



# UNIVERSIDAD DE ANTIOQUIA




## Facultad de Ciencias Económicas

Esta obra está bajo una licencia *Creative Commons* Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional (CC BY-NC-SA 4.0)

Usted es libre de:

- Compartir** — copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato
- Adaptar** — remezclar, transformar y construir a partir del material

Bajo las condiciones siguientes

-  **Atribución** — Usted debe dar crédito de manera adecuada, brindar un enlace a la licencia, e indicar si se han realizado cambios. Puede hacerlo en cualquier forma razonable, pero no de forma tal que sugiera que usted o su uso tienen el apoyo de la licenciante.
-  **NoComercial** — Usted no puede hacer uso del material con propósitos comerciales.
-  **CompartirIgual** — Si remezcla, transforma o crea a partir del material, debe distribuir su contribución bajo la misma licencia del original.

**No hay restricciones adicionales** — No puede aplicar términos legales ni medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otras a hacer cualquier uso permitido por la licencia.



Los autores que publiquen en esta revista aceptan que conservan los derechos de autor y ceden a la revista el derecho de la primera publicación



# UNIVERSIDAD DE ANTIOQUIA

Jhon Jairo Arboleda Céspedes  
*Rector*  
Universidad de Antioquia

Jair Albeiro Osorio Agudelo  
*Decano*  
Facultad de Ciencias Económicas

Claudia Cristina Medina Palacios  
*Jefe de Departamento*  
Departamento de Economía

Carlos Andrés Vasco Correa  
*Editor Director*  
Lecturas de Economía

**DOI:** <https://doi.org/10.17533/udea.le>

**Periodicidad:** semestral

**Formato:** 27 x 17 cm

**Correspondencia y canje**

Lecturas de Economía, Departamento de Economía,  
Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Antioquia.  
Calle 67 #53-108 Medellín, Colombia.

<https://revistas.udea.edu.co/index.php/lecturasdeeconomia>

Dirección electrónica: [revistalecturas@udea.edu.co](mailto:revistalecturas@udea.edu.co)

Medellín, Colombia

El depósito legal se realiza bajo el Decreto 460 del 16 de marzo de 1995, ante la Biblioteca Nacional de Colombia

El contenido de los artículos, notas y reseñas publicadas en esta revista son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja la opinión de la Universidad de Antioquia, la Facultad de Ciencias Económicas o del Departamento de Economía.

*Publicación clasificada en categoría C por el Ministerio de Ciencia Tecnología e Innovación —MinCiencias— en el Índice bibliográfico nacional de revistas colombianas especializadas en ciencia, tecnología e innovación —Publindex—.*

## Contenido

### EDITORIAL

#### **La economía colombiana en los últimos cien años**

JUAN JOSÉ ECHAVARRÍA SOTO Y ADOLFO MEISEL ROCA

El presente texto expone algunos desarrollos centrales en la historia económica de Colombia en los últimos cien años, partiendo de 1923, año de creación del Banco de la República. Para ello, se analiza la dinámica de la economía, la evolución de la pobreza, la calidad de vida y la distribución del ingreso; así como la evolución de la industria y el grado de convergencia en el ingreso per cápita regional, en cuanto a la “estructura” productiva del país. También, se abordan tres aspectos de la política económica y sus resultados: la política monetaria y la inflación; la política cambiaria y la evolución de la tasa de cambio; y la política comercial, las exportaciones y las importaciones.

7

### ARTÍCULOS

#### **La era del oro y el sector financiero: Antioquia 1850-1886**

MARÍA MERCEDES BOTERO

Este artículo presenta una exhaustiva revisión de las formas de comercio externo y el surgimiento de nuevos medios de pago en Antioquia en el período 1850-1886. Para ello, se realizó una investigación acerca de la prensa existente. Se acudió a la Sala de Periódicos de la Universidad de Antioquia y a los archivos documentales de la Sala Patrimonial de la Universidad EAFIT, descubriendo que, en los periódicos del siglo XIX orientados a los negocios y asuntos económicos, era frecuente encontrar asuntos relacionados con la letra de cambio. Así mismo aparecía una sección denominada “Revista del Mercado”, en la cual se consignaba valiosa información, como lo son datos alusivos al precio de las letras de cambio sobre el exterior.

49

#### **Cien años de finanzas públicas territoriales en Colombia**

DIANA RICCIULLI-MARÍN, JAIME BONET-MORÓN Y GERSON JAVIER PÉREZ-VALBUENA

Este artículo presenta cien años de historia de finanzas públicas territoriales en Colombia, a través del análisis de series históricas de ingresos y gastos ejecutados por municipios, departamentos y el gobierno nacional durante el periodo 1923-2020. El artículo destaca cuatro grandes momentos en la historia fiscal de las entidades territoriales. Las décadas de 1910 y

85

1920 representan un primer momento de fortalecimiento de la autonomía fiscal de los gobiernos subnacionales. Con la República Liberal en los años de 1930, inició un segundo periodo caracterizado por reformas centralizadoras que buscaron robustecer los ingresos del gobierno nacional central. En el lapso de 1960-1990, se corrigen los desbalances fiscales existentes con el aumento de las transferencias, la creación de institutos descentralizados y un nuevo estatuto tributario territorial. Un último momento inicia con la Constitución Política de 1991, la cual impulsó la descentralización y abrió el camino hacia reformas que construyeron el actual marco normativo.

### **Impacto de la tasa de referencia de política monetaria en las tasas de interés del sistema financiero: evidencia para Colombia**

ELMER SÁNCHEZ-DÁVILA, ERIK MUÑOZ HENRÍQUEZ Y FRANCISCO GÁLVEZ GAMBOA

Los bancos centrales tienen como objetivo mantener la estabilidad de precios. Para lograrlo, estos siguen una regla de política monetaria que es manejada de manera autónoma e independiente; siendo su herramienta principal la tasa de referencia de política monetaria. La efectividad de la política monetaria para asegurar la estabilidad de precios dependerá de qué tan rápido reaccione el sistema financiero local cambiando sus tasas internas ante movimientos de la tasa de referencia. El objetivo central de la presente investigación es evaluar la efectividad, temporal y contemporánea, del Banco de la República; para ello, se utiliza un Modelo de Corrección de Errores (MCE) lineal para el periodo comprendido entre mayo 2002 y abril 2023. Los resultados sugieren que el efecto traspaso es mayor en las tasas de interés activas que pasivas. Respecto a la velocidad de transmisión: i) las tasas de interés de corto plazo, en particular las tasas pasivas y la tasa activa corporativa, se ajustan en menor tiempo que las de largo plazo y ii) las tasas de interés pasivas se ajustan más rápidamente que las tasas de interés activas.

133

### **Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023**

CARLOS CABALLERO-ARGÁEZ Y PILAR ESGUERRA-UMAÑA

El presente artículo analiza los regímenes cambiarios en Colombia entre 1923 y 2023. En él, se destacan los periodos clave de inestabilidad monetaria e intervenciones políticas. Asimismo, identifica los retos que han implicado dichos regímenes y traza su evolución, haciendo hincapié en el cambio hacia un sistema cambiario flexible y en los debates en torno a la necesidad de intervenciones en el mercado.

167

### **La formación de la banca central en América Latina: orígenes y primeros desafíos**

JUAN FLORES ZENDEJAS Y CARLOS MARICHAL

Este artículo ofrece una síntesis panorámica de la historia de la formación de los bancos centrales en América Latina y sus reacciones frente a la Gran Depresión, incluyendo una sección sobre sus antecedentes más importantes. Se argumenta que los bancos centrales surgieron en América Latina desde 1923 en adelante a partir de coyunturas políticas, económicas y financieras particulares a cada nación del hemisferio. Sin embargo, resulta de notable interés proponer un análisis comparativo para establecer paralelos y contrastes. Se inicia el artículo con la revisión de algunos antecedentes históricos referentes a las políticas monetarias de principios del siglo XX en la región y del papel de los principales bancos antes de la formación de los bancos centrales. Seguidamente, se revisan algunas de las fuerzas que llevaron a la formación de los bancos centrales durante los años de 1920, y se comparan con la formación de los bancos

203

centrales que surgieron después de la crisis de 1929. Se enfatiza el papel de los llamados money doctors y el de la Gran Depresión como factores que moldearon las funciones de los bancos centrales latinoamericanos en esas primeras décadas de existencia.

**RESEÑA**

**Junta Directiva del Banco de la República: Grandes episodios en 30 años de historia** **231**

GLORIA E. VALENCIA C.

**Políticas éticas** **263**

**Orientación para autores** **267**



## **Editorial**

---

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, número especial 2023



Juan José Echavarría Soto y Adolfo Meisel Roca

### **La economía colombiana en los últimos cien años**

**Resumen:** *El presente texto expone algunos desarrollos centrales en la historia económica de Colombia en los últimos cien años, partiendo de 1923, año de creación del Banco de la República. Para ello, se analiza la dinámica de la economía, la evolución de la pobreza, la calidad de vida y la distribución del ingreso; así como la evolución de la industria y el grado de convergencia en el ingreso per cápita regional, en cuanto a la “estructura” productiva del país. También, se abordan tres aspectos de la política económica y sus resultados: la política monetaria y la inflación; la política cambiaria y la evolución de la tasa de cambio; y la política comercial, las exportaciones y las importaciones.*

**Palabras clave:** *economía colombiana, pobreza, calidad de vida, industria, política económica.*

**Clasificación JEL:** N16, E58.

### **The Colombian Economy in the Last One Hundred Years**

**Abstract:** *This paper presents some central developments in the economic history of Colombia in the last one hundred years, starting in 1923, the year of the creation of Banco de la República. It analyzes the dynamics of the economy, the evolution of poverty, quality of life and income distribution, as well as the evolution of industry and the degree of convergence in regional per capita income, in terms of the productive “structure” of the country. Three aspects of economic policy and its results are also addressed: monetary policy and inflation; exchange rate policy and the evolution of the exchange rate; and trade policy, exports and imports.*

**Keywords:** *Colombian economy, poverty, quality of life, industry, economic policy.*

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a356692>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>



## **L'économie colombienne au cours des cent dernières années**

**Résumé:** *Ce texte présente quelques développements centraux de l'histoire économique de la Colombie au cours des cent dernières années, à partir de 1923, année de la création du Banco de la República. Il analyse la dynamique de l'économie, l'évolution de la pauvreté, de la qualité de vie et de la distribution des revenus, ainsi que l'évolution de l'industrie et le degré de convergence des revenus régionaux par habitant, en termes de "structure" productive du pays. Trois aspects de la politique économique et de ses résultats sont également abordés: la politique monétaire et l'inflation; la politique de change et l'évolution du taux de change; et la politique commerciale, les exportations et les importations.*

**Mots clés:** *économie colombienne, pauvreté, qualité de vie, industrie, politique économique.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Echavarría-Soto, J. J., & Meisel-Roca, A. (2023). La economía colombiana en los últimos cien años. *Lecturas de Economía*, 100, 7-47. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a356692>

# La economía colombiana en los últimos cien años

Juan José Echavarría Soto <sup>a</sup> y Adolfo Meisel Roca <sup>b</sup>

–Introducción. –I. La dinámica de la economía. –II. Pobreza, calidad de vida y distribución del ingreso. –III. Estructura. –IV. Política económica. –Conclusiones.  
–Declaración de ética. –Referencias.

## Introducción

En este texto se consideran algunos desarrollos centrales en la historia económica de Colombia en los últimos cien años, comenzando en 1923, el año de creación del Banco de la República. Se analiza la dinámica de la economía en la primera sección, y la evolución de la pobreza, la calidad de vida y la distribución del ingreso en la segunda. Posteriormente, en la sección III, se consideran dos aspectos relacionados con “estructura” productiva: la evolución de la industria y el grado de convergencia en el ingreso per cápita regional. Finalmente, la sección IV considera tres aspectos de la política económica y sus resultados: la política monetaria y la inflación; la política cambiaria y la evolución de la tasa de cambio; y la política comercial, las exportaciones y las importaciones.

Algunos resultados han sido muy positivos, al menos en relación con lo sucedido en el resto de América Latina, y hemos aprendido en materia de política económica. La economía ha crecido más y de manera más estable que en el resto de la región, ha habido una mejora paulatina y acentuada en la calidad de vida, y no sufrimos las hiperinflaciones que sí padecieron Argentina, Bolivia, Brasil y Perú en la segunda parte de los años de 1980. De otra parte, tenemos un régimen monetario y cambiario que parece ser adecuado para

---

<sup>a</sup> *Juan José Echavarría Soto*: editor invitado. Investigador de Fedesarrollo, Bogotá, Colombia.  
<https://orcid.org/0000-0001-6985-1186>

<sup>b</sup> *Adolfo Meisel Roca*: editor invitado. Rector de la Universidad del Norte, Barranquilla, Colombia.  
<https://orcid.org/0000-0003-1255-9867>

nuestras necesidades. En particular, la flotación cambiaria adoptada desde finales de 1999 ha eliminado las crisis cambiarias que tantas veces azotaron al país, y ha permitido una política monetaria contra cíclica.

No lo hemos hecho bien en otras áreas: la pobreza cayó más que en la región, pero sigue siendo muy alta, y está asociada en parte al comportamiento del mercado laboral: Colombia es uno de los países con mayor desempleo en la región, y este se eleva excesivamente durante las crisis. Una gran parte del ingreso va a los más ricos, en parte por la incapacidad del estado para recaudar impuestos y distribuirlos de manera progresiva. Tampoco se han logrado aprovechar las enormes ventajas que brinda el comercio internacional, con una economía muy cerrada y más de 50 mil medidas no arancelarias que hacen prohibitivo el comercio y que constituyen un impuesto a las exportaciones. Finalmente, en los últimos cien años hemos tenido períodos de mucha violencia en 1948-1958 y en 1995-2005. Algunos analistas como Cárdenas (2007) sugieren que la intensificación del conflicto armado ha castigado la buena marcha de la economía.

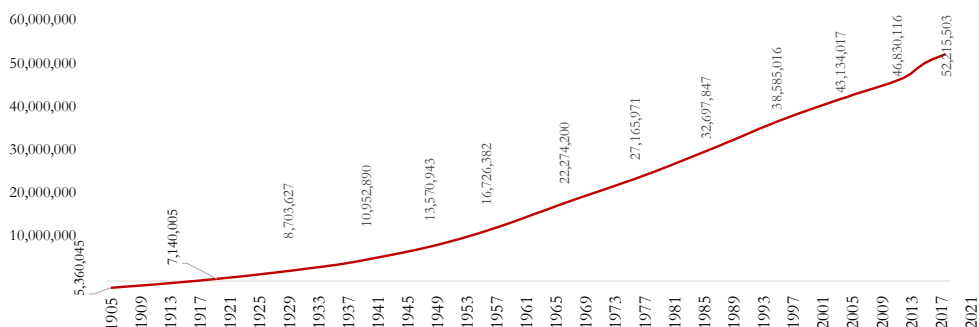
## **I. La dinámica de la economía**

En términos de crecimiento económico a Colombia le fue bien en el siglo XX. Fue la tercera economía de Latinoamérica con mayor crecimiento en su PIB per cápita, superada solo por Venezuela y Brasil. Esto contrasta con su desempeño en el siglo XIX, cuando fue una de las economías con peores resultados en la región. De acuerdo con las estimaciones de Kalmanovitz (2011) la tasa de crecimiento anual promedio del PIB per cápita fue de 0,4% y la de las exportaciones per cápita fue 0%. Como resultado, a comienzos del siglo XX las exportaciones de Colombia en términos per cápita solo superaban las de Haití y Honduras.

En contraste con el siglo XIX, el crecimiento colombiano del siglo XX fue muy dinámico. A lo largo del siglo XX la población se expandió más de nueve veces (Figura 1 y Figura 2), con un crecimiento anual de 2,2% en el PIB per cápita real (Figura 3), jalonado en parte por las exportaciones—en términos per cápita crecieron a una tasa real anual de 1,9% entre 1905 y el 2000—. Veremos, sin embargo, que estas fueron mucho más dinámicas

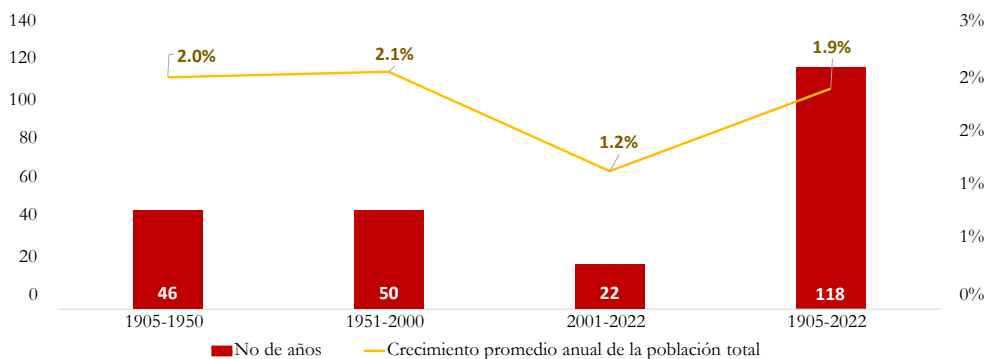
en los países emergentes “exitosos” durante la segunda parte del siglo (ver subsección C del apartado IV). El PIB per cápita real de Colombia creció más que el del promedio de Latinoamérica en 1990-2022 (Figura 4), lo que permitió cerrar la brecha frente al resto de la región (Figura 5).

**Figura 1. Evolución de la población total de Colombia entre 1905 y 2023**



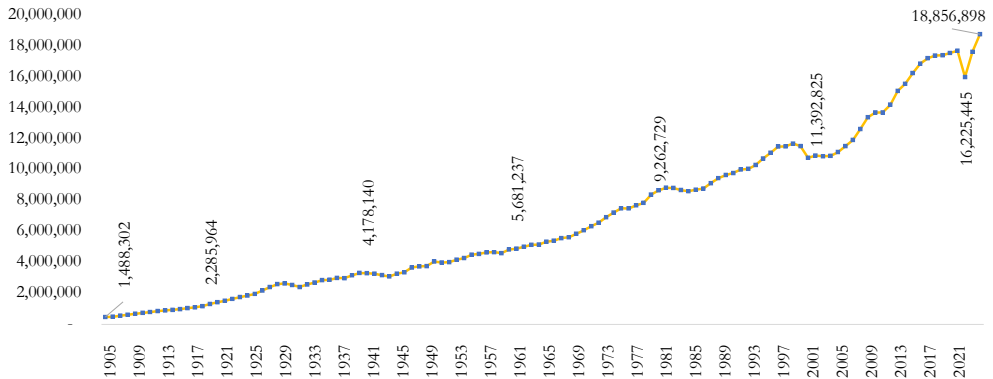
Fuente: elaboración propia a partir de las proyecciones y retroproyecciones de población del DANE (2023).

**Figura 2. Crecimiento promedio anual de la población total de Colombia (1905-2022)**



Fuente: elaboración propia a partir de las proyecciones y retroproyecciones de población del DANE (2023).

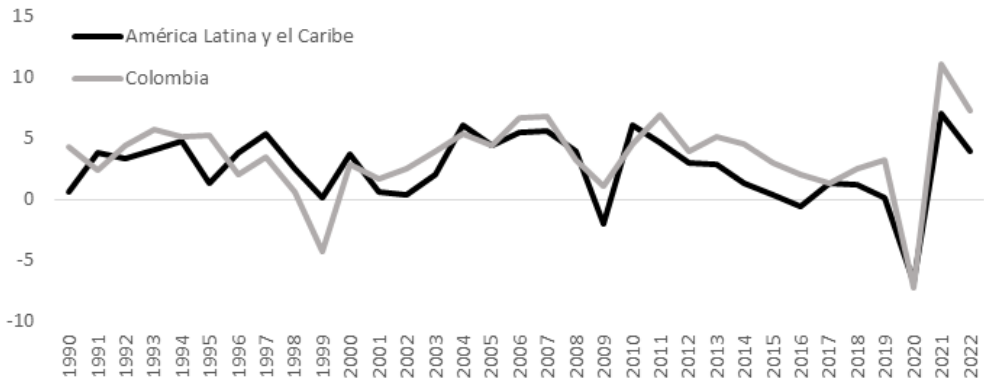
**Figura 3.** Evolución del PIB per cápita real de Colombia entre 1905-2020 (en pesos de 2015)



*Nota:* se realizó el empalme de tres series de PIB y PIB per cápita mediante las tasas de crecimiento anual observadas. Las tres series utilizadas fueron: primero, 1905-1997 construida por el Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO), segundo, 1990-1997 y, tercero, 2005-2022, estas dos últimas publicadas por el Banco de la República en sus series estadísticas.

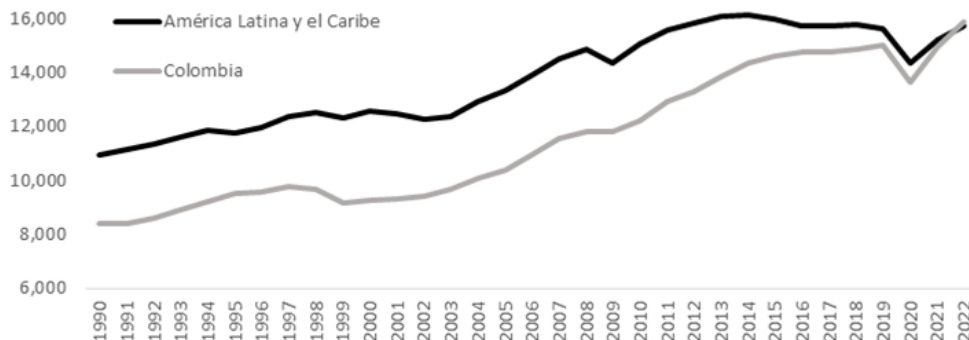
*Fuente:* GRECO (2002) y Banco de la República (s.f.).

**Figura 4.** Crecimiento porcentual del PIB en dólares constantes de 2017



*Fuente:* elaboración propia a partir de datos de los World Development Indicators del Banco Mundial (s.f.).

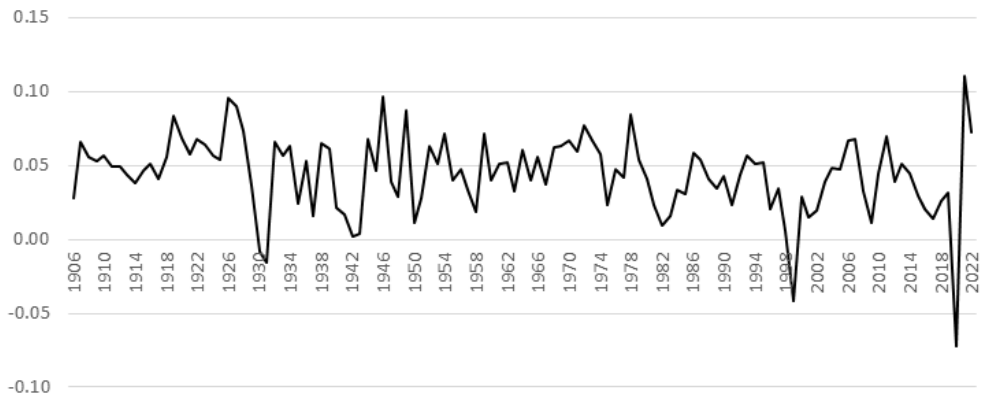
**Figura 5.** *Evolución del PIB per cápita (PPP) en dólares constantes de 2017*



*Fuente:* elaboración propia a partir de datos de los World Development Indicators del Banco Mundial (s.f.).

Una de las características más sobresalientes del crecimiento económico de Colombia en el siglo XX fue su gran estabilidad. La volatilidad en la tasa de crecimiento del PIB fue baja y solo se presentaron unos pocos años con tasas de crecimiento negativas: durante la Gran Depresión, en la Crisis Financiera de 1998 y durante la pandemia reciente (Figura 6). No hubo hiperinflación, como sí la hubo en Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Perú o Uruguay, y solo se presentaron dos años con crecimiento negativo, entre 1961 y 2022, el número más bajo entre los países considerados (Figura 7). Argentina, Zimbawe, Grecia y Uruguay tuvieron más de diez años de crecimiento negativo en ese mismo período.

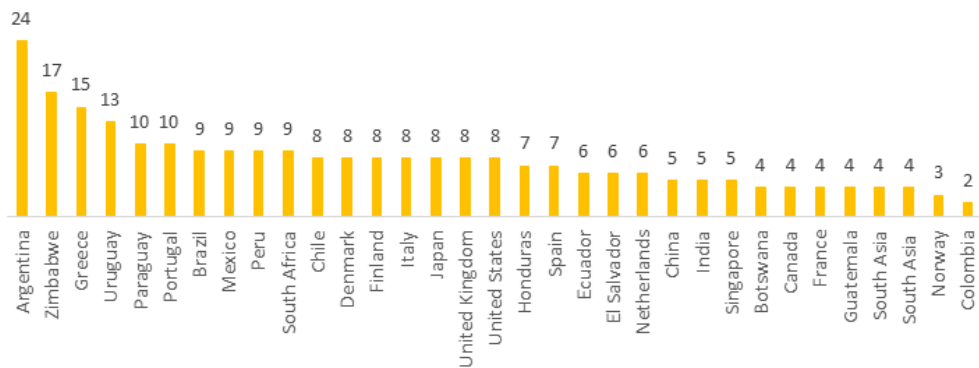
**Figura 6.** *Crecimiento anual del PIB de Colombia (1905-2022)*



*Nota:* se realizó el empalme de tres series de PIB y PIB per cápita mediante las tasas de crecimiento anual observadas. Las tres series utilizadas fueron: 1) 1905-1997 construida por el Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO), 2) 1990-1997 y 3) 2005-2022, estas dos últimas publicadas por el Banco de la República en sus series estadísticas.

*Fuente:* GRECO (2002) y Banco de la República (s.f.).

**Figura 7.** *Número de años de crecimiento negativo entre 1961 y 2022*



*Fuente:* Mundial (s.f.). Cárdenas (2020) presenta un gráfico similar sin incluir los últimos años del Covid.

## II. Pobreza, calidad de vida y distribución del ingreso

### *A. Pobreza y el mercado laboral*

La Figura 8 muestra el porcentaje de la población con un nivel de ingreso menor a US\$ 2,15 por día a precios de 2017, uno de los indicadores de pobreza extrema utilizados por el Banco Mundial. Los niveles se mantuvieron relativamente altos, cercanos al 15 %, en la región en el período 1981-1997, y descendieron de manera importante a menos de 5 % en 2021. Colombia presenta niveles cinco puntos superiores en 1997-2003, con reducciones también mayores, hasta coincidir con la región en 2021. El indicador salta de manera importante en Colombia —no en América Latina— durante las crisis de 1999-2001 y durante la pandemia en 2020, como consecuencia de la evolución del PIB y del mercado laboral en esos años.

El nivel de pobreza depende en gran medida del comportamiento del mercado laboral. El desempleo promedio es muy alto, aún frente al resto de la región, y sube mucho más que en países con un comportamiento similar del PIB. Como muestra la Figura 9, el desempleo antes de la pandemia, en enero de 2020, fue del 15 % y saltó a 21 % durante la pandemia; descendió nuevamente cuando esta estaba cercana a terminar (junio de 2021).<sup>1</sup> La economía colombiana y el promedio de la región cayeron cerca de 7 % en el PIB en 2020. El mismo fenómeno se presentó en la crisis financiera de 1998-99, con un comportamiento del desempleo mucho más desfavorable que el del PIB (Reinhart y Rogoff, 2009).

De otra parte, tenemos un mercado laboral altamente informal (cuando el trabajador no contribuye al sistema de pensiones), lo cual no ocurre en toda América Latina<sup>2</sup>. La Figura 10 muestra el nivel de empleo formal e informal según el tamaño de las “plantas” en Colombia. Las “firmas” con menos de cinco trabajadores generan 60 % del empleo total, 15 % del empleo formal, y 88 % del empleo informal. También se observa que el empleo formal solo

---

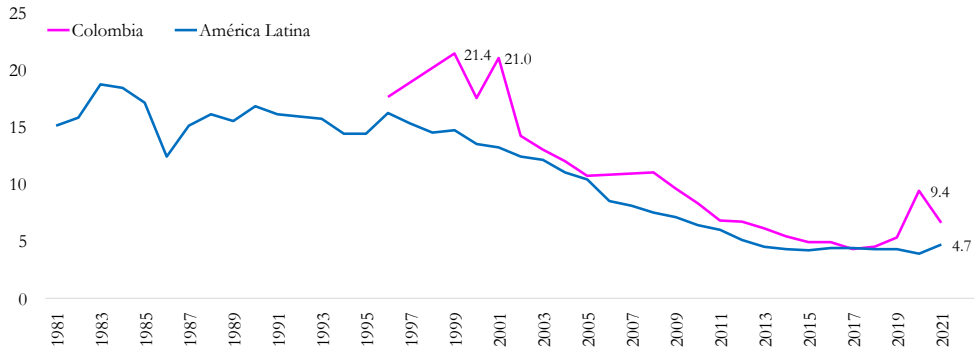
<sup>1</sup> Solo se observan saltos similares en Costa Rica, Canadá y los Estados Unidos.

<sup>2</sup> Según algunos trabajos del BID, la tasa de informalidad (proporción de trabajadores informales/trabajadores totales) es cercana a 61 % en Colombia, 22 % en Uruguay, 29 % en Costa Rica y 35 % en Brasil. Hay países con tasas de informalidad aún mayores que Colombia como Honduras (82 %), Guatemala (80 %) y Bolivia (80 %).



es mayor al informal en las firmas con más de seis trabajadores y por ello las firmas con más de 51 trabajadores emplean el 61 % de los trabajadores formales del país.

