La crisis tuvo efectos negativos sobre algunos sectores que no han sido plenamente revertidos (en particular en la minería y en algunos sectores del comercio y la construcción). Los efectos sectoriales diversos han sido, de hecho, una característica muy especial de la crisis del covid-19. Por su parte, con el aumento en las importaciones generada por la reactivación, la cuenta corriente ha comenzado a deteriorarse nuevamente, después de la mejoría parcial que tuvo el 2020, y pese a una tasa de cambio real competitiva y unos términos de intercambio que, después de mostrar un deterioro durante el primer semestre del 2020 por la fuerte caída en los precios del petróleo, han tenido una recuperación desde el segundo, en el marco de un aumento generalizado de precios de productos básicos en el mercado internacional. Desde el punto de vista externo, el país tiene como respaldo un alto nivel de reservas internacionales, acrecentadas por los Derechos Especiales de Giro que recibió del Fondo Monetario Internacional en agosto del 2021 y por el acceso a la línea de crédito flexible, una de las mejores del Fondo, que fue ampliada en septiembre del 2020 y que el país usó parcialmente en diciembre de ese año (el país tiene acceso a ella desde el 2009, pero no la había usado hasta ahora).

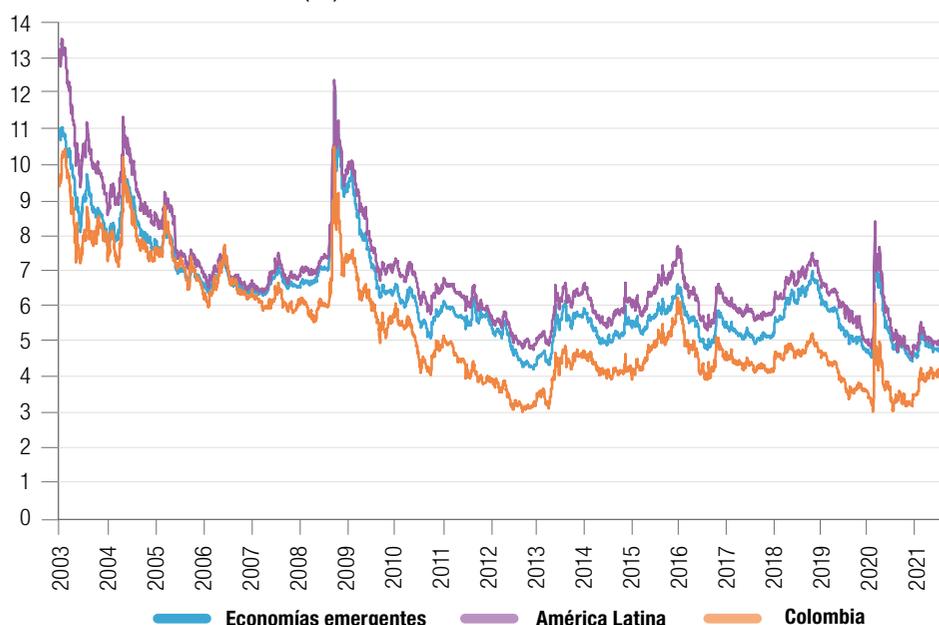
Un elemento positivo que ha caracterizado todo el período que se analiza en este capítulo ha sido el acceso al financiamiento internacional en condiciones favorables, aunque con algunas coyunturas adversas que han enfrentado las economías emergentes en dicho mercado. Como lo indica el **Gráfico VI.4**, Colombia compartió con el conjunto del mundo en desarrollo el fuerte descenso de márgenes de riesgo y costos de financiamiento en el 2003-07 y comenzó a tener condiciones más favorables que el promedio de América Latina y de las economías emergentes desde el 2008, una situación que se hizo más notoria después de la crisis del Atlántico Norte. Esta situación estuvo sin duda reforzada por la recuperación, en el 2011, de la calificación de grado de inversión. Las principales coyunturas negativas para el conjunto de las economías emergentes se han presentado como resultado de la crisis de Atlántico Norte (poco más de doce meses de interrupción del financiamiento y elevación de las tasas de interés), la salida de capitales de China en el 2015

Gráfico VI.4 Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 2003-septiembre 2021

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



B. Rendimiento de los bonos (%)



Fuente: JPMorgan

Elemento positivo para la recuperación

“Un elemento positivo que ha caracterizado todo el período que se analiza en este capítulo ha sido el acceso al financiamiento internacional en condiciones favorables, aunque con algunas coyunturas adversas que han enfrentado las economías emergentes en dicho mercado.”

“Colombia compartió con el conjunto del mundo en desarrollo el fuerte descenso de márgenes de riesgo y costos de financiamiento en el 2003-07 y comenzó a tener condiciones más favorables que el promedio de América Latina y de las economías emergentes desde el 2008, una situación que se hizo más notoria después de la crisis del Atlántico Norte.”

“Gracias en gran medida a la política monetaria fuertemente expansionista de la Reserva Federal de los Estados Unidos, los efectos negativos en términos de acceso a financiamiento y aumento de márgenes de financiamiento durante la crisis reciente fueron mucho más cortos que durante la del Atlántico Norte.”

2021, Colombia pierde el grado de inversión

“El elemento negativo para el país ha sido la pérdida del grado de inversión en el 2021, como lo fue en 1999 durante la crisis de fin de siglo y tardó doce años en recuperarlo.

Esto ha afectado la tasa de interés a la cual el país capta recursos en los mercados internacionales de bonos. El aumento del margen de riesgo ya se venía produciendo durante el segundo trimestre del 2021, antes de las bajas en las calificaciones, pero se ratificó con estas decisiones.”

y comienzos del 2016 y los meses iniciales de la crisis del covid-19. Gracias en gran medida a la política monetaria fuertemente expansionista de la Reserva Federal de los Estados Unidos, los efectos negativos en términos de acceso a financiamiento y aumento de márgenes de financiamiento durante la crisis reciente fueron mucho más cortos que durante la del Atlántico Norte. Es importante resaltar, además, que la fuerte caída de los precios del petróleo desde mediados del 2014 no tuvo un impacto importante en los mercados financieros internacionales o en el acceso de Colombia a dichos mercados. El elemento negativo para el país ha sido la pérdida del grado de inversión en el 2021³, como lo fue en 1999 durante la crisis de fin de siglo y tardó doce años en recuperarlo. Esto ha afectado la tasa de interés a la cual el país capta recursos en los mercados internacionales de bonos. El aumento del margen de riesgo ya se venía produciendo durante el segundo trimestre del 2021, antes de las bajas en las calificaciones, pero se ratificó con estas decisiones.

Al momento de escribir este capítulo, la economía colombiana estaba, por lo tanto, inmersa en un proceso de reactivación y el sistema financiero, el tema central de este libro, se encontraba en una situación sana. Estos constituyen resultados sobresalientes después de la peor recesión de la historia económica del país. Los interrogantes son, sin embargo, múltiples: se relacionaban con la recuperación incompleta del empleo, los altos niveles de déficit fiscal y deuda pública del gobierno nacional, la renovada tendencia al deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y las potenciales implicaciones de la pérdida del grado de inversión en términos de acceso al mercado internacional de capitales.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

La consolidación de la regulación financiera

Según vimos en el capítulo anterior, ante la necesidad de recuperar la confianza de los ahorradores, en el 2000 se creó la Red de Seguridad Financiera como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes (ministerio de Hacienda y Crédito Público/MHCP, Banco de la República, Superintendencia Financiera de Colombia/SFC, Fogafin y Fogacoop), con el objetivo de reducir la probabilidad de quiebra de las entidades financieras y, en caso de que esto ocurriera, evitar el contagio a las demás. La Ley 795 de 2003

³ Esto se debe a las decisiones de dos de las tres principales calificadoras internacionales de crédito: Standard&Poor's cambió su calificación de la deuda colombiana a especulativa el 19 de mayo y Fitch el 1° de julio de 2021. Por el contrario, la tercera, Moody's, ratificó el grado de inversión de Colombia el 6 de octubre y cambió la perspectiva del país de negativa a estable.



Alberto Carrasquilla Barrera, ministro de Hacienda y Crédito Público (2018-2021). Archivo del ministerio de Hacienda y Crédito Público.

avanzó en esta dirección, fortaleciendo el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el propósito de devolver definitivamente la confianza del público en el sector.

En lo que respecta a la arquitectura institucional, esta Ley estableció formalmente el Comité de Coordinación para el Seguimiento al Sector Financiero, que se encarga de analizar de manera oportuna la información tanto microeconómica como macroeconómica del sector y garantizar su buen funcionamiento y control (Uribe, 2013). Entre sus funciones particulares se destacan: la adopción de medidas específicas para cada entidad, la divulgación de información relevante para el ejercicio de las funciones de las entidades que lo componen y la realización de los estudios técnicos necesarios para la expedición de normas de regulación de las entidades.

Adicionalmente, en lo que concierne a la normatividad, se introdujeron nuevos instrumentos de intervención del Gobierno nacional para regular los sistemas de pagos que no son competencia del Banco de la República se establecieron normas para prevenir el lavado de activos y se determinaron distintas modalidades de crédito cuyas tasas deberían ser certificadas por la Superintendencia Bancaria. En esta misma línea, se decretaron reglas sobre conflictos de interés y conducta de los administradores, y derechos de información de los usuarios. Particularmente, dentro de las entidades vigiladas por la Superintendencia, se estableció que todo funcionario con acceso a información privilegiada tenía el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que diera lugar a conflictos de interés.

En materia regulatoria, esta Ley modificó, además, los montos mínimos de capital para constituir entidades sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, montos que se ajustarán anualmente de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor. Se autorizó a los establecimientos de crédito la realización de dos nuevos tipos de operaciones: la administración “no fiduciaria” de cartera y las operaciones de leasing habitacional. Así mismo, se concedió permiso a los establecimientos bancarios para celebrar contratos de administración de carteras que hubiesen sido objeto de toma de posesión para liquidación. Se reforzó el esquema de defensa del consumidor y las normas sobre transparencia de la información suministrada a los clientes (Arango, 2006).

Estas medidas estuvieron acompañadas, adicionalmente, por la modernización del marco regulatorio del mercado de valores, en particular con la expedición de la Ley 964 de 2005, que regula las actividades de la Bolsa de Valores de Colombia, creada en el 2001 a partir de la integración de las de Bogotá, Medellín y Occidente. Así, se ajustó la regulación del manejo de recursos captados del público a través de dicho mercado y la supervisión del sistema de información que se debe suministrar, al tiempo que se mejoró la

Se crea la red de seguridad financiera

“...se creó la Red de Seguridad Financiera como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes (ministerio de Hacienda y Crédito Público/MHCP, Banco de la República, Superintendencia Financiera de Colombia/SFC, Fogafín y Fogacoop), con el objetivo de reducir la probabilidad de quiebra de las entidades financieras y, en caso de que esto ocurriera, evitar el contagio a las demás. La Ley 795 de 2003 avanzó en esta dirección, fortaleciendo el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el propósito de devolver definitivamente la confianza del público en el sector.”

Reformas adoptadas, primeros años del nuevo siglo

“En suma, las reformas adoptadas en los primeros años de este nuevo siglo estuvieron direccionadas a restablecer la confianza de los ahorradores en el sistema financiero y a evitar reincidir en coyunturas críticas como las que enfrentó el sector a fines del siglo XX. Paralelamente, se hizo una profunda modernización del mercado de valores, la cual incluyó el desarrollo de una infraestructura institucional y tecnológica apropiada, una supervisión unificada y un autorregulador; a ello se agregó una titularizadora de crédito hipotecario y la puesta en marcha de una cámara central de riesgo de contraparte.”

valoración del riesgo de los diferentes portafolios financieros y de activos. Además, se creó el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. Para alinear los incentivos que enfrentan los agentes de este mercado con los de la sociedad, el Decreto 3767 del 2005, reglamentario de la Ley 964, determinó que al menos el 40% de los miembros de la Junta Directiva de las bolsas deben ser independientes.

Esta ley ordenó igualmente al Gobierno regular las funciones del Defensor del Cliente para los miembros de las bolsas de valores y las administradoras de fondos de inversión. Esto se hizo con base en las disposiciones de la Organización Mundial de Comisiones de Valores, dirigidas a reforzar la confianza del público. Aunado a lo anterior se determinaron, por medio de los Decretos 1565 y 3516 del 2006, las funciones de autorregulación del mercado de valores, buscando de esa forma mayor efectividad y control sobre los agentes que participan en dicho mercado.

Adicionalmente, se fusionaron las Superintendencias Bancaria y de Valores, por medio el Decreto 4323 del 2005, creando la SFC. Dicha unificación respondía a la necesidad de consolidar una unidad regulatoria, clave para generar transparencia y fortaleza decisoria ante conductas de mercado poco transparentes o que vulneraran la integridad y la confianza en el sector (Rojas y González, 2008).

En el 2008 se introdujeron dos innovaciones regulatorias que robustecieron el marco normativo del mercado de valores. Por una parte, el Decreto 1796 creó una reglamentación, prácticamente inexistente en el país, para hacer posibles las operaciones con derivados, con el propósito de fomentar la cobertura de las posiciones de los agentes del mercado. Por otra, el Decreto 1121 reglamentó todo lo referente a la actividad de intermediación, separando a los inversionistas de acuerdo con su capacidad de inversión y su conocimiento cabal del mercado.

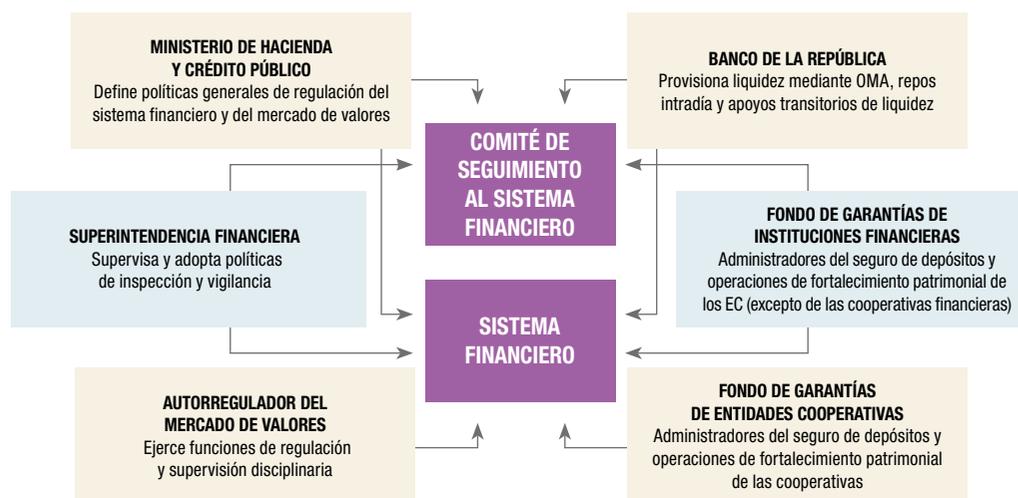
A los desarrollos anteriores, cabe agregar la Ley 1328 del 2009, por la cual se dictaron normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores, principalmente en cuanto a: protección de los consumidores financieros, estructura del sistema financiero y nuevas operaciones autorizadas.

En suma, las reformas adoptadas en los primeros años de este nuevo siglo estuvieron direccionadas a restablecer la confianza de los ahorradores en el sistema financiero y a evitar reincidir en coyunturas críticas como las que enfrentó el sector a fines del siglo XX. Paralelamente, se hizo una profunda modernización del mercado de valores, la cual incluyó el desarrollo de una infraestructura institucional y tecnológica apropiada, una supervisión unificada y un autorregulador; a ello se agregó una titularizadora de crédito hipotecario y la puesta en marcha de una cámara central de riesgo de contraparte (Rojas y González, 2008).