**Figura 8.** Pobreza (% de la población con un ingreso de menos de US\$ 2,15 por día)

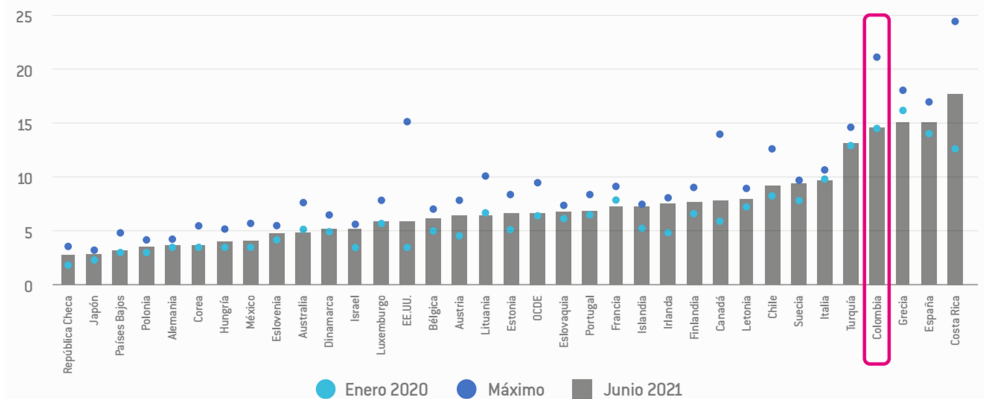


Fuente: Banco Mundial (s.f.).

**Figura 9.** Desempleo en tiempos de crisis

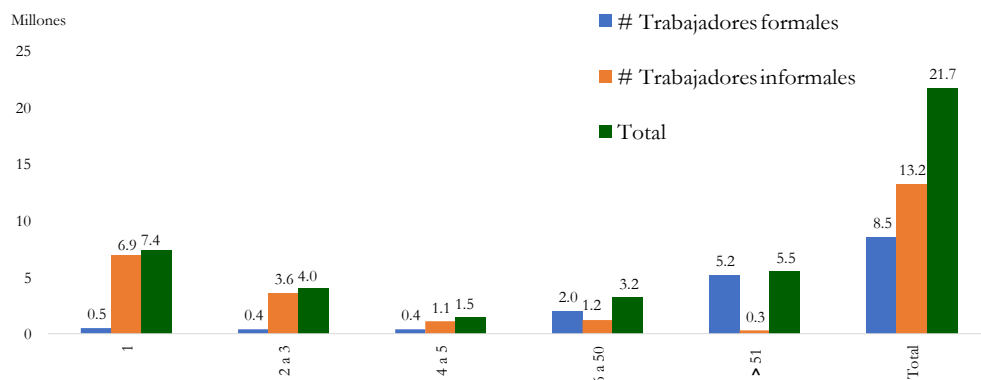
Colombia registró uno de los aumentos más fuertes de desempleo en el pico de la pandemia.

Tasa de desempleo (%). Colombia y países seleccionados, enero de 2020 - junio de 2021.



Fuente: OCDE (2021).

**Figura 10. Empleo e Informalidad: trabajadores formales e informales en Colombia según el tamaño de la “empresa”**



Fuente: Levy (2021), Mision de Empleo.

## ***B. Calidad de vida***

Varios indicadores de calidad de vida muestran una mejoría más o menos continua para los colombianos en el siglo XX y comienzos del presente. Una de las medidas que se ha popularizado en décadas recientes, para evaluar la calidad de vida, es el de la estatura promedio de la población adulta. Los estudios pioneros de Robert Fogel y sus discípulos mostraron que la estatura es un reflejo del bienestar biológico de una población por cuanto depende de, además de los factores genéticos, de la nutrición y la salud durante los primeros años de vida. Colombia es uno de los países con mejor información sobre la evolución de la estatura, contenida en la cédula de ciudadanía. Se observa, tanto para hombres (H) como para mujeres (M), un aumento en la estatura de los nacidos después de 1915 de alrededor de un centímetro por década. Los hombres nacidos entre 1905 y 1909 medían en promedio 1,62 cm y los nacidos en 1985 medían 1,71 cm. En el caso de las mujeres se pasó de 1,50 a 1,59 cm (ver Tabla 1).

**Tabla 1. Incremento de la estatura promedio de los colombianos según su fecha de nacimiento (1915-1984)**

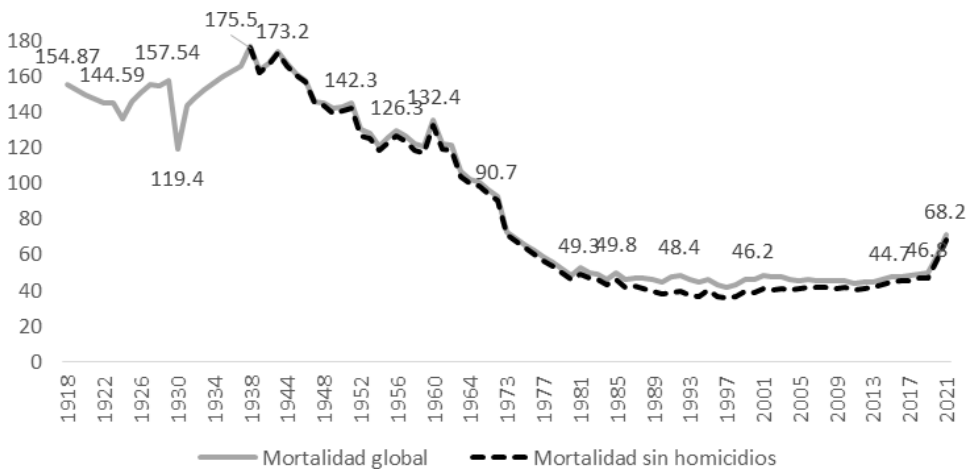
Año de nacimiento	Estatura promedio		Cambio porcentual		Centímetros aumentados		No. de obs.		Total obs.
	H	M	H	M	H	M	(H)	(M)	
1910-1914	163,48	150,78					1.751	2.197	3.948
1915-1919	163,61	151,49	0,079 %	0,471 %	0,13	0,71	4.582	4.993	9.575
1920-1924	164,16	152,38	0,337 %	0,589 %	0,55	0,89	9.086	9.779	18.865
1925-1929	164,70	153,06	0,328 %	0,441 %	0,54	0,67	15.659	16.299	31.958
1930-1934	165,17	153,48	0,288 %	0,275 %	0,48	0,42	22.219	24.619	46.838
1935-1939	165,76	154,21	0,354 %	0,480 %	0,59	0,74	34.637	33.820	68.457
1940-1944	166,26	154,69	0,302 %	0,312 %	0,50	0,48	40.186	45.623	85.809
1945-1949	167,10	155,59	0,508 %	0,582 %	0,84	0,90	53.164	60.723	113.887
1950-1954	167,84	156,40	0,443 %	0,516 %	0,74	0,80	73.835	80.863	154.698
1955-1959	168,07	156,81	0,133 %	0,263 %	0,22	0,41	101.613	111.278	212.891
1960-1964	168,47	157,17	0,242 %	0,227 %	0,41	0,36	142.054	157.950	300.004
1965-1969	169,00	157,34	0,316 %	0,113 %	0,53	0,18	177.464	221.024	398.488
1970-1974	168,91	157,21	-0,056 %	-0,084 %	-0,09	-0,13	298.908	426.660	725.568
1975-1979	169,66	157,81	0,443 %	0,378 %	0,75	0,59	1.639.499	1.646.878	3.286.377
1980-1984	170,64	158,65	0,581 %	0,532 %	0,99	0,84	1.528.875	1.468.110	2.996.985
<b>Total</b>			<b>4,383 %</b>	<b>5,215 %</b>	<b>7,17</b>	<b>7,86</b>	<b>4.143.532</b>	<b>4.310.816</b>	<b>8.454.348</b>

Fuente: elaboración propia a partir Meisel y Vega (2007).

El indicador de mortalidad también refleja un gran avance en el siglo XX, pasando de 155 por 10 000 habitantes en 1918 a menos de 50 en los años anteriores a la pandemia (Figura 11). Además, cambiaron las causas de muerte en ese período. Mientras que a comienzos del siglo pasado los colombianos se morían —sobre todo de enfermedades gastrointestinales y contagiosas, como la tuberculosis—, en la actualidad las principales causas de muerte son el cáncer y las enfermedades cardiovasculares.

La violencia interpartidista en la década de 1940 y el narcotráfico desde comienzos de los años de 1980 elevaron los homicidios, pero no revirtieron la tendencia decreciente de la mortalidad. La pandemia reciente la elevó fuertemente, pero se espera que esta regrese a su menor nivel de largo plazo.

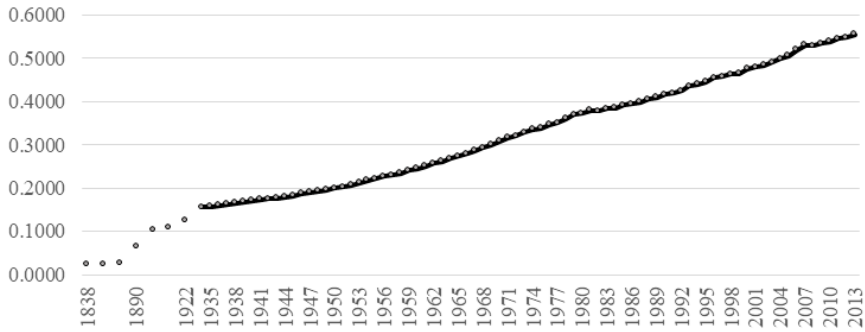
**Figura 11.** Evolución de la tasa de mortalidad por diez mil habitantes (1918-2022)



Fuente: elaboración propia a partir del DANE (s.f.a.).

Cuando se utiliza un índice sintético del nivel de vida, como el Índice Histórico de Desarrollo Humano (IHDH), se observa una mejoría continua durante todo el siglo XX. No hubo cambios hasta la mitad del siglo XIX, cuando el indicador empezó a mejorar (Figura 12). El IHDH pondera con igual peso el ingreso, la educación y la salud.

**Figura 12.** *Índice histórico de desarrollo humano para Colombia – HIHD (1838-2013)*



Fuente: elaboración propia a partir de Jaramillo et al. (2019).

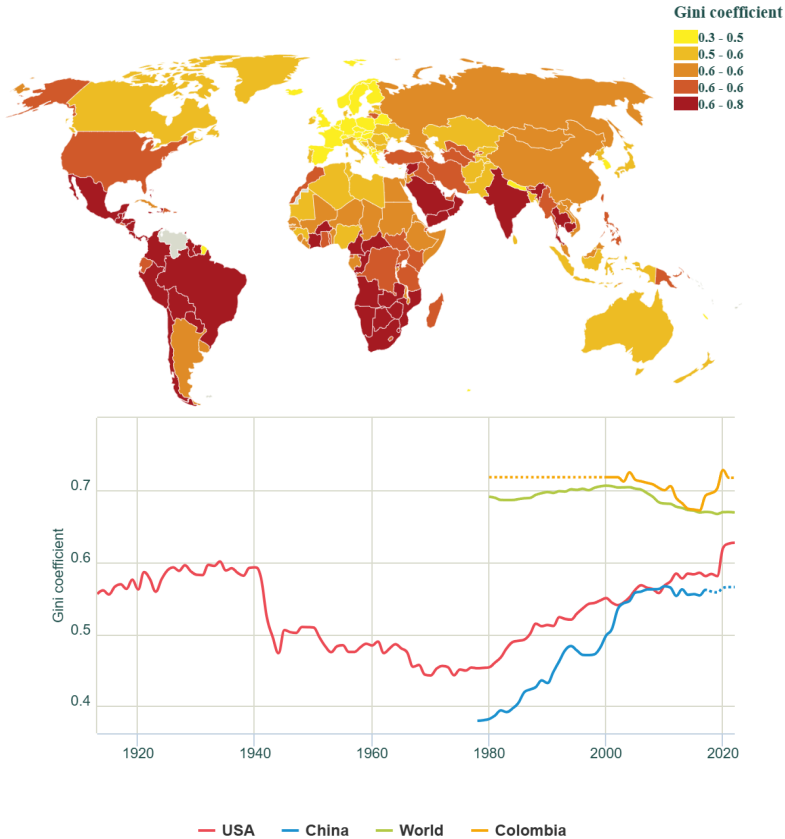
### **C. Distribución del ingreso, impuestos y gasto**

Juan Luis Londoño (1995) analizó la evolución del coeficiente Gini, la medida más utilizada para medir la distribución del ingreso (1 corresponde a una pésima y 0 a una excelente distribución) entre 1938 y 1988. El autor encontró un deterioro substancial en la primera parte del período, y una mejora también importante entre 1968 y 1988 (0,47), con un valor relativamente similar al comienzo y al final del período. Según Londoño (1995), la mejoría observada en el segundo período se debió fundamentalmente al mayor gasto público en educación de los gobiernos del Frente Nacional, lo que llevó a una reducción importante en la brecha entre los salarios altos —mano de obra calificada— y bajos. El autor también encuentra que la proporción del ingreso nacional que fue al 10 % más rico aumentó ligeramente, mientras que la proporción del 10 % más pobre disminuyó. Las zonas urbanas tendieron a ser crecientemente más desiguales que las zonas rurales, y las grandes ciudades más desiguales que las pequeñas.

La Figura 13 muestra el coeficiente Gini en diferentes países del mundo, y su evolución en el período 1981-2021. Con la excepción de Argentina, la región se caracteriza por una pésima distribución del ingreso, solo comparable con la de algunos países en el sur de África y en la India. La parte inferior de la figura muestra cómo se ha deteriorado la distribución del ingreso en China

y en los Estados Unidos, hasta alcanzar niveles incluso comparables con los de Colombia. Finalmente, se observa un fuerte deterioro en Colombia y en los Estados Unidos durante la pandemia.

**Figura 13. Distribución del Ingreso. Coeficiente Gini**



*Fuente:* World Inequality Database (s.f.).

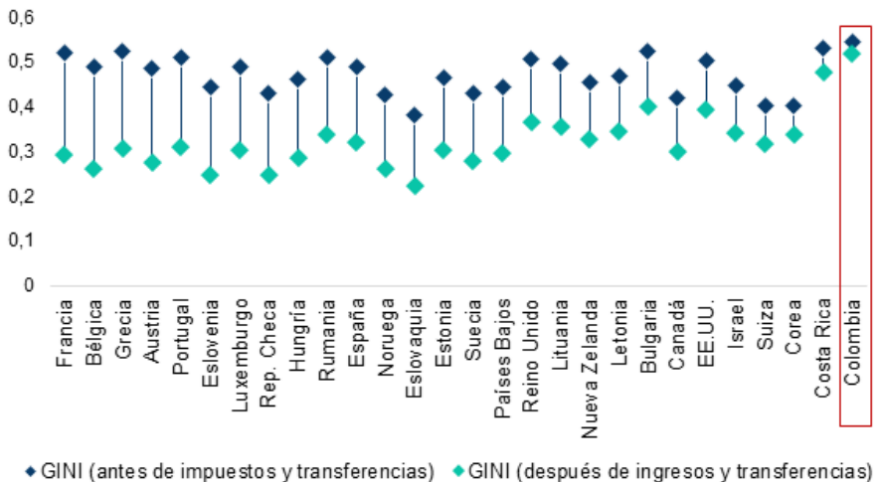
El debate en la academia y en la discusión pública se ha recrudecido. Piketty (2014), por ejemplo, sugiere que la distribución del ingreso está determinada por factores macroeconómicos como la relación entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de interés real, y que existe una tendencia hacia la concentración del ingreso en el sistema capitalista a menos que se

cuenta con políticas de impuestos altamente redistributivas. En particular, el autor sugiere un impuesto progresivo sobre el capital.

*En nuestro concepto y parcialmente en la línea de Piketty*, la mala distribución del ingreso en Colombia obedece a la ausencia de un Estado que cobre impuestos —ojalá progresivos—, pero sobre todo que focalice el gasto en los más pobres. En efecto, como se observa en la Figura 14, el coeficiente Gini antes de impuestos y transferencias es relativamente similar en Colombia y en otros países como Francia, Grecia, Portugal, o el Reino Unido. No obstante, los impuestos y transferencias no cambian en absoluto la distribución del ingreso en nuestro país, como si lo hacen en los demás.

Buena parte del problema está relacionado con la falta de focalización del gasto. Así, como se muestra en la última fila de la Tabla 2, el 59,8 % del gasto total va a hogares no pobres, y se gasta mucho en los estratos altos (4 y 5) en rubros como pensiones (73.1 % del total) ayudas educativas (62,9 %) o subsidios de vivienda (50,9 %). El rubro de pensiones es particularmente preocupante por su importancia en el presupuesto total (2,62 puntos del PIB, en la última columna de la tabla).

**Figura 14.** *Distribución del ingreso: Gini antes y después de impuestos y gastos*



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022).

**Tabla 2.** *Distribución del gasto en subsidios por quintil de ingreso, 2017*

Subsidios	Quintil de ingreso (% del total)					% en hogares no pobres	Presupuesto (% PIB)
	1	2	3	4	5		
Educación	42,2	25,2	16,9	10,6	5,1	46,4	3,72
Pensiones	5,00	9,2	12,7	18,9	54,2	89,8	2,62
Salud	48,8	26,1	14,7	7,9	2,5	42,6	1,88
Victimización	43,2	22,9	12,9	17,3	3,7	51,5	1,50
Servicios públicos	21,9	20,6	19,4	20,1	17,9	81,0	0,46
Subsidio de vivienda	7,1	18,9	23,1	24,8	26,1	93,2	0,41
Familias en Acción	56,2	24,7	12	5,5	1,6	38,4	0,22
Ayudas educativas	10,3	18,9	7,9	28,1	34,8	59,5	0,14
Colombia Mayor	51,2	23,8	15,1	7,1	2,8	42,00	0,11
Subsidio desempleo	15,1	25,4	21	18,4	20,1	66,7	0,02
Jóvenes en acción	39,5	23	21,3	13,3	2,8	51,7	0,02
Familias en su tierra	41,6	30,7	16,6	9,2	1,9	45,2	0,01
Otras transferencias	27,6	23,9	16,9	28,6	2,9	67,2	-
Total sin pensiones	39,6	24,3	16,6	12,1	7,4	50	
Total	31,1	20,6	15,6	13,7	18,8	59,8	11,1

*Fuente:* Lora y Mejía (2021).

Algunos autores consideran adecuado mantener una estructura impositiva relativamente neutra —no progresiva—, enfatizando el gasto como principal mecanismo de distribución, pero en Colombia se pagan pocos impuestos que, además, son regresivos. Según cifras de la OCDE (2021), los impuestos totales representaron 19,7% del PIB en Colombia, mucho menos que en el país promedio en la OCDE (33,8%) o de América Latina (22,9%).

El problema no son las tarifas —normales para el IVA, 19%; altas en las empresas, 32%; y normales en renta personal— sino la evasión y la elusión. Diferentes trabajos sugieren que en Colombia no se pagan la mitad de los impuestos requeridos por la ley (Lora y Mejía, 2021), entre 6% y 9% del PIB. Otros estudios muestran que la elusión (legal) tiene un peso similar al de la evasión y está concentrada en las exenciones del IVA.



Las inequidades resultantes son evidentes. Según Alvaredo y Londoño (2014), el grupo de colombianos con mayores ingresos (0,5 % a 1 % más rico) paga una tasa de impuesto de renta de 8 %; el 1 % más rico paga 12 %; mientras que el asalariado promedio paga 22 % de sus ingresos. De otra parte, las empresas multinacionales pagan entre 8 % y 13 % menos impuestos a las utilidades y entre 21 % y 29 % menos impuestos a las ventas que las empresas nacionales (Cárdenas, 2020).

### III. Estructura

#### A. (Des)industrialización

Rodrik y Rosenzweig (2010) encuentra que el rápido crecimiento de muchos países emergentes desde la década de 1960 estuvo asociado a un fuerte cambio en la estructura de la economía, donde la transición hacia las actividades industriales modernas sirvió como motor de desarrollo. Forero y Tena (2023), por su parte, muestran el papel de la industria como acelerador del crecimiento de las economías de América Latina en el período 1913-2013. Los autores mencionan varios canales posibles, relacionados con el impacto de la manufactura sobre la productividad, la inversión agregada, las habilidades de los trabajadores y los términos de intercambio<sup>3</sup>, Szirmai (2012), estudia múltiples experiencias de *catching up* en diferentes países, y encuentra que en todas ellas se presentó un rápido proceso de industrialización. Finalmente, Jones y Olken (2008), encuentran fuertes desplazamientos de la mano de obra hacia el sector manufacturo durante episodios de alto crecimiento y salidas durante las desaceleraciones.

La Figura 15 muestra la evolución de la producción industrial y del PIB en Colombia en el período 1925-2022, con un claro quiebre en el crecimiento a finales de los años 1970 (la pendiente de la variable en logaritmos indica la tasa de crecimiento). En efecto, la tasa de crecimiento anual de la producción industrial pasó de 7,04 % entre 1925 y 1979 a 2,3 % entre 1980 y 2022, con variaciones importantes en los distintos subperíodos<sup>4</sup>. También se presentó

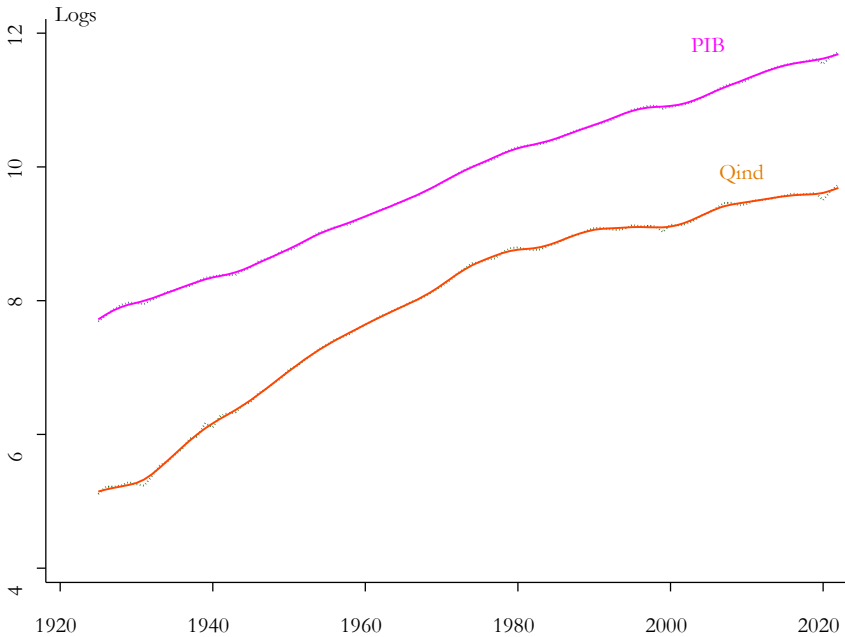
---

<sup>3</sup> Ver también (Szirmai 2012).

<sup>4</sup> 3.1 % en 1980-89, 0.4 % en 1990-99, 3.9 % en 2000-09 y 2.5 % en 2010-22.

un quiebre en el crecimiento del PIB hacia 1980, pero menos pronunciado: 4,9 % entre 1925 y 1979, y 3,4 % entre 1980 y 2022.

**Figura 15.** *Crecimiento del PIB y de la Manufactura, 1925-2022*



*Fuente:* Cuentas Nacionales y cálculos de los autores. Se presentan las cifras originales y las cifras suavizadas con el filtro de Hodrick y Prescott.

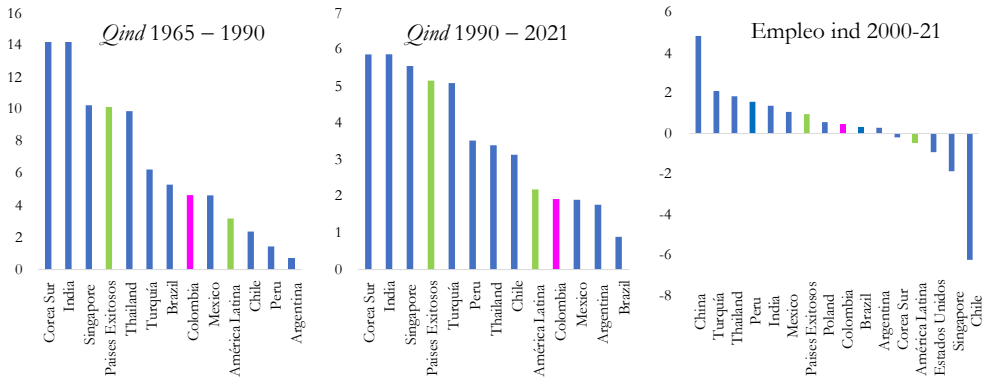
La Figura 16 muestra la tasa anual de crecimiento de la producción industrial entre 1965 y 1990 y entre 1990 y 2021, y del empleo industrial entre 2000 y 2021. Se consideran los cinco países grandes de la región —Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú— y los países exitosos mencionados por Baldwin (2011). —China, Corea del Sur, India, Indonesia, Tailandia, Turquía Polonia y Singapur—.

Se observa, en primer lugar, que la tasa anual de crecimiento de la producción fue mucho mayor en 1965-1990 que en 1990-2021 en casi todos los países considerados excepto en Argentina, Chile y Perú; en los países exitosos fue 10,1 % y 5,1 %; en América Latina 3,2 % y 2,2 %; y en Colombia 4,6 % y

1,9%. La tasa de crecimiento de Colombia es intermedia en el primer período e intermedia – baja en el segundo.

En segundo lugar, se muestra que el empleo industrial creció en 2000-2021 mucho menos que la producción, sugiriendo variaciones importantes en la productividad laboral (principalmente en Chile, Corea del Sur, India y Singapur). El diferencial es mayor en los países exitosos que en América Latina. También se observa que el empleo creció a una tasa anual de 1% en los países exitosos, creció levemente en Colombia (0,4% anual), y cayó ligeramente en América Latina (-0,4%).

**Figura 16.** Sector de manufacturas (crecimiento anual % en la producción y en el empleo)



Fuente: elaboración propia a partir de Banco Mundial (s.f.).

Es claro, entonces, que la producción y el empleo en manufacturas continúan creciendo, aun cuando menos que en el pasado. No obstante, la discusión sobre “desindustrialización” se ha concentrado más en las variaciones en *participación* en el PIB y en el empleo total.

Palma (2019), por ejemplo, considera una muestra de 105 países en 1970-1998, y muestra que la caída del sector en el empleo se presenta más tempranamente que en el pasado. Mientras que el punto de quiebre para el país “típico” en los años de 1960 correspondía a una participación de 35% en el empleo y a un ingreso per cápita de 12 000 dólares de 1986, en 1998 apenas alcanzaba al 18%, con un nivel de ingreso per cápita mucho menor.

Las columnas (1) a (3) de la Tabla 3 presentan la *participación* de la manufactura en el PIB en 2021 (columna 1), y las variaciones en puntos porcentuales en 1965-1990 y 1990-2021 (2 y 3). Se observa que la participación en 2021 fue menor en Colombia (11,2 %) que, en la mayoría de los países considerados, excepto los Estados Unidos, Brasil y Chile, en parte porque fue uno de los países con un pobre comportamiento, tanto en 1965-90 como en 1990-2021.

**Tabla 3. Producción y empleo en la industria, 1965-2021**

País	PIB (part %)			Empleo (part %)	
	2021	var pts		2021	var pts
	1965-1990	1990-2021		2000-2021	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Argentina	15,8	-14,4	-11,0	28,7	16,0
Brasil	10,2	0,2	-12,6	15,7	3,0
Chile	8,6	-5,3	-9,9	15,9	-5,3
China	27,5		-4,4	19,7	2,8
Colombia	11,2	-0,9	-6,9	16,6	-3,00
Corea del Sur	25,5	7,9	0,5	9,3	-11,5
Estados Unidos	10,7		-5,4	19,4	-0,4
India	14,5	1,6	-2,1	11,2	-2,8
México	20,8	0,5	1,7	11,5	0,8
Perú	11,6		4,5	8,4	-0,4
Polonia	17,4		-2,0	10,8	-9,4
Singapur	20,8	10,9	-3,6	9,9	-3,0
Tailandia	27,2	13,0	0,0	11,8	-2,1
Turquía	22,2	7,3	0,3	9,9	-4,1
América Latina	13,0	-4,0	-7,2	16,1	1,8
Países exitosos	20,7	8,1	-2,1	12,8	-3,8

*Fuente:* elaboración propia a partir de Banco Mundial (s.f.).

La participación en el empleo es mayor en América Latina (16,1 %) y en Colombia (16,6 %) que en los países exitosos (12,8 %). Además, mientras la

participación en el empleo crece en la región (1,8 puntos), cae en los países exitosos (-3.8 puntos) y en Colombia (-3 puntos).

En resumen, la producción y el empleo manufactureros han seguido creciendo en Colombia, pero el desempeño ha sido relativamente débil, sobre todo cuando se consideran las décadas recientes. También ha caído marcadamente la participación en el PIB y en el empleo. El crecimiento de la participación del sector en el empleo en 2000-2021 no necesariamente representa buenas noticias pues podría estar asociado a una lenta dinámica de la productividad laboral. Finalmente, se observa que el comportamiento de la manufactura, tanto en términos absolutos como relativos es mucho mejor en los países exitosos, todos ellos abiertos a la competencia internacional, todos ellos exportadores netos de manufacturas, con participación importante en las llamadas cadenas globales de valor (ver subsección C de la sección IV de este texto).

## ***B. Convergencia departamental***

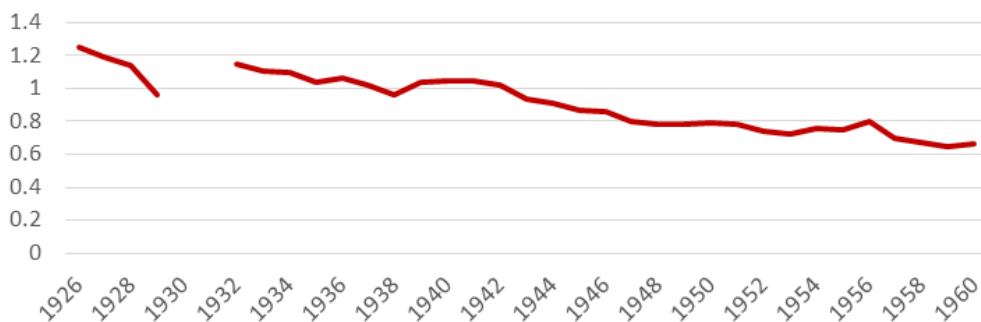
Debido a su abrupta geografía, tres cordilleras la cruzan de sur a norte, en Colombia surgieron desde el siglo XVIII varias regiones económicas y culturalmente diferenciadas. Su prosperidad relativa ha dependido en parte de legado colonial: si hubo esclavitud, como en el Chocó, o pequeños y medianos productores artesanales y campesinos como en lo que hoy es Santander. También ha influido la suerte, en la llamada loterías de los productos de exportación; y los factores geográficos, como la altitud, la calidad de los suelos, la distancia a los ríos y a las costas marítimas, entre otros.

A comienzos del siglo XX había grandes disparidades en el ingreso per cápita de los distintos departamentos del país. La economía nacional se encontraba espacialmente desarticulada, sin un sistema eficiente de comunicaciones. La mula y el río Magdalena seguían siendo el principal medio de comunicación. Por eso el historiador económico Luis Eduardo Nieto Arteta se refirió a esa situación como “una economía de archipiélagos”.

Todo empezó a cambiar en la década de 1920. En esa época, conocida como “La Danza de los Millones”, el país invirtió un mayor porcentaje del

PIB en infraestructura que en toda su historia, gracias al ingreso de 25 millones de dólares de la indemnización que el país recibió de Estados Unidos por promover y apoyar la separación de Panamá en 1903. También contribuyó el enorme crecimiento de las exportaciones cafeteras que permitió que el país prestara cerca de 200 millones de dólares para inversión. Con esos recursos, se hicieron puentes y carreteras y sobre todo ferrocarriles. Desde 1922 la empresa aérea Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo (SCADTA) empezó a conectar la geografía nacional con sus vuelos para pasajeros y correos. Pero lo que más ayudó a la integración económica de Colombia fue la construcción de carreteras y la difusión del transporte automotriz a partir de comienzos de los años 1930 (Ramírez, 2007). Todo ello facilitó la convergencia regional de precios y permitió que entre 1926 y 1960 se redujera la dispersión en los depósitos reales per cápita entre departamentos, que sirven de *proxy* de la dispersión del PIB per cápita real (Figura 17).

**Figura 17.** *Desviación estándar del logaritmo de los depósitos bancarios per cápita departamentales “reales entre 1926 y 1960”*



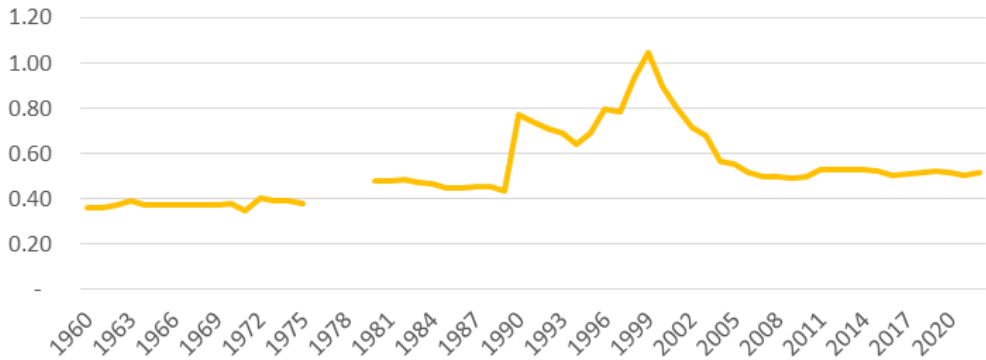
*Nota:* debido a los efectos de la Gran Depresión, no se calcularon los datos para 1930 y 1931.

*Fuente:* elaboración propia a partir de Bonet y Meisel (1999).

El proceso de convergencia regional se estancó en la década de 1960, y luego de una creciente polarización y posterior reducción inducida por un boom minero-energético, se estabilizó a un nivel más alto que el que había al inicio de la década de 1960 (Figura 18). Como resultado, Colombia sigue siendo un país con una enorme desigualdad regional. Se ha consolidado un patrón de centro periferia donde la periferia está constituida por los departamentos

del Pacífico (Nariño, Cauca, zona Pacífica del Valle del Cauca y Chocó) y la Costa Caribe (que incluye el Urabá antioqueño y se extiende hasta Norte de Santander) y en el centro están los departamentos andinos y Bogotá.

**Figura 18.** *Convergencia sigma: Desviación estándar como proporción de la media del PIB per cápita de los departamentos de Colombia entre los años 1960 y 2022*



*Nota:* para los años 1976-1979 no se cuenta con información oficial acerca de las cuentas nacionales.

*Fuente:* elaboración propia a partir del DANE (s.f.b.) para la serie 1980-2022 y Bonet y Meisel (1999) para la serie 1960-1974.

## IV. Política económica

### A. Inflación

La inflación es un impuesto altamente regresivo que afecta en mayor medida a quienes no pueden renegociar sus contratos en el corto plazo. Además, los mayores niveles de inflación están asociados a una mayor volatilidad en los precios relativos y ello afecta injustamente a muchos productores y consumidores. Construir instituciones monetarias creíbles es una tarea difícil. Requiere un compromiso público e institucional con la estabilidad de precios expresado en leyes y normas que aseguren que el banco central podrá establecer los instrumentos de política monetaria sin interferencia del gobierno, que los miembros del consejo de política monetaria estén aislados del proceso político y que el gobierno central tenga prohibido financiar los déficits públicos. Además, lo que está escrito en la ley puede ser menos importante que

la cultura política y la historia del país. Muchos países emergentes han tenido una historia de escaso apoyo al objetivo de estabilidad de precios, y las leyes que apoyan la independencia del banco central en estos países son fácilmente revocadas, por lo que resulta crucial que exista un apoyo público y político genuino a la independencia del banco central. Si un país es capaz de desarrollar instituciones fiscales, financieras y monetarias que proporcionen credibilidad a la búsqueda de la estabilidad de precios por parte de la sociedad, entonces la política monetaria puede utilizarse para estabilizar la economía (Calvo & Mishkin, 2003).

Existen tres hitos principales en la historia institucional relacionada con el manejo monetario en Colombia. Como primer hito, la Misión Kemmerer, liderada por el economista Edwin Walter Kemmerer y contratada por el gobierno de Pedro Nel Ospina, trabajó desde marzo de 1923, con el objetivo de reformar las leyes económicas del país en un momento de crisis. Produjo reformas importantes en las finanzas públicas del país, y condujo al establecimiento del Banco de la República, la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera) y la Contraloría General de la Nación.

Un segundo hito lo constituyó la creación de la Junta Monetaria en 1963, conformada enteramente por miembros del Gobierno, y la transformación del Banco de la República en un banco de emisión para el fomento y en agencia de incentivos y controles para la promoción del desarrollo. Como tercer hito central, la Constitución de 1991 dio al Banco de la República independencia frente al gobierno, con la tarea principal de mantener el poder adquisitivo de la moneda.

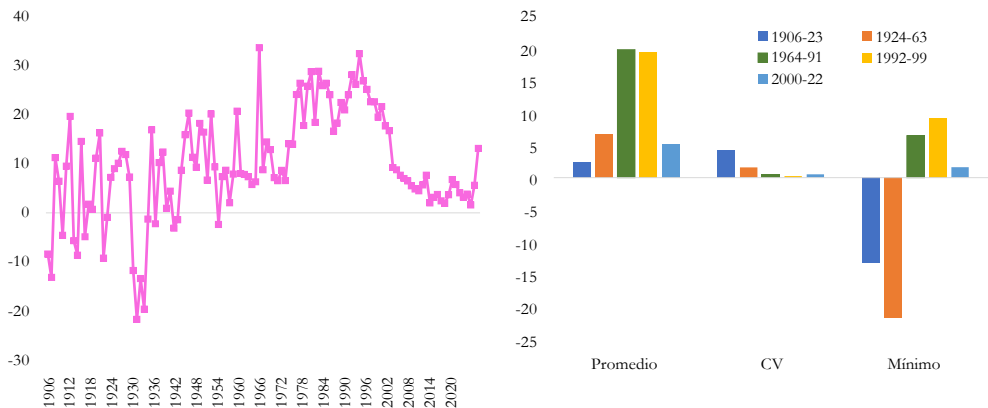
El Banco Central adoptó el esquema de inflación objetivo luego de la gran crisis de 1999, y en 2001 fijó en 3% la meta de largo plazo que debía regir en el futuro para la inflación. Este es un esquema originalmente establecido en Nueva Zelanda a comienzos de los años de 1990 y adoptado por varios países en las décadas siguientes. Sus características centrales son la inflación como meta, un énfasis grande en el comportamiento de las expectativas de los agentes, y una tasa de cambio que flota con pocas intervenciones.

La Figura 19 muestra la inflación anual en Colombia entre 1906 y 2022, con valores máximos en 1963 (33,6%) y 1990 (32,4%) y varios picos entre



1906 y 1922, en 1944, 1950 y 1957. Se observa una fuerte deflación de precios durante la depresión de los años 1930 —para algunos, una de las razones para que el impacto de la crisis internacional sobre el PIB hubiese sido débil (Echavarría, 1999)—, y también en algunos de los años anteriores a la creación del Banco de la República, en 1907, en 1913 y 1914 y en 1921.

**Figura 19. Inflación anual 1906-2022**



Fuente: elaboración propia a partir del Banco de la República (s.f.) y el GRECO (2002).

Si se divide la historia de la inflación con base a los hitos mencionados, se observan los siguientes resultados en el panel derecho del Figura 19<sup>5</sup>. *Media*: los mayores niveles de inflación se observaron entre 1964 y 1991 (el período de la Junta Monetaria) y entre 1992 y 1999. *Valor mínimo*: se presentaron valores negativos y altos en 1924-1963, principalmente, pero también en 1906-2023. Finalmente, la volatilidad de la serie, medida por el coeficiente de variación (CV), fue mayor en 1906-23 y 1924-63 que en los demás períodos.

<sup>5</sup> Los siguientes son los resultados para cada período: 1906-22 (media, 2,4%; valor mínimo -13,2; coeficiente de variación: 4,1), 1924-63 (6,8%, -21,7%, 1,6), 1964-91 (19,8, 6.5%, 0,4), 1992-22 (8,8%; 9,2%, 0,81); 1999-2022 (5,2%, 1,6%, 2,6, el período bajo el esquema de inflación objetivo). El coeficiente de variación se calcula como la relación entre la desviación estándar y la media.

## ***B. Política Cambiaria***<sup>6</sup>

Las figuras 20 y 21 muestran el comportamiento de la tasa de cambio nominal en diferentes períodos de nuestra historia: 1920-1950, 1950-1967, 1967-2000 y 2000-2022. Entre 1920 y 1931 se mantuvo una tasa de cambio fija, con una relación cercana a \$1 por cada dólar y también estuvo fija, con un valor mucho mayor, entre 1935 y 1948. Algunos autores otorgan un papel importante en nuestro proceso de industrialización a la fuerte devaluación que permitió el abandono del patrón oro en septiembre de 1931 (Echavarría, 1999).

Wiesner (1980) describe las principales características del manejo cambiario en Colombia durante el período 1950-1967: primero, se trataba de mantener una tasa de cambio nominal fija, por lo que la tasa de cambio real se iba sobrevaluando paulatinamente ante los diferenciales de inflación interna y externa, y esta sobrevaloración, a su vez era una de las razones fundamentales para explicar la crisis cambiaria de turno; segundo, se devaluaba de manera diferencial para los distintos tipos de cambio pero se trataba de lograr un proceso gradual de convergencia; tercero, los cambios múltiples daban origen a utilidades cambiarias o a los llamados diferenciales cambiarios que, por lo general, iban a financiar el Fondo Nacional del Café,<sup>7</sup> a fortalecer las inversiones de este fondo, a apoyar el presupuesto nacional y a tratar de compensar al sector cafetero por la pérdida de ingreso representada en un tipo de cambio menor al de otras exportaciones; cuarto, casi siempre se dejaba un mercado libre con el cual se buscaba estimular ciertas exportaciones y hacer costosas las importaciones; quinto, las devaluaciones iban generalmente precedidas de altos reintegros cafeteros y de una acumulación de stocks del grano (Echavarría, 2023).

---

<sup>6</sup> Varios párrafos son tomados de Echavarría (2023). Ver también Caballero y Esguerra (2024) en este número.

<sup>7</sup> Los diferentes pactos cafeteros obligaban a Colombia y a los demás países a restringir la oferta internacional de café, lo cual implicaba una fuerte acumulación de inventarios. Su financiación fue una de las principales razones para la expansión de la base monetaria y los medios de pago en el período. Se utilizó la retención cafetera como un impuesto que trataba de neutralizar el mayor ingreso cafetero resultante de la devaluación (Wiesner, 1980).

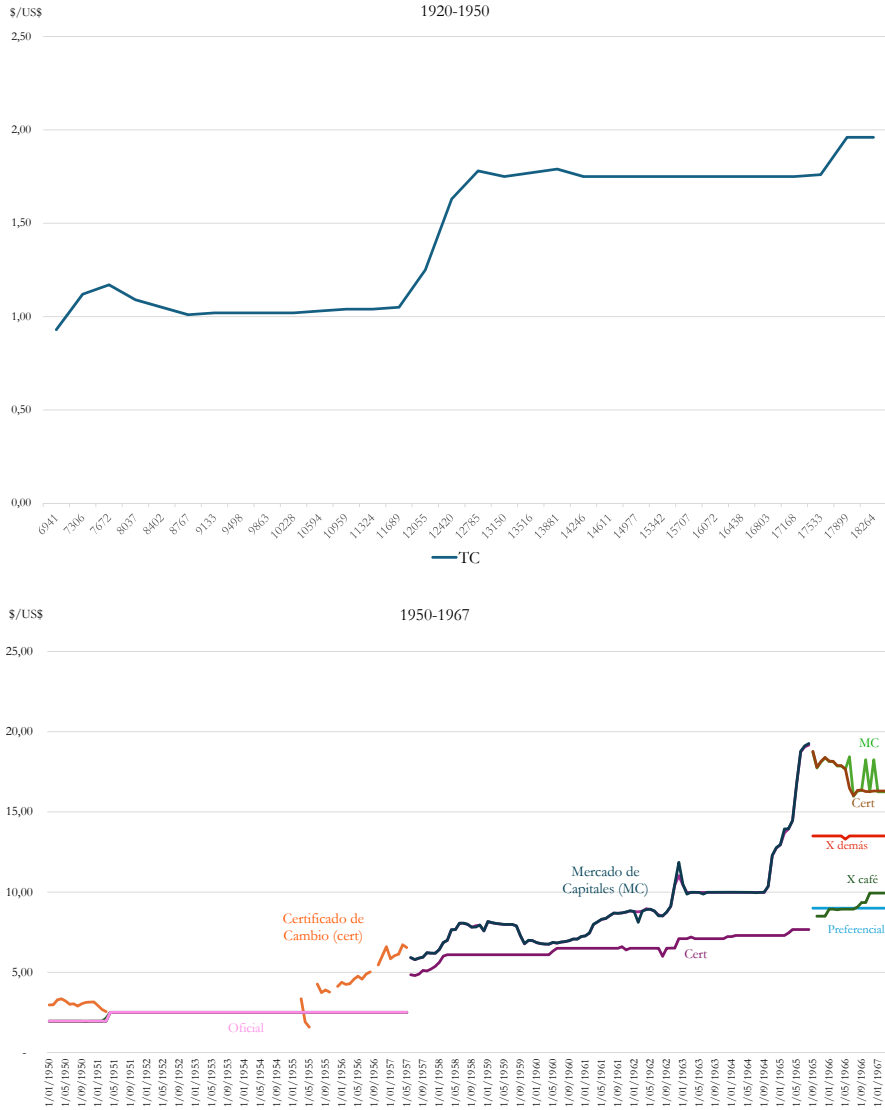
Algunos autores consideran que buena parte del éxito obtenido por Colombia en la década de 1970 obedeció al régimen de devaluación *gota a gota* (o *crawling peg*) adoptado en 1967, con el que se evitaron los ciclos de *pare y siga* del esquema anterior. Duró hasta 1994, mucho más que en los demás países de la región. No obstante, la devaluación *gota a gota* presentó un claro sesgo inflacionario, pues se trataba a toda costa de evitar las revaluaciones en la tasa de cambio real.

La banda cambiaria adoptada en 1994 (y de manera no formal desde 1991) se consideró inicialmente como un esquema intermedio entre la tasa de cambio fija(da) en 1950-1967 y la flotación pura. Permitió liberar parcialmente los fuertes controles de capital adoptados en Colombia durante los años 1970 y 1980 y era apoyado por economistas teóricos importantes como Paul Krugman.

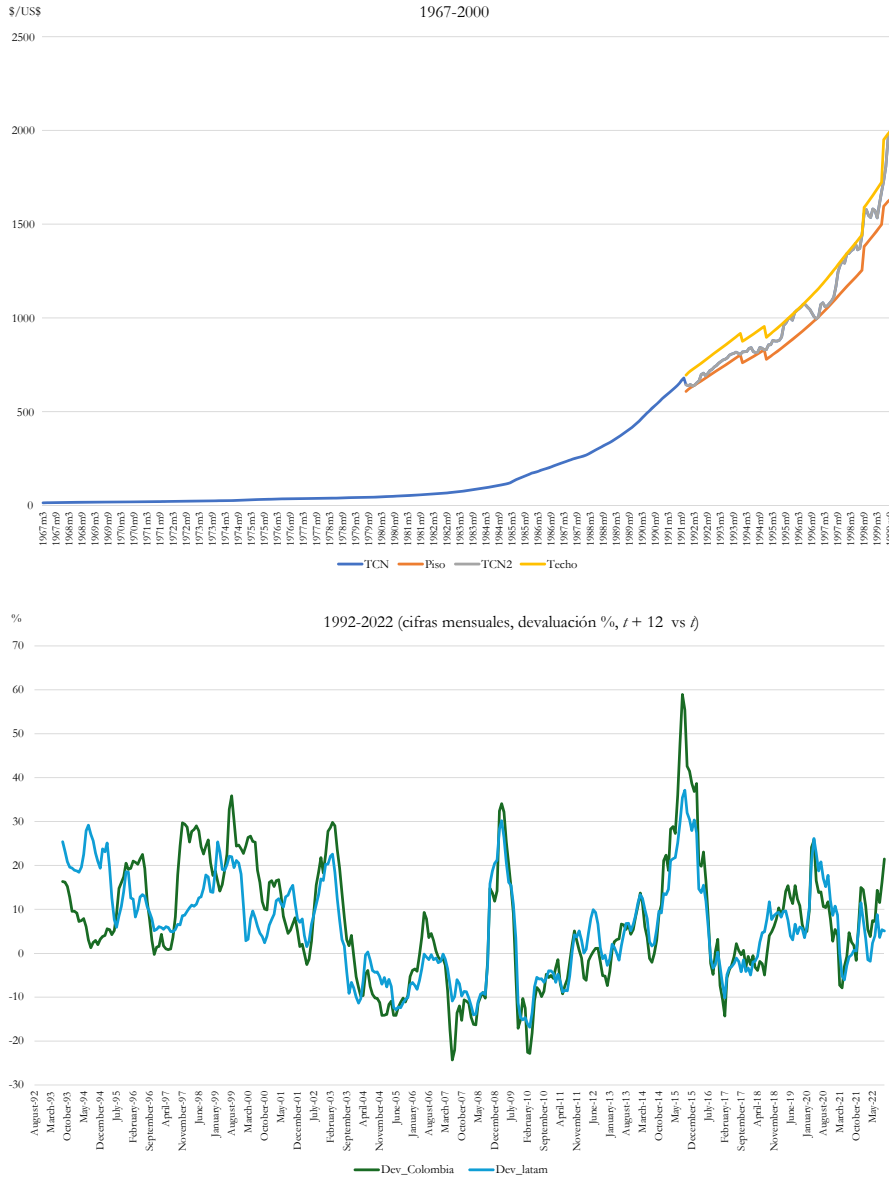
El esquema funcionó bien durante los primeros años, pero los crecientes desajustes macroeconómicos (fiscales, crediticios y de cuenta corriente) que se incubaron durante los años 1990, mellaron su credibilidad en los años siguientes. Su “talón de Aquiles” consistía en que, como en el régimen cambiario de 1950-1967, obligaba a las autoridades a anunciar y a defender un nivel específico de tasa de cambio, con base en altas tasas de interés, cuando la tasa de cambio se acercaba al techo o al piso. El sistema explotó durante la crisis de 1999.

A finales de ese año se decidió flotar la tasa de cambio, con buenos resultados. Así, por ejemplo, mientras la crisis internacional de 1999 afectó a Colombia mucho más que a la mayoría de los países de la región, la crisis internacional de 2008-2009 fue relativamente benévola. El Banco de la República pudo olvidarse de cualquier objetivo cambiario y reducir las tasas de interés drásticamente para reactivar la economía.

Figura 20. Regímenes cambiarios, 1920-1967



**Figura 21. Regímenes cambiarios, 1967-2022**



El manejo cambiario no es independiente del monetario (considerado en la sección anterior). En efecto, según la hipótesis de la *Trilogía Imposible*, las autoridades solo pueden escoger dos de tres objetivos entre la movilidad de capitales, la tasa de cambio fija y la política monetaria deseable (por ejemplo, contra cíclica). La globalización financiera de la región y de Colombia era baja en los años 1960 y 1970, lo cual permitió adoptar políticas cambiarias y monetarias “adecuadas”, pero se ha incrementado década tras década a nivel internacional, y más en Colombia que en el resto de la región. El país estableció la flotación cambiaria (con algunas intervenciones) desde 1999. Este es un régimen conveniente en una economía mono-exportadora de bienes primarios, con enormes rigideces en el mercado laboral y en la política fiscal, entre otros.

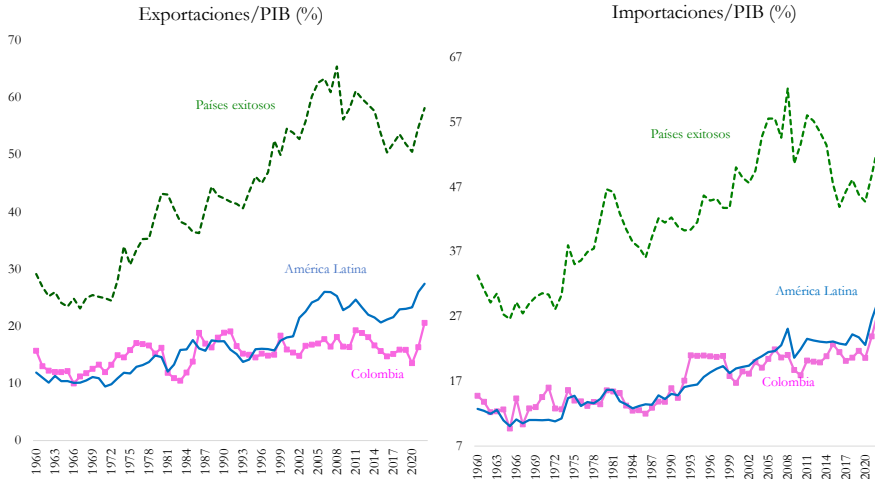
### ***C. Comercio internacional y protección***

La Figura 22 muestra la relación entre las exportaciones y las importaciones con el PIB, entre 1960 y 2022, para Colombia, América Latina y para los países considerados “exitosos”, en la subsección A de la sección III de este texto (Baldwin, 2011). La relación exportaciones/producción es más baja en Colombia que en América Latina y mucho más baja que en los países exitosos, y se ha mantenido relativamente estable en el período considerado. La caída observada a partir de 2006 en los países exitosos se observó principalmente en la India, Corea del Sur y en China.

La relación entre las importaciones y el PIB también ha sido mucho menor que en los países exitosos. Creció en Colombia desde niveles promedio menores a 15 % en el período 1960-90, a niveles cercanos a 20 % entre 2000 y 2020, y a valores aún mayores en los años recientes. El comportamiento en Colombia es relativamente similar al de los países de América Latina.

El rubro de alimentos, principalmente café, representó más del 70 % del total exportado hasta la crisis internacional de precios de 1986, pero ha perdido participación paulatinamente desde ese entonces, y hoy representa menos del 15 %. Lo contrario ha sucedido con el petróleo: con una participación promedio inferior al 5 % del total en 1960-80, llegó al 55 % en 2019 (67 % entre 2012 y 2014). La participación de las manufacturas creció rápidamente entre 1962 y 1994, se mantuvo en niveles cercanos a 35 % entre 1994 y 2008, y descendido fuertemente desde ese entonces (21 % en 2019).

**Figura 22. Exportaciones e importaciones en relación (%) al PIB**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de WDI del Banco Mundial (s.f.)

La pregunta es, por supuesto, por qué no exportamos más y, en particular, más manufacturas. Las exportaciones mundiales de manufacturas han crecido mucho más que la producción, y hoy representan cerca del 60 % de las exportaciones mundiales. Los países emergentes exitosos considerados antes se han apoderado de un porcentaje creciente de ese total con un impacto enorme. Producían menos del 1 % del PIB manufacturero mundial en 1970 y pasaron al 25 % en 2020. Colombia no comercia ni ha aprovechado la enorme expansión internacional de las cadenas globales mundiales de valor, fuente de una “nueva” industrialización, menos compleja, menos profunda y más fácil de lograr (Echavarría et al., 2019).<sup>8</sup>

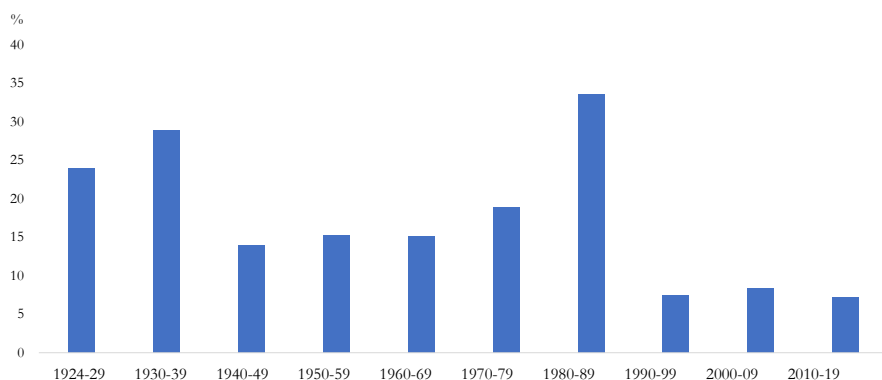
Los diferentes documentos contenidos en García, Montes, y Giraldo (2019) sugieren que la baja dinámica de las exportaciones —y de las importaciones— se debe en buena parte a la política de protección adoptada por el país en las décadas recientes. El arancel se redujo sustancialmente con la “apertura” de comienzos de los años de 1990, pero el arancel implícito en los para-aranceles —todo tipo de permisos, entre otros— más que compensó la liberalización

<sup>8</sup> Varios párrafos son tomados de Echavarría (2023).

inicial. Por ello continúa siendo mucho más rentable producir para el mercado doméstico que exportar.

Como se indica en la Figura 23, el arancel promedio para la manufactura fue muy alto durante los años de 1980 y superior al 30%. Luego de las reformas adelantadas durante la Administración Betancur en 1982 y 1984<sup>9</sup> se redujo a niveles que oscilaron entre 7% y 8% en las décadas recientes. Además, Echavarría (2019) muestra que el arancel sectorial es altamente disperso, y no parece tener ninguna lógica económica. Se deberían, más bien, apoyar a los sectores intensivos en habilidades, como lo sugieren Nunn y Trefler (2010), pero en la práctica se apoyan las firmas grandes que tienen capacidad de lobby (Echavarría & Jaramillo, 2019).

**Figura 23.** *Arancel promedio en Colombia, 1924-2018*



Fuente: Berry (1972) y DANE (2023).

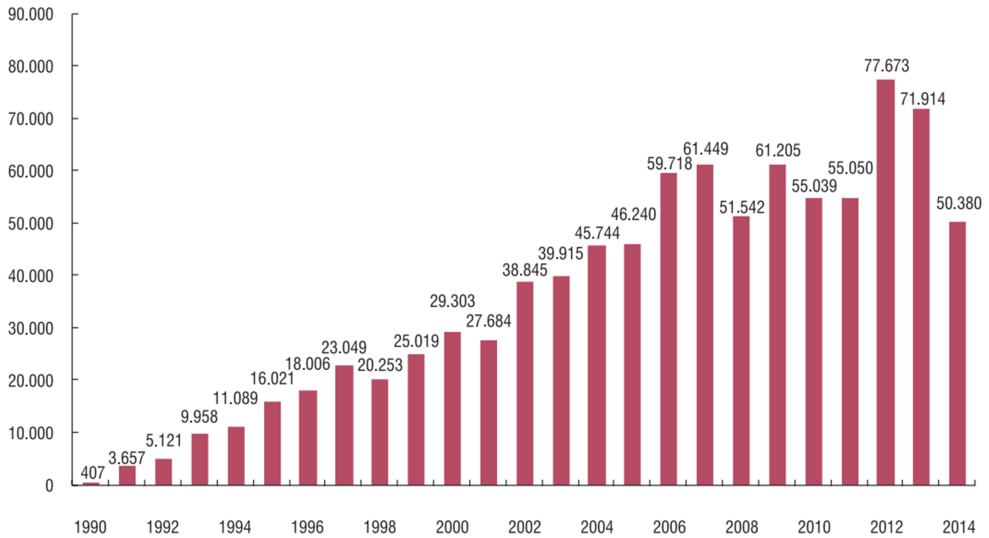
Las restricciones cuantitativas fueron introducidas en Colombia en 1937 pero fueron muy importantes como mecanismo de protección desde mediados de los años de 1950, ante la destorcida de precios de café (Ocampo, 1994). Echavarría et al. (2019, pp. 313-315) muestran que las múltiples trabas “no arancelarias” crecieron exponencialmente desde comienzos de los años de 1990. El número de medidas no arancelarias pasó de 407 en 1990 a más de 77 000 en el 2012, y en 9 de los 20 sectores considerados por los autores (p. 197) las barreras para-arancelarias cubrían más del 80% del total importado.