Dentro de este contexto de reingeniería institucional, quedaron constituidas las funciones de cada uno de los actores involucrados en la Red de Seguridad del Sistema Financiero (ver **Diagrama IV.1**, tomado de Uribe, 2013). El MHCP define las políticas generales para el sistema financiero, por medio de la adopción de las medidas prudenciales que deben regir el sistema, las de modernización del mercado de valores y aquellas relacionadas con inclusión financiera. La SFC supervisa las entidades a través de una diversidad de instrumentos para verificar el cumplimiento de la regulación e interviene las entidades en caso de incumplimientos. El Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) desempeña, por su parte, una labor complementaria a la del MHCP y la SFC en el mercado de valores, en la medida en que expide normatividad, supervisa y tiene poder disciplinario. Adicionalmente, los fondos de garantías dan confianza en los depositantes mediante el sistema de seguro de depósitos, y contribuyen a fortalecer patrimonialmente a las entidades. Finalmente, el Banco de la República otorga liquidez a las entidades del sistema financiero, en cumplimiento de su función de prestamista de última instancia, y complementa con su labor técnica el análisis de los riesgos que enfrenta el sistema financiero.

Diagrama VI.1

Actores de la red de seguridad del sistema financiero colombiano



Fuente: Uribe (2013).

La aplicación nacional de las normas de Basilea III

El fuerte impacto de la crisis del Atlántico Norte en los países desarrollados generó un activismo internacional en materia de regulación prudencial. Al frente de esta tarea ha estado la Junta de Estabilidad Financiera, creada por el Grupo de los 20 a partir del Foro del mismo nombre que se había puesto en marcha después de la crisis asiática de fines del siglo XX. El deterioro del nivel y la calidad del capital en importantes entidades crediticias internacionales mostró la importancia de generar un nuevo esquema de regulación prudencial para evitar la acumulación de riesgos sistémicos y fortalecer la capacidad de las entidades para sortear los periodos de tensión. Las recomendaciones del Comité de Basilea en el período posterior a la crisis, que se incorporaron en el Acuerdo de Basilea III, expedido en el 2009, se concentraron en el manejo de los riesgos inherentes a la actividad bancaria, en los requisitos de capital y liquidez, y en la calidad del primero, con atención especial a las entidades sistémicamente importantes (Asobancaria, 2014 y 2018).

Si bien, frente a lo ocurrido a fines del siglo XX, el impacto de esta crisis fue menos severo en Colombia, la gestión de riesgo de las instituciones financieras cobró particular relevancia en el debate público, ya que evidenció que la alta interdependencia entre los mercados puede desencadenar crisis sistémicas.

En lo que respecta al manejo de riesgo, Basilea II había hecho énfasis en el control interno, entendido como la capacidad que tiene cada entidad para hacer seguimiento a sus propias actividades. En este contexto, la SFC, por medio de las Circulares Externas 14 y 38 del 2009, estableció la obligación de las entidades de adoptar el Sistema de Control Interno, con el objetivo de proporcionar gestión de riesgos eficientes y efectivos, así como generar mayor capacidad para enfrentar eventuales crisis, tanto de origen local como internacional.

En materia de requisitos de capital y liquidez, el Gobierno nacional buscó alinearse con los estándares de Basilea III (Clavijo et al, 2010; Hernández, 2014 y 2018). En particular, el Decreto 1771 del 2012 modificó la definición y el cálculo del capital de los establecimientos de crédito con el objetivo de mejorar su calidad. Introdujo nuevas clasificaciones del patrimonio técnico (constituido esencialmente con acciones ordinarias) y estableció una nueva relación de solvencia básica del 4,5%. Mediante el Decreto 1477 del 2018 se adoptaron la relación de solvencia básica adicional y la relación de apalancamiento, así como los colchones de capital⁴ para aumentar la calidad y la cantidad del mismo, que implicaron también modificaciones en las ponderaciones por riesgo de los diferentes activos. A través del Decreto 1421 del 2019 se

⁴ Colchón de conservación de capital, colchón para entidades con importancia sistémica y colchón combinado.

modificó el Decreto 2555 del 2010 en lo relacionado con los requerimientos de patrimonio adecuado por riesgo operacional de los establecimientos de crédito.

Otro conjunto de normas regulatorias, que se vienen adoptando desde Basilea I, se refiere a la gestión de los riesgos financieros, pero en varios casos se modificaron para seguir las recomendaciones de Basilea III. Estas normas incluyen, en primer término, la de gestión del riesgo de crédito, las cuales señalan los principios, criterios generales y parámetros mínimos que las entidades vigiladas deben observar para el diseño, desarrollo y aplicación del Sistema de Administración del Riesgo Crediticio (SARC), con el objeto de mantener adecuadamente evaluado el riesgo de los activos (Capítulo II de la Circular Básica, Contable y Financiera, CBCF, de la SFC). En segundo término, normas sobre riesgos de liquidez (SARL), que buscan que los activos líquidos sean suficientes para garantizar plenamente y de manera oportuna las obligaciones de pago (capítulo VI de la CBCF). En este sentido, los requisitos de liquidez (a 7 y 30 días) se han venido ajustando desde el 2011 y hoy se exige mantener un nivel de activos líquidos de alta calidad (activos líquidos que puede recibir el Banco de la República en sus operaciones de expansión y contracción), equivalente como mínimo al 70% de los activos líquidos totales.

A ellas se agregan las reglas relativas al Sistema de Administración de Riesgo de Mercado (SARM), para manejar la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, carteras y fondos administrados, como resultado de cambios en el precio de los instrumentos financieros que se mantiene dentro o fuera del balance (capítulo XXI de la CBCF). Un cuarto grupo de normas sobre riesgo operacional (SARO) buscan evitar la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas por las deficiencias, fallas o inadecuado funcionamiento de los procesos, la tecnología, la infraestructura o el recurso humano, así como por acontecimientos externos asociados a estos (capítulo XXIII de la CBCF). En quinto lugar, en el 2018 se adicionaron normas sobre riesgo de ciberseguridad⁵. Más recientemente, se han expedido las relativas al Sistema Integral de Administración de Riesgos (SIAR) y el Sistema de Administración de Riesgos de las Entidades Exceptuadas del SIAR (SARE), que deben ser implementadas hasta diciembre del 2023 (capítulos XXXI y XXXII de la CBCF).

Sobre las normas regulatorias mencionadas, un tema que sigue siendo objeto de debate a nivel internacional se relaciona con las deficiencias de la metodología de ponderación de los riesgos de cartera, con base en la cual se determina el capital que deben mantener las entidades crediticias. Debido a los problemas que plantea la metodología de ponderación, muchos han abogado por un requisito bruto de apalancamiento, es decir, un requisito de

⁵ Capítulo V del Título IV de la Parte I de la Circular Básica Jurídica (CE 029 de 2014) de la SFC.

Avances regulatorios: conglomerados y entidades sistémicamente importantes

“Entre otros avances en materia regulatoria, conviene resaltar tres temas asociados a la alta concentración del sector. El primero se refiere a las normas sobre supervisión y regulación de los Conglomerados Financieros (CF). A través de la Ley 1870 del 2017 se establecieron reglas relacionadas con los niveles adecuados de capital por parte de las entidades financieras, aseguradoras y del mercado de valores que hagan parte de los CF, los límites de exposición y concentración de riesgos de dichos grupos financieros y sus estándares de gobierno corporativo.”

“El segundo se refiere a requisitos adicionales para las entidades sistémicamente importantes (o “demasiado grandes para quebrar”, como se denominan en el debate norteamericano).”

capital a activos totales no ponderados. Las normas de Basilea III incorporaron un requisito adicional de este tipo del 3%, que el país adoptó en el 2018 mediante el Decreto 1477. Algunas autoridades y analistas consideran este mínimo como demasiado bajo, y por ello algunos países han adoptado requisitos más altos.

En el caso colombiano, las disposiciones adicionales contra el lavado de activos y la financiación del terrorismo son particularmente relevantes. Entre ellas se destacan la Ley 1121 del 2006 que dictó las normas para la prevención, detección, investigación y sanción de la financiación del terrorismo, y la Ley 1357 del 2009 por medio de la cual se modificó el Código Penal en relación con los delitos de captación masiva y habitual, omisión de control y omisión de reportes sobre transacciones en efectivo.

Cabe anotar, finalmente, que para seguir las recomendaciones de Basilea III, por medio del Decreto 2784 del 2012 se adoptaron los estándares internacionales de información financiera⁶. Estos estándares surgieron de la necesidad de tener un lenguaje contable común entre países que permita a los inversionistas comparar de forma rápida, transparente y eficiente los resultados financieros de las entidades locales con respecto a sus contrapartes del exterior.

Otros temas en materia regulatoria

Entre otros avances en materia regulatoria, conviene resaltar tres temas asociados a la alta concentración del sector. El primero se refiere a las normas sobre supervisión y regulación de los Conglomerados Financieros (CF). A través de la Ley 1870 del 2017 se establecieron reglas relacionadas con los niveles adecuados de capital por parte de las entidades financieras, aseguradoras y del mercado de valores que hagan parte de los CF, los límites de exposición y concentración de riesgos de dichos grupos financieros y sus estándares de gobierno corporativo. Una serie de Decretos de 2018 (246, 774 y 1486) y Circulares de la SFC expedidas entre 2018 y 2020 han desarrollado y detallado los criterios para determinar la calidad de vinculados, así como de exclusión de la supervisión consolidada.

El segundo se refiere a requisitos adicionales para las entidades sistémicamente importantes (o “demasiado grandes para quebrar”, como se denominan en el debate norteamericano). Basilea III estableció para ellas una supervisión especial, requisitos adicionales de capital y la obligación de diseñar unos “testamentos vivos” (*living wills*) o “planes de resolución”, que establecen las acciones que se harían efectivas en caso de la quiebra de la entidad. En este sentido, por medio de la Ley 1870 del 2017 y el Decreto 521 del 2018

⁶ IFRS o International Financial Reporting Standards.



se establecieron disposiciones sobre la compra de activos y asunción de pasivos como un mecanismo de resolución de los establecimientos de crédito a los que se ordene la liquidación forzosa administrativa.

Un tercer elemento tiene que ver con las inversiones en el exterior de las entidades financieras de mayor tamaño, que obviamente generan riesgos adicionales para el país. Estos riesgos se ven limitados, pero ciertamente no desaparecen si dichas entidades se constituyen como subsidiarias con sus propios requisitos de capital y sujetas a la regulación y a la supervisión de los países donde están localizadas. Dada la importancia que las instituciones financieras colombianas tienen en Centroamérica, la forma como la SFC ha manejado este tema es a través de la promoción, a partir del 2012, de un “Colegio de Supervisores” para desarrollar una supervisión consolidada, así como su participación, como miembro colaborador, en el Consejo Centroamericano de Supervisores Bancarios, de Seguros y Otras Instituciones Financieras. Así mismo, se comenzaron a realizar visitas a las subsidiarias de los bancos colombianos en el exterior, con base en acuerdos con los supervisores anfitriones (Hernández, 2014).

El comportamiento procíclico del sector financiero es otro tema de enorme relevancia, solo cubierto parcialmente por la regulación. Basilea III determinó que los países deberían exigir un capital adicional de entre el 0 y el 2,5%

“Un tercer elemento tiene que ver con las inversiones en el exterior de las entidades financieras de mayor tamaño, que obviamente generan riesgos adicionales para el país.”

Miembros de la Junta Directiva del Banco de la República entre 1994 y 2014 en homenaje al Ministro Carlos Ossa Escobar, 2019. Archivo del Banco de la República.

como colchón contracíclico. Colombia no ha adoptado esta norma, pero cuenta desde 1995 con un sistema que obliga a todos los establecimientos de crédito a constituir, además de las provisiones generales e individuales que se realizan para cubrir el deterioro corriente de los préstamos, una provisión contracíclica, con el fin de mitigar por anticipado el impacto potencial de una crisis sobre la calidad de la cartera. De esta manera, en vez de manejar estos problemas a través de un mayor capital, se utiliza un sistema de provisiones contracíclicas, que es posiblemente más adecuado dado el carácter de las provisiones como un mecanismo para cubrir pérdidas esperadas. Basilea III no se ha pronunciado sobre el tema de provisiones (o reservas), entre otras cosas por debates internacionales todavía inconclusos sobre la forma de estimar y contabilizar las pérdidas esperadas⁷.

De igual forma, la SFC ha adoptado otros mecanismos prudenciales, tales como la moderación de la distribución de dividendos en épocas de auge mediante la creación de un “colchón de conservación” (la reserva voluntaria de utilidades del año 2008), así como el control excesivo del crecimiento del crédito (una provisión adicional a los créditos de consumo adoptada en el 2012). Como veremos, una medida similar fue implementada para enfrentar la crisis del covid-19. A esto se puede agregar durante la crisis reciente, el lanzamiento de programas por parte de los bancos de desarrollo y los fondos de garantías crediticias del sector público para apoyar la economía y mitigar el limitado crecimiento del crédito privado, un tema al cual me refiero más adelante.

Por otra parte, conviene resaltar que las crisis financieras no solo han permitido observar fallas estructurales en el marco regulatorio sino también un bajo nivel de educación financiera y de información de la mayoría de los consumidores (García, 2013). En ese sentido, el Congreso de la República, a través de la Ley 1328 del 2009, incorporó la educación financiera como principio en la prestación de servicios financieros y se impartieron obligaciones para que las entidades financieras desarrollaran programas y campañas de este tipo, y la Ley 1450 del 2011 la obligación del ministerio de Educación Nacional de incorporar la educación financiera en el programa de competencias básicas.

Por último, cabe destacar el papel que pueden tener las políticas en materia de acceso a servicios financieros. Este es un tema que ha estado en el centro de la política financiera nacional desde la creación de Banca de las Oportunidades en el 2006. En esta materia, se han puesto en marcha múltiples instrumentos que, como veremos, han aportado en forma signifi-

⁷ En Ocampo (2003) argumenté que las pérdidas esperadas se incurren cuando se desembolsan los créditos y, por ende, ese es el momento oportuno de estimar y contabilizar dichas pérdidas. Sin embargo, este principio, que se aplica en la industria aseguradora, no ha sido aceptado todavía en la industria bancaria.

cativa a mejorar el acceso a servicios financieros. Entre estos instrumentos se destacan: (i) los corresponsales bancarios, creados en el marco de normas expedidas en el 2006 y el 2007; (ii) las cuentas de ahorro de trámite simplificado, en el 2009; (iii) los depósitos electrónicos, en el 2011; (iv) las Sociedades Especializadas en Pagos y Depósitos Electrónicos (Sedpes), creadas en el marco de la Ley de inclusión financiera (Ley 1735 del 2014), que tienen licencia para captar recursos del público mediante depósitos electrónicos, y las varias que se han desarrollado en torno al sistema de pagos; (v) el Decreto 1357 del 2018 que establece el marco regulatorio para el funcionamiento de financiación colaborativa de proyectos productivos; (vi) el Decreto 2443 del 2018 sobre inversión en sociedades de innovación y tecnología financiera; y (vii) en el 2020, y como parte de las medidas para hacer frente a la pandemia, se permitió la operación de corresponsales móviles y digitales y se modificó el marco regulatorio de los productos de ahorro y transaccionales simplificados mediante los depósitos de bajo monto y ordinarios, así como de los créditos de consumo de bajo monto, y se actualizó el sistema de pagos de bajo valor. El Conpes 4005 aprobó, a su vez, en el 2020, la Política nacional de inclusión y educación económica y financiera.

La menor sensibilidad al ciclo económico y el manejo del sector financiero durante la crisis del covid-19

Gracias a esta reingeniería institucional, el sistema crediticio colombiano se encontró mejor preparado para enfrentar la crisis del Atlántico Norte. Los indicadores de la calidad de la cartera mostraron, en cualquier caso, los efectos del ciclo financiero: mejoraron significativamente en los primeros años del período de análisis, pero experimentaron un nuevo deterioro entre el 2008 y el 2009, cuando la cartera vencida se elevó al 4% del total como resultado de los efectos de la crisis internacional (**Gráfico VI.5**). Sin embargo, esta tendencia adversa fue notablemente más débil que las que se experimentaron en 1985 y 1998-99, cuando la cartera vencida se ubicó por encima del 10%. La calidad de la cartera se recuperó de nuevo durante la segunda fase del período de crecimiento económico, pero se deterioró como resultado de la desaceleración de la economía entre el 2015 y el 2019, aunque nuevamente en forma moderada en comparación con los años 90.