<sup>9</sup> 23,9% en el período 1924-29; 14% en 1940-49; 15,3% en 1950-59 y 15,1% en 1960-69.



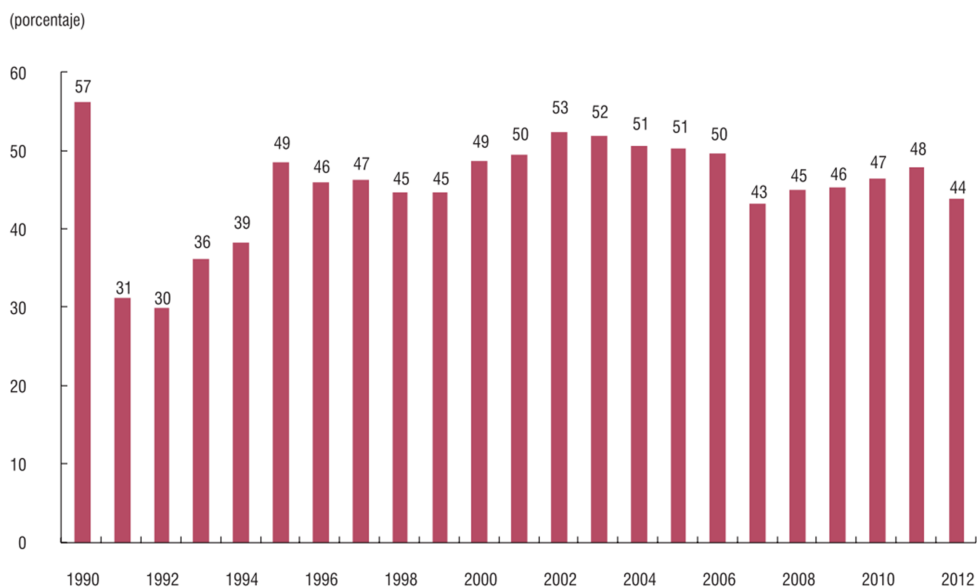
Los autores muestran que el arancel implícito de todas esas medidas podría estar en 2012 entre 44 % y 76 %, según el indicador global de protección que se utilice. En síntesis, la protección brindada por los para-aranceles es mucho mayor a la que otorgan los aranceles (cerca al 10 %), el transporte internacional (cerca al 5 %), o el llamado “costo Colombia” (cerca al 27 %) <sup>10</sup>. Hemos terminado en un mundo peor, pues la protección para arancelaria, a diferencia del arancel, permite a las pocas firmas que operan en cada sector ejercer su poder monopólico sobre los precios. La protección actual tiene un gran impacto negativo sobre las exportaciones y sobre la productividad y la innovación en el sector real.

**Figura 24.** *Número de barreras para-arancelarias*



Fuente: Echavarría et al. (2019).

<sup>10</sup> Ver García, Collazos et al. (2019). Los autores dividen el “costo Colombia” en los costos internos distintos de derechos arancelarios (17,2 %) —operaciones en puerto, transporte interno, entre otros—; 9,8 % por IVA, impuestos al consumo y otros impuestos.

**Figura 25.** *Equivalente arancelario (OTRI) de los para-aranceles*

Fuente: Echavarría et al. (2019).

## Conclusiones

El siglo XX —que para Colombia podemos decir que se inició en 1923, cuando las reformas a sus instituciones macroeconómicas realizadas en ese año le permitieron iniciar un siglo de crecimiento sostenido que se reflejó en mejoras significativas en el nivel de vida de material de sus habitantes— deja atrás los cien años de soledad de su primer siglo de vida republicana. En la educación, la salud, la inclusión de la mujer, la esperanza de vida, los servicios públicos, la calidad de la vivienda, el transporte, la desnutrición, el alfabetismo, los avances fueron evidentes, aunque todavía en muchos de ellos hay grandes barreras por superar. En contraste, en dos dimensiones de enorme pertinencia para la calidad de vida los resultados no fueron aceptables o incluso en uno de ellos casi nulo. En la seguridad personal —robos, atracos, homicidios, violencia física y de género— los resultados están lejos de ser satisfactorios. En cuanto a los homicidios, por ejemplo, hubo un ciclo con altas tasas de

1948 a 1958 y luego otro entre mediados de los años 1980 hasta fines de la década de 2010 y en la actualidad sigue siendo alta en términos históricos.

Otra dimensión en la cual los resultados de Colombia en el siglo transcurrido después de 1923 son insatisfactorios y constituyen quizá nuestro principal reto como sociedad es la enorme desigualdad de ingresos y riqueza entre las personas, las regiones, los géneros, los grupos étnicos y otras minorías. Tenemos la convicción de que la vía para reducir esas desigualdades es la acción niveladora del estado a través de la política fiscal progresiva y cuyo gasto sea redistributivo. Pero sobre todo para que esa política pública ayude a la igualdad de oportunidades para todos los ciudadanos a través de las políticas de capital humano: educación, salud y nutrición.

### Referencias

- Alvaredo, F., & Londoño, J. (2014). Altos ingresos e impuesto de renta en Colombia, 1993-2010. *Revista de Economía Institucional*, 16(31), 157-194. <https://ideas.repec.org//a/rei/ecoins/v16y2014i31p157-194.html>
- Baldwin, R. (2011). *Trade and Industrialisation after Globalisation's 2nd Unbundling: How Building and Joining a Supply Chain Are Different and Why It Matters* [NBER working paper No. 177]. <https://doi.org/10.3386/w17716>
- Banco de la República. (s.f.). Catálogo de estadísticas. Consultado el 2 de noviembre de 2023. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/catalogo#pib2015>
- Banco Mundial. (s.f.). World Development Indicators. Consultado el 11 de enero de 2024. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>
- Benítez, M., & Mejía, L. F. (2021). Reforma a la política social. En E. Lora & L. F. Mejía (eds.), *Reformas para una Colombia Post-Covid-19. Hacia un nuevo contrato social* (p. 11). Fedesarrollo.
- Berry, A. (1972). *A Descriptive History of Colombian Industrial Development in The Twenty Century*.

- Bonet, J., & Meisel, A. (2001). La convergencia regional en Colombia: una visión de largo plazo, 1926-1995. En A. Meisel-Roca (ed.), *Regiones, ciudades y crecimiento económico en Colombia* (pp. 11-56), Banco de la República, CEER.
- Caballero-Argáez, C., & Esguerra-Umaña, P. (2023). Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023. *Lecturas de Economía*, 100, 1-36. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a357121>
- Calvo, G. A., & Mishkin, F. S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 99-118. <https://doi.org/10.1257/089533003772034916>
- Cárdenas, M. (2007). *Economic Growth in Colombia: A Reversal of Fortune?* [documento de trabajo No. 36]. Fedesarrollo. <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/804>
- Cárdenas, M. 2020. *Introducción a la economía colombiana*. 4a ed. Alpha editorial.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (s.f.a.). Defunciones no fatales. Consultado el 14 de noviembre de 2023. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/salud/nacimientos-y-defunciones/defunciones-no-fatales>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (s.f.b.). Cuentas departamentales. Consultado el 14 de noviembre de 2023. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-departamentales>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (2023). Proyecciones de población. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/demografia-y-poblacion/proyecciones-de-poblacion>
- Departamento Nacional de Planeación., & Ministerio de Trabajo. (2021). *Reporte ejecutivo de la Misión de Empleo de Colombia 2020-2021*. [https://www.misionempleo.gov.co/Documentos%20compartidos/Informe\\_Final\\_Doc\\_Diagnostico/Reporte\\_ejecutivo\\_Mision\\_de\\_Empleo.pdf](https://www.misionempleo.gov.co/Documentos%20compartidos/Informe_Final_Doc_Diagnostico/Reporte_ejecutivo_Mision_de_Empleo.pdf)

- Echavarría, J. J. (1999). *Crisis e industrialización: las lecciones de los treinta*. Banco de la República.
- Echavarría, J. J. (2023). Regímenes cambiarios y globalización financiera en Colombia: ¿Qué hemos aprendido? En J. D. Uribe-Escobar (ed.), *Historia del Banco de la República, cien años* (pp. 543-591). Banco de la República.
- Echavarría, J. J., Giraldo, I., & Jaramillo, F. (2019). Equivalente arancelario de las barreras no arancelarias y la protección total en Colombia. En J. García, J. Montes & I. Giraldo (eds.), *Comercio exterior en Colombia. Política, instituciones, costos y resultados* (pp. 289-320). Banco de la República.
- Echavarría, J. J., & Jaramillo, F. (2019). Cadenas globales de valor, crecimiento y protección arancelaria en Colombia. En I. Giraldo & J. García (eds.) *Comercio exterior en Colombia. Política, instituciones, costos y resultados* (p. 75-116). Banco de la República.
- Forero, D., & Tena, A. (2023). Industrialization as an Engine of Growth in Latin America Throughout a Century 1913-2013. *Structural Change and Economic Dynamics*, 68, 98-115. <https://doi.org/10.1016/j.struec.2023.08.009>
- García, J., Collazos, M. M., López, C., & Montes, M. (2019). Los costos de comerciar en Colombia: resultados de la encuesta de comercio exterior del Banco de la República. En J. García, E. Montes & I. Giraldo (eds.), *Comercio exterior en Colombia. Política, instituciones, costos y resultados* (pp. 179-223). Banco de la República.
- García, J., Montes, E., & Giraldo, I. (2019). *Comercio exterior en Colombia. Política, instituciones, costos y resultados*. Banco de la República.
- Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO). (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales*. Banco de la República. <https://www.banrep.gov.co/es/el-crecimiento-economico-colombiano-el-siglo-xx-aspectos-globales>

- Jaramillo-Echeverri, J., Meisel, A., & Ramírez, M.T. (2019). More than 100 Years of Improvements in the Living Standards: The Case of Colombia, *Cliometrica*, 13, 323-366. <https://doi.org/10.1007/s11698-018-0181-5>
- Jones, B., & Olken, B. (2008). The Anatomy of Start-Stop Growth. *The Review of Economics and Statistics*, 90(3), 582-87. <https://doi.org/10.1162/rest.90.3.582>
- Kalmanovitz, S. (2011). *Nueva historia económica de Colombia*. TAURUS.
- Levy, S. (2021). *Misión de Empleo*. Departamento Nacional de Planeación.
- Londoño, J. L. (1995). Distribución del ingreso y desarrollo económico: Colombia en el siglo XX. TM Editores, Fedesarrollo y Banco de la República.
- Lora, E., & Mejía, L. F. (2021). *Reformas para una Colombia Post-Covid-19. Hacia un nuevo contrato social*. Fedesarrollo.
- Meisel, A., & Vega, M. (2007). The Biological Standard of Living (and its Convergence) in Colombia, 1870-2003, A tropical success story. *Economics and Human Biology*, 5(1), 100-122. <https://doi.org/10.1016/j.ehb.2006.10.004>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). *Reforma Tributaria Para La Igualdad y La Justicia Social. Exposición de motivos*. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC\\_CLUSTER-200786](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-200786)
- Nunn, N., & Treffer, D. (2010). The Structure of Tariffs and Long-Term Growth. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(4), 158-94. <https://doi.org/10.1257/mac.2.4.158>
- Ocampo, J. A. (1994). Trade Policy and Industrialization in Colombia, 1967-1991. En G. K. Helleiner (ed.), *Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times* (pp. 132-169). Routledge.

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). (2021). *Estadísticas Tributarias en América Latina y el Caribe*. <https://doi.org/10.1787/96ce5287-en-es>
- Palma, G. (2019). Desindustrialización, desindustrialización “prematura” y “síndrome holandés” *El Trimestre Económico*, 86(344), 901-66. <https://doi.org/10.20430/ete.v86i344.970>
- Piketty, T. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. The Belknap Press of Harvard University Press.
- Ramírez, M. T. (2007). Efectos de eslabonamiento de la infraestructura de transporte sobre la economía colombiana: 1900-1950. En J. Robinson & M. Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX, Un análisis cuantitativo* (383-457). FCE-Banco de la República.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crises. *The American Economic Review*, 99(2), 466-72. <https://www.jstor.org/stable/25592442>
- Rodrik, D., & Rosenzweig, M. (2010). *Handbook of Development Economics*. Elsevier.
- Szirmai, A. (2012). Industrialisation as an Engine of Growth in Developing Countries, 1950-2005. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(4), 406-420. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2011.01.005>
- Wiesner, E. (1980). *Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia 1980*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- World Inequality Database (s.f.). *Gini Index of National Income*. Consultado el 3 de noviembre de 2023. [https://wid.world/world/#gptinc\\_p0p100\\_z/US;CN;WO;CO/2022/eu/k/p/yearly/g/false/0.36251/0.8/curve/false/country](https://wid.world/world/#gptinc_p0p100_z/US;CN;WO;CO/2022/eu/k/p/yearly/g/false/0.36251/0.8/curve/false/country)



UNIVERSIDAD  
DE ANTIOQUIA



Calidez  
Innovación  
Excelencia

Facultad de Ciencias Económicas  
1944 - 2024

80  
años





# **La era del oro y el sector financiero: Antioquia 1850-1886**

---

**María Mercedes Botero**

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, número especial 2023



María Mercedes Botero

### **La era del oro y el sector financiero: Antioquia 1850-1886**

**Resumen:** *Este artículo presenta una exhaustiva revisión de las formas de comercio externo y el surgimiento de nuevos medios de pago en Antioquia en el período 1850-1886. Para ello, se realizó una investigación acerca de la prensa existente. Se acudió a la Sala de Periódicos de la Universidad de Antioquia y a los archivos documentales de la Sala Patrimonial de la Universidad EAFIT, descubriendo que, en los periódicos del siglo XIX orientados a los negocios y asuntos económicos, era frecuente encontrar asuntos relacionados con la letra de cambio. Así mismo aparecía una sección denominada “Revista del Mercado”, en la cual se consignaba valiosa información, como lo son datos alusivos al precio de las letras de cambio sobre el exterior.*

**Palabras clave:** *comercio exterior, letra de cambio, siglo XIX, Antioquia.*

**Clasificación JEL:** N16, N76.

### **The Gold Era and the Financial Sector: Antioquia 1850-1886**

**Abstract:** *This article presents an exhaustive review of the forms of foreign trade and the emergence of new means of payment in Antioquia in the period 1850-1886. For this purpose, an investigation of the existing press was carried out. We went to the Newspaper Room of the Universidad de Antioquia and to the documentary archives of the Patrimonial Room of the Universidad EAFIT, discovering that, in the 19th Century newspapers oriented to business and economic matters, it was frequent to find issues related to the bill of exchange. Likewise, a section called “Revista del Mercado” appeared, in which valuable information was consigned, such as data related to the price of bills of exchange abroad.*

**Keywords:** *foreign trade, bill of exchange, 19th Century, Antioquia.*

<http://doi.org/10.17533/udea.le.n100a355461>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

## **L'âge de l'or et le secteur financier : Antioquia 1850-1886**

**Résumé:** *Cet article présente une revue exhaustive des formes de commerce extérieur et de l'émergence de nouveaux moyens de paiement à Antioquia dans la période 1850-1886. Pour ce faire, des recherches ont été menées sur la presse existante. Nous nous sommes rendus dans la salle des journaux de l'université d'Antioquia et dans les archives documentaires de la salle patrimoniale de l'université EAFIT, où nous avons découvert que, dans les journaux du XIXe siècle consacrés aux affaires et à l'économie, il était fréquent de trouver des questions relatives à la lettre de change. Il existait également une section appelée "Revista del Mercado", qui contenait des informations précieuses, telles que des données sur le prix des lettres de change à l'étranger.*

**Mots clés:** *commerce extérieur, lettre de change, 19e siècle, Antioquia.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Botero, M. M. (2023). La era del oro y el sector financiero: Antioquia 1850-1886. *Lecturas de Economía*, 100, 49-84. <http://doi.org/10.17533/udea.le.n100a355461>

# La era del oro y el sector financiero: Antioquia 1850-1886<sup>1</sup>

María Mercedes Botero<sup>a</sup>

–Introducción. –I. Las letras de cambio. –II. Letras de cambio en moneda extranjera.  
–Reflexiones finales. –Anexos. –Agradecimientos. –Declaración de ética. –Referencias.

*Primera versión recibida el 30 de marzo de 2023; versión final aceptada el 21 de julio de 2023*

“No necesitaría cartas de recomendación el jactancioso,  
pero sí letras de cambio pues no podían llevar en el bolsillo,  
y para tan largo viaje, todo el dinero.”  
Fernando Vallejo, *El Cuervo Blanco*

## Introducción

Los estudios sobre moneda y banca en Colombia en la segunda mitad del siglo XIX lograron avances importantes (Acuña & Álvarez, 2013; Álvarez, & Timoté, 2011; Botero, 1989a; 1989b; 2007; Correa, 2009; Echeverri, 1994; Meisel, 1990; Meisel, 1994; Meisel & Posada-Carbó, 1994; Romero, 1992, 1994). En diversos trabajos se reconoció, por ejemplo, la importancia que tuvieron las primeras instituciones bancarias establecidas en el país en el desarrollo del crédito y circulación de billetes, sobre todo en aquellas regiones que experimentaron un auge del comercio externo. Este fue claramente el caso

---

<sup>1</sup> El tema de este artículo surgió hace muchos años gracias a dos investigadores de la Universidad de Antioquia, María Teresa Uribe de Hincapié (*in memoriam*) y Jesús María Álvarez (*in memoriam*), con quienes tengo una gran deuda de gratitud. Ellos me explicaron la importancia, así como el significado que tuvo la letra de cambio en el desarrollo comercial del siglo XIX. Ambos me animaron a escribir un artículo acerca de este instrumento financiero y gracias a su generosidad pude consultar su archivo de Prensa. En efecto, dichos investigadores realizaron una exhaustiva investigación acerca de la prensa existente en la Sala de Periódicos de la Universidad de Antioquia, y encontraron que, en los periódicos del siglo XIX orientados a los negocios y asuntos económicos, era frecuente hallar asuntos relacionados con la letra de cambio. Así mismo aparecía una sección denominada “*Revista del Mercado*”, en la que se consignaba valiosa información, entre otras, datos cerca del precio de las letras de cambio sobre el exterior. Véase Uribe de Hincapié, Álvarez Gaviria (2002).

<sup>a</sup> *María Mercedes Botero*: economista por la Universidad de Antioquia y Magíster en Historia por la Universidad Nacional de Colombia, Sede Bogotá.

de Antioquia, un departamento con una experiencia bancaria muy exitosa a partir de la década de 1870.

El presente artículo pretende explorar el papel que jugaron otros medios de pago y nuevas formas de financiamiento, como fue el caso de las letras de cambio.<sup>2</sup> Estas facilitaron los pagos de bienes y servicios entre distintas plazas comerciales del país y del exterior, sustituyendo en buena medida el uso del oro físico.<sup>3</sup> Adicionalmente, la compraventa de letras de cambio en libras esterlinas contribuyó a la creación en Medellín de un nuevo mercado cambiario.

Para el desarrollo de este artículo se utilizaron como fuentes documentales, los archivos de varias casas comerciales antioqueñas. En particular los de *José María Uribe*, de *Botero Arango* y de *Fernando Restrepo e Hijos*, todas firmas exportadoras de oro e importadoras de mercancías extranjeras. Estos archivos están hoy localizados en la Sala Patrimonial de la Universidad EAFIT (Medellín), conformados por libros contables (el libro Diario y en algunos casos el libro Mayor) y por la correspondencia comercial enviada y recibida entre la casa comercial y sus agentes y corresponsales, tanto en el exterior como en diferentes plazas comerciales del país. De manera complementaria se examinaron las transacciones registradas en archivos pertenecientes a otras casas comerciales del siglo XIX, tales como *Pombo Hnos.* (Cartagena), el archivo comercial de *Roberto Herrera* (Bogotá), y el archivo del General Tomás C. Mosquera (Popayán).<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Buena parte de la comprensión acerca del uso y el papel que jugó la letra de cambio, se obtuvo a partir del texto de Le Goff (2012, pp. 113-135), Safford (1988), Aguilera (1989) y Easton (1896).

<sup>3</sup> Según Adam Smith (1776/1998): “La sustitución de la(s) moneda(s) de oro y plata por papel, replazan un instrumento de comercio muy costoso, con uno menos costoso e igualmente conveniente” (p. 179).

<sup>4</sup> *Archivo Privado de las fincas cafeteras de la familia Herrera Restrepo en Sasaima (Cundinamarca)*, manuscritos, Mss3218 vi, Jul 1883-may 1885, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá; *Archivo Pombo Hermanos, Correspondencia Comercial* Libros Raros y Curiosos, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá; *Archivo comercial Tomás C. de Mosquera 1798-1878*, Correspondencia varios (1827-1877, Sala de Manuscritos Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá.

El texto está dividido en tres partes. En la primera, se hace un breve recuento de la historia de las letras de cambio en el mundo y de su utilización en moneda doméstica en los mercados locales (pesos plata).<sup>5</sup> En la segunda se considera la utilización y la evolución de las letras giradas en moneda extranjera. Se concluye con unas breves reflexiones.

## I. Las letras de cambio

### *A. El surgimiento e importancia histórica de la letra de cambio*

La historia de la letra de cambio es muy antigua y su aparición y uso en el comercio han sido documentados por la historiografía del derecho mercantil (Aguilera, 1989; de Roover, 1953), por la historia bancaria (Easton, 1896), y por historiadores de la economía monetaria en Europa en los siglos XV y XVI, tales como Fernand Braudel (1984a, 1984b) y Jacques Le Goff (2012, pp. 133; 135).

La importancia de este documento es tan grande que al decir Aguilera (1989) “la letra de cambio fue uno de los pilares fundamentales sobre los que se asentó la expansión crediticia de las sociedades occidentales a partir de la Revolución Comercial” (p. 30). El instrumento se desarrolló tempranamente en la Edad Media, y ya en el siglo XIV era utilizado ampliamente por los mercaderes italianos y por los banqueros y cambistas. Facilitó las transacciones crediticias de corto plazo y aquellas en moneda extranjera (Easton, 1896, pp. 162-165).

De Italia pasó al resto de Europa. En España apareció primero en los territorios de la Corona de Aragón, y en Castilla se desarrolló a comienzos del siglo XV. En las ferias de Medina del Campo (1491) se negociaba con letras de cambio en forma generalizada, una de las razones para que la región se convirtiera en el centro financiero más destacado de la corona Castellana (Aguilera, 1989, pp. 104-107). Al parecer, eran las ferias más concurridas de Europa (Espejo & Paz, 1908, p. 40).

---

<sup>5</sup> El Código de Comercio (1853) reglamentó lo relacionado con el contrato y las letras de cambio en moneda nacional. *Código de Comercio 1853*, Sala Patrimonial, Universidad de Antioquia.

A lo largo de los siglos XVII y XVIII el centro financiero internacional más importante estuvo localizado en Ámsterdam, donde también se concentraba el negocio de compra y venta de letras de cambio. Londres se convirtió en el centro del mundo en el siglo XIX, en buena parte gracias a la dinámica del comercio internacional y a la estabilidad de la libra esterlina: “se volvió costumbre mundial, girar letras sobre Londres, esto es, letras pagaderas en libras esterlinas. Estas eran aceptadas en todas partes del mundo y gradualmente se convirtieron en moneda internacional.” (Easton, 1896, p. 52). Las letras sobre Londres eran giradas a cargo de las “casas bancarias-mercantiles” (Chapman, 1985, pp. 2, 3, 104) que surgieron a lo largo del siglo XIX.

Su uso comenzó en Hispanoamérica en el siglo XVIII, tanto en Brasil como en México, con baja difusión (Romano, 2004, p. 367), pero adquirió importancia a finales del siglo XIX gracias a la dinámica exportadora alcanzada por esas economías (Joslin, 1963).<sup>6</sup> Por su parte, Hanley (2005) encontró que hasta 1880 el descuento de letras y pagarés constituyó la operación más importante para los bancos en São Paulo (Brasil), y otro tanto ocurrió en Buenos Aires entre 1886 y 1914 (p. 37).

En las primeras décadas del siglo XIX, en Antioquia los comerciantes viajaban a otras provincias llevando consigo oro, no solo para comprar mercancías sino también para cambiarlo por monedas de plata (Twinam, 1985, pp. 52, 54, 109). En la misma forma funcionaba gran parte del comercio internacional con las Antillas —la isla de Jamaica y St. Thomas— adonde acudían los comerciantes personalmente en búsqueda de mercancías inglesas. Los importadores pagaban con oro amonedado —u oro en polvo sacado de contrabando— que ellos mismos llevaban.

La dinámica de las letras de cambio durante las primeras décadas del siglo XIX fue modesta, debido a los escasos intercambios entre regiones, unido a los problemas relacionados con una circulación irregular de monedas. Algunos ejemplos de transacciones realizadas por medio de letras de cambio datan

---

<sup>6</sup> Este autor encontró que la Banca Británica en América Latina utilizó el sistema de letras giradas en libras esterlinas a cargo de la casa matriz en Inglaterra como forma de financiamiento del comercio internacional (pp. 16, 20).

de la década de 1820 y se encuentran en el archivo comercial del General Tomás Cipriano de Mosquera.<sup>7</sup> (Véase Figura A1 del anexo). No obstante, se estableció lentamente el sistema de letras de cambio desde finales de la década de 1840 una vez los comerciantes comienzan a organizar sus relaciones comerciales con Europa (Safford, 1965, pp. 376-377).

### ***B. Las letras de cambio en pesos plata***<sup>8</sup>

#### *El uso y gradual difusión de las letras en Antioquia*

A mediados del siglo XIX circulaban en Antioquia y en el resto del país monedas de plata de diferente ley y denominación, y en menor medida monedas de oro. Pero en esta región minera todavía era usual realizar transacciones con oro en polvo, una herencia del mundo colonial (Twinam, 1985, p. 96), tanto en la misma región como para hacer pagos al exterior.<sup>9</sup>

Lo anterior puede ilustrarse en el caso de José María Uribe, un importador localizado en Rionegro (Antioquia) quien remitía regularmente a su agente de aduanas en Santa Marta paquetes con oro. En la correspondencia se menciona que “por este correo remito una encomienda de oro con un paquetico que contiene 2330 castellanos 3 tomines para que pague el último contado de la aduana. Disponga del oro como mejor sepa en la inteligencia que la mayor parte del oro es de buena ley” (comunicación de correspondencia)<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> Algunos ejemplos de letras en la década de 1820 se encuentran en el archivo comercial del General Tomás Cipriano de Mosquera. Véase Archivo comercial Tomás C. de Mosquera 1798-1878, Correspondencia varios (1827-1877), a Juan I Bonilla (Popayán), Sala de Manuscritos Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá.

<sup>8</sup> En un escrito publicado en la prensa local de Medellín en 1884, se aclaraba: “el comercio de Antioquia continúa realizando sus cuentas sobre \$ de 8/10; de suerte que la unidad monetaria es la antigua y desusada pieza de plata llamada peso de ocho décimos”. Véase “Comercio”, en El Álbum Mercantil, no. 9, agosto 5 de 1858.

<sup>9</sup> A mediados del siglo XIX se enviaba oro en polvo extraído de las minas del nordeste a las ferias de Mompo. Boletín Oficial, No. 139, enero 15 de 1866. Las casas comerciales importadoras enviaban a sus casas bancarias en Londres paquetes con oro en polvo.

<sup>10</sup> AJMUU, Copiador *correspondencia comercial* Rionegro, dic 1853 *fos*:26-27; 24 de noviembre de 1853- 26 de junio de 1857.



Se advierte, sin embargo, el uso gradual de letras de cambio en las transacciones comerciales, y por ello envió a su agente en Santa Marta dos letras de cambio un tiempo más tarde. Le explicaba que estas las había comprado por intermedio de su casa bancaria en Medellín, la firma *Marcelino Restrepo & Co.* Una de ellas, girada a cargo de un comerciante de Santa Marta, por un valor de \$ 1000 pesos de plata, iba endosada a su favor. La otra, en moneda extranjera (\$ 160), girada sobre una casa bancaria en Londres, también estaba endosada a su favor. Había tenido que acudir a este medio de pago pues el oro en polvo “estaba muy caro y no era conveniente remitir monedas por correo”.<sup>11</sup> Y continuaba anotando “la letra sobre Europa usted se servirá venderla en dicha plaza al mejor precio con el fin de cubrir el saldo a su favor” (comunicación de correspondencia).<sup>12</sup>

Según puede verse en el Tabla 1 otro comerciante localizado en la población de Santafé de Antioquia empezó a utilizarlas en su red comercial. Giraba letras a cargo de una casa bancaria en Medellín, *Marcelino Restrepo e Hijos* y a favor de sus agentes de aduana en Santa Marta y Barranquilla, a los comisionistas encargados de recibir las mercancías en Puerto Nare a orillas del río Magdalena o a su agente en Rionegro.<sup>13</sup>

En una ocasión, cuando tuvo que cancelar una suma de dinero por la compra de varias cargas de tabaco en Ambalema, el comerciante optó por enviar una letra girada a cargo de una casa comercial de Bogotá.<sup>14</sup> En una carta dirigida a los señores *Samper & Cia.*, Botero les comunicó: “Espero hayan recibido una letra girada por Marcelino Restrepo a cargo de *Schlöss i Cia* y a favor de ustedes por \$ 600 8/10” (comunicación de correspondencia)<sup>15</sup> Meses más tarde cuando volvió a comprarle tabaco, Botero le escribió al señor Samper: “Como a ustedes no les conviene que les pague el dinero en Medellín o en

---

<sup>11</sup> No hay datos acerca del coste del transporte de la moneda metálica por el correo. Pero, según comentarios que hacían los comerciantes a sus agentes, era elevado.

<sup>12</sup> AJMUU, *Copiador de Cartas* (nov. 1853 - un. 1857) Rionegro, agosto 11 de 1853, fo. 53.

<sup>13</sup> ABAH, *Correspondencia comercial*, a Marcelino Restrepo (Medellín) septiembre 23 de 1857.

<sup>14</sup> ABAH *Correspondencia comercial*, de Botero Arango (Santafé de Antioquia) a Marcelino Restrepo (Medellín), octubre 23 de 1855.

<sup>15</sup> ABAH, Libro copiadador, cartas y pedidos, a Samper & Cia., (Bogotá), febrero 11 de 1855, fo. 16. Samper & Cia le ofrecían venderle la carga de tabaco de 9 arrobas a \$ 60 pesos de 8/10.

Bogotá, tendré mucho gusto en remitirlo a Honda. Por el correo pasado le giré a favor suyo \$ 200 y a cargo de *González Hnos.* de Honda una letra para abonarle por las cargas de tabaco” (comunicación de correspondencia).<sup>16</sup> Este último era el agente comisionista de Samper para todo el movimiento de las cargas de tabaco.<sup>17</sup>

**Tabla 1.** *José María Botero: transacciones con letras de cambio 1855-57 (Pesos plata de 8/10)*

Letra comprada a Marcelino Restrepo ( <i>Medellín</i> )	A cargo de Benito Posada ( <i>Bogotá</i> )	A favor de Manuel José Pardo ( <i>Bogotá</i> )
Letras compradas a Marcelino Restrepo ( <i>Medellín</i> )	A cargo de Schloss i Cia ( <i>Bogotá</i> )	A favor de <i>Samper &amp; Co.</i> por la compra y envío de cargas de tabaco ( <i>Bogotá</i> )
Letras giradas por JMBA ( <i>Santa Fé de Antioquia</i> )	A cargo de Marcelino Restrepo ( <i>Medellín</i> )	A favor de varios agentes ( <i>Medellín</i> )
Dos letras compradas a un agente en ( <i>Frontino</i> )	A cargo del director de empresa minera “Frontino” ( <i>Medellín</i> )	Para transferirle dinero a Marcelino Restrepo ( <i>Medellín</i> )
Letra girada por JMBA en ( <i>Santafé de Antioquia</i> )	A cargo de Marcelino Restrepo ( <i>Medellín</i> )	A favor de M. Avello para pagar gastos de aduana ( <i>Santa Marta</i> )
Letra girada por JMBA en ( <i>Santa Fé de Antioquia</i> )	A cargo de Marcelino Restrepo) ( <i>Medellín</i> )	Para pagar a un agente en ( <i>Rionegro</i> )
Letra girada por el director de la empresa minera en ( <i>Frontino</i> )	A cargo de Botero Arango ( <i>Santa fé de Antioquia</i> )	Para pagarle a un comerciante de( <i>San Jerónimo</i> )

Fuente: ABAH Correspondencia comercial, 1855-1857.

Los comerciantes de Bogotá vinculados al sector externo contaban con los servicios de agentes comisionistas en Honda y por tanto se debió presentar un movimiento de giros entre estas dos plazas comerciales. Así consta en el

<sup>16</sup> ABAH *Libro Copiador (1839-1859)*, A Silvestre Samper (Ambalema), septiembre 30 de 1855, fo. 84.

<sup>17</sup> Samper & Cia, tenían negocios en Bogotá y Honda y una sucursal en Manchester cuyo jefe era Jorge Ancizar. Véase AFRH, Correspondencia comercial, de Ancizar Brothers & Co., (Manchester) a Fernando Restrepo e Hijos (Medellín), Manchester, julio de 1886.

archivo de Roberto Herrera (Bogotá). En 1883 aparecen letras giradas por varios agentes en Honda y a su cargo.<sup>18</sup>

Los casos citados anteriormente ilustran la importancia que tenía para las casas mercantiles establecer relaciones comerciales y corresponsalías con agentes en diversas plazas del país; no solo para el movimiento de las mercancías sino también para la realización de pagos y transferencias de dinero. En efecto, para el desarrollo del comercio se requería tener una estructura comercial compleja, con una red de agentes o comisionistas, sin cuya intermediación resultaba imposible realizar operaciones regulares de cambio.

En la medida en que se incrementó el comercio con el exterior y con otras regiones del país, las firmas mercantiles exportadoras e importadoras establecieron acuerdos y relaciones comerciales con comisionistas en aquellas plazas en las que los intercambios y los pagos se fueron normalizando y haciendo más frecuentes: Santa Marta, Barranquilla, Honda, y Bogotá, entre otras.

En los libros contables se registraban las operaciones que se llevaban a cabo entre las casas comerciales y sus agentes. En las “cuentas corrientes de interés recíproco” aparecían los desembolsos, las sumas recibidas, y las comisiones. Cada seis meses se saldaban las cuentas y se hacían cruces sobre los pagos de intereses de ambas partes. Contando con fondos o con créditos que pactaban, podían girar a cargo o a favor de su agente. Todas estas letras debían cancelarse en buena moneda de plata y tenían un plazo de vencimiento generalmente de 30 d/v.<sup>19</sup> Las letras de cambio no solo fueron utilizadas para la compra o venta de mercancías, o para pagar los servicios de los agentes comisionistas. Según la evidencia documental, Medellín y otras plazas importadoras también las utilizaban para cancelar parte de los derechos de importación en ciudades como Barranquilla.

---

<sup>18</sup> *Correspondencia Enviada*, Archivo Privado de las fincas cafeteras de la familia Herrera Restrepo en Sasaima (Cundinamarca), manuscritos, Mss3218 vi Jul 1883-may 1885, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá.

<sup>19</sup> Moneda de plata de 0,900 y 0,835.

En la Figura 1 puede verse el valor recaudado en la aduana de Barranquilla entre 1876-1877. Según se observa en los primeros meses de 1876 —un año atípico pues se libraba una guerra en el país—, la mayor parte de los pagos de aduana se realizaron por medio de pagarés y letras giradas a cargo de la Tesorería de la Nación, ambas alternativas autorizadas por el gobierno.<sup>20</sup>

En el archivo *Pombo Hermanos* (Cartagena) también se encuentra un gran número de pagarés de aduana firmados por los socios de esta casa comercial a favor de la Tesorería General de la Nación. Con el fin de hacer provisión de fondos para la cancelación de los pagarés en Bogotá, *Pombo Hermanos* giraba letras de cambio a cargo de firmas comisionistas. Al término del vencimiento de la letra, alguno de sus agentes comisionistas (*Nieto Hermanos*, por ejemplo) cancelaba los pagarés.<sup>21</sup>

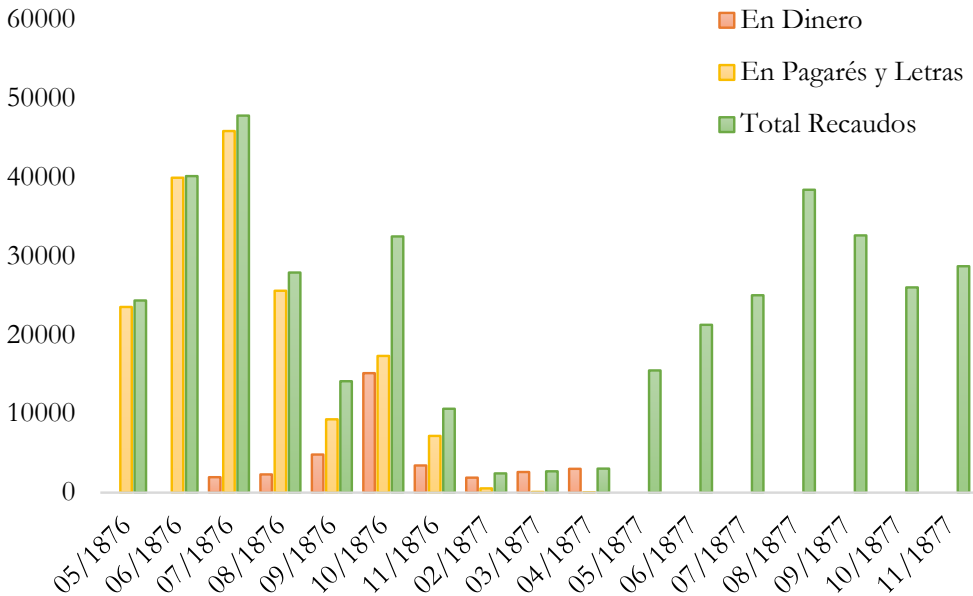
---

<sup>20</sup> Según lo establecido por el Código de Aduanas de los Estados Unidos de Colombia de 1872 en el artículo 126 se indicaba que “los derechos de importación causados se pagarán por el importador de contado en las aduanas o en la Tesorería General de la Nación también de contado o dentro de 4 meses a voluntad del introductor. Si el pago hubiere de hacerse en la Tesorería General de contado se girarán libranzas a favor de ella, y si se solicitare el plazo se otorgarán documentos de pago que serán cubiertos en la tesorería”. Y más adelante, el artículo 142 señalaba: “los importadores que teniendo derecho de hacer uso del plazo que les concede la ley para el pago de los derechos de importación prefieran hacerlo de contado, se les hará un descuento del 2% sobre el total de dichos derechos. Para los efectos de este artículo se considera como pago de contado, las letras que se cubran a la vista giradas a favor de la Tesorería General de la Nación”.

Según Ángela Rojas, las urgencias fiscales de la Guerra Civil de 1876 llevaron a que los *Pagarés del Tesoro*, que tenían el respaldo en el producto de las aduanas y las salinas, reemplazaron el metálico del que carecía el Tesoro y se convirtieron en el único valor y medio de pago aceptable del Gobierno (Rojas, 2000, p. 103; Correa, 2009).

<sup>21</sup> En la Correspondencia Comercial de Pombo Hermanos se puede seguir paso a paso la forma como se cancelaban los pagarés. Archivo Pombo Hermanos, *Correspondencia Comercial*, de Antonio M. Arrázola a Pombo Hermanos (Cartagena) marzo 7 de 1880, carpeta no. 11-15, en Libros Raros y Curiosos, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá.

**Figura 1.** *Aduana de Barranquilla: relación de lo correspondiente al 25 % adicional del derecho de importación sobre cantidades recaudadas (1876-1877)*



Fuente: AGN, Fondo Aduanas: Aduana de Barranquilla, Tomo I, fos: 026-027-063-108-201-245-246-294-362-415-512-594-658-708-887; Tomo II, fos: 033,147.

Pero los comisionistas en Bogotá no solo pagaban con dinero; aparecen también pagarés cancelados con papeles de deuda pública admisibles en el pago de los derechos de aduana. Papeles como libranzas, vales de acreedores extranjeros, y bonos del Ferrocarril de Antioquia se negociaban en Bogotá. Como lo muestra Ángela Rojas, los déficits fiscales de Colombia en el siglo XIX se cubrieron mediante la emisión de papeles de deuda pública a cargo del Tesoro. Estos títulos eran entregados a acreedores de guerra, empleados civiles y militares y se convirtieron en un medio de pago del Estado.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Una vez Rafael Núñez establece el billete del Banco Nacional en 1881, este se convierte en un documento más de la deuda flotante asignándole un interés anual y recaudando impuestos de aduana a través del mismo (Rojas, 2007, p. 209); véase también la Tabla 2 de Rojas (2007, p. 208), donde aparece la denominación de algunas de las obligaciones de la deuda pública interna.

En Bogotá surgieron intermediarios que ofrecían diversos servicios como el pago de los derechos de aduana por cuenta de los introductores.<sup>23</sup> En el Boletín Industrial se señala, por ejemplo, que la casa comercial *Pereira Gamba & Co* (de Nicolás Pereira Gamba),<sup>24</sup> aceptaba giros de sus corresponsales de la Costa Atlántica con el fin de pagar los derechos de importación a la Tesorería General. La firma también se encargaba del cobro de letras de cambio o de cuentas del comercio a cargo de comerciantes de la plaza de Bogotá mediante una comisión de medio por ciento.

*Los bancos privados como intermediarios financieros: el descuento de documentos*

“La modalidad del descuento surgió en Inglaterra a finales del siglo XVII” (Aguilera, 1989, p. 144). El beneficiario de una letra podía esperar y convertirla en dinero al término de su vencimiento (30 dv o 60 d/v) o la podía descontar antes de su vencimiento. Por supuesto, recibía una cantidad menor a la adeudada pues la entidad cobraba intereses y una comisión bancaria.<sup>25</sup>

En 1872 se creó el Banco de Antioquia y luego surgieron otros bancos en la región. No solo emitieron billetes, aceptados como medio de pago<sup>26</sup> sino que participaron activamente en la intermediación financiera: captaron recursos, otorgaron préstamos y descontaron documentos.<sup>27</sup> Pero ante todo —según los comentarios de un contemporáneo— los bancos financiaron

<sup>23</sup> *Bravo i Martínez, Agentes de negocios i comisionistas en Medellín*, corresponsales de la casa de Pereira Gamba i Compañía de Bogotá. 1866. *Navas Azuero* otro corredor del comercio de Bogotá, anunciaba que se encargaba de pagar en la Tesorería General, los derechos de importación de acuerdo con las últimas disposiciones ejecutivas, por cuenta de los introductores y “mediante una módica comisión convencional”.

<sup>24</sup> *Boletín Industrial*, órgano informativo de la casa comercial Pereira Gamba, no. 1398, abril 20 de 1868, p.19.

<sup>25</sup> Una clara explicación del surgimiento del descuento y la forma como operaba puede verse en Aguilera (1989, p. 144) y en Easton (1896, pp. 100; 166).

<sup>26</sup> Los billetes del Banco de Antioquia sustituyeron en buena medida la moneda metálica (Acuña & Álvarez, 2013).

<sup>27</sup> Anterior a la creación de los bancos, eran las casas bancarias y comerciales quienes otorgaban préstamos y descontaban y aceptaban letras a cambio de una comisión. En los libros diarios puede verse que por la aceptación de letras se cobraba una comisión que variaba entre ¼ % y el 1 %. (ABAH, Libro Diario, no. 131, 1870-1873). En 1883 figuran operaciones de descuento de letras al 10 % (ABAH, Libro Diario No. 135).

principalmente a los introductores de Medellín "fomentando el crecimiento forzado de las importaciones" (Quevedo, 1888)<sup>28</sup>.

El Banco de Antioquia se convirtió en un claro intermediario financiero (Botero, 1989a; 1989b). Según sus estatutos, podía descontar letras de cambio, pagarés y otros títulos de crédito en los cuales se reconocieran los derechos transmisibles conforme a las leyes. La entidad negociaba letras giradas en pesos sobre otras plazas del país y giros en libras esterlinas. En sus inicios los descuentos de letras y pagarés parecen haber representado buena parte de sus operaciones, pero desde mediados de los 1870s fue más importante el rubro de las cuentas corrientes —y los créditos flotantes en cuenta corriente— (Botero, 1989a; 1989b).

La venta de letras y el descuento de pagarés y letras de cambio también constituyó una operación significativa para bancos privados localizados en otras plazas comerciales. El Banco de Barranquilla, por ejemplo, compraba y vendía letras de cambio, y descontaba documentos negociables y transmisibles cuyo plazo no excediera 180 días. Por cobro de documentos en la plaza de Barranquilla cobraba una comisión del ½ %.<sup>29</sup> En 1881, en el informe presentado a los accionistas, el gerente anunció que debido al incremento del capital y a la reducción del tipo de descuento, las operaciones de descuento habían crecido considerablemente llenando su objetivo principal, esto es, proporcionar ventajas al comercio para su desarrollo y ensanche (Botero, 1989a; 1989b). El Banco del Tolima, a su turno, avisaba al comercio que compraba letras permanentemente sobre Bogotá y Honda (La Estrella del Tolima no.48 1883, citado en Quintero y Centeno, 2007, p. 148).

La importancia de las transacciones con el gobierno fue mucho mayor en los bancos de la capital que en Antioquia,<sup>30</sup> y en Bogotá circulaban muchos

---

<sup>28</sup> Quevedo (1888), en su artículo publicado en un periódico local, explicaba que las firmas importadoras a su turno concedían plazos más largos a su clientela. Debido a las medidas dictadas por la Regeneración que ordenaba a los bancos recoger los billetes en circulación, se creó una crisis comercial en Medellín.

<sup>29</sup> Banco de Barranquilla (1881), en Biblioteca Luis Ángel Arango, Sala de raros y curiosos, 332-10986 B15 (fos: 410-412).

<sup>30</sup> Acuña y Álvarez (2013, p.5) conceden gran importancia al estudio comparado del desarrollo bancario que tuvo lugar en diversas regiones del país.

papeles oficiales que incrementaban las operaciones bancarias. Según Carmen Astrid Romero, el descuento de letras y pagarés a favor del Gobierno fue especialmente importante para el Banco de Bogotá, en parte gracias a los estrechos vínculos con el gobierno Central (Romero, 1994, p. 287).

## II. Letras de cambio en moneda extranjera

A mediados del siglo XIX los grandes comerciantes de Medellín enviaban oro a sus agentes en el exterior y solo ocasionalmente les remitían letras en moneda extranjera como medio de pago, pero desde 1860 comenzó a desarrollarse lentamente un mercado cambiario a medida en que se incrementaba el comercio de importación y exportación. Se vendían y compraban divisas, básicamente libra esterlinas, bajo la forma de letras giradas a cargo de firmas en Londres.

### *A. Los participantes en el negocio cambiario*

Las letras en ese estrecho mercado cambiario provenían de un reducido número de vendedores y compradores: unas cuantas empresas mineras, un grupo de casas comerciales y bancarias vinculadas al sector externo, los socios de los laboratorios de fundición, y agentes representantes de las compañías mineras extranjeras. El Banco de Antioquia participó en la compra y en la venta de letras.

La mayoría de las sociedades y empresas mineras de Medellín vendían mensualmente el oro en el mercado local, pero varias optaron por exportar el metal directamente a Londres. Con el oro hacían sus propios pedidos de mercancía o vendían las libras esterlinas a otros importadores. Este fue el caso de la sociedad *El Zancudo*. Durante la década de 1860 y por lo menos hasta 1877, su director Carlos Coriolano Amador, enviaba barras de oro y plata aurífera a la casa bancaria *Stiebel Brothers* en Londres.<sup>31</sup> La firma era consignataria para recibir sus remesas mensuales y para pagar las letras de cambio que la sociedad colombiana vendía y giraba sobre dichos fondos. No obstante, años

---

<sup>31</sup> *Boletín Industrial*, no. 487, Octubre 25 de 1877.



más tarde, *el Zancudo* decidió vender el oro en Medellín debido a que la casa bancaria inglesa protestó las letras de cambio giradas.<sup>32</sup>

Ofrecían también libras esterlinas las casas comerciales que representaban los intereses de empresas extranjeras: *Marcelino Restrepo e Hijos*, representante legal de la *Frontino & Bolivia Gold Mining Company*, así como la firma *Fernando Restrepo e Hijos* agentes y comisionistas de la *Western Andes Mining Company* (Marmato). Estas dos compañías mineras exportaban el producto a sus casas bancarias en Londres y encontraron en la venta de “divisas” una fuente de financiamiento para llevar a cabo sus operaciones ordinarias. Así, por ejemplo, las directivas de la *Western Andes Mining Company* autorizaron a sus agentes para que vendieran mensualmente en Medellín una determinada cantidad de letras giradas en libras esterlinas a cargo de la casa bancaria *Fruhling & Goschen* en Londres. En 1878 la empresa minera vendió letras de cambio por un valor de 25400 libras esterlinas.<sup>33</sup>

En esta forma los agentes en Medellín pudieron realizar operaciones por cuenta de la compañía minera, entre otros, cancelar cuentas pendientes, aceptar y pagar letras giradas a su cargo, comprar insumos a comerciantes de Medellín, enviar moneda metálica y billetes bancarios a la mina en Marmato para el pago de los trabajadores, directores de minas, maestros y contratistas; así como para el pago de víveres y fletes de transporte.

Pero la participación más activa en la venta y en la compra de libras esterlinas corrió a cargo de un pequeño grupo de casas bancarias y comerciales quienes al parecer ejercieron un control no solo sobre las libras (y las barras de oro) sino también sobre la oferta de letras.

Entre estas se destacan *Uribe & Díaz*; *Fernando Restrepo e Hijos*; *Marcelino Restrepo e Hijos* y *Restrepo & Co*. Esta última firma gozaba de tanto crédito, que el público prefería sus letras de cambio a pesar de que cobraba un precio más elevado (Echavarría, 1946, pp. 328-329). Todas estas firmas exportaban

<sup>32</sup> “Defensa de Modesto Molina”, en *Folleto Misceláneos*, no. 356, p. 6. Esto ocasionó una querrela entre las partes.

<sup>33</sup> Con el cambio a la par esta suma era equivalente a \$ 124500 pesos plata de 8/10.

por cuenta propia barras de oro; contando con estos recursos y con créditos que obtuvieron de sus casas bancarias en el exterior, vendían y/o compraban letras, con una ganancia importante en el negocio cambiario.<sup>34</sup>

El Banco de Antioquia estableció desde su creación corresponsales en Londres y París. Las transacciones con Europa seguían los mismos mecanismos utilizados por las empresas mineras y las casas comerciales y bancarias. El Banco abría una cuenta corriente de interés recíproco con sus corresponsales, sobre la cual podía girar. Enviaba lingotes de oro que sus agentes vendían y luego acreditaban en su cuenta. Con estos recursos y con créditos en descubierto previamente acordados, el banco vendía giros a los comerciantes importadores y a todos aquellos agentes que requerían realizar pagos internacionales.<sup>35</sup>

La demanda de letras en moneda extranjera provenía principalmente de firmas importadoras en Antioquia, aun cuando también participaban agencias de negocios y comisionistas. Es el caso, por ejemplo, de *Bravo i Martínez*, representante en Medellín de *Pereira Gamba & Co.* de Bogotá.<sup>36</sup> También acudieron al mercado cambiario de Medellín comerciantes de otras regiones, particularmente en períodos de dificultades en la balanza de pagos.<sup>37</sup> Así ocurrió en 1866, cuando se redujo la cosecha de tabaco en Ambalema por el largo verano, y cuando se suspendieron las remesas de quina y cueros.

---

<sup>34</sup> De acuerdo con Ospina Hermanos, un grupo de firmas controlaba el negocio cambiario. Las letras las utilizaban bien para sus propias operaciones o para negociarlas. Ospina Hermanos fundan en 1883 un laboratorio de fundición y ensaye y también participaron en el negocio cambiario. AOH/C/1, Correspondencia comercial, a Heynessen Martienssen & Co (Manchester), diciembre de 1880.

<sup>35</sup> Créditos en descubierto, eran aquellos mediante los cuales las casas bancarias en el exterior aceptaban y pagaban letras giradas a su cargo así el girador de la letra no contara fondos en ese momento. Se apoyaba pues en el crédito personal del girador. Véase, “Defensa de Modesto Molina”, *Folleto Misceláneos*, no.356. [sin fecha].

<sup>36</sup> *Boletín Industrial*, Órgano Informativo de la casa comercial Pereira Gamba, no. 1398, abril 20 de 1868.

<sup>37</sup> Ocampo (1994), analiza la forma como se llevaba a cabo el mecanismo de ajuste en los pagos ante los fuertes ciclos exportadores.

También los importadores de Bogotá tuvieron que comprar letras de cambio en Medellín en ese momento.<sup>38</sup> Según informaba *El Mensajero Noticioso* un periódico de Bogotá, se había presentado una demanda considerable de letras en el mercado de Medellín presionando al alza el cambio debido en parte a las necesidades del propio comercio de Medellín y a la remesa de \$ 80000 pesos que había enviado el comercio de Bogotá para comprar letras sobre Londres.<sup>39</sup> Las letras en libras esterlinas se cancelaban en pesos y se acostumbraba pagarlas en moneda plata de 0,835 de ley.

Para la fijación del precio de las letras de cambio en el mercado de Medellín, se estableció la costumbre entre compradores y vendedores de guiarse por el precio que fijaba cada mes la casa bancaria de *Marcelino Restrepo & Co.* Esta firma actuaba como agente de una empresa minera extranjera y uno de sus socios, Vicente Restrepo, había fundado en 1857 el primer laboratorio de fundición y ensaye en Medellín.

Según le explicaba un socio de *Ospina Hermanos* al gerente del Banco de Bogotá, dicha casa comercial fijaba el precio y por este motivo nadie vendía ni compraba en los días anteriores a la salida del correo que conducía la remesa de los metales preciosos. Se decía que la casa bancaria de *Restrepo & Co* cobraba 1 % adicional ya que gozaba de gran crédito.

Años más tarde, en la década de 1890 se estableció una junta, conformada por un exclusivo grupo de comerciantes y banqueros, encargada de fijar el precio de las letras de cambio sobre el exterior. Hicieron parte de esta junta Próspero Restrepo, gerente de la casa bancaria Marcelino Restrepo e Hijos - Antonio Gutiérrez gerente del Banco Popular de Medellín, Eduardo Vásquez Jaramillo y Miguel Vásquez Barrientos.

Banqueros y casas bancarias vinculadas con circuitos financieros del exterior les permitía disponer de una valiosa información. Solo un puñado de hombres en Antioquia estaba al tanto de los complejos mecanismos del mercado internacional de los metales y de los papeles financieros; conocía el manejo de pesos y medidas diferentes a las colombianas; podía realizar complejos

<sup>38</sup> “Comercio”, *El Índice*, no.44 Octubre 7 de 1866.

<sup>39</sup> *El Mensajero Noticioso*, Bogotá, no.30 diciembre 5 de 1866.

cálculos en la compra y venta de oro en barras y letras de cambio en moneda extranjera; en fin, podían realizar operaciones propias de arbitraje.<sup>40</sup>

### ***B. La fuente y la utilización de los recursos transados por medio de letras***

Las divisas transadas por medio de letras provinieron básicamente de la exportación de oro y plata aurífera antes de que surgiera la economía cafetera en los años de 1880. Como se mencionó en la sección anterior, los exportadores enviaban a sus casas bancarias el metal y estos se encargaban de venderlas al Banco de Inglaterra. Como resultado de esta operación, el exportador tenía recursos en libras esterlinas y podía usarlos bien para sus propias operaciones, si fuese también importador, o podía negociarlos en el mercado cambiario de Medellín o Bogotá. En efecto, podía vender letras a cargo de su casa bancaria por el valor del oro remitido o por el monto del crédito rotatorio previamente acordado (Ocampo, 1984).

A las cuentas bancarias en Londres también fluyeron los ingresos provenientes de la venta de productos diferentes a los metales preciosos —cueros, añil— que se exportaron a Londres, así como de los sombreros de iraca que algunas casas comerciales enviaron a La Habana, Cuba<sup>41</sup>.

Asimismo, se transfirieron capitales procedentes de la venta de minas<sup>42</sup> como es el caso de 16.000 libras esterlinas que pagó la compañía Franco Belga a los sucesores de Antonia Jaramillo de Vásquez por la cuarta parte de los derechos y terrenos de la mina *La Constancia* en Anorí. A su turno, la firma Ospina Hermanos transfirió a Londres una fuerte suma de dinero producto de la venta de sus haciendas de café en Guatemala.

<sup>40</sup> Según Haupt (1894), las operaciones de arbitraje reposan sobre el siguiente principio: comprar una mercancía, una letra de cambio, un valor de la bolsa o una moneda, etcétera, en una plaza donde el precio corriente ofrece un beneficio, contra el cambio en otra plaza en donde se va a realizar la transacción. En el arbitraje bancario se distinguen los arbitrajes de letras de cambio y los arbitrajes en materia de oro y de plata (pp. 465-469).

<sup>41</sup> ABAH, *Libro Diario 1870-73*, marzo 20 de 1870, fo. 14. En esta fecha Ignacio Cobo envió desde la Habana a Stiebel Brothers (Londres) dos letras en libras esterlinas por valor de £ 1,095 a la cuenta de Botero Arango.

<sup>42</sup> Archivo Eduardo Vásquez Jaramillo, AEVJ /C/ 4, *Correspondencia comercial*, 1889.

La casa Ospina Hermanos vendió tres fincas en Guatemala y recibieron por la venta la suma de \$ 191 mil pesos plata. Con este dinero compraron en Guatemala letras por valor de 22.000 mil libras esterlinas. Dicho capital lo situaron en Londres en un depósito en la casa de *Enrique Cortés & Co.*<sup>43</sup>

El oro fluyó de Antioquia como pago por la introducción de mercancías.<sup>44</sup> En efecto, la función principal de las letras en libras esterlinas fue ante todo servir como medio de pago por todas las mercancías importadas.

Un ejemplo claro se observa en el archivo de la firma comercial José María Uribe. Este importador realizaba pedidos a la firma *A. & S. Henry & Co.*, una casa comisionista en Manchester quien se encargaba de comprar por su cuenta mercancías —básicamente textiles— y despacharlas hasta el puerto de Sabanilla en el Caribe.<sup>45</sup> Por ello, el señor Uribe les enviaba permanentemente barras de oro que compraba por intermedio de la casa de *Marvelino Restrepo e Hijos*. Entre 1867 y 1877 despachó sesenta y cinco barras de oro.<sup>46</sup> No obstante, a lo largo de estos años el comerciante también debió acudir al mercado cambiario. Como puede verse en Tabla 2, compró letras giradas en libras esterlinas a cargo de casas bancarias en Londres y a favor de la firma en Manchester.<sup>47</sup>

Dichas letras las obtuvo de diversos intermediarios en Medellín, entre otros, del Banco de Antioquia, de Carlos Coriolano Amador director de la Sociedad El Zancudo y de la casa comercial *Fernando Restrepo e Hijos*, agentes de una empresa minera extranjera.<sup>48</sup>

---

<sup>43</sup> AOH/C/103, *Correspondencia Comercial*, Enrique Cortés en Londres a Ospina Hermanos, Medellín, 28 de Julio de 1889; agosto 7 de 1889.