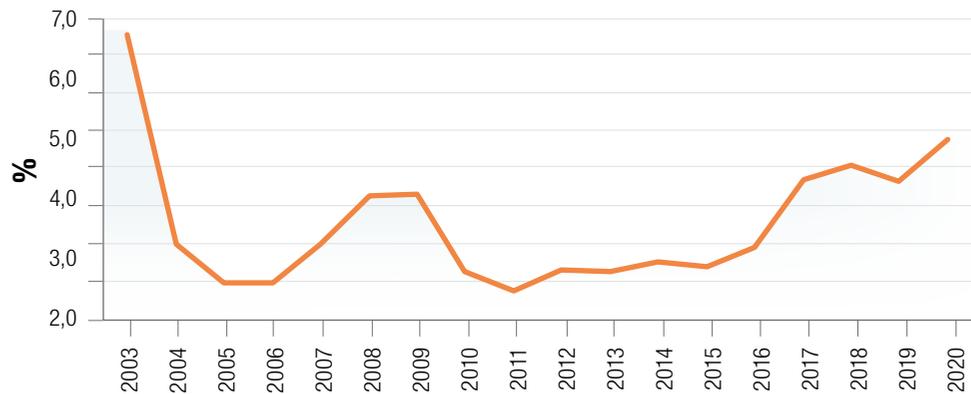
Por su parte, los niveles de rentabilidad, tanto en relación con activos (ROA) como con el capital (ROE, la sigla que se usa internacionalmente y significa “return on equity”), se mantuvieron estables, con una tendencia ligeramente descendente. Además, en contraste nuevamente con las coyunturas turbulentas de los años 1980 y 1990, cuando la rentabilidad arrojó valores fuertemente negativos durante los años críticos, en el 2008 y el 2009

Menor sensibilidad al ciclo económico

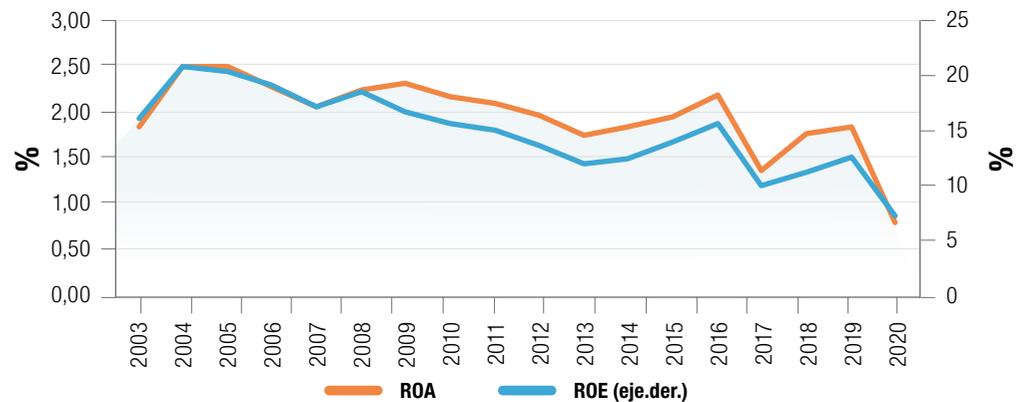
“...en contraste nuevamente con las coyunturas turbulentas de los años 1980 y 1990, cuando la rentabilidad arrojó valores fuertemente negativos durante los años críticos, en el 2008 y el 2009 mantuvo niveles positivos, solo marginalmente inferiores a los de los años previos, y lo mismo aconteció durante el 2017, el peor año en términos de rentabilidad durante la desaceleración. En este comportamiento positivo a lo largo del ciclo ha jugado también un papel destacado el Banco de la República, en particular con una política monetaria que, como se mostró en la primera sección de este capítulo, tuvo un comportamiento contracíclico, excepto durante los primeros años de la desaceleración económica.”

Gráfico VI.5 Principales variables de la cartera de los establecimientos de créditos

A. Calidad de cartera (cartera vencida / cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



Fuente: Elaboración propia con base en Asociación Bancaria

mantuvo niveles positivos, solo marginalmente inferiores a los de los años previos, y lo mismo aconteció en el 2017, el peor año en términos de rentabilidad durante la desaceleración.

En este comportamiento positivo a lo largo del ciclo ha jugado también un papel destacado el Banco de la República, en particular con una política monetaria que, como se mostró en la primera sección de este capítulo, tuvo un comportamiento contracíclico, excepto durante los primeros años de la desaceleración económica. El manejo contracíclico de las tasas de intervención fue particularmente notorio durante el auge del 2006 al 2008, cuando estuvo apoyada por aumentos a los encajes internos y al endeudamiento

externo, así como durante los eventos críticos que sucedieron a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. No cabe duda de que, al haber evitado excesos de endeudamiento y descalces en la fase previa de expansión a través de las medidas macroprudenciales mencionadas, permitió que la economía colombiana fuera menos vulnerable y resistiera mejor el choque externo generado por la crisis del Atlántico Norte (Villar, Romero y Pabón, 2015). El continuado acceso al financiamiento internacional durante el período de desaceleración de la economía a partir del 2015 también fue fundamental, porque no se produjo la interrupción de dicho financiamiento que ha estado en el centro de las crisis financieras internas del país.

Estas tendencias ponen de manifiesto los efectos positivos que ha tenido el marco regulatorio integral que se ha perfeccionado gradualmente, así como de la orientación generalmente contracíclica de la política monetaria. De esta manera, aunque los indicadores de los establecimientos de créditos continuarán correlacionados con el vaivén de la economía y de los choques externos, este comportamiento procíclico se ha atenuado. La mayor solidez del sector se refleja, en particular, en la evolución de indicadores de capital del sector, que se mantiene muy por encima de los estándares regulatorios, así como de calidad de la cartera y rentabilidad de las entidades.

El manejo de la crisis del covid-19 fue, por su parte, novedoso y excepcional y evitó un enorme deterioro de la cartera en la peor recesión de la historia del país⁸. Se adoptaron medidas que permitieron facilitar el pago de los créditos mediante disposiciones transitorias para generar alivios a los deudores, protegiendo de todas maneras los recursos de los ahorradores con una estimación correcta de los riesgos y una supervisión efectiva y rigurosa.

Las primeras medidas regulatorias adoptadas, mediante las Circulares Externas 7 y 14 del 2020 de la SFC estuvieron orientadas a otorgar periodos de gracia para mejorar el cronograma de pagos de los clientes, y evitar así incrementos en la cartera vencida, sin afectar la condición crediticia del deudor (sin reportar a centrales de riesgo) y de mutuo acuerdo con la entidad. Esta primera etapa, fue sucedida por el ambicioso Programa de Acompañamiento al Deudor (PAD), adoptado mediante la Circular 22 del 2020 de la SFC.

La característica principal del PAD, que tuvo vigencia entre el 1 de agosto del 2020 y el 31 de agosto del 2021, fue la posibilidad de redefinir las condiciones de los créditos ante la nueva realidad económica de los deudores, con reducciones en el valor de las cuotas, mediante una combinación de períodos de gracia, ampliación de plazos y la obligación de no aumentar las tasas de interés, garantizando al mismo tiempo provisiones adecuadas. Para este último

Programa de Acompañamiento al Deudor (PAD)

“Las primeras medidas regulatorias adoptadas, mediante las Circulares Externas 7 y 14 del 2020 de la SFC estuvieron orientadas a otorgar periodos de gracia para mejorar el cronograma de pagos de los clientes, y evitar así incrementos en la cartera vencida, sin afectar la condición crediticia del deudor (sin reportar a centrales de riesgo) y de mutuo acuerdo con la entidad. Esta primera etapa, fue sucedida por el ambicioso Programa de Acompañamiento al Deudor (PAD), adoptado mediante la Circular 22 del 2020 de la SFC.

La característica principal del PAD, que tuvo vigencia entre el 1 de agosto del 2020 y el 31 de agosto del 2021, fue la posibilidad de redefinir las condiciones de los créditos ante la nueva realidad económica de los deudores, con reducciones en el valor de las cuotas, mediante una combinación de períodos de gracia, ampliación de plazos y la obligación de no aumentar las tasas de interés, garantizando al mismo tiempo provisiones adecuadas.”

⁸ Véase un análisis detallado en SFC (2021) y Asobancaria (2021), de donde derivó los datos que se citan en el texto.

Dinamismo después de la crisis

“Tras las medidas encaminadas a recuperar la confianza del público y el acceso al mercado externo de capitales, el proceso de profundización financiera renovó su tendencia ascendente a partir del 2005, después de siete años de contracción en este indicador y sin alcanzar todavía en 2007-08 los picos previos.”

propósito, a enero del 2021, 11 entidades habían utilizado un 31,5% de las provisiones contracíclicas, al tiempo las provisiones aumentaron 27,9% real en el 2020, un rango intermedio en el contexto latinoamericano.

El PAD fue un programa muy efectivo. Según la SFC, a inicios de septiembre de 2021 un total de 2,2 millones de deudores redefinieron sus créditos por un valor de \$37,1 billones. Para aquellos cuya redefinición implicó una reducción de cuota, el promedio de disminución fue del 28,7%, el recorte de la tasa de interés del 2,3%, la ampliación del plazo promedio de 29 meses y los nuevos períodos de gracia o prórrogas otorgados, de 7 meses.

Consistente con el complejo entorno económico, el crédito continuó creciendo, pero muy lentamente. La cartera vencida aumentó un 5,0%, una magnitud realmente modesta bajo las circunstancias, y el sistema obtuvo menores utilidades, pero positivas (**Gráfico VI.5**). El menor dinamismo de la cartera fue compensado por los mayores ingresos por inversiones y otros conceptos. Ante este panorama, la SFC instruyó en el 2020 a las entidades para que sus proyectos de distribución de utilidades fueran revisados de forma conservadora ante la persistencia de los riesgos de la coyuntura (el 60% se retuvo). Como lo señaló adecuadamente el Fondo Monetario Internacional en su informe del Artículo IV de marzo del 2021, los bancos entraron a la pandemia con capital adecuado y colchones de liquidez, lo que les permitió resistir el choque. Con el fin de evitar una contracción del crédito, las autoridades lograron mantener un delicado equilibrio entre conservar las normas prudenciales y otorgar alivios a los prestatarios para mitigar los efectos de la pandemia (FMI, 2021, pp. 7-9).

3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

Profundización financiera y estructura

Tras las medidas encaminadas a recuperar la confianza del público y el acceso al mercado externo de capitales, el proceso de profundización financiera renovó su tendencia ascendente a partir del 2005, después de siete años de contracción en este indicador y sin alcanzar todavía en 2007-08 los picos previos (**Gráfico VI.6**). La cartera neta se recuperó en forma algo más temprana (desde el 2004) y a un ritmo mucho más rápido (5,9 puntos del PIB entre el 2003 y el 2006 vs. 2,8 en el caso de los activos), mostrando la mayor confianza de las entidades en prestar sus recursos en vez de destinarlos a inversiones de bajo riesgo (en especial TES). A diferencia de lo acontecido en la crisis de fin de siglo, la del Atlántico Norte solo frenó levemente la dinámica de la cartera, tal como se refleja en los datos del 2009.

1. Grandes expectativas tuvo la economía mundial luego de la caída de las tasas de crecimiento durante la pandemia por covid-19.

3. El dinero plástico adquirió vida a través de la tecnología del chip.

3. La pandemia del covid-19 impuso nuevas formas de relacionarse por medio del distanciamiento social.

4. Los datáfonos evolucionaron a nuevas formas y más avanzadas de pago, sin contacto con los aparatos.



Mercado bursátil

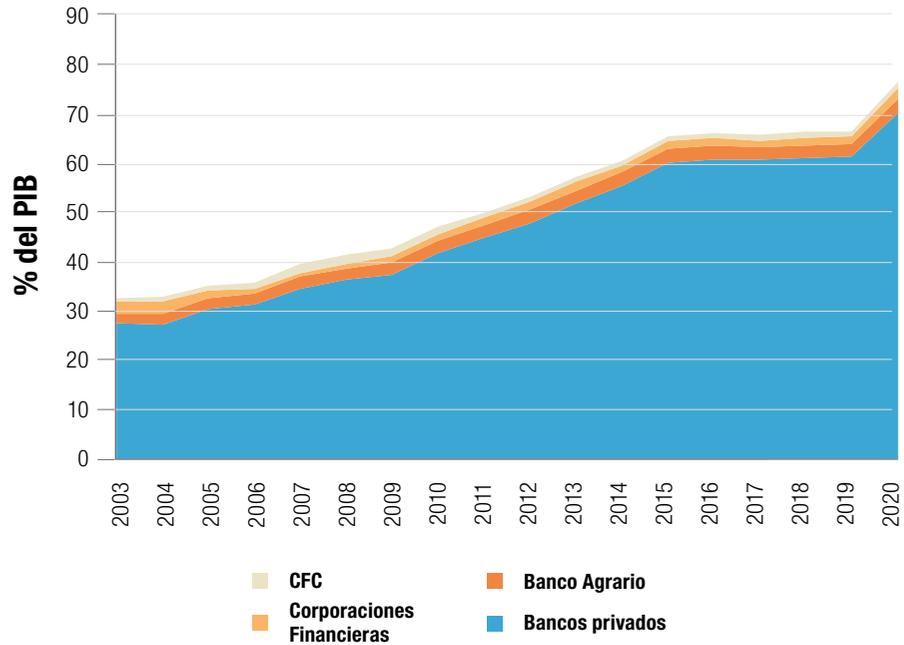
“El gran dinamismo de la profundización después de la crisis de fin del siglo no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país sino, por el contrario, la regla en América Latina.

De hecho, para el conjunto del período, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; la excepción fue Argentina, país que presentó un declive inicial de este indicador y una recuperación solo parcial...”

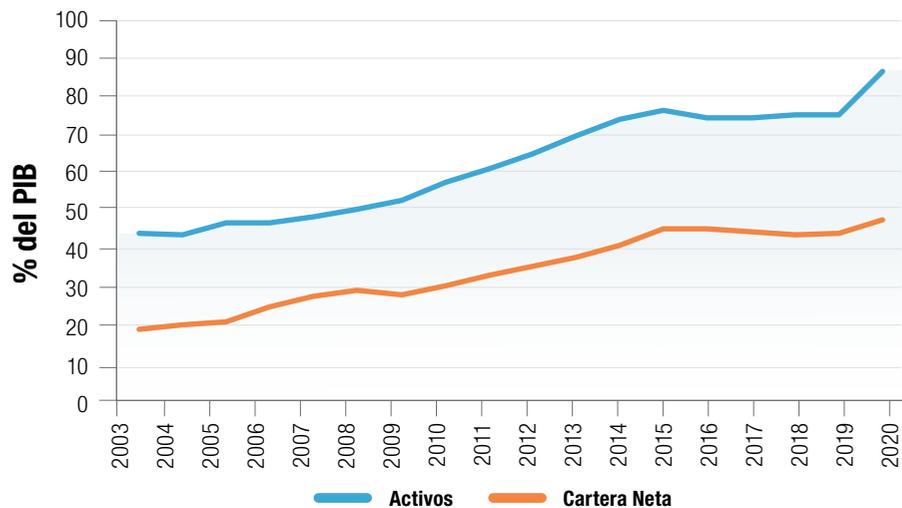
“Otro de los grandes avances ocurridos en materia de profundización financiera fue la ampliación del mercado bursátil, tras medio siglo de retroceso y la falta de despegue durante la liberalización de los años 1990. Este proceso se dio, además, en el contexto de la consolidación de la Bolsa de Valores de Colombia y, a mediados de la década pasada, de una integración en ciernes con las bolsas de los países miembros de la Alianza del Pacífico.”