<sup>44</sup> Decía Tomás Quevedo (1888): “huyeron nuestros metales preciosos, muchas de nuestras joyas, gran porción de nuestra buena moneda metálica, nuestros frutos y productos [...] en la introducción de objetos infecundos.”

<sup>45</sup> AJMUH, *Libro Diario*, (1878-85), Rionegro, 1878, f. 54.

<sup>46</sup> AJMUH, *Libro Diario*, (octubre 1867- febrero 1878), fs: 49, 73, 108, 135, 149, 171, 175,230, 255,269, 274, 551,654.

<sup>47</sup> El importador las endosaba a nombre de sus agentes en Manchester y las enviaba por el correo.

<sup>48</sup> AJMUH, *Libro Diario* (oct.1867-feb. 1878), Rionegro. Tabla elaborada con base en los registros contables.

**Tabla 2.** *José María Uribe e Hijos, 1867-1877. Letras remitidas a sus proveedores*

Año	Cantidad	Valor (\$)
1867	3	1391
1868	2	1000
1869	10	3442
1870	5	3450
1871	11	5295
1872	14	5591
1873	14	4400
1874	20	9480
1875	11	5988
1876	1	1124
1877	1	450
<b>Total</b>	<b>92</b>	<b>41611</b>

*Nota:* tabla elaborada con base en los registros contables.

*Fuente:* JMUH, *Libro Diario* (oct.1867-feb. 1878), Rionegro.

¿Qué llevó a este comerciante a optar por enviar barras de oro o letras? No siempre se encontraban barras de oro disponibles ya que en ciertas épocas la demanda superaba la oferta. Ello ocurrió a comienzos de la década de 1870 y particularmente en 1874 cuando se presentó un auge de las importaciones en Antioquia.<sup>49</sup> Lo anterior llevó a que algunas casas comerciales importadoras tuvieran que adquirir letras para cubrir sus compromisos.<sup>50</sup>

<sup>49</sup> El auge del comercio de importación alcanzó un valor de \$ 5 millones de pesos en 1875. Fue seguido por una crisis que alcanzó su punto más bajo en guerra civil de 1876-77. Botero (2007).

<sup>50</sup> Restrepo, “Revista Minera”, *EL Heraldo de Antioquia, Medellín*, jun de 1874.

Las operaciones con letras en libras esterlinas jugaron un papel importante en las transacciones domésticas. Como se explicó al inicio de este trabajo, ya desde la década de 1850 José María Uribe pagaba en ocasiones a sus agentes de aduana remitiéndoles letras giradas en libras esterlinas.<sup>51</sup>

Asimismo, se encuentran ocasionalmente pagos realizados a directores de minas, a ingenieros así como a firmas comerciales.<sup>52</sup> Incluso una casa bancaria como *Restrepo & Cía.* quien otorgó un préstamo por \$ 150 mil pesos a Carlos Coriolano Amador (mayor accionista de la Mina del Zancudo), puso por condición que el pago debía efectuarse cada mes “en letras sobre Londres giradas a treinta días vista por el señor Amador o su apoderado”.<sup>53</sup>

La correspondencia entre Pascasio Uribe (en Medellín) y Sinforoza Hernández y María Josefa Uribe de Hernández accionistas de la empresa minera el Zancudo (en Bogotá), constituye una excelente fuente documental que ilustra claramente los principales problemas y dificultades que se presentaban en la transferencia de sumas de dinero entre Medellín y Bogotá, y el uso de letras en libras esterlinas en transacciones domésticas.

El señor Uribe enviaba mensualmente a su hermana radicada en la capital, una carta indicándole todo lo relativo a la cuenta del “producto y gastos” de la empresa minera, *El Zancudo*. Le explicaba el valor que habían alcanzado las barras metálicas; la tasa de cambio con la que se habían liquidado; si las barras se habían negociado en Medellín a plazos o de contado. Asimismo, le informaba cómo transferirle la suma que abonaba mensualmente la sociedad minera a sus accionistas por la venta de la remesa de barras de oro y plata aurífera.

Inicialmente, y con el fin de facilitar el envío del dinero a Bogotá, la casa bancaria *Restrepo & Co.* de Medellín le propuso a la familia Hernández un

---

<sup>51</sup> En el caso de Botero Arango, también aparecen cancelaciones a sus agentes en Barranquilla con letras giradas a cargo de su casa bancaria en Londres, así como con letras giradas sobre Nueva York. Los agentes negociaban las letras en Barranquilla y cobraban ½ % de comisión. ABAH, Libro Diario no.133, abril 20 de 1879, fo. 227.

<sup>52</sup> AFRH, *Correspondencia comercial*, 1878. En este año la empresa pago en dos ocasiones con letras en libras esterlinas a una casa comercial de Medellín.

<sup>53</sup> AHA “Registro de Hipotecas no. 114. Diciembre de 1886.

contrato: el señor Pascasio se obligaba a consignar mensualmente en dicha casa bancaria la cantidad de dinero a transferir a Bogotá, bien en cóndores —moneda de oro— o en billetes del Banco de Antioquia.

A su turno, *Restrepo & Co.* le entregaba letras a 30 d/v giradas por la firma *Uribe & Díaz* de Medellín a cargo de Vicente Lafaurie, un comerciante de Bogotá. Dichas letras se las enviaría a su hermana por medio del correo y a su vencimiento; el señor Lafaurie le entregaría el dinero en Bogotá en moneda de plata de talla mayor.

El convenio fue rechazado por el señor Hernández. Este último le solicitó a su cuñado que con el dinero abonado cada mes por la empresa minera, comprara por su cuenta en Medellín letras giradas sobre Londres a 30 d/v. Le solicitaba se las enviase a Bogotá por el correo de encomiendas con el fin de negociarlas en dicha plaza comercial.<sup>54</sup>

En la Tabla 3 pueden verse ejemplos de una transferencia de dinero entre Medellín y Bogotá. El señor Uribe le envió letras de cambio giradas en libras esterlinas para que las negociara en la Capital. También le envió letras en pesos plata a cargo de un comerciante en dicha plaza.

Lo cierto es que no siempre encontraba en Medellín quien le vendiera letras sobre Europa. En esta plaza comercial se presentaban periodos de gran escasez de divisas, entre otros, debido a las revueltas políticas que paralizaban el flujo de oro desde los distritos mineros a Medellín o de esta plaza hacia el exterior, lo que incidía sobre la disponibilidad de letras.<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> *Archivo Histórico de la mina del Zancudo*, de Sinforozo Hernández (Bogotá) a Lisandro Uribe (Medellín) 25 febrero de 1874, fo.313.

<sup>55</sup> En 1875 el Correo de Encomiendas que llevaba la remesa de metales hacia el exterior fue detenido en Nare y no siguió hacia la Costa porque no existían garantías de seguridad. Las remesas de julio y agosto fueron guardadas y no se enviaron al exterior. Sociedad el Zancudo, 26 de Julio de 1875, fo. 389.



**Tabla 3.** *Sociedad El Zancudo. Remisión de dinero de Medellín a Bogotá, 1874-1879*

Valor remitido	Medio de transferencia a Bogotá	Cotización de las letras en libras esterlinas
n.d	Letra girada en libras esterlinas s/Londres	
£ 820	Ídem	29 %
\$ 1712	Letra girada en pesos s/Bogotá	
\$ 912	Ídem	
\$ 1600	Letra girada en pesos s/Bogotá	
\$ 736	Ídem	
n.d	Letra girada en libras esterlinas s/Londres	
£ 3000 (producto de tres remesas)	Letra girada en libras esterlinas s/Londres	
£ 525	Letra girada en libras esterlinas s/ Londres	34 %
\$ 224	Letra girada en pesos s/Bogotá	
\$ 600	Letra girada en pesos s/Bogotá	
\$ 825	Letra girada en pesos s/Bogotá	

*Fuente:* Archivo Histórico de la mina del Zancudo, Biblioteca Luis Ángel Arango, Mss. # 566, 1864-1887, Bogotá.

En épocas de sequía o en invierno, ocasionaban una disminución en la cantidad de oro que llegaba a Medellín y por ende del volumen exportado, lo que ocasionaba trastornos en el mercado cambiario. En carta a su hermana, Pascasio Uribe le comentó en una ocasión. “Por falta de agua en Titiribí, así como en Remedios vino poco oro. Por lo mismo las letras sobre Europa están muy escasas y han subido de precio. Están aquí más caras que en Bogotá”.<sup>56</sup>

No obstante, la escasez de letras y por consiguiente el alza en el cambio se debía en ocasiones al accionar mismo de los dueños del oro. En 1866 en un periódico de Bogotá se explicaba que la remesa de oro exportada desde

<sup>56</sup> Sociedad el Zancudo, de Pascasio Uribe (Medellín) a Josefa Uribe (Bogotá), mayo 10 de 1875, fo. 392.

Antioquia en dos meses de 1866 había presentado un descenso, no por factores mismos en la extracción del metal, sino porque los dueños del oro habían retenido una parte con el fin de presionar un alza en el cambio.<sup>57</sup> Eso mismo explicaba el señor Uribe respecto de la remesa de la empresa *El Zancudo*. Según él en diversos momentos (1875, 1880) la remesa fue depositada en un banco o casa bancaria, esperando bien un alza en el precio de las letras o que pasaran las perturbaciones del orden público.<sup>58</sup>

### ***C. La compraventa de letras como un negocio especulativo***

Si bien la función principal de las letras en moneda extranjera fue la de servir como medio de pago en operaciones internacionales y para transferir dinero entre plazas comerciales, en los años de 1880 —y posteriormente a finales del siglo XIX— la compraventa de letras de cambio tuvo otros fines adicionales: las letras en libras esterlinas se demandaron con propósitos especulativos, jugando con las diferencias y variaciones del cambio que se presentaban en las distintas plazas del país.

En 1888, en un informe enviado al gobierno británico, el señor Wheeler analizaba las dificultades por las que atravesaba el comercio externo del país. Uno, y quizás principal motivo de preocupación, era la elevada tasa del cambio y las constantes fluctuaciones.

A lo largo de 1888 el cambio llegó a estar al 140% o sea 12 pesos por libra esterlina. Entre abril y junio pasó de 95% a 140% y volvió a caer al 95%. Algunas letras en libras esterlinas se vendieron al 145%. Estas fuertes fluctuaciones no las podían prever los comerciantes importadores y en su opinión se debían enteramente a la acción de un grupo de especuladores los cuales, en un estrecho mercado monetario como el de Bogotá, ocasionaban graves perjuicios.<sup>59</sup>

<sup>57</sup> *El Mensajero Noticioso*, Bogotá, no. 30 diciembre 5 de 1866.

<sup>58</sup> Sociedad el Zancudo, de Pascasio Uribe (Medellín) a Josefa Uribe (Bogotá), 24 de agosto de 1875; 5 de septiembre de 1875; mar 4 de 1880.

<sup>59</sup> M. Wheeler, “Report on the Trade of Colombia 1888”, Public Record Office, FO 135, 165.

Lo anterior se comprende mejor teniendo presente el contexto de profundos cambios económicos y políticos que se presentaron en la década de 1880. Según comentaba Restrepo (1979):

el año de 1881 marcó el más alto grado de prosperidad comercial y sus exportaciones alcanzaron la cifra de \$ 16'000.000. Pero al año siguiente comenzó a sentirse una crisis monetaria que afectó el comercio. La quina y el café bajaron considerablemente de precio, las letras de cambio se vendieron con un precio inusitado y se empezó a exportar la moneda de plata circulante (p. 233).

El incremento del premio de la libra esterlina con relación al peso favorecía principalmente a los exportadores y a algunos intermediarios en el negocio cambiario.

La correspondencia entre los socios de esta firma comercial de Medellín con *Camacho Roldán & Tamayo* (Bogotá) permite seguir de cerca el mercado de letras de cambio en Bogotá y las fluctuaciones del premio del oro sobre la plata en los años ochenta.<sup>60</sup> En cartas —y posteriormente por medio del servicio del telégrafo— don Salvador Camacho enviaba permanente a Fernando Restrepo e Hijos información acerca de la situación cambiaria, las fluctuaciones del cambio en Bogotá, el curso del papel moneda y las medidas que el gobierno Nacional estaba pensando introducir en materia arancelaria y monetaria.

En informes confidenciales, y utilizando claves telegráficas, estas dos firmas negociaron letras de cambio en las dos plazas dependiendo de donde fuese más ventajoso el negocio en determinado momento.<sup>61</sup> El precio oscilaba por la disponibilidad o escasez de letras en Bogotá o ante cualquier rumor de un empréstito que estuviera tramitando el Gobierno Central.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> AFRH, *Correspondencia Comercial*, de Camacho Roldán & Tamayo (Bogotá), 1886.

<sup>61</sup> Uno de estos telegramas decía “Jacinto flores está mal” lo que traducía que el premio de las letras había descendido.

<sup>62</sup> AFRH, *Correspondencia Comercial*, de Camacho Roldán & Tamayo (Bogotá), Septiembre 1886. Así, por ejemplo, cuando en Bogotá llegaba el correo procedente de Cúcuta y se recibían letras de cambio que enviaban los exportadores de café, se ocasionaba un descenso en el precio de los giros.

“Habrá alzas y bajas mientras no se sepa si hay o no el empréstito”, les anunciaron sus agentes en Bogotá.<sup>63</sup> En noviembre de 1886 *Camacho Roldán & Tamayo* escribieron a los señores Restrepo: “Hemos visto confidencialmente un cablegrama de Europa que da idea de estar asegurado un empréstito exterior para este gobierno”. Por este motivo, les aconsejaron vendieran rápidamente sus letras.<sup>64</sup>

Al parecer, algunas casas comerciales acudieron al crédito externo para operar en este negocio. Entre estas se puede citar casos como el de la casa comercial *Fernando Restrepo e Hijos* quien obtuvo en 1885 de la firma bancaria Fruhling & Goschen (Londres) autorización para girar letras —y venderlas bien en Medellín o en Bogotá— hasta por la cantidad de 10000 libras esterlinas.<sup>65</sup>

A su turno, Ospina Hermanos tramitó en 1888 un crédito con *Enrique Cortés & Co. Limited* de Londres.<sup>66</sup> Y con el fin de conseguir otro crédito, Ospina Hermanos le escribieron a *Schloss Brothers* en Londres: “Nuestro principal negocio es hoy el de especular con las alzas y bajas del cambio sobre Londres aprovechando los últimos para hacer nuestras ventas de giros los cuales gozas en este país de la mejor aceptación”.<sup>67</sup> Por esta época, Tulio Ospina llegó a un acuerdo con el Banco de Bogotá mediante el cual su casa comercial se encargaría de conseguirle en Medellín letras de cambio sobre Europa, cobrándole una comisión de  $\frac{3}{4}$ %.<sup>68</sup>

¿Qué pasó con las operaciones realizadas con letras de cambio por el caos monetario presentado a finales del siglo XIX? No hay información suficiente y aún faltan estudios en el área. Quizás el sistema de letras en pesos plata que había adquirido importancia como medio de pago declinó o se interrumpió. No

<sup>63</sup> AFRH, *Correspondencia Comercial*, de Camacho Roldán & Tamayo (Bogotá), abril de 1886.

<sup>64</sup> AFRH, *Correspondencia Comercial*, de Camacho Roldán & Tamayo (Bogotá), noviembre de 1886. Según Meisel (1994), los mercados cambiarios en Bogotá y Medellín estuvieron integrados en 1886-1906. A pesar de que en algunos sub-periodos se presentaron divergencias, no existieron en forma permanente “oportunidades ilimitadas” para hacer ganancias en el negocio cambiario (p. 177).

<sup>65</sup> AFRH, *Correspondencia Comercial recibida*, de Fruhling & Goschen (London), abril 3 de 1885.

<sup>66</sup> AOH/C/8, *Correspondencia Comercial*, a Enrique Cortes & Co. Limited (Londres), febrero 14 de 1888, fo. 35.

<sup>67</sup> AOH/C/12, *Correspondencia Comercial*, a Schloss Brothers (Londres), octubre de 1889.

<sup>68</sup> AOH/C/12, *Correspondencia Comercial*, a Schloss Brothers (Londres), octubre de 1889.

obstante, según puede observarse en los archivos de grandes firmas comerciales vinculadas al sector externo, la compra y venta de letras de cambio giradas en libras esterlinas continuó llevándose a cabo libremente.

### **Reflexiones finales**

En la década de 1850 se inició en Antioquia un ciclo minero que posicionó a la región como la principal productora y exportadora de oro y plata aurífera. Esa corriente de oro hacia el exterior generó, a su vez, la capacidad para importar mercancías.

Las firmas vinculadas al sector externo organizaron una red de agentes y corresponsales y establecieron nuevos sistemas de pago a distancia. Por medio de un documento escrito, transferían dinero a diversas poblaciones del país: se trataba de las letras de cambio, históricamente reconocidas en el mundo comercial.

Dadas las distancias geográficas entre plazas comerciales, el mal estado de los caminos, las continuas guerras y revueltas políticas, los pagos y el traslado de moneda metálica constituían un asunto difícil y riesgoso.

Las operaciones con letras ofrecían ventajas a los comerciantes Easton (1896, p. 166). Se introducía en un sobre y se enviaba fácilmente por el correo de encomiendas. Y aunque tenía un costo de transferencia y los agentes comisionistas cobraban una comisión de aceptación, obviaba los riesgos y el costo que al parecer tenía el traslado de moneda metálica por correo.<sup>69</sup>

Por ello, dicho documento facilitó la movilidad de recursos monetarios entre plazas comerciales del país. Girando letras a cargo de sus agentes comisionistas, las casas comerciales cancelaron facturas a sus proveedores; pagaron obligaciones al gobierno Central por derechos de importación —en Barranquilla y Bogotá—; cancelaron comisiones a sus agentes marítimos en Santa Marta y Barranquilla y fluviales en Puerto Nare y Honda, creando y ampliando circuitos mercantiles por donde circularían mercancías y dinero.

A su turno, la letra de cambio proporcionó nuevas formas de crédito que permitiría financiar a corto plazo la actividad mercantil. En efecto, el comercio

---

<sup>69</sup> Por negociar la letra, los comisionistas si cobraban una comisión del 1/2 %.

de importación requirió de capital. Y si bien inicialmente fueron las firmas comerciales quienes se ocuparon de otorgar préstamos y negociar letras de cambio, los primeros bancos privados creados en Medellín entraron a participar activamente en el negocio financiero.

Por último, y particularmente importante, fue la adopción de nuevas formas de transferir dinero y realizar pagos internacionales; se fue volviendo costumbre girar letras en moneda extranjera a cargo de comisionistas y entidades bancarias. A su vez, este sistema de pagos contribuyó a que en Medellín se creara un mercado de divisas. Esta plaza era la sede del mercado del oro, donde operaban tres laboratorios de fundición y ensaye, y también el centro de las más importantes firmas vinculadas al sector externo.

A comienzos de los años de 1880 la compraventa de letras se tornó en un importante negocio. Para entonces la producción y exportación de café había comenzado a despegar en Antioquia y, tanto el café como las barras de oro y plata aurífera y demás productos como cueros y caucho que por entonces exportaban varias firmas comerciales, ofrecían las posibilidades de participar en el mercado cambiario,<sup>70</sup> un negocio que iba a adquirir mayor preponderancia a la vuelta del siglo a raíz del auge cafetero (López & Rodríguez, 1915). En este participaron activamente casas comerciales exportadoras, así como nuevos bancos establecidos en las primeras décadas del siglo XX principalmente el Banco de Sucre y el Banco Alemán Antioqueño.

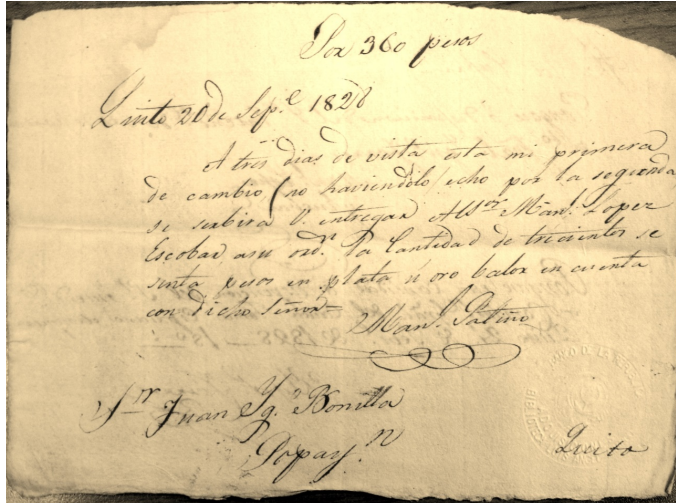
### **Anexo**

En la Figura A1 puede verse la copia de una letra de cambio girada en 1821, por medio de la cual Manuel Patiño (en Quito), le ordena a Juan Ig. Bonilla (en Popayán) le entregue a Manuel López Escobar la suma de \$ 360 pesos. Dicha letra debía ser cubierta con monedas de plata u oro, tres días después de su presentación. Así se pudo trasladar una suma de dinero desde Quito a Popayán sin recurrir al transporte físico de las monedas metálicas.

---

<sup>70</sup> Precisamente, este fue el negocio principal de Modesto Molina, un comerciante que exportaba barras de oro, caucho y en ocasiones cueros. Los ingresos que obtenía en moneda extranjera los destinaba a la venta de giros tanto en Medellín como en Bogotá (véase Folletos Misceláneos, no. 356, p. 6. Biblioteca Central Universidad de Antioquia. Sala de Prensa).

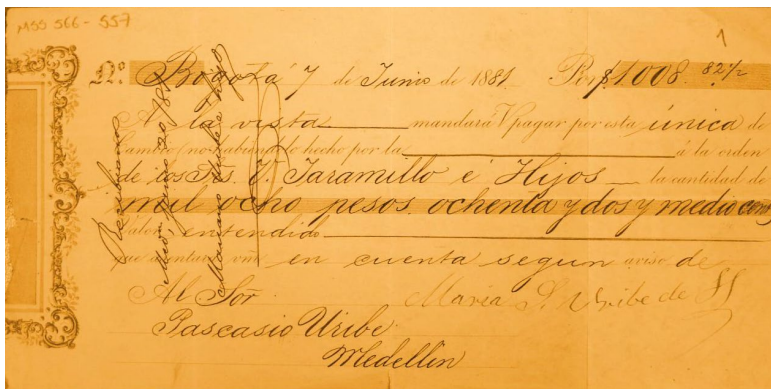
Figura A1. Imagen de letra de cambio, 1821



Fuente: Archivo comercial Tomás C. de Mosquera 1798-1878.

En la Figura A2 se observa una letra de cambio girada por María Josefa Uribe (en Bogotá) a cargo de Pascasio Uribe (en Medellín) y a favor de los señores V. Jaramillo e Hijos.

Figura A2. Imagen de letra de cambio, 1881



Fuente: Archivo José María Uribe. Biblioteca Universidad EAFIT.

**Tabla A1. Archivos consultados**

<b>Medellín</b>
<i>Archivo Histórico de Antioquia (AHA)</i> Fondo Gobernación de Antioquia Fondos Notariales
<i>Sala Patrimonial Biblioteca Universidad de Antioquia</i> Código de Comercio 1853
<i>Sala Patrimonial Biblioteca Universidad EAFIT</i> <i>Archivo José María Uribe Uribe</i> Correspondencia comercial (AJMUU) Libro Diario. Varios años <i>Archivo José María Botero Arango</i> (ABAH) Correspondencia comercial Libro Diario. Varios años <i>Archivo Eduardo Vásquez Jaramillo</i> (AEVJ) Correspondencia enviada. Varios años. <i>Archivo Ospina Hermanos</i> (AOH) Correspondencia enviada. Varios años. <i>Compañía Minera de Antioquia</i> Libro Diario, no. 201
<i>Archivo Fernando Restrepo e Hijos</i> (AFRH) Correspondencia comercial. Varios años. (El archivo se encuentra en manos de Gilberto Restrepo, uno de sus descendientes)
<b>Bogotá</b>
<i>Archivo General de la Nación (AGN)</i> República, Fondo Aduanas, Aduana de Barranquilla
<i>Biblioteca Luis Ángel Arango</i> <i>Archivo comercial Tomás C. de Mosquera 1798-1878</i> Correspondencia varios (1827-1877) Sala de Manuscritos <i>Archivo Privado de las fincas cafeteras de la familia Herrera Restrepo en Sasaima (Cundinamarca),</i> Correspondencia Enviada. manuscritos, Mss3218 vi Jul 1883-may 1885. <i>Archivo Pombo Hnos.</i> Correspondencia comercial en Colombia, (Cartagena), 1880, en Libros Raros y Curiosos. <i>Archivo Histórico de la mina del Zancudo</i> Mss. # 566, 1864- 1887.

*Fuente:* elaboración propia.



### Agradecimientos

Estoy muy agradecida con Carlos Dávila, Juan José Echavarría, Beatriz Castro y Jaime Vallecilla por su continuo apoyo. Asimismo, con Constanza Toro por su gran colaboración en la recolección de información. A María Isabel Duarte—directora de la Sala de Patrimonio Documental, *Centro Cultural Biblioteca Luis Echavarría Villegas, Universidad EAFIT, Medellín*— así como a Juan y a todo el personal que procuró una fácil consulta de la mayoría de los archivos y fuentes bibliográficas utilizadas en este texto.

### Declaración de ética

Este artículo de investigación no realizó trabajo con una persona o grupos de personas para la generación de datos empleados en la metodología, por tanto no requirió ni obtuvo un aval de Comité de Ética para su realización.

### Referencias

- Acebedo, C. A., Arango, J. R., Gaviria, M. A., & Muñoz, J. A. (1987). *La Hacienda Cafetera Antioqueña. Génesis y Consolidación 1880-1925* [tesis de grado, Universidad de Antioquia].
- Acuña, K., & Álvarez, A. (2013). De la moneda metálica al billete de banco en Medellín y Bogotá (1871-1885): complementariedad y sustitución de medios de pago en un régimen de banca libre [documentos CEDE No. 7]. Universidad de los Andes. <http://ideas.repec.org/p/col/000089/010548.html>
- Aguilera, B. (1989). *Historia de la letra de cambio en España*. Tecnos.
- Álvarez, A., & Timoté, J. A. (2011). La experiencia de la banca libre en Bogotá (1871-1880): de la utopía económica al pragmatismo frente a la crisis [documentos CEDE No. 32]. Universidad de los Andes. <http://ideas.repec.org/p/col/000089/008916.html>
- Botero, M. M. (1989a). El Banco de Antioquia: un modelo de banco regional (1872-1886). *Estudios Sociales*, (5).

- Botero, M. M. (1989b). *Los bancos en Antioquia. 1905-1920* [documento de trabajo].
- Botero, M. M. (2007). *La ruta del oro. Una economía exportadora. Antioquia 1850-1890*. Fondo Editorial Universidad EAFIT.
- Braudel, F. (1984a). Monedas de Papel e Instrumentos de Crédito. En F., Braudel (ed.), *Civilización material, economía y capitalismo siglos XV-XVIII* (Tomo I, pp. 411-416), Alianza Editorial Madrid.
- Braudel, F. (1984b). Preeminencia y capitalismo. En F., Braudel (ed.), *Civilización material, economía y capitalismo siglos XV-XVIII* (Tomo III, pp. 193-201). Alianza Editorial.
- Chapman, S. (1985). *The Rise of Merchant Banking*. George Allan & Unwin.
- Código de Aduanas de los Estados Unidos de Colombia. (1872). Imprenta de Medardo Rivas.
- Código de Comercio (1853) Bogotá.
- Correa, J. S. (2009). Banca y Región en Colombia 1850-1880. *Revista de Economía Institucional*, 11 (20), 15-44. <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/ecoins/article/view/344>
- De Roover, R. (1953). *L'Évolution de la lettre de Change, XIV-XVIII siecles*. Armand Colin.
- Easton, H.T. (1896). *Banks and Banking*. Effingham Wilson.
- Echavarría, E. (1946). *Crónicas e historia bancaria de Antioquia*, Medellín.
- Echeverri, L. M. (1994). Banca libre: la experiencia colombiana en el siglo XIX. En F., Sánchez Torres (comp.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria en Colombia* (pp. 305-331). Tercer Mundo, Fedesarrollo y Asobancaria.
- Espejo, C, & Paz, J. (1908). *Las Antiguas Ferias de Medina del Campo, Valladolid*.

- Hanley, A. G. (2005). *Native Capital Financial Institutions and Economic Development in Sao Paulo, Brazil 1850-1920*. Stanford University Press, Stanford.
- Haupt, O. (1894). *Arbitrages et parités: traité de opérations de banque, contenant les usages commerciaux, la théorie de changes et monnaies, les dettes publiques et la statistique monétaire de tous les pays du globe*. Truchy.
- Joslin, D. (1963) *A Century of Banking in Latin America*. Oxford University Press.
- Le Goff, J. (2012). *La Edad Media y el Dinero*. Akal Universitaria.
- López, A., & Rodríguez, J. (1915). *Antioquia. Monografía estadística de este departamento colombiano*. Imprenta Oficial. <http://www.cervantesvirtual.com/obra/antioquia-monografia-estadistica-de-este-departamento-colombiano-1168457/>
- Meisel, A. (1990). *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República.
- Meisel, A. (1994). Inflación y mercados cambiarios durante la Regeneración y la Guerra de los Mil Días. Un análisis econométrico. En F., Sánchez Torres (comp.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia* (pp. 159-198). Tercer Mundo, Fedesarrollo y Asobancaria.
- Meisel, A., & Posada-Carbó, E. (1994). Los bancos de la Costa Caribe, 1873-1925. En F., Sánchez Torres (comp.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia* (pp. 229-266). Tercer Mundo, Fedesarrollo y Asobancaria.
- Ocampo, J. A. (1984). *Colombia y la economía mundial 1830-1910*. Siglo XXI.
- Ocampo, J. A. (1994). Regímenes monetarios en Colombia, 1850-1933. En F., Sánchez Torres (comp.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia* (pp. 8-9). Tercer Mundo, Fedesarrollo y Asobancaria.
- Quintero, A., & Centeno, R. (2007). *Hacendados, comerciantes y negociantes de Neiva a finales del siglo XIX*. Universidad Surcolombiana.