**Gráfico VI.6
Profundización financiera**

A. Por tipo de entidad (activos)



B. Activos y cartera neta



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

A partir del 2010 se generó una nueva y fuerte aceleración, que en materia de profundización medida por activos acumuló 19 puntos porcentuales del PIB en solo cinco años, el aumento más acelerado registrado en la historia (a título de comparación, el aumento experimentado entre 1991 y 1997 fue un poco inferior, de 17 puntos). Gran parte de este aumento fue todavía recuperación de la caída previa, de tal forma que los niveles alcanzados en el pico anterior, en 1997, solo se superaron en el 2013. Como hemos visto, esta expansión estuvo acompañada, como todos los auges previos, por un fuerte incremento en los niveles de endeudamiento externo. La profundización financiera se interrumpió, sin embargo, como resultado de la desaceleración de la economía, de tal forma que en el 2019 los indicadores de los activos y la cartera como proporción del PIB eran ligeramente inferiores a los del 2015. Durante la crisis del covid-19, los activos y la cartera aumentaron como proporción del PIB, aunque más los primeros que la segunda, y una parte del aumento de este indicador fue por la disminución del PIB nominal (de hecho, el aumento de la cartera fue apenas del 2,2%).

El gran dinamismo de la profundización después de la crisis de fin del siglo no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país sino, por el contrario, la regla en América Latina. De hecho, para el conjunto del período, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; la excepción fue Argentina, país que presentó un declive inicial de este indicador y una recuperación solo parcial con posterioridad (no hay, además información precisa sobre Venezuela en la última década). Aunque la profundización financiera evidenció un avance sustancial en nuestro país, al aumentar casi 25 puntos porcentuales del PIB entre el 2004 y el 2014, se mantuvo rezagado frente a los dos países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, Chile y Brasil. Sin embargo, entre las siete economías más grandes, Colombia siguió colocándose en un tercer lugar (**Gráfico VI.7**)⁹.

Otro de los grandes avances ocurridos en materia de profundización financiera fue la ampliación del mercado bursátil, tras medio siglo de retroceso y la falta de despegue durante la liberalización de los años 1990. Este proceso se dio, además, en el contexto de la consolidación de la Bolsa de Valores de Colombia y, a mediados de la década pasada, de una integración en ciernes con las bolsas de los países miembros de la Alianza del Pacífico. El indicador de capitalización bursátil, publicado por el Banco Mundial, presentó una fuerte tendencia ascendente hasta el 2013. Este auge fue sucedido por una fuerte contracción durante la etapa de desaceleración económica, aunque se man-

“El indicador de capitalización bursátil, publicado por el Banco Mundial, presentó una fuerte tendencia ascendente hasta el 2013. Este auge fue sucedido por una fuerte contracción durante la etapa de desaceleración económica, aunque se mantuvo en niveles muy superiores a los de los años 1990 y comienzos del siglo XXI. Esto evidencia algunos éxitos en materia de modernización del mercado de valores, y el apetito de inversionistas extranjeros por las empresas colombianas, pero también el limitado desarrollo del mercado de capitales, medido en términos de emisiones y empresas registradas en la Bolsa, como lo señaló la reciente Misión del Mercado de Capitales.”

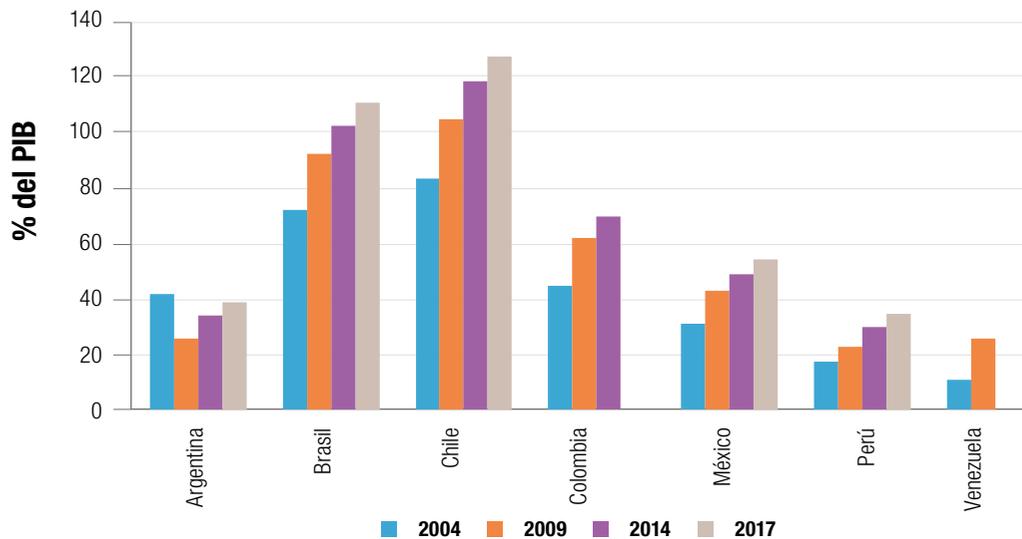
⁹ Las cifras recopiladas por la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) sobre cartera bruta como % del PIB muestran resultados similares, aunque con un menor desarrollo relativo de Brasil en relación con Chile. Colombia se coloca de todas maneras en tercer lugar.

Desaparición de bancos oficiales

“Los bancos oficiales, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, desaparecieron del mapa del sistema financiero, con excepción del Banco Agrario...”

“Durante el período de intervención por parte de Fogafín, Bancafé había recibido el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado, se transformó en Granbanco y fue adquirido por el Banco Davivienda en el 2006. A su vez, Granahorrar, que había recibido el grueso de los activos y pasivos del BCH durante su intervención, fue adquirido por el BBVA en el 2005. Las entidades cooperativas intervenidas fueron consolidadas en Megabanco, que fue vendido al Banco de Bogotá en el 2006. Otras entidades oficializadas fueron vendidas o liquidadas. El único banco oficial de primer piso que subsistió, el Banco Agrario, representaba al final del período poco menos del 4% del sistema bancario...”

Gráfico VI.7
Comparación internacional - Crédito interno provisto por el sector bancario



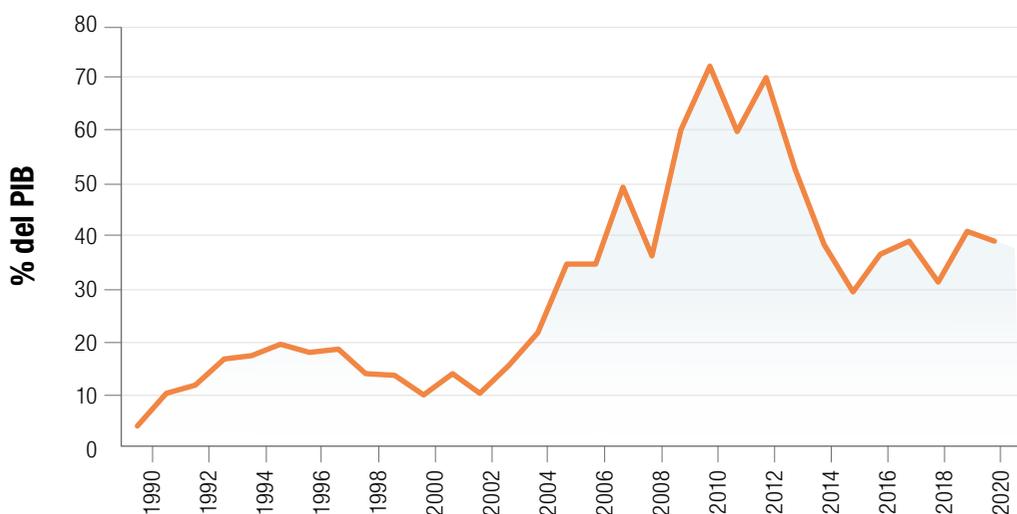
Fuente: Banco Mundial

tuvo en niveles muy superiores a los de los años 1990 y comienzos del siglo XXI (**Gráfico VI.8**). Esto evidencia algunos éxitos en materia de modernización del mercado de valores, y el apetito de inversionistas extranjeros por las empresas colombianas, pero también el limitado desarrollo del mercado de capitales, medido en términos de emisiones y empresas registradas en la Bolsa, como lo señaló la reciente Misión del Mercado de Capitales (2019).

En términos de estructura del sector, la expansión descansó exclusivamente sobre la multibanca privada, incluyendo la transformación o absorción de las antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda en o por bancos comerciales (**Gráfico VI.6**). De hecho, los bancos experimentaron un proceso de verdadera euforia entre el 2004 y el 2015: sus activos crecieron 33 puntos porcentuales como proporción del PIB y superaron el pico anterior en poco más de 9 puntos (si se suman los bancos privados y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en 1997). Por eso, este subperíodo puede considerarse la gran expansión de la banca privada, como lo señala el título de este capítulo. Como hemos visto anteriormente, este período de euforia terminó, sin embargo, con la desaceleración de la economía desde el 2015 y la crisis posterior del covid-19.

Más aún, en línea con la tendencia exhibida desde la crisis de fin del siglo, todas las otras agrupaciones tuvieron una contracción relativa, en parte por la capacidad que tuvieron los bancos de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades.

Gráfico VI.8
Capitalización bursátil



Fuente: Banco Mundial

Los bancos oficiales, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, desaparecieron del mapa del sistema financiero, con excepción del Banco Agrario, tanto como resultado del proceso de privatización de entidades oficiales históricas como de las que habían sido oficializadas durante la crisis de fin del siglo. Durante el período de intervención por parte de Fogafín, Bancafé había recibido el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado, se transformó en Granbanco y fue adquirido por el Banco Davivienda en el 2006. A su vez, Granahorrar, que había recibido el grueso de los activos y pasivos del BCH durante su intervención, fue adquirido por el BBVA en el 2005. Las entidades cooperativas intervenidas fueron consolidadas en Megabanco, que fue vendido al Banco de Bogotá en el 2006. Otras entidades oficializadas fueron vendidas o liquidadas. El único banco oficial de primer piso que subsistió, el Banco Agrario, representaba al final del período poco menos del 4% del sistema bancario y el 2,8% del PIB, aunque siguió colocándose en el quinto o sexto lugar entre las entidades crediticias.

La práctica desaparición de los bancos oficiales fue matizada, como lo señalé en el capítulo V, por la permanencia de bancos de desarrollo organizados desde el período anterior en forma independiente del banco emisor: Bancóldex (que había absorbido al IFI en el 2003), Finagro, Findeter y FEN. Esta última, que había estado en un proceso de marchitamiento, se transformó en

“La práctica desaparición de los bancos oficiales fue matizada, por la permanencia de bancos de desarrollo organizados desde el período anterior en forma independiente del banco emisor: Bancóldex (que había absorbido al IFI en el 2003), Finagro, Findeter y FEN. Esta última, que había estado en un proceso de marchitamiento se transformó en la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en 2011, con el objetivo más amplio de apoyar el desarrollo de la infraestructura del país.”

“Findeter y Finagro han sido las dos instituciones con mayor dinamismo relativo...”

Líneas especiales de crédito

“La crisis del covid-19 representó un cambio radical de esta tendencia, ya que la banca de desarrollo jugó un contracíclico destacado, en contraste con su comportamiento durante la crisis del fin de siglo e incluso la del 2009. Durante el 2020 se pusieron en marcha líneas especiales de crédito, especialmente de Bancóldex y Findeter y de menores montos de Finagro, que tuvieron en todos los casos un alto nivel de ejecución. El Fondo Nacional de Garantías (FNG) lanzó también un programa especial, “Unidos por Colombia”, que fue ampliamente utilizado. En el caso de Bancóldex, Finagro y el FNG, la prioridad fue el apoyo a la micro y pequeña empresa.”

la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en 2011, con el objetivo más amplio de apoyar el desarrollo de la infraestructura del país. Si bien la banca de desarrollo continuó jugando un papel determinante para el sector agropecuario y exportador, el apoyo a iniciativas públicas regionales y crecientemente a la micro y pequeña empresa, lo cierto es que en su conjunto este grupo de bancos fue relegado a un segundo plano dentro del sistema financiero, con activos que oscilaron hasta 2019 en torno al 3% del PIB, pero con una fuerte tendencia descendente en su participación en los activos del sector. Findeter y Finagro han sido las dos instituciones con mayor dinamismo relativo (Ocampo y Torres, 2021 y **Cuadro VI.2**).

La crisis del covid-19 representó un cambio radical de esta tendencia, ya que la banca de desarrollo jugó un contracíclico destacado, en contraste con su comportamiento durante la crisis del fin de siglo e incluso la del 2009. Durante 2020 se pusieron en marcha líneas especiales de crédito, especialmente de Bancóldex y Findeter y de menores montos de Finagro, que tuvieron en todos los casos un alto nivel de ejecución (Ocampo y Torres, 2021, Apéndice). El Fondo Nacional de Garantías (FNG) lanzó también un programa especial, “Unidos

Cuadro VI.2
Activos de los bancos de desarrollo

AÑO	COMO % DEL PIB					SUBTOTAL COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
	FINAGRO	BANCOLDEX	FINDETER	SUBTOTAL	FEN/FDN	
2003	0,85%	1,55%	0,46%	2,87%	0,83%	6,63%
2004	0,83%	1,33%	0,57%	2,73%	0,65%	6,16%
2005	0,91%	1,08%	0,63%	2,62%	0,57%	5,69%
2006	0,96%	0,88%	0,66%	2,50%	0,23%	5,31%
2007	0,93%	1,12%	0,75%	2,81%	0,22%	5,71%
2008	0,95%	1,29%	0,85%	3,09%	0,06%	6,03%
2009	1,05%	1,12%	0,88%	3,05%	0,07%	5,79%
2010	1,06%	1,02%	0,88%	2,96%	0,06%	5,36%
2011	1,05%	0,96%	0,96%	2,97%	0,06%	5,11%
2012	1,01%	1,00%	1,03%	3,04%	0,06%	4,91%
2013	1,23%	0,87%	0,95%	3,05%	0,07%	4,60%
2014	1,07%	0,83%	0,99%	2,89%	0,09%	4,14%
2015	1,00%	0,85%	0,98%	2,83%	0,09%	3,77%
2016	1,03%	0,81%	1,04%	2,88%	0,39%	3,93%
2017	1,13%	0,75%	1,04%	2,91%	0,76%	3,92%
2018	1,07%	0,85%	0,99%	2,92%	0,71%	3,93%
2019	1,03%	0,85%	0,96%	2,85%	0,42%	3,78%
2020	1,25%	0,85%	1,18%	3,28%	0,54%	4,05%

Fuente: Ocampo y Torres (2021).

por Colombia”, que fue ampliamente utilizado. En el caso de Bancóldex, Finagro y el FNG, la prioridad fue el apoyo a la micro y pequeña empresa.

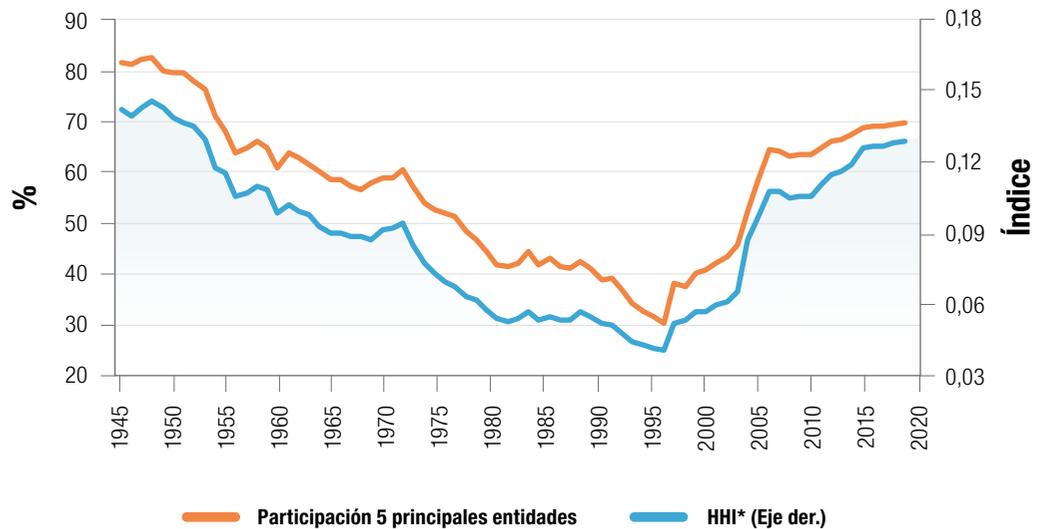
Está por verse si este comportamiento contracíclico durante la pandemia constituirá un quiebre en las tendencias de más largo plazo de los bancos de desarrollo. Hay, además, varias tendencias positivas de estas instituciones que se pueden reforzar. Incluyen el apoyo a los procesos de innovación, donde Bancóldex es el líder, y no solo a través de préstamos sino de la constitución de fondos de capital privado y de capital emprendedor (estos últimos con prioridad para actividades de innovación). Esta institución, al igual que Finagro, juegan también un papel importante en la política de inclusión financiera, y Findeter y la FDN en el apoyo al desarrollo de infraestructura, incluyendo iniciativas público-privadas.

El Banco Agrario ha continuado siendo el principal agente de financiamiento del sector agropecuario. Más del 90% de su cartera está colocada en este sector. Aunque el crédito otorgado por la banca privada al sector agropecuario y agroindustrial aumentó significativamente durante el auge del sector financiero, el Banco Agrario siguió siendo virtualmente el único intermediario financiero tradicional que llega a la agricultura familiar (Misión para la Transformación del Campo, 2014). El fondeo de sus operaciones de crédito sigue dependiendo en gran medida de recursos de redescuento que proporciona Finagro, que a su vez sigue obteniendo sus recursos de las inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA). La otra inversión forzosa que había sobrevivido las reformas de comienzos de la década de 1990, la destinación de parte de la cartera de vivienda a aquella de interés social, desapareció en 2004, después de la transición estipulada en la Ley 546 de 1999.

En materia de concentración, el sistema financiero presentó hasta el 2007 la fuerte tendencia ascendente que se había iniciado durante la crisis de fin de siglo. Aunque desde el 2008 se ha moderado, representó el quiebre de una tendencia de medio siglo durante el cual la concentración había mostrado un descenso virtualmente continuo (**Gráfico VI.9**). Medidos por los dos índices que he utilizado a lo largo de este libro, los niveles actuales de concentración se habían observado por última vez a mediados del siglo pasado. Las cinco principales compañías bancarias concentran hoy cerca del 70% de los activos del sistema crediticio, casi el doble de lo que representaban a comienzos de la década de 1990, cuando se adoptaron las medidas de liberalización del sector analizadas en el capítulo anterior.

Más aún, estas medidas subestiman los grados efectivos de concentración, debido a la conformación de conglomerados financieros del país, que ahora ofrecen, bajo una misma institución, créditos comerciales, hipotecarios y de consumo. Más aún, aunque la banca extranjera ha participado activamente en el sector, y su presencia se ha acentuado durante la última década, se ha

Gráfico VI.9
Concentración en el sistema bancario por activos



*El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde cero indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

consolidado el papel de tres grupos financieros nacionales (Aval, Antioqueño y Bolívar), que concentran dos terceras partes de los activos del sector desde hace un lustro. Si a ellos se agrega el principal grupo extranjero, el Banco de Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), concentran más de tres cuartas partes. A ellos se unen otros dos conglomerados de menor tamaño (**Cuadro VI.3**).

Este proceso se generó a través de una notable reestructuración de estos grupos financieros, en no poca monta con la compra de entidades oficiales u oficializadas durante las sucesivas etapas del proceso de privatización. Iniciando este siglo, el BBVA compró el 85% del Banco Ganadero; esta transacción permitió la creación del BBVA Banco Ganadero, que cuatro años después se consolidó como el BBVA. Según vimos, compró a Granahorrar cuando fue (re)privatizado en el 2005. En el 2005 nació el Grupo Bancolombia, conformado por Bancolombia, Conavi y Corfinsura. En ese mismo año se fusionaron el Banco Caja Social y el Banco Colmena y se convirtieron en el Banco Caja Social Colmena (BCSC), manteniendo sus dos marcas; en el 2011 se unificaron como Banco Caja Social. El Grupo Aval, que se había nutrido de varias privatizaciones en el período anterior, compró el Megabanco cuando fue privatizado en el 2006. En el 2007, el Banco Davivienda del Grupo Bolívar adquirió Granbanco, cuyo núcleo central era el antiguo

Cuadro VI.3

Activos de los conglomerados financieros

A. Cifras en millones de pesos

GRUPOS EN EL SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14	DIC-20
GRUPO AVAL 1/	4.681.949	13.098.334	33.892.840	74.502.993	125.080.301	190.697.020
GRUPO ANTIOQUEÑO 2/	1.610.775	6.994.066	23.906.501	48.678.983	99.942.218	185.362.980
GRUPO BOLIVAR 3/	347.821	4.787.573	8.638.207	28.236.894	54.633.274	106.532.321
BBVA 4/	2.869.485	5.161.879	9.299.460	22.085.046	41.527.856	68.413.201
GRUPO COLPATRIA 5/	413.491	2.555.567	3.990.116	10.002.692	20.220.872	35.078.853
GRUPO SOCIAL 6/	574.612	1.068.321	4.771.122	8.019.158	11.064.264	16.670.294
DEMÁS ENTIDADES	13.564.077	27.225.789	33.871.535	51.064.115	89.648.502	127.086.284
TOTAL	24.062.212	60.891.530	118.369.781	242.589.881	442.117.285	729.840.954

B. % del sistema bancario

GRUPOS EN EL SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14	DIC-20
GRUPO AVAL 1/	19,5	21,5	28,6	30,7	28,3	26,1
GRUPO ANTIOQUEÑO 2/	6,7	11,5	20,2	20,1	22,6	25,4
GRUPO BOLIVAR 3/	1,4	7,9	7,3	11,6	12,4	14,6
BBVA 4/	11,9	8,5	7,9	9,1	9,4	9,4
GRUPO COLPATRIA 5/	1,7	4,2	3,4	4,1	4,6	4,8
GRUPO SOCIAL 6/	2,4	1,8	4,0	3,3	2,5	2,3
DEMÁS ENTIDADES	56,4	44,7	28,6	21,0	20,3	17,4

1/ Comprende: Bancos de Bogotá, Popular, Occidente, Megabanco y AV Villas.

2/ Comprende: Bancolombia

3/ Comprende: Banco Davivienda y Banco Superior

4/ Comprende : Banco Bilbao Viscaya Argentaria (BBVA)

5/ Comprende : Red Multibanca Colpatría

6/ Comprende: Colmena y Banco Caja Social

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria

Bancafé, cuando fue privatizado en el 2006, y en el 2011 adquirió el 98% del Banco Superior y sus filiales (Fidusuperior, Ediciones Gamma y Promociones y Cobranzas Beta). Durante ese año, además, se fusionó Sudameris Colombia y el Banco Tequendama para dar origen al Banco GNB Sudameris.

Durante la década que analizamos aquí, y especialmente durante el último lustro, los conglomerados financieros nacionales hicieron su tránsito a “multilatinas.” En este proceso se destacan los tres conglomerados más grandes. Más allá de su presencia tradicional en Panamá, su expansión ha sido particular-

Cartera de vivienda durante el covid-19

“...durante la crisis del covid-19, las más beneficiadas fueron la cartera comercial y la de vivienda, y en este último la cartera de vivienda social en particular.”

“Las tendencias recientes están asociadas a medidas específicas, entre ellas la Ley 2076 del 2021, de Vivienda y Hábitat, que estableció que el plazo de los créditos puede ser superior a los 30 años...”

“Con esta tendencia, es posible que el financiamiento de vivienda alcance finalmente los niveles del auge de la década de 1990.”

“Si bien ha habido avances en materia de plazos para préstamos diferentes a los de vivienda, un resultado preocupante, como lo he ido señalando, ha sido la recuperación incompleta del crédito hipotecario.”

mente hacia Centroamérica, estableciendo una posición dominante en Costa Rica y El Salvador y también destacada en Panamá, Guatemala, Honduras y Nicaragua. Los activos en el exterior han venido creciendo muy rápidamente y alcanzaban ya a mediados de la década pasada el equivalente a una quinta parte de los activos de los bancos en el país (Uribe, 2013; Hernández, 2014) y 35,5% en el 2020 según la SFC.

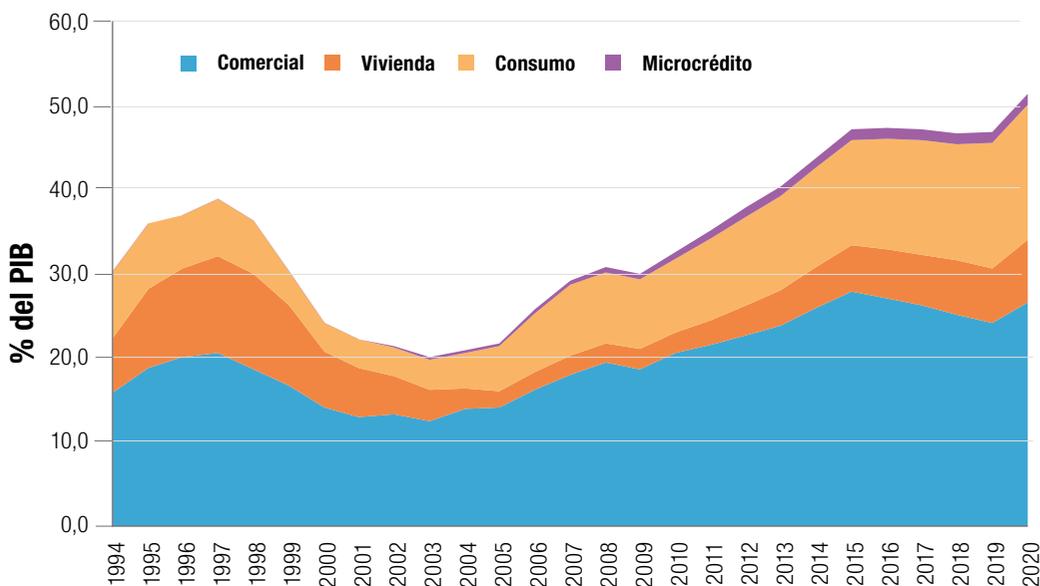
Gracias a las economías de escala, los crecientes niveles de concentración pueden haber tenido efectos positivos en términos de reducción de costos de la intermediación y de la capacidad del sistema de asumir mayores riesgos, como los asociados a mayores plazos de los préstamos, un tema sobre el cual ha habido avances, según veremos más adelante. Por el contrario, no se han producido los riesgos que puede generar en términos de menor competencia y mayores márgenes de rentabilidad. En todo caso, los márgenes de intermediación siguen siendo elevados (**Gráfico VI.3**), aunque no muy distantes del promedio de países latinoamericanos: 6.47% vs. 6.17% para el promedio regional en el 2020 según estimaciones del Banco Mundial¹⁰. Por su parte, como ya lo señalé en una sección anterior, la rentabilidad del sistema ha tendido también a reducirse gradualmente (**Gráfico VI.5**). Ambos resultados indican que la concentración ha mantenido niveles de competencia, ahora claramente oligopólicos.

Evolución de la cartera, estructura de plazos y acceso al financiamiento

Otra forma de examinar la evolución del sistema crediticio del país durante el período de análisis es por medio de los usos de su cartera. Como lo indica el **Gráfico VI.10**, la más afectada por la crisis de fin de siglo fue la cartera de vivienda, en tanto que la que experimentó la menor caída fue la comercial, con la de consumo en una situación intermedia. Con el crecimiento durante los años de auge del sistema, la más beneficiada fue la cartera comercial, seguida por la de consumo, mientras que la de vivienda experimentó solo una recuperación parcial. Estas tendencias positivas fueron afectadas por la crisis de Atlántico Norte, pero solo por un período breve. Con la desaceleración económica del 2015-19 la más afectada fue la cartera comercial, pero la de consumo y la de vivienda siguieron aumentando. Por su parte, durante la crisis del covid-19, las más beneficiadas fueron la cartera comercial y la de vivienda, y en esta última la cartera de vivienda social en particular. El aumento de la segunda profundiza la recuperación de la cartera de vivienda que venía desde años anterior y se está acentuando en el 2021. Las tendencias recientes están asociadas a medidas específicas, entre ellas la Ley 2076 del 2021, de Vivienda y Hábitat, que estableció que el plazo de los créditos puede ser superior a los 30 años, y otras a las cuales

¹⁰ Véase <https://data.worldbank.org/indicador/FR.INR.LNDP?locations=ZJ-CO>

Gráfico VI.10
Cartera bruta de los establecimientos de crédito por uso (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria y la Superintendencia Financiera

me referiré más adelante. Con esta tendencia, es posible que el financiamiento de vivienda alcance finalmente los niveles del auge de la década de 1990.

Según lo señalé en la introducción a este libro, dos fallas de mercado importantes del sector financiero se relacionan con la estructura de plazos y el acceso a los servicios financieros. En relación con los plazos, es de notar que los desembolsos de créditos hasta el 2007 (excluyendo vivienda) estuvieron concentrados principalmente en el corto plazo (55,8% a un año y 18,6% entre uno y tres años en el total), con plazos relativamente mayores para los créditos de consumo (**Cuadro VI.4**). Durante la segunda fase del auge financiero, los plazos de todos los créditos se alargaron, con excepción del microcrédito. La estructura actual del crédito de consumo llama la atención, ya que de haber concentrado la mitad o más de los créditos de más de tres años hasta el 2007, hoy representa más del 60% de los plazos más largos, tanto los de más de tres como los de más de cinco años.