- Restrepo, V. (1979). *Estudio sobre las Minas de Oro y Plata en Colombia*, Medellín.
- Rojas, A. (2000). *La deuda pública interna de Colombia durante el siglo XIX (1840-1894)*. Editorial Universidad de Antioquia.
- Rojas, A. (2007). Deuda pública interna, patrón metálico y guerras civiles: interconexiones institucionales, la Colombia del siglo XIX. en *Lecturas de Economía*, 67, 195-224. <http://doi.org/10.17533/udea.le.n67a2026>
- Romano, R. (2004). *Mecanismos y elementos del sistema económico colonial americano siglos XVI-XVIII*. El Colegio de México, Fideicomiso Historia de las Américas y Fondo de Cultura Económica.
- Romero, C. A. (1992). *La banca libre en Bogotá. 1872-1922* [tesis de grado, Universidad Nacional de Colombia].
- Romero, C. A. (1994). La banca privada en Bogotá, 1870-1922. En F, Sánchez Torres (comp.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia* (pp. 267-304). Tercer Mundo, Fedesarrollo y Asobancaria.
- Safford, F. (1965). *Commerce and Enterprise in Central Colombia, 1821-1870* [tesis de doctorado, Universidad de Columbia].
- Sánchez, F. (1994) “Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939”, en Sánchez Torres, F. (comp.): *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Tercer Mundo Editores, Bogotá, 1994.
- Smith, A. (1998). *Wealth of Nations*. Oxford University Press (original publicado en 1776).
- Twinam, A. (1985). *Mineros, comerciantes y labradores: las raíces del espíritu empresarial en Antioquia 1763-1810*. Fondo Rotatorio de Publicaciones FAES.
- Uribe de Hincapié, M. T., & Álvarez, J. M. (2002). *Cien Años de Prensa en Colombia 1840-1940*. Editorial Universidad de Antioquia.

# **Cien años de finanzas públicas territoriales en Colombia**

---

**Diana Ricciulli-Marín, Jaime Bonet-Morón y Gerson Javier  
Pérez-Valbuena**

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, número especial 2023



Diana Ricciulli-Marín, Jaime Bonet-Morón y Gerson Javier Pérez-Valbuena

## Cien años de finanzas públicas territoriales en Colombia

**Resumen:** Este artículo presenta cien años de historia de finanzas públicas territoriales en Colombia, a través del análisis de series históricas de ingresos y gastos ejecutados por municipios, departamentos y el gobierno nacional durante el periodo 1923-2020. El artículo destaca cuatro grandes momentos en la historia fiscal de las entidades territoriales. Las décadas de 1910 y 1920 representan un primer momento de fortalecimiento de la autonomía fiscal de los gobiernos subnacionales. Con la República Liberal en los años de 1930, inició un segundo periodo caracterizado por reformas centralizadoras que buscaron robustecer los ingresos del gobierno nacional central. En el lapso de 1960-1990, se corrigen los desbalances fiscales existentes con el aumento de las transferencias, la creación de institutos descentralizados y un nuevo estatuto tributario territorial. Un último momento inicia con la Constitución Política de 1991, la cual impulsó la descentralización y abrió el camino hacia reformas que construyeron el actual marco normativo.

**Palabras clave:** Colombia, descentralización, centralización, finanzas públicas.

**Clasificación JEL:** H77, N96, R51.

## One hundred years of territorial public finance in Colombia

**Abstract:** This article presents one hundred years of territorial public finance history in Colombia, through the analysis of historical series of revenues and expenditures executed by municipalities, departments and the national government during the period 1923-2020. The article highlights four major moments in the fiscal history of territorial entities. The 1910s and 1920s represent a first moment of strengthening the fiscal autonomy of subnational governments. With the Liberal Republic in the 1930s, a second period began, characterized by centralizing reforms that sought to strengthen the revenues of the central national government. In the 1960-1990 period, the existing fiscal imbalances were corrected with an increase in transfers, the creation of decentralized institutes and a new territorial tax statute. A final moment began with the 1991 Political Constitution, which promoted decentralization and opened the way for reforms that built the current regulatory framework.

**Keywords:** Colombia, decentralization, centralization, public finances.

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a354059>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

## **Cent ans de finances publiques territoriales en Colombie**

**Résumé:** *Cet article présente cent ans d'histoire des finances publiques territoriales en Colombie, à travers l'analyse de séries historiques de recettes et de dépenses exécutées par les municipalités, les départements et le gouvernement national au cours de la période 1923-2020. L'article met en évidence quatre moments majeurs dans l'histoire fiscale des entités territoriales. Les années 1910 et 1920 représentent un premier moment de renforcement de l'autonomie fiscale des gouvernements infranationaux. Avec la République libérale des années 1930, une deuxième période s'ouvre, caractérisée par des réformes centralisatrices visant à renforcer les recettes de l'État central. Au cours de la période 1960-1990, les déséquilibres fiscaux existants ont été corrigés grâce à l'augmentation des transferts, à la création d'instituts décentralisés et à un nouveau statut fiscal territorial. Un dernier moment s'ouvre avec la Constitution politique de 1991, qui renforce la décentralisation et ouvre la voie aux réformes qui ont construit le cadre réglementaire actuel*




**Mots clés:** *La Colombie, décentralisation, centralisation, finances publiques.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Ricciulli-Marín, D.; Bonet-Morón, J.; Pérez-Valbuena, G.J. (2023). Cien años de finanzas públicas territoriales en Colombia. *Lecturas de Economía*, 100, 85-133.

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a354059>

# Cien años de finanzas públicas territoriales en Colombia

Diana Ricciulli-Marín <sup>a</sup>, Jaime Bonet-Morón <sup>b</sup> y Gerson Javier Pérez-Valbuena <sup>c</sup>

–Introducción. –I. Entre el centralismo político y la descentralización fiscal (1920-1930). –II. Centralización fiscal y desequilibrios verticales (1930-1960). –III. Un nuevo impulso a la descentralización (1960-1990). IV. La Constitución Política de 1991 y los cambios en el régimen fiscal territorial (1990-2020) – Reflexiones finales. –Anexos. –Agradecimientos. –Declaración de ética. –Referencias.

*Primera versión recibida el 26 de junio de 2023; versión final aceptada el 30 de septiembre de 2023*

## Introducción

La estructura de gobierno de cualquier país alrededor es un reflejo de su historia (Bird, 1981). En el caso de Colombia, la diversidad y heterogeneidad de la población, se ha traducido en una historia de vaivenes entre descentralización y centralización. Solo en el último siglo, y específicamente en lo fiscal, es posible identificar al menos tres periodos de cambios en el grado de autonomía de los gobiernos territoriales frente al poder del Gobierno Nacional Central (GNC).

Iniciando en la primera década del siglo XX, el centralismo plasmado en la Constitución de 1886 alcanza su máxima expresión durante la administración del presidente Rafael Reyes entre 1904 y 1909 (Sanín, 2015). Reyes redujo el poder y la independencia en las regiones, entre otros, a través de la supresión de sus principales fuentes de recursos propios (Ocampo, 2022). Esto

---

<sup>a</sup> *Diana Ricciulli-Marín*. Economista del Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER) del Banco de la República en Cartagena. Dirección electrónica: [driccima@banrep.gov.co](mailto:driccima@banrep.gov.co) <https://orcid.org/0000-0002-6660-0813>

<sup>b</sup> *Jaime Bonet-Morón*. Gerente del Banco de la República, Sucursal Cartagena. Dirección electrónica: [jbonetmo@banrep.gov.co](mailto:jbonetmo@banrep.gov.co) <https://orcid.org/0000-0003-1079-3369>

<sup>c</sup> *Gerson Javier Pérez-Valbuena*. Economista del Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER) del Banco de la República en Cartagena. Dirección electrónica: [gperezva@banrep.gov.co](mailto:gperezva@banrep.gov.co) <https://orcid.org/0000-0002-0929-5517>



se revirtió con la victoria del movimiento republicano y la llegada de Carlos E. Restrepo a la presidencia en 1910. Restrepo inició reformas descentralizadoras para fortalecer las finanzas regionales (Bird, 1981; Ocampo, 2022). En 1923 la carga tributaria de municipios y departamentos representó 3,1 % del Producto Interno Bruto (PIB) nacional<sup>1</sup>, una cifra importante comparada con el 3,9 % del GNC.

Luego del triunfo de Enrique Olaya Herrera en 1930, los esfuerzos de reforma del sistema tributario se concentraron en el orden nacional, con cambios marginales en municipios y departamentos (Manrique, 1975), lo cual originó una separación más aguda entre las responsabilidades del gasto y la obtención de ingresos, profundizando los desequilibrios fiscales verticales<sup>2</sup> (Calderón, 1989). En 1983, mientras que el GNC recaudaba tributos equivalentes al 6,9 % del PIB, los municipios y departamentos solo alcanzaban un recaudo de 0,8 y 1,6 % del PIB, respectivamente.

Aun cuando se iniciaron unas reformas descentralizadoras a finales de la década de 1960 y en las de 1970 y 1980, esta política se profundiza con la Constitución de 1991. La nueva carta política representó un esfuerzo por corregir los desequilibrios fiscales, tanto verticales como horizontales, a través de la creación de un complejo sistema de transferencias a las entidades territoriales (Bonet et al., 2020).

Este artículo presenta cien años de historia de finanzas públicas territoriales en Colombia, cubriendo el periodo 1923-2020. Para cuantificar la situación fiscal territorial, se construyeron series de tiempo de los ingresos y gastos de municipios y departamentos consistentes metodológicamente<sup>3</sup>. A diferencia de trabajos previos, se desagregan las series a través de sus principales componentes y por departamentos, permitiendo un análisis profundo de la situación fiscal regional. Las principales fuentes de información son los Anuarios de

---

<sup>1</sup> La carga tributaria se define como el total del recaudo que realiza cada nivel de gobierno en proporción al PIB nacional.

<sup>2</sup> Se refieren al desbalance entre la distribución de competencias y recursos entre niveles de gobierno. Se dan desequilibrios verticales cuando el mayor poder de recaudo lo concentra el gobierno nacional. Los desequilibrios horizontales hacen referencia a las diferencias entre un mismo nivel de gobierno en la generación de recursos propios

<sup>3</sup> Ver detalles de metodología de empalme en las tablas A1-A4, del anexo.

Estadística General de la Contraloría General de la República (CGR), los Informes Financieros del Contralor, las Estadísticas Fiscales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las Ejecuciones Presupuestales del Departamento Nacional de Planeación (DNP) y las series fiscales del GNC para el siglo XX construidas por Junguito y Rincón (2007).

Estas fuentes tienen características que deben tenerse en cuenta al hacer el análisis. Un primer elemento es que corresponden a ejecuciones presupuestales y pueden diferir de los presupuestos aprobados en cada año. Además, hasta la década de 1980, los ingresos no tributarios incluían los ingresos de las entidades descentralizadas. A partir de 1990, esta información se contabiliza de forma independiente del GNC de los entes territoriales. En las tablas A1 a A4 del anexo se presenta el detalle de las distintas fuentes utilizadas por variable y periodo.

Este texto se divide en seis secciones aparte de esta introducción. La segunda analiza el centralismo político con descentralización fiscal de los años de 1920; la tercera examina el espíritu centralista de las reformas entre 1930-1960; la cuarta presenta los nuevos impulsos a la descentralización que se inician con el Situado Fiscal en 1968; y la quinta estudia el actual régimen fiscal territorial que inició con la Constitución de 1991. La sexta realiza unas reflexiones finales.

## **I. Entre el centralismo político y la descentralización fiscal (1920-1930)**

La situación fiscal en las primeras décadas del siglo XX es el resultado de la construcción del Estado durante el siglo XIX y la falta de consenso en lo político. La Constitución de 1886 marcó el tránsito del federalismo al sistema centralista con su postulado de “centralización política y descentralización administrativa” (Vidal, 1978). No obstante, la última década del siglo XIX y la primera del siglo XX se caracterizaron por un gran centralismo administrativo.

La Constitución de 1886 definió que concejos y asambleas solo podrían crear nuevos impuestos con la autorización de la ley y modificarlos según la legislación (Banco de la República, 1990). Esta concentración de poder en lo nacional condujo a una reasignación de recursos desde los territorios hacia el

GNC; en particular, de aquellos que pertenecían a los antiguos Estados Soberanos —baldíos y salinas, y los impuestos de timbre y papel sellado— y los departamentos —rentas de licores y degüello de ganado— (Manrique, 1975). Estas políticas mantuvieron la baja participación de los tributos regionales, los cuales representaron en promedio 15 % de los impuestos nacionales durante la administración de Rafael Reyes (Bird, 1981).

Este centralismo fiscal extremo terminó con la victoria del movimiento republicano en 1910 y la llegada de Carlos E. Restrepo a la presidencia. Los departamentos lograron de nuevo el control de las rentas de licores, degüello de ganado y registro y anotación, y del impuesto al consumo de tabaco (Banco de la República, 1990; Calderón, 1989). Por ejemplo, la Ley 12 de 1923 reiteró que el monopolio de licores y el impuesto a su consumo serían administrados por los departamentos (Banco de la República, 1990). Igualmente, el artículo 4 de la Ley 64 de 1923 facultó a los departamentos “para prohibir y reglamentar las loterías en su territorio, y para prohibir en este la circulación y venta de billetes de loterías extranjeras o de las de otros departamentos o para gravarlas hasta con un diez por ciento (10 por 100) del valor nominal de cada billete”.

En el caso de los municipios, el Código de Régimen Político y Municipal en 1913 estableció leyes básicas para su organización política y fiscal, permitiendo la creación de nuevos impuestos en su favor. Siguiendo estos lineamientos, el predial se convierte en un tributo municipal con la Ley 20 de 1908 y es perfeccionado por las leyes 88 de 1910, 4a de 1913, 34 de 1920 y 94 de 1931. Estas fijaron una tarifa máxima de 2 por 1000 y establecieron que el catastro se renovaría cada dos años. Por su parte, el impuesto municipal de industria y comercio, con antecedentes en las patentes de funcionamiento de los establecimientos industriales y comerciales, se convierte en renta municipal con la Ley 97 de 1913 (Banco de la República, 1990). Además, la Ley 25 de 1921 crea la contribución por valorización como un gravamen directo a las propiedades raíces beneficiadas de la ejecución de obras públicas.

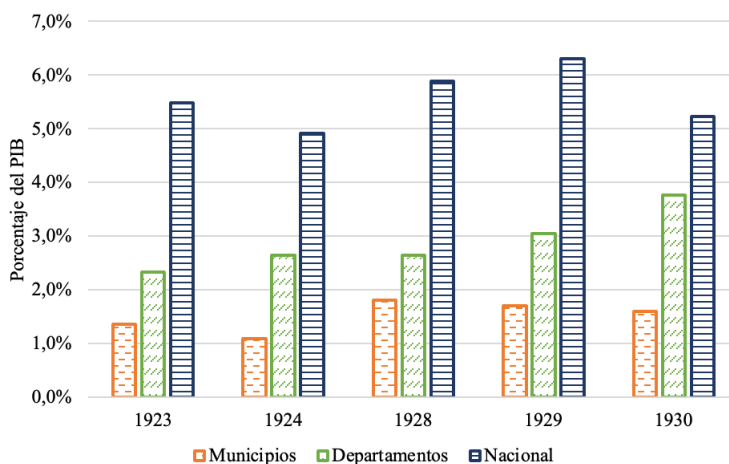
El espíritu descentralizador coincidió con una coyuntura favorable en el país. Entre 1923 y 1926 se recibió la indemnización por el canal de Panamá

(US\$25 millones<sup>4</sup>), representando diez veces las reservas internacionales del país y 50 % de las exportaciones anuales (Junguito & Rincón, 2007; Patiño, 1981). Adicionalmente, el aumento de los precios internacionales del café condujo a un aumento de las importaciones y de la afluencia de capital extranjero. Meisel-Roca et al. (2016), estimaron que los préstamos del extranjero al país hasta 1929 ascendieron a 257 millones de dólares, los cuales fueron invertidos principalmente en infraestructura.

Esta coyuntura económica favorable llevó a un crecimiento del recaudo del GNC desde 5,5 % del PIB en 1923 hasta 6,3 % en 1929 (Figura 1). Por su parte, en departamentos y municipios, el aumento en este mismo periodo fue de 2,3 % a 3,0 %, y de 1,4 % a 1,7 %, respectivamente. En general, las reformas descentralizadoras mantuvieron una alta participación de los ingresos propios de las entidades territoriales en el total recaudado por el gobierno general. En 1923, los ingresos propios de los gobiernos territoriales representaban el 40 % del recaudo total, participación que aumentó a 50 % en 1930.

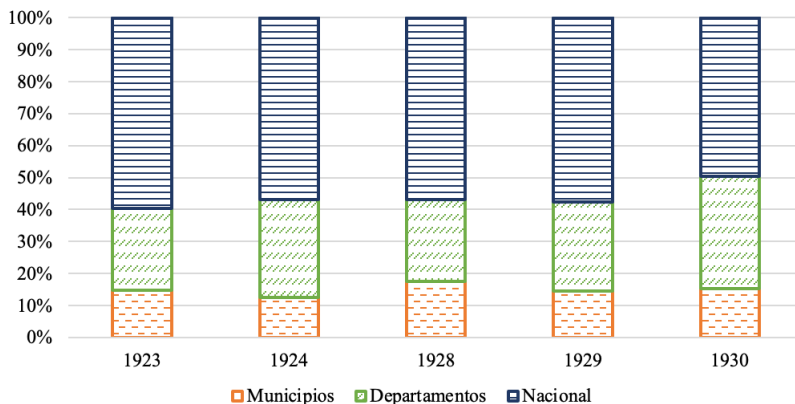
**Figura 1.** *Ingresos propios (tributarios y no tributarios) por niveles de gobierno, 1923-1930*

*A. Como porcentaje del PIB*



<sup>4</sup> Según Avella-Gómez (2004), la indemnización fue pagada a plazos: 10 millones de dólares en 1923 y pagos de 5 millones de dólares entre 1924 y 1926.

### B. Distribución porcentual



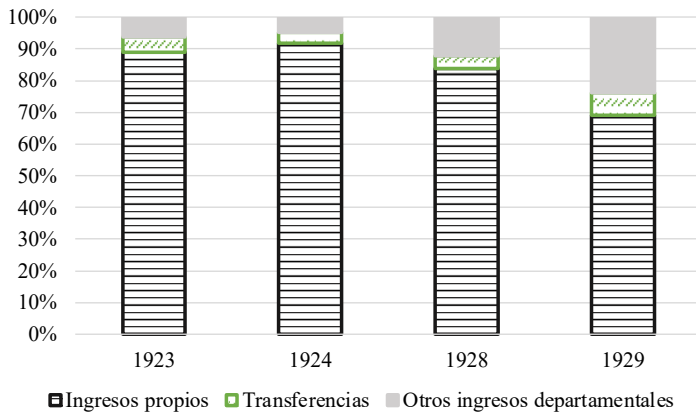
*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuarios de Estadística General de la Contraloría General de la República (CGR) y Junguito y Rincón (2007).

En cuanto a las principales fuentes de ingreso en los territorios, en el caso de los departamentos, la participación de los ingresos propios —tributarios y no tributarios— alcanzaba el 90 % de los ingresos totales en 1923, mientras que en los municipios este rubro representaba el 70 % (Figura 2). Aunque los ingresos propios mantuvieron su importancia en este periodo, otras fuentes de ingreso —empréstitos, créditos de vigencias anteriores, etcétera— comenzaron a crecer a finales de esta década. En particular, el monto de las obligaciones que contrajeron los territorios entre 1925 y 1928 fue superior a las del GNC, y obligaron a la nación a establecer controles al endeudamiento de municipios y departamentos a través de la Ley 6ª de 1928 (Ocampo, 2022).

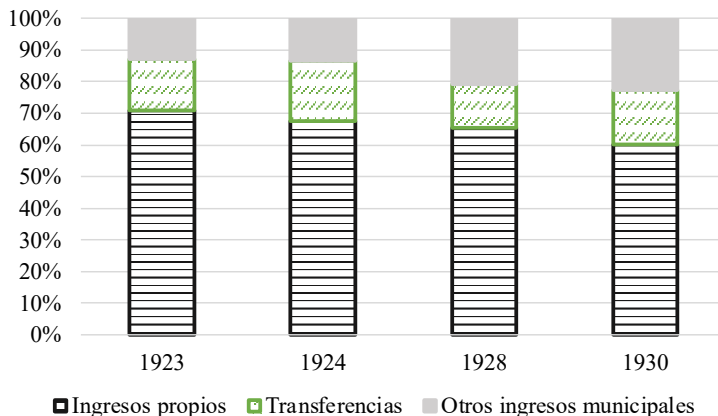
En línea con el crecimiento de los ingresos, los gastos totales como porcentaje del PIB en los departamentos pasaron de representar 2,5 % en 1923 a 3,1 % en 1928, y en los municipios aumentaron desde 1,6 % hasta 2,5 % (Figura 3). En el caso de los departamentos, la mayor participación la tenían los gastos en hacienda, obras e instrucción públicas (Figura 4). De manera similar, en el caso de los municipios, el gasto se concentró en obras públicas, gobierno e instrucción pública con participaciones de 37,7 %, 18,6 % y 10,4 %, respectivamente.

**Figura 2. Composición de los ingresos subnacionales, 1923-1930**

*A. Departamentos*

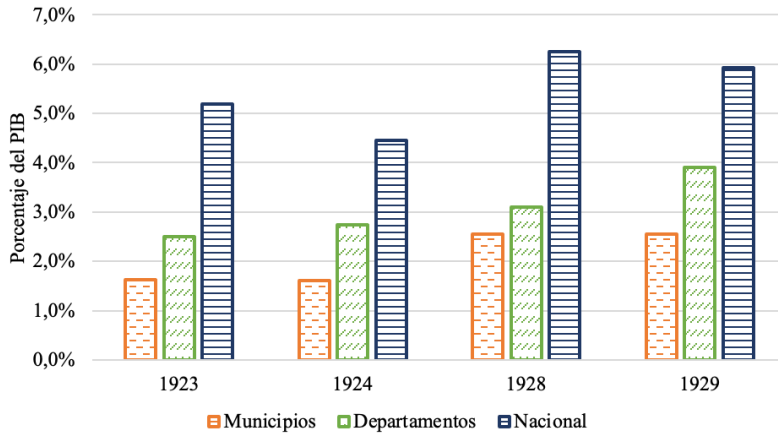


*B. Municipios*



*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuarios de Estadística General de la Contraloría General de la República.

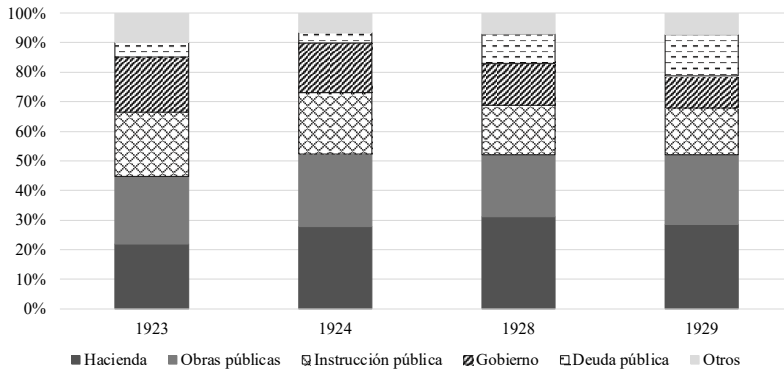
**Figura 3.** *Gastos totales por nivel de gobierno, 1923-1929 (porcentaje del PIB)*



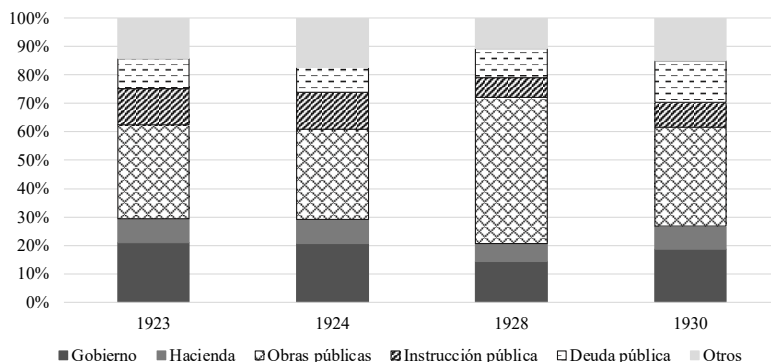
*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuarios de Estadística General de la Contraloría General de la República y Junguito y Rincón (2007).

**Figura 4.** *Composición de los gastos subnacionales, 1923-1930*

*A. Departamentos*



### B. Municipios



*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuarios de Estadística General de la Contraloría General de la República.

Hacia finales de la década de los veinte, las responsabilidades de departamentos y municipios en materia de gastos sociales e infraestructura y fomento eran significativas (Calderón, 1989). En 1928 los gastos en obras e instrucción públicas de los gobiernos regionales superaban los gastos en estas mismas dimensiones por parte del orden nacional (Tabla 1). En obras públicas, los departamentos y municipios ejecutaron en su conjunto 24,9 millones de pesos de la época, frente a 18,9 millones por parte del GNC.

**Tabla 1.** Comparación de los gastos por nivel de gobierno, 1928 (Millones de pesos corrientes)

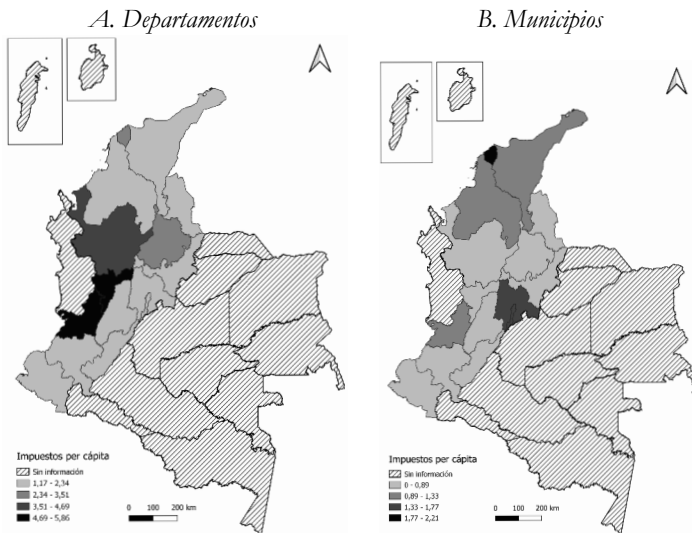
	(1) Nacional	(2) Departamental	(3) Municipal
Gobierno	11,5	5,6	4,6
Hacienda	8,3	12,3	2,1
Obras públicas	18,9	8,2	16,7
Instrucción pública	6,0	6,6	2,2

*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuarios de Estadística General de la Contraloría General de la República.



A pesar de que las reformas buscaron corregir desequilibrios verticales, los horizontales continuaron y se profundizaron. Las regiones más ricas contrajeron un mayor endeudamiento y su capacidad fiscal las llevó a sacar un mayor provecho de la descentralización. Así, los impuestos per cápita se concentraban en las regiones con mayor dinamismo económico (Figura 5). El auge cafetero coincide con el mayor recaudo per cápita de tributos departamentales en las regiones más favorecidas por el crecimiento de este sector (Antioquia, Valle del Cauca y Caldas)<sup>5</sup>. En Valle del Cauca, el impuesto a los licores participó con el 40% del total en 1928, seguido del impuesto al tabaco con 20% (República de Colombia, Departamento de Contraloría, 1928). En Caldas los impuestos a licores y tabaco participaron con el 30% y 20%, respectivamente. Por su parte, y en el caso de los impuestos municipales, se destaca Cundinamarca impulsado por Bogotá, y Atlántico por Barranquilla (Meisel, 1987).

**Figura 5.** Mapa de impuestos per cápita subnacionales, 1924



*Nota:* Cifras en pesos colombianos (precios corrientes).

*Fuente:* elaboración propia a partir de Anuario General de Estadística 1924.

<sup>5</sup> Caldas correspondía a territorios de los actuales Caldas, Quindío y Risaralda.

En general, luego de un periodo de exceso de centralismo en la primera década del siglo XX, esta tendencia se revirtió con la victoria del movimiento republicano en 1910. Las reformas acontecidas condujeron a que la importancia de los gobiernos seccionales como recaudadores y ejecutores de gasto fuera igual e incluso en algunos rubros, superior a lo ejecutado por el GNC. Asimismo, se destacan en este periodo los desequilibrios horizontales con una mayor capacidad fiscal en Antioquia, Valle del Cauca, Caldas, Barranquilla y Bogotá.