Si bien ha habido avances en materia de plazos para préstamos diferentes a los de vivienda, un resultado preocupante, como lo he ido señalando, ha sido la recuperación incompleta del crédito hipotecario. De acuerdo con cálculos de Fedesarrollo (2015), en los primeros cinco años posteriores a la crisis de 1998-99, la cartera hipotecaria se redujo de manera dramática: de poco más

Cuadro VI.4 Desembolsos por plazo de los establecimientos bancarios (promedio anual de los desembolsos semanales)

Año 2005

	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS
Consumo		9.697.966	84.409.241	77.270.241	9.869.926		5,4	46,6	42,6	5,4
Microcréditos*		815.169	5.620.055	581.739	18.156		11,6	79,9	8,3	0,3
Comerciales Ordinarios	13.930.413	116.066.093	116.066.093	26.910.978	21.004.647	4,7	39,5	39,5	9,2	7,1
Comerciales Preferencial o Corporativo		369.769.144	20.782.283	17.892.025	20.185.458		86,3	4,8	4,2	4,7
TOTAL	13.930.413	496.348.372	226.877.673	122.654.983	51.078.187	1,5	54,5	24,9	13,5	5,6

Año 2007

	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS
Consumo		22.465.552	111.328.897	159.288.843	40.863.982		6,7	33,3	47,7	12,2
Microcréditos*		1.085.805	8.989.504	1.842.742	231.594		8,9	74,0	15,2	1,9
Comerciales Ordinarios	78.138.911	228.177.397	118.902.825	59.366.439	59.000.883	14,4	42,0	21,9	10,9	10,9
Comerciales Preferencial o Corporativo		704.784.948	80.116.791	28.807.094	11.762.538		85,4	9,7	3,5	1,4
TOTAL	78.138.911	956.513.703	319.338.016	249.305.119	111.858.997	4,6	55,8	18,6	14,5	6,5

Año 2014

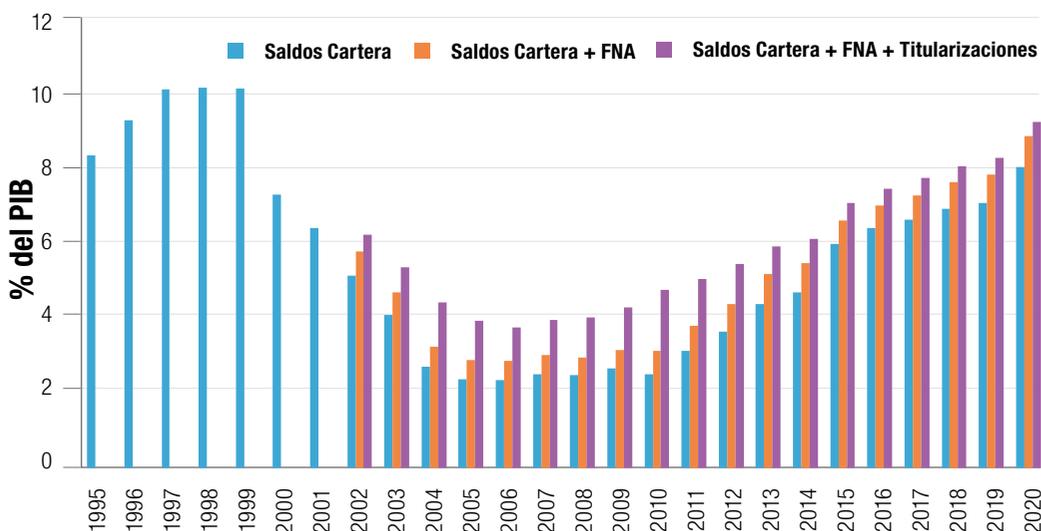
	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS
Consumo		12.874.058	128.695.980	312.979.853	390.316.850		1,5	15,2	37,0	46,2
Microcréditos*		6.401.075	50.165.943	7.900.662	1.312.990		9,7	76,3	12,0	2,0
Comerciales Ordinarios	74.063.585	399.776.129	230.591.422	91.512.785	251.723.477	7,1	38,2	22,0	8,7	24,0
Comerciales Preferencial o Corporativo		906.128.094	173.213.253	112.502.803	247.508.604		63,0	12,0	7,8	17,2
TOTAL	74.063.585	1.325.179.356	582.666.599	524.896.103	890.861.921	2,2	39,0	17,1	15,4	26,2

Año 2020

	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1096 Y <1825 DIAS	>1825 DIAS
Consumo		8.350.206	82.966.914	377.092.574	761.949.770		0,7	6,7	30,6	61,9
Microcréditos*		5.714.484	73.625.621	10.828.725	516.120		6,3	81,2	11,9	0,6
Comerciales Ordinarios	98.255.272	525.563.221	358.576.545	105.044.913	199.813.560	7,6	40,8	27,9	8,2	15,5
Comerciales Preferencial o Corporativo		757.096.624	325.451.754	124.950.886	270.227.516		51,2	22,0	8,5	18,3
TOTAL	98.255.272	1.296.724.535	840.620.834	617.917.098	1.232.506.966	2,4	31,7	20,6	15,1	30,2

*Microcréditos diferentes de leasing Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Bancaria y la Superintendencia Financiera

Gráfico VI.11
Evolución de la cartera hipotecaria



Fuente: Fedesarrollo con base en datos de la Superintendencia Financiera y DANE.

del 10% del PIB a finales del auge anterior al 2,4% del PIB en el 2005-06 (**Gráfico VI.11**). Desde entonces se ha recuperado marginalmente, situándose en el 6,0% al final del auge del sector financiero, en el 2015, y el 8,1% en el 2020, incluyendo el crecimiento que tuvo este rubro como resultado de las medidas de promoción de la inversión en vivienda adoptadas durante la crisis del covid-19. Sin embargo, este registro sigue siendo menor al de 1997. Esto mismo se evidencia incluso cuando se incluye la cartera titularizada y los préstamos del Fondo Nacional del Ahorro (FNA).

Al comparar internacionalmente, también se evidencia que nuestro país ocupa un lugar bajo en el indicador de profundización hipotecaria, medido como cartera hipotecaria como porcentaje del PIB. Aunque en promedio los países de América Latina evidencian niveles relativamente bajos de crédito hipotecario como proporción del PIB¹¹, nuestro país, con una cartera hipotecaria del 9,3% del PIB en el 2020, de acuerdo con datos de la SFC, se encuentra incluso por debajo de pares del continente, como Chile, cuya cartera se ubica en niveles superiores al 25% del PIB, o Perú, México y Brasil, donde oscila entre el 7 y el 10%¹². Más aún, la penetración del crédito hipotecario, que mide el

¹¹ Los niveles más altos, superiores al 100% del PIB, se alcanzan en Suiza, Holanda y Dinamarca, y llegan a más del 60% en Estados Unidos y España, entre otros.

¹² Véase al respecto los datos de HOFINET (Housing Finance Information Network), <http://www.hofinet.org/countries/index.aspx>

Crédito hipotecario, comparación entre pares

“Aunque en promedio los países de América Latina evidencian niveles relativamente bajos de crédito hipotecario como proporción del PIB, nuestro país, con una cartera hipotecaria del 9,3% del PIB en el 2020, de acuerdo con datos de la SFC, se encuentra incluso por debajo de pares del continente, como Chile, cuya cartera se ubica en niveles superiores al 25% del PIB, o Perú, México y Brasil, donde oscila entre el 7 y el 10%. Más aún, la penetración del crédito hipotecario, que mide el porcentaje de adultos que tienen un préstamo de vivienda, también es considerablemente menor en Colombia. Mientras en el país solo el 3,2% de los adultos tiene un crédito para comprar una vivienda (Banca de las Oportunidades y Superintendencia Financiera de Colombia, 2020), dicho porcentaje está alrededor del 40% en varios países desarrollados.”

Apoyo diferenciado para distintos segmentos de la población

“...el Gobierno... más allá del programa de vivienda gratuita para los sectores de bajos ingresos, ha evolucionado hacia otros en los cuales se combina ahorro del hogar con subsidios del Estado, entre ellos: (i) el programa Mi Casa Ya, implementado desde septiembre del 2015...”

“(ii) la concurrencia de subsidios para el pago de la cuota inicial, la cual permite juntar los recursos de las Cajas de Compensación con los del Gobierno...”

“...(iii) el programa de Cobertura de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda nueva VIP y VIS dirigido a hogares con acceso al crédito hipotecario;

(iv) el Programa de Cobertura de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda No VIS...”

“(v) las garantías hipotecarias para familias con ingresos inferiores a dos salarios mínimos; y (vi) el programa Semillero de Propietarios, que incentiva el ahorro y crea un historial crediticio en las familias de menores ingresos...”

porcentaje de adultos que tienen un préstamo de vivienda, también es considerablemente menor en Colombia. Mientras en el país solo el 3,2% de los adultos tiene un crédito para comprar una vivienda (Banca de las Oportunidades y Superintendencia Financiera de Colombia, 2020), dicho porcentaje está alrededor del 40% en varios países desarrollados.

Consciente de esta situación, el Gobierno ha diseñado y puesto en marcha un apoyo diferenciado para distintos segmentos de la población que, más allá del programa de vivienda gratuita para los sectores de bajos ingresos, ha evolucionado hacia otros en los cuales se combina ahorro del hogar con subsidios del Estado, entre ellos: (i) el programa Mi Casa Ya, implementado desde septiembre del 2015 y repotenciado en años recientes; (ii) la concurrencia de subsidios para el pago de la cuota inicial, la cual permite juntar los recursos de las Cajas de Compensación con los del Gobierno, para facilitar el cierre financiero de las familias con ingresos inferiores a dos salarios mínimos; (iii) el programa de Cobertura de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda nueva VIP y VIS dirigido a hogares con acceso al crédito hipotecario; (iv) el Programa de Cobertura de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda No VIS, que reducía la tasa en 2,5 puntos a hogares de ingresos medios que desearan adquirir una vivienda hasta de 500 salarios mínimos; este programa, que estuvo vigente hasta el 2018, se renovó en el 2020 por un monto fijo de medio salario mínimo mensual; (v) las garantías hipotecarias para familias con ingresos inferiores a dos salarios mínimos; y (vi) el programa Semillero de Propietarios, que incentiva el ahorro y crea un historial crediticio en las familias de menores ingresos, para que estas posteriormente puedan acceder a un crédito hipotecario y convertirse en propietarias¹³.

En materia de inclusión financiera, ha habido resultados positivos, aunque todavía insuficientes. En esta materia, algunos de los éxitos se remontan a los esfuerzos que emprendió la Caja Social de Ahorros (hoy Banco Caja Social) desde comienzos del siglo XX, así como las cooperativas financieras y los bancos oficiales, de los cuales subsiste la prioridad que otorga el Banco Agrario al acceso de los pequeños agricultores al crédito. A ello se agregan las acciones que en tal sentido llevan a cabo los fondos de garantías (el Fondo Nacional de Garantías y el Agropecuario). Otros esfuerzos se remontan a acciones de las ONGs internacionales que introdujeron las “tecnologías microcrediticias” desde los años ochenta y la entrada, con algún rezago, de entidades propiamente financieras a estas actividades (Marulanda, 2005). El lanzamiento, bajo la Administración Uribe, del programa “Banca de las Oportunidades”, bajo Bancóldex, representó un avance importante en este campo. Entre las nuevas entidades propiamente bancarias activas en este campo, se destaca Bancamía,

¹³ Cabe agregar el programa Casa Digna, que busca combatir el déficit cualitativo de vivienda a través de mejoras físicas de los inmuebles.

un banco microfinanciero con participación accionaria del 51% de la Fundación Microfinanzas BBVA y del 49% de la Corporación Mundial de la Mujer (CMM) Medellín y la CMM Colombia.

En la evolución de los indicadores de inclusión hay luces y sombras. Durante el período analizado ha aumentado el peso de los microcréditos dentro la cartera de los establecimientos de crédito (**Gráfico VI.10**). Su crecimiento fue particularmente rápido hasta el 2015, casi un 20% por año en 2010-15, pero se desaceleró desde entonces: 5,8% en 2015-19, aun excluyendo el 2020, durante el cual aumentó muy poco. Sin embargo, su importancia relativa sigue siendo baja: poco más del 1% del PIB y menos del 3% de la cartera de los establecimientos de crédito. Por otra parte, de acuerdo con el informe más reciente sobre inclusión financiera de Banca de las Oportunidades y la Superintendencia Financiera de Colombia (2020), se destaca el rápido crecimiento de puntos de contacto financiero durante la última década, especialmente de corresponsales, que cubren ahora a todos los municipios del país e incluyen corresponsales móviles y digitales, y de la red de servicios y productos digitales, que ha permitido el aumento considerable de nuevos ahorradores. Se destaca la vocación rural de la red de canales del Banco Agrario y el crecimiento de las billeteras digitales de Davivienda y Bancolombia, así como la incursión de las Sedpes. Sin embargo, una parte considerable de los corresponsales muestran bajos niveles de transacciones, una parte de las cuentas de ahorro están inactivas y presentan saldos muy bajos, y el microcrédito tiene todavía un alcance limitado.

El avance más importante se ha dado en la proporción de adultos con algún producto financiero, que ha aumentado del 62% en el 2010 a casi un 88% en el 2020, es decir casi 32 millones de personas hoy, de acuerdo con los datos de Banca de las Oportunidades, con lo cual ya se ha cumplido la meta de inclusión financiera planteada por el Plan de Desarrollo 2018-22. El producto que más aporta al objetivo de la inclusión es la cuenta de ahorros (alrededor de 21,7 millones de adultos tienen acceso), seguida por la tarjeta de crédito (con un total de 6,8 millones de personas), en tanto que el microcrédito y el crédito de vivienda tienen todavía un alcance muy limitado (1,9 y 0,9 millones, respectivamente). Hay diferencias regionales importantes (mayor avance en Centro-Oriente y el Eje Cafetero, pero menor en la región Pacífico y el Caribe) y, sobre todo una gran disparidad entre zonas urbanas y rurales (96,4% en ciudades y aglomeraciones vs. 56,8% en municipios rurales dispersos).

Una forma de entender estos resultados es que la mejoría en los servicios financieros es notoria en términos de acceso a nuevos productos de depósito y transaccionales simplificados y digitales, incluyendo las billeteras, pero no tanto al crédito. Uno de los mecanismos más importantes para lo primero es el uso creciente de estos productos para el pago de transferencias monetarias estatales a hogares pobres y vulnerables, como Familias en Acción e Ingreso

Banca de las Oportunidades

“El lanzamiento, bajo la Administración Uribe, del programa ‘Banca de las Oportunidades’, bajo Bancóldex, representó un avance importante en este campo. Entre las nuevas entidades propiamente bancarias activas en este campo, se destaca Bancamía, un banco microfinanciero con participación accionaria del 51% de la Fundación Microfinanzas BBVA y del 49% de la Corporación Mundial de la Mujer (CMM) Medellín y la CMM Colombia.”

“...de acuerdo con el informe más reciente sobre inclusión financiera de Banca de las Oportunidades y la Superintendencia Financiera de Colombia (2020), se destaca el rápido crecimiento de puntos de contacto financiero durante la última década, especialmente de corresponsales, que cubren ahora a todos los municipios del país e incluyen corresponsales móviles y digitales, y de la red de servicios y productos digitales, que ha permitido el aumento considerable de nuevos ahorradores.”

En síntesis

“...el sistema financiero colombiano estuvo caracterizado por un notable proceso de profundización durante el auge del 2005-15, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque acentuando la concentración del sector. Gracias a los avances en materia regulatoria, el país mostró fortalezas en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. El Gobierno adoptó, además, acciones novedosas en materia de regulación, financiamiento contracíclico de los bancos de desarrollo y programas especiales de garantías que permitieron al sector financiero enfrentar con éxito la peor recesión de la historia del país, la que generó la pandemia del covid-19.”

“El elemento negativo continúa siendo el retraso en la cartera hipotecaria que no ha superado, dos décadas después, los efectos de la crisis de fines del siglo XX.”

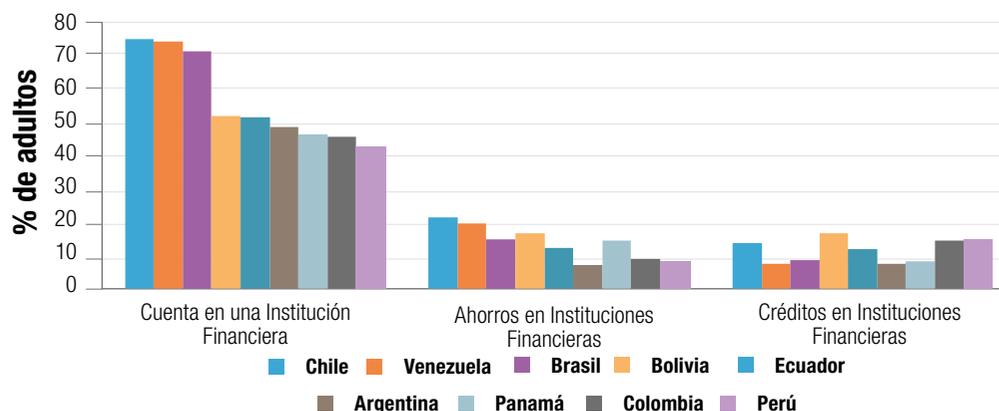
Solidario. En muchos casos, estas transacciones están atadas a cuentas de ahorro, pero no constituyen estrictamente una decisión de ahorro.

Las comparaciones internacionales también muestran resultados ambivalentes. Por el lado positivo, por tercer año consecutivo Colombia lidera el indicador del Microscopio Global, elaborado por el Economist Intelligence Unit (EIU, 2019), el cual mide el ambiente institucional favorable para el desarrollo de las microfinanzas de 55 países. Este informe resalta el buen esquema de políticas y regulación que ha puesto en marcha el país para promover la inclusión financiera y el uso de mecanismos tecnológicos para ello, así como los avances en protección del consumidor. Al mismo tiempo resalta menor el avance en conectividad y seguridad cibernética.

Los indicadores internacionales de la encuesta de inclusión financiera que realiza el Banco Mundial a 144 países (**Gráfico VI.12**) muestran una situación algo menos favorable que la que presenta el EIU. En efecto, Colombia está entre los países latinoamericanos con menor acceso a servicios financieros, ya que en el 2017 apenas el 44,9% de los adultos en nuestro país contaba con una cuenta en una institución financiera, mientras en otros países del continente, como Brasil, Chile o Venezuela, dicho nivel superaba el 70%. Este dato puede estar subestimado para nuestro país, si se tienen en cuenta los calculados con información de la oferta por la Banca de las Oportunidades. Esta diferencia entre los datos de la demanda y oferta puede reflejar los problemas de uso que tienen los productos de depósitos y transaccionales, o estar asociada a la falta de educación financiera e información de la población pobre colombiana. Colombia tiene, sin embargo, una mejor presencia relativa en la formalización del crédito, en la medida que casi el 14,5% de adultos cuenta con un crédito de una institución financiera, un registro bajo, pero superior al de casi todos los países de la región.

En síntesis, el sistema financiero colombiano estuvo caracterizado por un notable proceso de profundización durante el auge del 2005-15, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque acentuando la concentración del sector. Gracias a los avances en materia regulatoria, el país mostró fortalezas en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. El Gobierno adoptó, además, acciones novedosas en materia de regulación, financiamiento contracíclico de los bancos de desarrollo y programas especiales de garantías que permitieron al sector financiero enfrentar con éxito la peor recesión de la historia del país, la que generó la pandemia del covid-19. Cabe destacar también los avances en materia de extensión de plazos y de aumento de la inclusión financiera durante ya más de una década. El elemento negativo continúa siendo el retraso en la cartera hipotecaria que no ha superado, dos décadas después, los efectos de la crisis de fines del siglo XX.

Gráfico VI.12
Comparación internacional de inclusión financiera (2017)



Fuente: Global Findex del Banco Mundial

De cara al futuro, resulta perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. Esto incluye los crecientes retos en materia de transformación digital que se derivan de las nuevas tecnologías y los nuevos actores del mercado que seguirán llegando en un escenario de revolución tecnológica, un contexto en el que la regulación deberá estar también a la vanguardia para promover más competencia, así como para “nivelar la cancha” con los nuevos actores, sin que se generen arbitrajes regulatorios o riesgos para el sistema. Si bien el sector bancario colombiano ha alcanzado importantes avances, que reflejan el trabajo y liderazgo de la industria en materia de digitalización e innovación, continuar avanzando en este frente le brindará herramientas para mejorar sus modelos de negocio bajo esquemas dinámicos y competitivos.

Si bien en la regulación de los retos asociados a los altos niveles de concentración y la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior se han observado avances importantes, aún persisten asuntos pendientes en estos frentes. Subsisten, por otra parte, interrogantes sobre el fuerte crecimiento que tuvo el endeudamiento externo privado durante la segunda década del siglo y los altos niveles actuales de déficit fiscal, que será necesario financiar en parte con crédito externo. En ambos casos existen riesgos de una nueva interrupción o una elevación fuerte de las tasas de interés a las cuales puede acceder el país al financiamiento externo, en condiciones en las cuales ha perdido el grado de inversión. De igual forma, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la inclusión financiera, ya que está demostrado que puede ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana.

Retos de la regulación frente a la transformación digital

“De cara al futuro, resulta perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. Esto incluye los crecientes retos en materia de transformación digital que se derivan de las nuevas tecnologías y los nuevos actores del mercado que seguirán llegando en un escenario de revolución tecnológica, un contexto en el que la regulación deberá estar también a la vanguardia para promover más competencia, así como para ‘nivelar la cancha’ con los nuevos actores, sin que se generen arbitrajes regulatorios o riesgos para el sistema. Si bien el sector bancario colombiano ha alcanzado importantes avances, que reflejan el trabajo y liderazgo de la industria en materia de digitalización e innovación, continuar avanzando en este frente le brindará herramientas para mejorar sus modelos de negocio bajo esquemas dinámicos y competitivos.”

REFERENCIAS

Aceña, Pablo Martín y Jaime Reis (eds.) (2000), *Monetary Standards in the Periphery – Paper, Silver and Gold, 1854–1933*, Londres: Macmillan.

Alviar, Oscar (1974), *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo Editores. [Esta obra tiene varias ediciones posteriores].

ANIF (2006), *Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: Análisis y propuestas sobre la consolidación Bancaria (1990-2006)*, Informe presentado al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, junio.

Arango, Miguel (2006), “Evolución y crisis del sistema financiero colombiano,” *Serie Estudios y Perspectivas*, No.11, Santiago: CEPAL.

Asobancaria (Asociación Bancarias de Colombia) (1990), *Serie Estadísticas del Sistema Financiero Colombiano, Bancos Comerciales 1924-1989*.

Asobancaria (2014), “Autocontrol: la piedra angular del control interno,” *Semana Económica*, No. 970, octubre 20.

Asobancaria (2014b), “Informe trimestral de inclusión financiera”, diciembre.

Asobancaria (2018), *Regulación de riesgos financieros: Una visión comparada*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

Asobancaria (2021), “Cifras de seguimiento a las medidas”, <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/sala-de-prensa/publicaciones-/medidas-de-la-superfinanciera-ante-coyuntura-por-covid-/cifras-de-seguimiento-a-las-medidas-10103899>

Avella, Mauricio (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia, 1886-1945*, Bogotá: Contraloría General de la República.

Avella, Mauricio (2007), “El Encaje Bancario en Colombia: Perspectiva General”, *Borradores de Economía*, No. 470, Bogotá: Banco de la República, 2007.

Banca de las Oportunidades y Superintendencia Financiera de Colombia (2020), *Reporte de Inclusión Financiera 2020*, disponible en: <https://bancadelasoportunidades.gov.co/>

Banco de la República, Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas (1982), “Controles monetarios y distorsiones estadísticas”, *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.

Banco de la República, GRECO (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico) (2002), *El Crecimiento Económico Colombiano en el Siglo XX*, Bogotá: Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.

- Barajas, Adolfo, Roberto Steiner y Natalia Salazar (1998), "Interest Spreads in Banking: Costs, Financial Taxation, Market Power, and Loan Quality in the Colombian Case, 1974-96", *IMF Working Paper*, WP/98/110, Agosto.
- Beim, David y Charles Calomiris (2001), *Emerging Financial Markets*, Nueva York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bergquist, Charles (1978), *Coffee and Conflict in Colombia, 1886-1910*, Durham: Duke University Press.
- Bértola, Luis y José Antonio Ocampo (2013), *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Botero, María Mercedes (1985), "Instituciones bancarias en Antioquia, 1872-1886", en *Lecturas de Economía*, N° 17, mayo-agosto.
- Botero, María Mercedes (1989), "El Banco de Antioquia: un modelo de banco regional, 1872-1886", en *Estudios Sociales*, N° 5, septiembre.
- Botero, María Mercedes (1994), "El Banco de Antioquia y el Banco de Sucre, 1872-1920", en Fabio Sánchez (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-FEDesarrollo-Asociación Bancaria de Colombia.
- Caballero Argáez, Carlos y Miguel Urrutia (2006), "Las Crisis Financieras del Siglo XX," en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte II.
- Cadena, Héctor (2002), "Crisis financieras en Colombia, qué se ha hecho?", en Angélica Arbeláez, Héctor Cadena, María Mercedes Carrasquilla y Sandra Zuluaga (eds.), *Crisis Financiera y Respuesta de Política*, Bogotá, Fedesarrollo y Alfaomega.
- Calderón, Carlos (1905), *La cuestión monetaria en Colombia*, Madrid: Tipografía de la Revista de Archivos.
- Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.
- Camacho, José (1903), *Estudios económicos*, Bogotá: Imprenta La Crónica.
- Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (eds.) (2003), *Industrialización y Estado en América Latina: La leyenda negra de la posguerra*, México: Lecturas de El Trimestre Económico, No. 94.
- Cárdenas, Mauricio y Alejandro Badel (2003), "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: Causas y consecuencias," *Documento No. 500*, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Carrasquilla, Alberto y Juan Pablo Zárate (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera, 1998-2001," en ANIF, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: ANIF.
- Carrizosa, Mauricio (1979), "Los Fondos Financieros del Banco de la República", en Carlos Caballero Argáez (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, capítulo IX.
- Carrizosa, Mauricio (1986), *Hacia una recuperación del mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1957), *Análisis y proyecciones del desarrollo económico: El desarrollo económico de Colombia*, México: CEPAL, 1957. (El Anexo Estadístico de este estudio fue reproducido casi en su totalidad en la sección sobre "Estructura económica 1924-1950" del *Boletín Mensual de Estadística* del DANE, No. 226, mayo de 1970).
- Clavijo, Sergio (2000), "Hacia la Multibanca en Colombia: Retos y Retazos Financieros", *Borradores de economía No. 150*, Bogotá: Banco de la república.
- Clavijo, Sergio, Rojas, Carlos y Alejandro, González (2010), *La Crisis Financiera Internacional: El Tránsito Hacia Basilea III*, Bogotá: disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/BasileaIII.pdf>
- Corte Constitucional (1999), Sentencia C-481, disponible en: <http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1999/C-481-99.htm>
- Delgado, Luis Fernando y Pablo Roda (1998), "El apoyo del Estado al Sector financiero en su reciente crisis: Recursos dirigidos y costos asociados," *Banca y Finanzas*, febrero.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, Nos. 1-2, pp. 1.24.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (2003), *Régimen de Comercio Exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Dornbusch, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 253-316.
- EIU (Economist Intelligence Unit) (2019), *Global Microscope 2019: The Enabling Environment for Financial Inclusion*, disponible en: <https://www.centerforfinancialinclusion.org/global-microscope-2019>
- Erten, Bilge y José Antonio Ocampo (2013), "Super Cycles of Commodity Prices since the Mid-Nineteenth Century", *World Development* 44, 14–30.
- Fajardo, Carlos Jaime y Néstor Rodríguez Ardila (1980), "Tres décadas del sistema financiero colombiano, 1950-1979", en Mauricio Cabrera (ed.), *Sistema Financiero y Políticas antiinflacionarios*, Bogotá, Editorial Presencia.
- Fedesarrollo (2015), "El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia," *Tendencia Económica*, No. 152, febrero.
- Fernández Rivas, Javier (1990), "Un marco para el desarrollo del sector financiero," en Eduardo Lora (ed.), *Apertura y Modernización: Las reformas de los noventa*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Fernández Rivas, Javier (1994), *Sector Financiero: Motor del Desarrollo*, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.
- Fernández Rivas, Javier (2000), capítulo V, nota 2, p. 7. Puede ser Fernández Rivas, Javier (2000), "Recuperación o catástrofe: proyecciones macroeconómicas 2000-2001", Seminario Prospectiva Económica y Financiera, febrero 16.
- Figueroa, Alejandro, Antonio Urdinola y Fernando Vélez (1999), "El Sector Financiero, sus perspectivas, necesidades de crecimiento y cambios institucionales," en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1979.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2012), *Staff Report for the 2021 Article IV Consultations*, disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/03/23/Colombia-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-50301>, marzo 23.
- Fogafin (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2001), *Fogafin y la Recuperación de la Banca*, Documento presentado a la Convención Bancaria.
- Fogafin (2009), *Crisis financiera colombiana en los años noventa: Origen, resolución y lecciones institucionales*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Fogafin (2015), "Intervención en crisis financiera 1998-2008: Costos netos y necesidades de liquidez," presentación en power point, febrero.
- García, Nidia (2013), "¿Por qué es importante la educación económica y financiera para los bancos centrales?," *Reportes del Emisor*, No. 169, junio.
- Gómez, Hernando José (1990), "Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco Central", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XVIII.

- González Muñoz, César y Amanda García (2002), “Una Visión Historiográfica del Sistema Financiero Colombiano 1923-2001”, en ANIF, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: ANIF.
- Hernández Gamarra, Antonio (1976), “Política de redescuento, 1950-1970”, en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, capítulo 5.3.
- Hernández C., Gerardo (2014), “Retos de la banca frente a las mejores prácticas internacionales recomendadas por Basilea”, Presentación en la Asamblea de ANIF, Superintendencia Financiera de Colombia, octubre 8.
- Hernández C., Gerardo (2018), “Contexto histórico y estabilidad financiera de Colombia en la última década”, en *Asobancaria* (2018), capítulo 3.
- Ibáñez Najjar, Jore Enrique (1990), “La reforma de 1951”, en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.
- Jaramillo, Esteban (1990), *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Banco de la República.
- Jaramillo, Juan Carlos (1982), “El proceso de liberación del mercado financiero colombiano”, *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.
- Junguito, Roberto (1995), *La deuda externa de Colombia en el siglo XIX: Cien años de incumplimiento*, Bogotá: Tercer Mundo-Banco de la República.
- Kalmanovitz, Salomón y Mauricio Avella (1998), “Barreras del Desarrollo Financiero: Las Instituciones Monetarias Colombianas en la década de 1950”, *Borradores de Economía No. 104*, Bogotá, Banco de la República. Reproducido en Salomón Kalmanovitz (ed.), *Ensayos sobre Banca Central en Colombia, Comportamiento Independencia e Historia*, Bogotá: Grupo Editorial Norma y Banco de la República, 2003.
- Kindleberger, Charles P. y Robert Z. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 5ª edición, Houndmills: Palgrave.
- Laeven, Luc y Fabián Valencia (2012), “Systemic Banking Crises Database: An Update”, *IMF Working Paper 12/163*, Junio.
- Levine, Ross (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,” *Journal of Economic Literature*, 35(2), junio.
- López, Alejandro (1990a), “La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903-1923”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, capítulo IV.
- López, Alejandro (1990b), “El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945”, en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XI.
- Lora, Eduardo y Natalia Salazar (1995), ¿Podría repetirse 1982? Un análisis de los riesgos macroeconómicos y financieros en Colombia, Bogotá: Fedesarrollo.
- Martínez Neira, Nestor Humberto y José Miguel Calderón López (2003), “Un análisis de la regulación prudencial en el caso colombiano y propuestas para reducir sus efectos procíclicos,” Serie financiamiento para el desarrollo, No. 126, febrero.
- Marulanda, Beatriz (2005), “Del microcrédito a las microfinanzas en Colombia”, *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 249-254.
- McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution Press.
- Meisel, Adolfo (1990a), “Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, capítulo V.
- Meisel, Adolfo (1990b), “El Banco de la República, 1946-1954 y la reforma de 1951”, en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.
- Meisel, Adolfo y Alejandro López (1990), “Papel moneda, tasas de interés y reevaluación durante la Regeneración”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, capítulo III.
- Meisel, Adolfo y Eduardo Posada (1994), “Los bancos de la Costa Caribe, 1873-1925”, en Fabio Sánchez (ed.), *Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-Fedesarrollo-Asociación Bancaria de Colombia.
- Minsky, Hyman P. (1982), *Can “it” Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Misión del Mercado de Capitales (2019), Informe Final, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Grupo del Banco Mundial y Embajada de Suiza.
- Misión para la Transformación del Campo (2014), *Sistema nacional de crédito agropecuario: Propuesta de Reforma*, diciembre, disponible en: <https://www.dnp.gov.co/programas/agricultura/Paginas/mision-para-la-transformacion-del-campo-colombiano.aspx>
- Mora, Mauricio (1992), “Transformación del Sistema Bancario Colombiano, 1924-1931”, *Desarrollo y Sociedad*, N 30, 1992: 145-187.
- Mora, Mauricio, Maribel Serna y Natalia Serna (2011), *Las entidades bancarias en Colombia, consecuencia de un movimiento constante del sector bancario*, Medellín: EAFIT.
- Ocampo, José Antonio (1984), *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Bogotá: Siglo XXI-Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (1989), “Ciclo Cafetero y el Comportamiento Macroeconómico en Colombia, 1940-1987”, *Coyuntura Económica*, octubre y diciembre.
- Ocampo, José Antonio (1994), “Regímenes monetarios variables en una economía preindustrial: Colombia, 1850-1933”, en Fabio Sánchez Torres (ed.), *Ensayos de Historia monetaria y Bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-Fedesarrollo-Asociación Bancaria de Colombia. Reproducido en Ocampo (2015b), capítulo IV.
- Ocampo, José Antonio (2003), “Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries,” en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Londres: Palgrave/Macmillan y UNU/WIDER, pp. 217-244.
- Ocampo, José Antonio (ed.) (2015a), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición revisada y actualizada, Bogotá: Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (ed.) (2015b), *Café, industria y macroeconomía: Ensayos de historia económica colombiana*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica y Banco de la República.
- Ocampo, José Antonio (ed.) (2015c), *Una historia del sistema financiero colombiano*, Bogotá: Portafolio y Asociación Bancaria de Colombia.
- Ocampo, José Antonio (2015d), “La crisis mundial y el cambio estructural (1929-1945)”, en Ocampo (ed.) (2015a), capítulo VI.
- Ocampo, José Antonio (2015e), “Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy”, en Mario Damill, Martín Rapetti and Guillermo Rozenwurcell (eds.), *Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*, Nueva York: Columbia University Press e Initiative for Policy Dialogue, capítulo 11.

- Ocampo, José Antonio (2015f), "Performance and Challenges of the Colombian Economy," en Jonathan D. Rosen y Bruce M. Bagley (eds.), *Colombia's Political Economy at the Outset of the Twenty-First Century: From Uribe to Santos*, Lanham: Lexington Books, capítulo 1.
- Ocampo, José Antonio, Catalina Crane y Stefano Farné (1990), "Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-1987," en Günther Held y Raquel Szalachman (eds.), *Ahorro y asignación de recursos financieros: experiencias latinoamericanas*, Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.
- Ocampo, José Antonio y Santiago Montenegro (1984), "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", en José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro, *Crisis mundial, protección e industrialización*, Bogotá: CERECA, capítulo II.
- Ocampo, José Antonio, Mauricio Avella, Joaquín Bernal y María Errázuriz (2015), "La industrialización y el intervencionismo estatal (1945 -1980)", en Ocampo (ed.) (2015a), capítulo VII.
- Ocampo, José Antonio y Jonathan Malagón (2015), "Colombian Monetary and Exchange Rate Policies Over the Past Decade," *Comparative Economic Studies*, 57(3), pp. 454-482.
- Ocampo, José Antonio y Carmen Astrid Romero (2015), "La búsqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2014)," en Ocampo (ed.) (2015a), capítulo VIII.
- Ocampo, José Antonio y Juan David Torres (2021), "El papel de la banca de desarrollo en la promoción de la innovación", Bogotá: FESCOL, agosto.
- Ortega, Francisco (1979), "Política monetaria y sector financiero", en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, capítulo XIII.
- Palacios, Marco (1983), *El café en Colombia, 1850-1970: una historia económica, social y política*, 2ª ed., México y Bogotá: El Colegio de México/El Ancora Editores.
- Palacios Mejía, Hugo (1986), *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Pardo Pardo, Alberto (1972), *Geografía económica y humana de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.
- Rippy, J. Fred (1952), "Rainbow-Chasing in the Tropics: British Economic Activities in Northern South America", *Inter-American Economic Affairs*, Invierno.
- Rippy, J. Fred (1953), "British Investments in Colombian Mines", *Inter-American Economic Affairs*, Invierno.
- Rojas, Carlos y Alejandro González (2008), *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnóstico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*, ANIF, diciembre, disponible en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf
- Romero, Carmen Astrid (1992), *La banca libre en Bogotá, 1872-1922*, Tesis de Magister, Universidad Nacional de Colombia.
- Romero, Carmen Astrid (1994), "La banca privada en Bogotá, 1870-1922" en Fabio Sánchez (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-FEDESARROLLO-Asociación Bancaria de Colombia.
- Salazar, Natalia (2005a), "Evolución y determinantes del margen de intermediación en Colombia", *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 227-239.
- Salazar, Natalia (2005b), "Represión financiera y márgenes de intermediación", *Carta Financiera*, No. 131, ANIF, septiembre.
- Samper, Miguel (1925-1927), *Escritos político-económicos*, Bogotá: Editorial de Cromos.
- Sánchez, Fabio (1990), "Aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia: política y evidencia empírica", en *Cuadernos de Economía*, N° 14.
- Sánchez, Fabio (1994), "Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939", en Fabio Sánchez (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-FEDESARROLLO-Asociación Bancaria de Colombia.
- Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York: Oxford University Press.
- Shiller, Robert J. (2015), *Irrational Exuberance*, 3ª edición, Princeton: Princeton University Press.
- Stiglitz, Joseph E. (2001), "Information and the Change of Paradigm in Economics," Conferencia al recibir el Premio Nobel de Economía, disponible en: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf
- Stiglitz, Joseph E. y Bruce Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- SFC (Superintendencia Financiera de Colombia) (2021), *Informe estadístico de seguimiento de las medidas de coyuntura*, septiembre.
- Torres García, Guillermo (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Medellín: FAES.
- Triffin, Robert (1944), "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del Banco de la República*, agosto.
- Urdinola, Antonio (1976), "El crédito de fomento y la banca comercial," en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, capítulo 7.3.
- Uribe, José Darío (2013), "El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente," *Nota Editorial, Revista del Banco de la República*, No. 1023, enero.
- Uribe, José Darío y Hernando Vargas (2002), "Financial Reform, Crisis and Consolidation: Colombia", *Borradores de economía*, Bogotá: Banco de la República.
- Urrutia, Miguel (1979), *Cincuenta años de desarrollo económico colombiano*, Bogotá: La Carreta.
- Urrutia, Miguel (1999), "Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación," *Nota Editorial, Revista del Banco de la República*, No. 859, mayo.
- Urrutia, Miguel, Carlos Caballero y Diana Lizarazo (2006), "Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia", en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte I.
- Villar, Leonardo, David Salamanca y Andrés Murcia (2005), "Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003," *Desarrollo y Sociedad*, No. 55, primer semestre.
- Villar, Leonardo, José Romero y César Pabón (2015), *Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿Ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?*, Programa Regional de Políticas Sociales en América Latina (SOPLA), Bogotá: Fedesarrollo.
- Wiesner Durán, Eduardo (1978), "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia", en Eduardo Wiesner Durán (ed.), *Política económica externa de Colombia 1978*, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia.
- Zárate, Juan, Adolfo Cobo y José Gómez (2012), "Leciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financiera en Colombia," *Borradores de Economía*, No. 708, mayo.
- Zuleta, Hernando (1997), *Una visión general del sistema financiero colombiano*, Borradores Semanales de Economía No. 71, Bogotá: Banco de la República.

**UNA HISTORIA DEL SISTEMA
FINANCIERO COLOMBIANO
1870 - 2021**

Una publicación de ASOBANCARIA

ISBN 978-958-9040-83-6

© 2021 Asobancaria

Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción total o parcial por cualquier medio impreso o audiovisual sin permiso escrito de Asobancaria.



Hernando José Gómez Restrepo
Presidente

Alejandro Vera Sandoval
Vicepresidente Técnico

Janeth Liliana Huérfano González
Asesora de Presidencia

Germán Montoya Moreno
Director Económico

Ángela Andrea Fajardo Moreno
Jefe Estudios Financieros



Javier Díaz Fajardo
Presidente Bancóldex

Diana Santamaría Ramírez
Directora de Comunicaciones y Prensa

Juanita Botero Sáenz
Jefe de Presidencia



Una obra editada en Colombia por
MNR COMUNICACIONES Y EDICIONES S.A.S.
www.mnrediciones.com
info@mnrediciones.com
Bogotá, D. C., Colombia

María Lía Neira Restrepo
Dirección y edición gráfica y editorial

Hellen Murphy Colaboración editorial

Ricardo G. Rivadeneira V. Investigación iconográfica

Juan Felipe Montealegre Asistente investigación iconográfica

Rosita Fajardo Torres Diseño y diagramación

Babel Group Diseño de cubierta

William Ballén Gráficos y cuadros estadísticos

Martha Sotomayor Corrección de estilo

Final Touch Digital Prerensa digital

Panamericana Formas e Impresos Impresión

Impreso en Colombia

Colaboración fotografías

Archivo ministerio de Hacienda y Crédito Público Pág. 228 Alberto Carrasquilla Barrera.

Banco de la República Pág. 153 Francisco J. Ortega Acosta. Pág. 177 Guillermo Perry Rubio. Pág. 188 Miguel Urrutia, miembro Junta Directiva del Banco de la República. Pág. 222 Mauricio Cárdenas Santamaría. Pág. 235 Reunión miembros Junta Directiva Banco de la República, 1994 – 2014.

Biblioteca del Congreso de los Estados Unidos de América Pág. 71 Nueva York, Gran Depresión, 1929. Pág. 71 Nueva Orleans, inicios del siglo XX. Pág. 75 Acuerdo Bretton Woods, 1944. Pág. 81 Edwin W. Kemmerer. Pág. 105 Lauchlin Currie.

Biblioteca Luis Ángel Arango Pág. 65 Ferrocarril de Panamá, Grabado de R.S. Bross. Pág. 81 Edificio Banco de la República, 1938.

Biblioteca Nacional de Colombia. Pág. 34 Acuarela, Lavadoras de oro, Antioquia.

Biblioteca Pública Piloto de Medellín para América Latina Pág. 32 Banco de Bogotá, 1931. Fotografía Rodríguez, 1889-1995. Pág. 47 Sitio Viejo, horno calcinador. S.F. Puerta G., Bernardo. Pág. 59 Interiores de Banco Comercial antioqueño, ubicado entre la calle Colombia y Pichincha con Carabobo, Medellín, 1942. Mejía, Francisco, 1899-1979. Pág. 65 Banco Alemán Antioqueño, 1914. Fotografía Rodríguez, 1889-1995. Pág. 66 Banco Mercantil Americano, 1922. Fotografía Rodríguez, 1889-1995. Pág. 71 Banco Mercantil Americano, 1922. Fotografía Rodríguez, 1889-1995. Pág. 77 Secadora dn. C. Isaza. Hernández Hernández, Ángel. Pág. 94 Fabricato. Carvajal Pérez, Gabriel 1916-2008. Pág. 111 Carrera 7a., 1963. Carvajal Pérez, Gabriel 1916-2008. Pág. 125 Trilladoras Unidas, 1959. Carvajal Pérez, Gabriel 1916-2008.

Cámara Lucida – ©Óscar Garcés Pág. 159 La Alpujara, centro de Medellín.

©Carlos A. Carvajal Pág. 7 Hernando José Gómez, presidente Asobancaria y Javier Díaz, presidente Bancóldex.

Colpatria Pág. 209 Carlos Pacheco Devia.

Davienda Pág. 209 Luis Guillermo Soto Gómez.

El Tiempo Pág. 85 Tranvía de Bogotá. Pág. 98 Gustavo Rojas Pinilla. Pág. 131 Misael Pastrana Borrero. Pág. 135 Julio César Turbay Ayala. Pág. 141 Alfonso López Michelsen. Pág. 142 Noemí Sanín Posada. Pág. 153 Puerto de Santa Marta. Pág. 170 César Gaviria Trujillo. Pág. 185 Sara Ordóñez Noriega. Pág. 188 María Mercedes Cuéllar López. Pág. 196 Juan Camilo Restrepo Salazar. Pág. 209 Luis Carlos Sarmiento Angulo. Pág. 209 Jorge Londoño Saldarriaga. Pág. 209 Jaime Gilinski Bacal. Pág. 209 José Alejandro Cortés Osorio. Pág. 217 Bolsa de Valores de Bogotá.

Federación Nacional de Cafeteros Pág. 139 Paisaje cafetero. Pág. 139 Sacos de café, producto exportación.

Fundación Grupo Social Pág. 85 Mujeres cajeras, Círculo de Obreros. Pág. 125 Fachada de la oficina principal, Caja de Ahorros del Círculo de Obreros. Pág. 209 Padre José María Campoamor S.J., Grupo Social.

Museo Casa Colonial, Instituto de Cultura y Turismo de Pamplona Pág. 52 Guerra los Mil Días, batalla de Palonegro 1900.

Museo del Banco de Bogotá Pág. 111 Bolsa de Bogotá, década 1970. Pág. 125 Banco aéreo del Banco de Bogotá, 1965.

Museo del Petróleo, Ecopetrol Pág. 85 Compañía petrolera, día de pago.

Museo Nacional de Colombia Pág. 18 Ilustración, hombres de negocios, siglo XIX. Pág. 47 Bono Ferrocarril del Norte, 1876. Pág. 65 Iglesia y puente de San Francisco, Bogotá.

National Archives and Record Administration (NARA) Pág. 153 Presidente Virgilio Barco.

Revista Semana Pág. 9 Roberto Junguito Bonnet ©Karen Salamanca.

©Ricardo Rivadeneira Pág. 128 Centro Internacional de Bogotá. Pág. 168 Torre Colpatria, 1997. Pág. 210 Carlos Caballero Argáez. Pág. 215 Edificio Banco Caja Social, Bogotá.

Adobe Stock Pág. 36 Moneda 1909 ©Yaroslav. Pág. 115 UPAC ©wirojsid. Pág. 139 Monedas, bonaza económica ©David. Pág. 153 Crisis financiera ©RomanR. Pág. 179 Fomento agrario ©Andrés Rivas. Pág. 179 Puerto de Buenaventura, Colombia ©Sebasfxiarte. Pág. 179 Sede Fondo Monetario Internacional, Washington D. C. ©Roman Babakin. Pág. 179 Apoyo a entidades territoriales ©EGT. Pág. 179 Generación energía eléctrica ©underworld. Pág. 189 Panorámica de Bogotá, D. C. ©pabloacruz. Pág. 192 Crisis Asiática, 1997 ©kromkrathog. Pág. 212 Edificio Bancolombia, sede principal en Medellín ©camaralucida1. Pág. 215 Crisis financiera ©nyker. Pág. 215 Nuevas tecnologías ©Rymden. Pág. 215 Cajero automático ©ifeelstock. Pág. 222 Industria cuero ©Drobot Dean. Pág. 241 Recuperación económica post covid-19 ©Celt Studio. Pág. 241 Dinero tecnología chip ©Maryia. Pág. 241 Relacionamiento social covid-19 ©Halfpoint. Pág. 241 Tecnologías avanzadas de pago ©goodluz.



José Antonio Ocampo

Asobancaria y Bancóldex presentan, con especial agrado, **UNA HISTORIA DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO, 1870 – 2021**, la cual constituye una actualización completa de la primera edición de la obra escrita en el 2014 por el profesor José Antonio Ocampo, economista de reconocida trayectoria a nivel latinoamericano y mundial.

Dada la importancia académica que ha adquirido la obra, desde hace algún tiempo se hacía necesario reforzarla con aspectos esenciales para el entendimiento del sector financiero actual, como los antecedentes históricos desde el Siglo XIX, la creación de las instituciones que nos rigen hoy día y la respuesta del sector financiero frente a los retos de los años más recientes. El profesor Ocampo recoge con lujo de detalles estos temas en una edición en la que, además de los textos, se han ampliado el tamaño, el diseño y la caracterización de las versiones impresa y digital, buscando mayor facilidad en su uso y consulta.