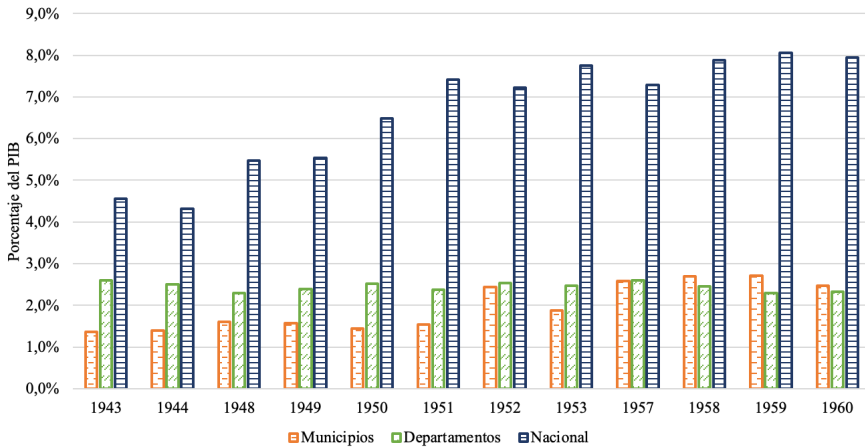
## **II. Centralización fiscal y desequilibrios verticales (1930-1960)**

La década de los años de 1930 inicia con un ambiente de incertidumbre por la débil coyuntura internacional resultado de la Gran Depresión en 1929. La caída en los precios internacionales del café y las menores reservas internacionales resultaron en un menor recaudo de impuestos en el GNC (Junguito & Rincón, 2007). Los liberales en cabeza de Olaya Herrera enfrentaron en 1930 esta difícil coyuntura, planteando la recuperación del crédito externo, la inversión en obras públicas y el impulso a la actividad petrolera y cafetera (Junguito & Rincón, 2007). Por su parte, las reformas en lo fiscal se concentraron en fortalecer el poder central (Manrique, 1975). Las leyes 78 de 1935 y 63 de 1936 introdujeron cambios en el impuesto de renta y complementarios, y al impuesto de herencias y donaciones, respectivamente. Esto llevó a que el recaudo de impuesto de renta pasara de representar 6 % de los ingresos tributarios del gobierno nacional entre 1931-1935 al 24 % entre 1936-1940 (Manrique, 1975). Mientras que el recaudo de ingresos tributarios y no tributarios por parte del GNC pasó de 4,6 % del PIB en 1943 a 7,9 % del PIB en 1960, en los departamentos cayó de 2,6 % a 2,3 %, caída que se contrarresta con el aumento en los municipios de 1,4 % a 2,6 % del PIB en 1960 (Figura 6).

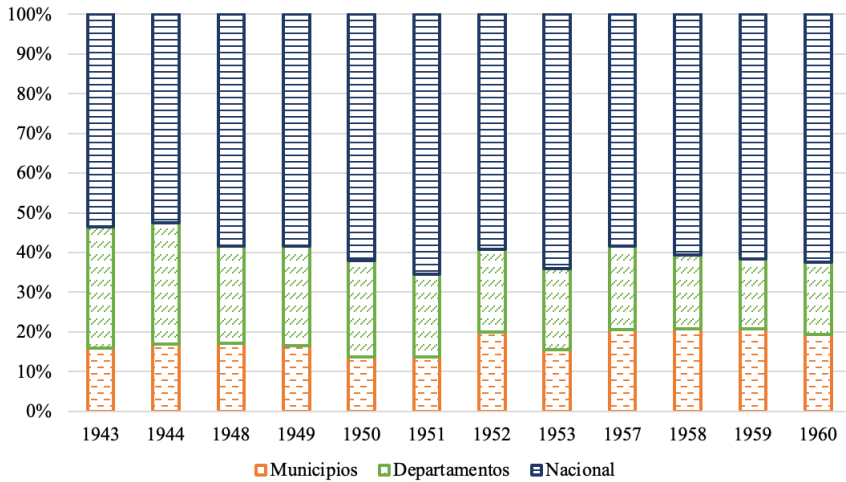
En particular, en los municipios el crecimiento fue impulsado por la introducción de la revaluación automática de los avalúos catastrales y el aumento en la tarifa del impuesto a la propiedad raíz de 2 a 4 por 1000 (Manrique, 1975; Taylor & Richman, 1965). Además, se destaca el papel de los ingresos no tributarios, que lograron una participación del 30 % entre 1943 y 1960 como resultado del desarrollo de los servicios públicos domiciliarios (Figura 7).

**Figura 6. Ingresos propios (tributarios y no tributarios) por niveles de gobierno, 1943-1960**

*A. Como porcentaje del PIB*



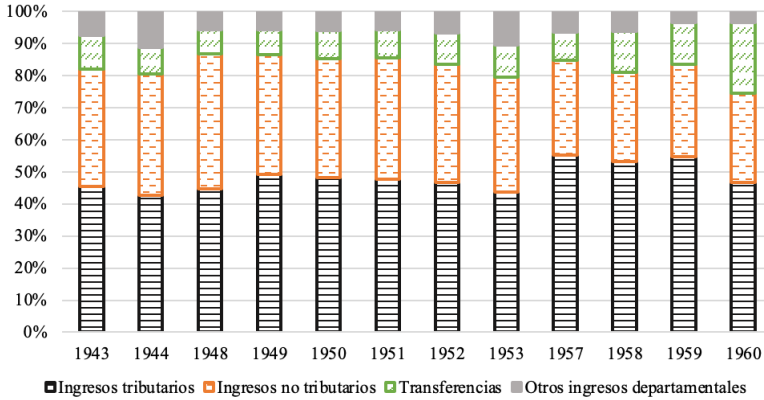
*B. Distribución porcentual*



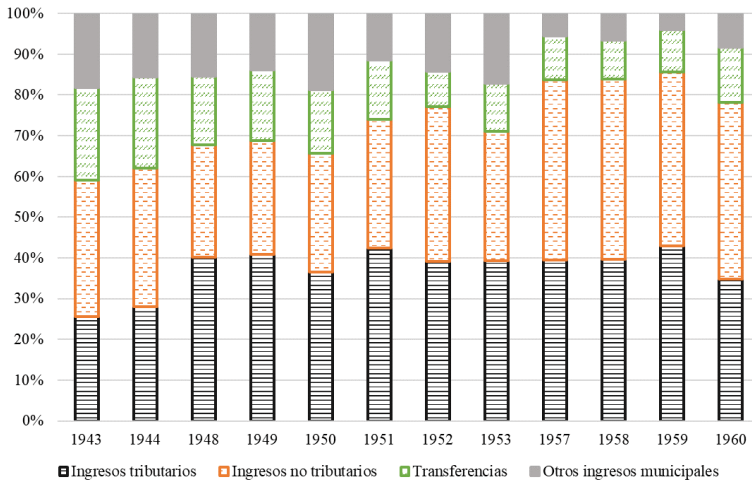
*Fuente:* elaboración propia a partir de Informes Financieros del Contralor, Estadísticas Fiscales del DANE y Junguito y Rincón (2007).

**Figura 7. Composición ingresos subnacionales, 1943-1960**

*A. Departamentales*



*B. Municipales*



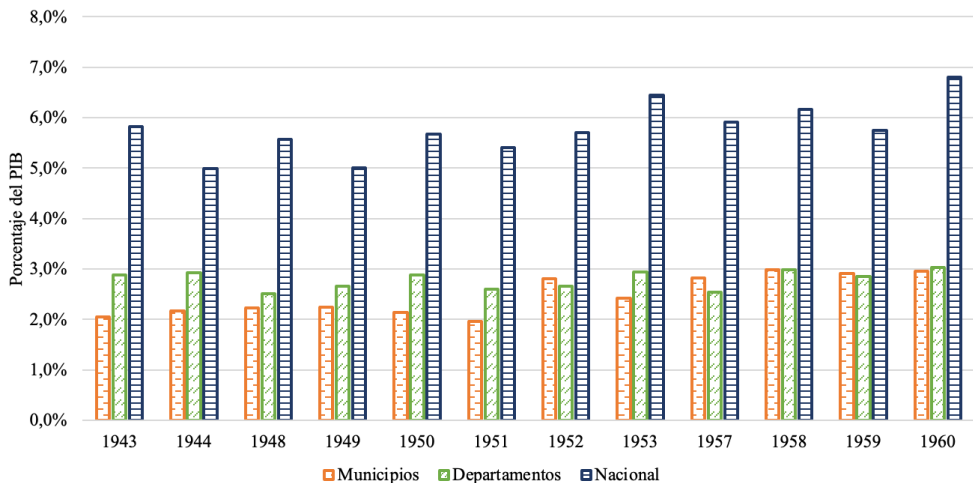
*Fuente:* elaboración propia a partir de Informes Financieros del Contralor y Estadísticas Fiscales del DANE.

El aumento de la cobertura de los servicios públicos inició en la década de 1930 (Ley 109 de 1936) con el Fondo de Fomento Municipal (luego convertido en Instituto de Fomento Municipal - Insfopal) adscrito al Ministerio de Hacienda (Decreto 503 de 1940), y que financió en un 20 % los acueductos e

infraestructura en los municipios y en un 50 % a los departamentos (Valencia & Tobón, 2005).

Este creciente centralismo administrativo y fiscal que caracterizó este periodo resultó en un bajo dinamismo de los gastos territoriales, especialmente de los departamentos. Los gastos totales como porcentaje del PIB en los departamentos pasaron de 2,9 % en 1943 a 3,0 % en 1960, mientras que en los municipios el aumento fue de 2,0 % a 3,0 %. Este último aumento fue similar al observado en el orden nacional que, a pesar de un bajo dinamismo producto de la Segunda Guerra Mundial, aumentó sus gastos totales desde 5,8 % a 6,8 % del PIB entre 1943 y 1960 (Figura 8).

**Figura 8.** *Gastos totales por niveles de gobierno, 1943-1960*

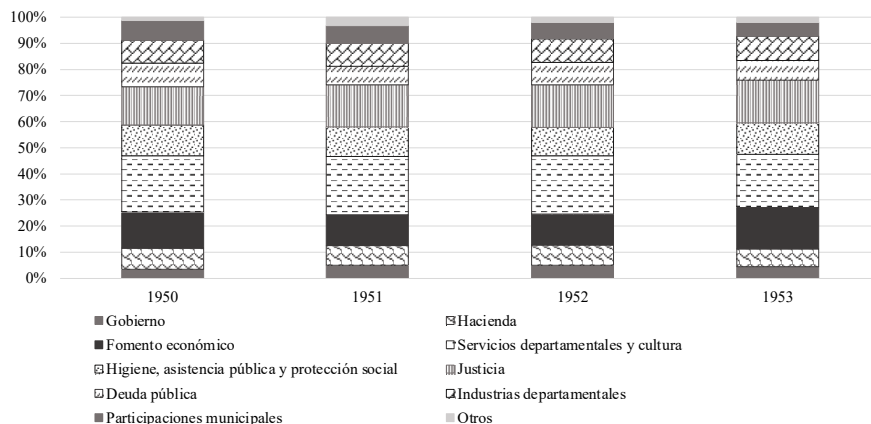


*Fuente:* elaboración propia a partir de Informes Financieros del Contralor, Estadísticas Fiscales del DANE y Junguito y Rincón (2007).

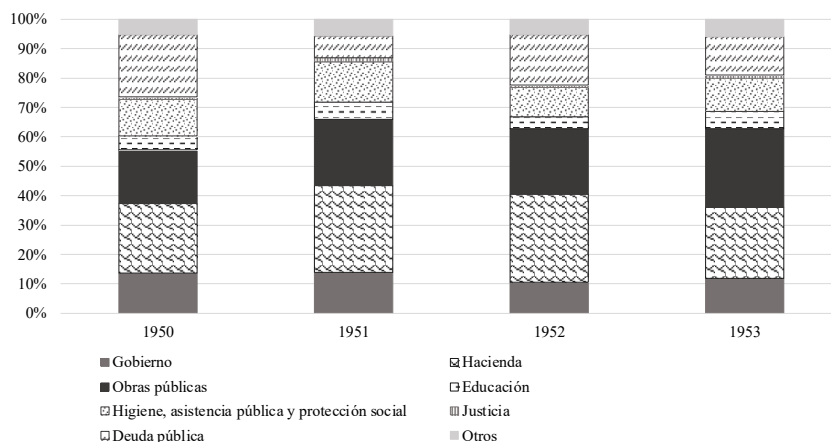
A principios de la década de 1950, los principales gastos municipales eran en el rubro de Hacienda, seguidos de los gastos en obras públicas, higiene, asistencia pública y protección social (Figura 9). Por su parte, en los departamentos se destacaban los gastos en servicios departamentales y cultura, justicia.

**Figura 9. Composición gastos subnacionales, 1950-1953**

*A. Departamentales*



*B. Municipales*

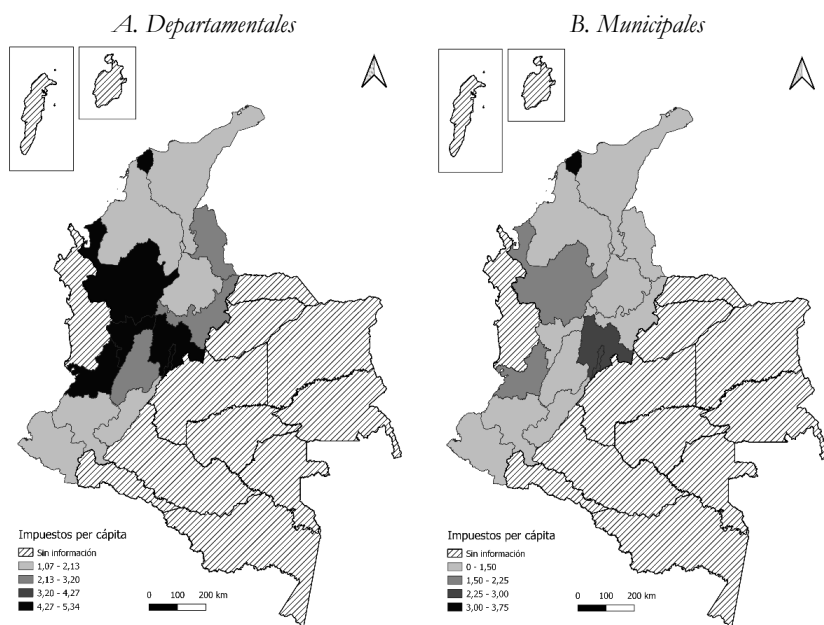


*Fuente:* elaboración propia a partir de Informes Financieros del Contralor.

En cuanto a las diferencias regionales, siguen siendo evidentes las brechas en capacidad fiscal de municipios y departamentos. En los últimos, los mayores impuestos per cápita se observan en Antioquia, Cundinamarca, Valle del Cauca, Caldas y Atlántico, y en los municipios se destacan Atlántico, Cundinamarca y Bogotá (Figura 10). En el primer grupo, sobresalen los impuestos

al consumo de tabaco y cerveza, mientras que, en los municipios, el mayor recaudo en Bogotá y Barranquilla se lograba por concepto del impuesto predial (DANE, 1960).

**Figura 10. Mapa de impuestos per cápita subnacionales, 1943**



*Nota:* cifras en pesos colombianos (precios corrientes).

*Fuente:* elaboración propia a partir de Informe Financiero del Contralor 1943.

En general, las reformas de este periodo promovieron el fortalecimiento de los impuestos nacionales, con cambios menores en los municipios, en particular reformas al impuesto predial. Por el lado de los gastos, el mayor dinamismo se concentró en el GNC y los municipios grandes como resultado de la creación de entidades descentralizadas del orden nacional.

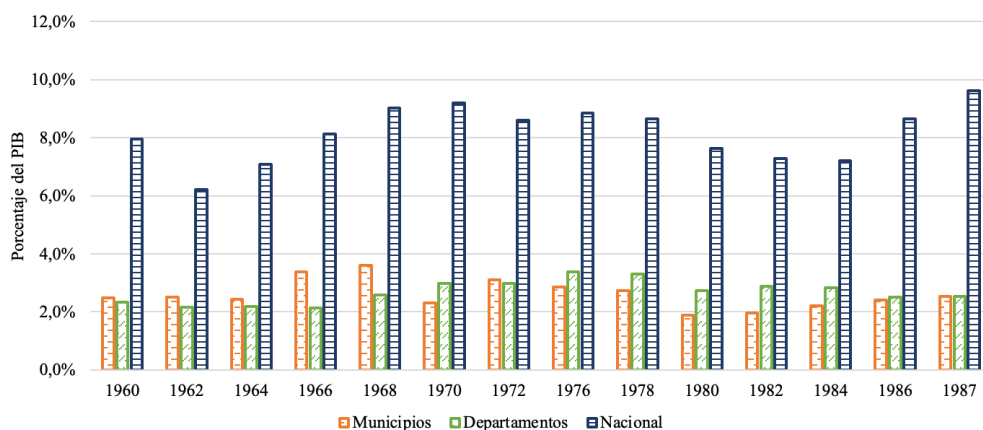
### III. Un nuevo impulso a la descentralización (1960-1990)

Los primeros años de la década de 1960 fueron de gran inestabilidad económica. La caída en los precios internacionales del café entre 1956 y 1967

y el consecuente deterioro de las exportaciones cafeteras resultaron en una balanza comercial negativa (Junguito & Rincón, 2007). Los ingresos propios del GNC cayeron desde 8,0 % del PIB en 1960 a 6,2 % en 1962, aumentando el déficit fiscal desde 1,7 % del PIB en 1961 a 4,2 % en 1962 (Figura 11) (Giraldo, 1994). En los municipios, el recaudo pasó de 2,7 % a 2,5 % del PIB entre 1959 y 1962, y en los departamentos de 2,3 % a 2,2 %, caídas que fueron compensadas con endeudamiento (Manrique, 1975). Para hacer frente a esto, la Ley 21 de 1963 aprobó un impuesto general a las ventas, que luego sería el IVA. Además, esta ley fijó una sobretasa descendente sobre el impuesto a la renta desde 20,1 % en 1963 hasta 5 % en 1965 (Junguito & Rincón, 2007). En su conjunto, estas leyes permitieron el crecimiento de los ingresos propios de la nación desde 6,2 % a 9,2 % del PIB entre 1962 y 1970 (Figura 11).

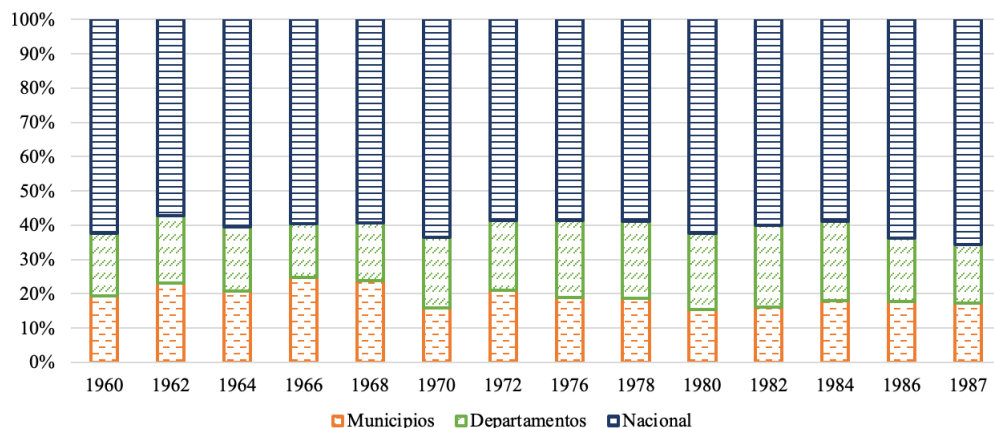
**Figura 11.** *Ingresos propios (tributarios y no tributarios) por niveles de gobierno, 1960-1987*

*A. Departamentales*





### B. Municipales



Fuente: elaboración propia a partir de Estadísticas Fiscales del DANE, Junguito y Rincón (2007) y Banco de la República (1990).

Comparado con el GNC, los ingresos tributarios subnacionales tuvieron un menor dinamismo en la segunda mitad de la década de 1960. Mientras que el GNC logró un crecimiento promedio anual nominal de sus tributos de 55 % entre 1962 y 1968, en los departamentos y municipios el crecimiento promedio fue de 25 % y 31 %, respectivamente.

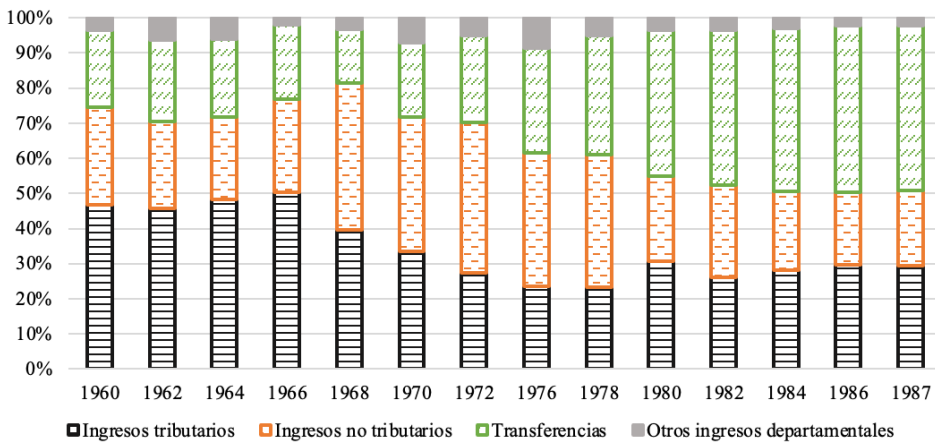
En este contexto de menor dinamismo en las arcas territoriales, surge la necesidad de un nuevo impulso a la descentralización. La Ley 33 de 1968 creó la cesión del impuesto a las ventas como una transferencia a los territorios de una porción creciente de su recaudo por parte del GNC (Vargas & Sarmiento, 1997). De manera similar, la reforma constitucional de 1968 crea el Situado Fiscal, estableciendo que los departamentos tendrían independencia para la administración de asuntos seccionales y ejercerían sobre los municipios la tutela administrativa para planificar el desarrollo regional y local (Vidal, 1978). El Situado Fiscal, reglamentado por la Ley 46 de 1971, consistía en una transferencia a los departamentos, intendencias y comisarías, y al distrito especial de Bogotá, de una porción creciente de los ingresos ordinarios del GNC. La ley estipulaba que la transferencia sería equivalente al 13 % de los ingresos ordinarios del GNC en 1973 y que aumentaría a 14 % en 1974 y a 15 % en

1975 (Bird, 1981). Esta transferencia debía ser destinada en un 74 % a gastos de educación primaria y el resto a gastos en salud (Rosas, 1990)<sup>6</sup>.

La cesión del impuesto a las ventas y el Situado Fiscal coincidieron con una bonanza inédita en el sector externo, producto de las heladas en las regiones cafeteras de Brasil de finales de 1970 (Bird, 1981), favoreciendo el crecimiento de los ingresos del GNC. La participación de las transferencias en los ingresos departamentales pasó del 20 % en 1968 a casi 40 % en 1980 (Figura 12). Por su parte, las transferencias en los municipios mantuvieron una baja participación con menos del 20 % de los ingresos totales en 1980.

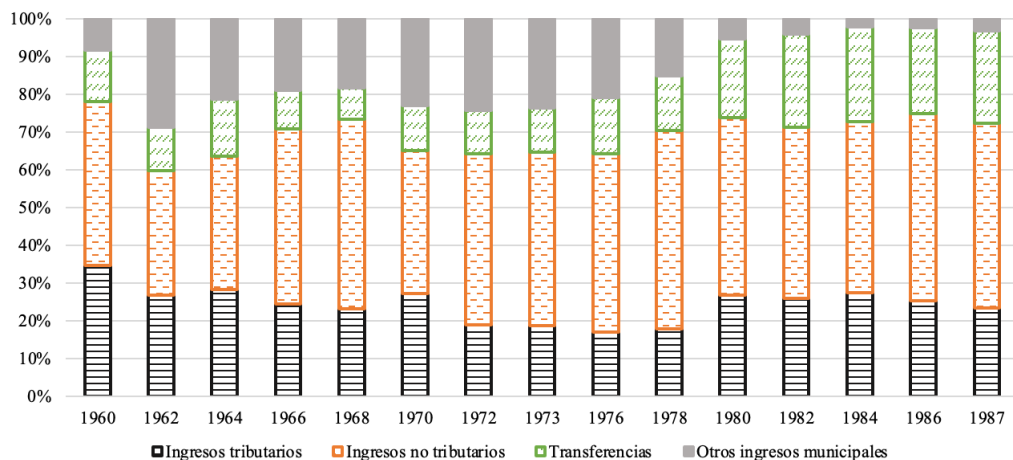
**Figura 12.** *Composición ingresos subnacionales, 1960-1987*

*A. Departamentales*



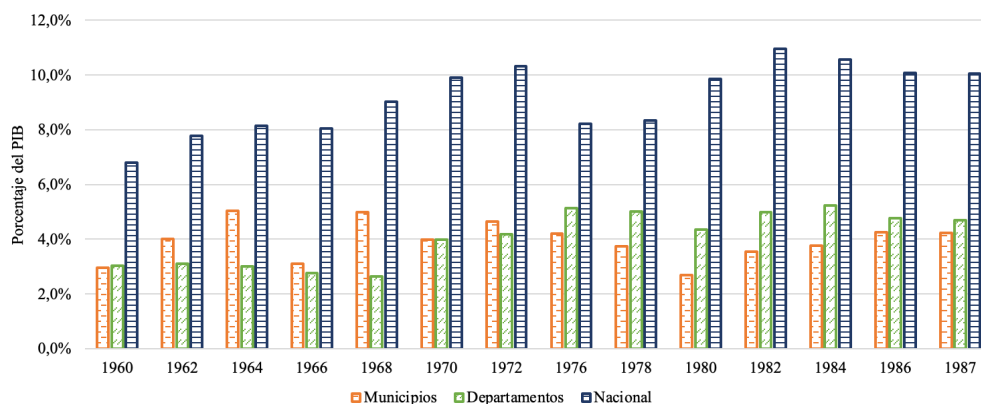
<sup>6</sup> El 30 % debía repartirse entre las entidades territoriales y el restante 70 % se asignaría de acuerdo con la población (Junguito & Rincón, 2007)

### B. Municipales



*Fuente:* elaboración propia a partir de Estadísticas Fiscales del DANE, Junguito y Rincón (2007) y Ejecuciones presupuestales DNP.

Si bien el Situado Fiscal condujo a un crecimiento en las transferencias, esta fue vista como una estrategia de financiamiento centralizada (Vargas, 1997). De hecho, el Situado Fiscal no se transfería directamente a los gobiernos departamentales, sino a los Fondos Educativos Regionales (FER) y los Servicios Seccionales de Salud (SSS), los cuales eran manejados por un delegado que designaba el respectivo ministerio. En general, estas reformas aceleraron el proceso de nacionalización del gasto público social, que terminó de consolidarse con la Ley 43 de 1975. Además de promover la mejora en los esquemas de nacionalización de la educación primaria, esta ley introdujo la transferencia de la financiación de la educación secundaria al gobierno central (Ramírez & Téllez, 2007). Los gastos como porcentaje del PIB aumentaron en los departamentos desde 2,6% hasta el 5,1% entre 1968 y 1976, lo cual se revierte en 1976, llegando a 4,4% en 1980 (Figura 13).

**Figura 13.** Gastos totales por niveles de gobierno, 1960-1987 (porcentaje del PIB)

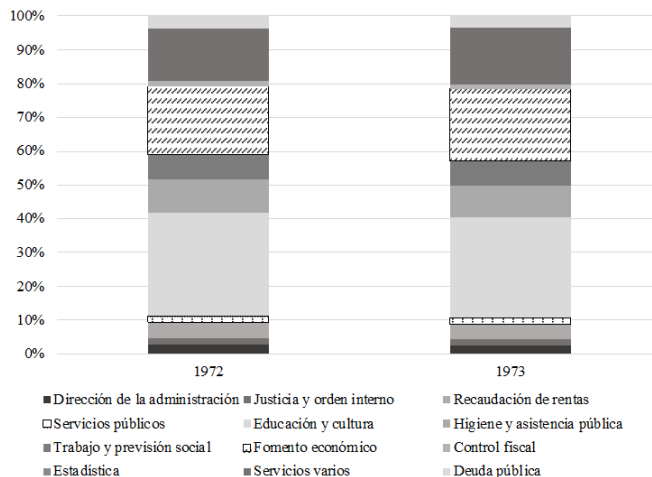
*Fuente:* elaboración propia a partir de Estadísticas Fiscales del DANE, Junguito y Rincón (2007) y Ejecuciones presupuestales DNP.

Al analizar los gastos departamentales, se destaca la importancia del gasto social resultado de las reformas de 1968 (Figura 14). Estos eran destinados a educación y cultura con un 30% de los gastos totales en 1972 y 1973, y fomento económico con alrededor de un 20%. En los municipios, además de fomento económico con una participación del 40% en 1972, se contaba con un gasto en servicios públicos con una participación del 20%.

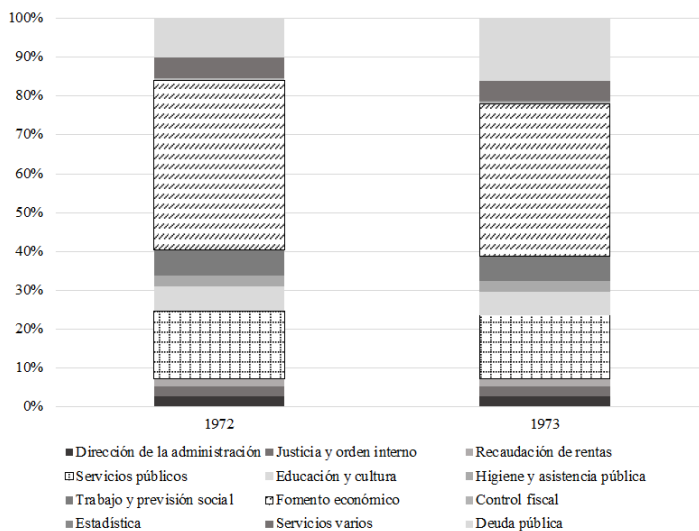
A pesar de la intención de las reformas de las décadas de 1960 y 1970 de dar un nuevo impulso a la descentralización, estas dejaron de lado algunas dimensiones. Por ejemplo, no estimularon la autonomía local, ni resolvieron los desequilibrios fiscales (Ramírez & Téllez, 2007; Rosas, 1990). La participación de los ingresos tributarios de departamentos y municipios en el recaudo consolidado se redujo de un promedio anual del 30% entre 1960 y 1962 a un 20% entre 1978 y 1980 (Figura 15).

**Figura 14.** *Composición de los gastos subnacionales, 1972 y 1973*

*A. Departamentales*

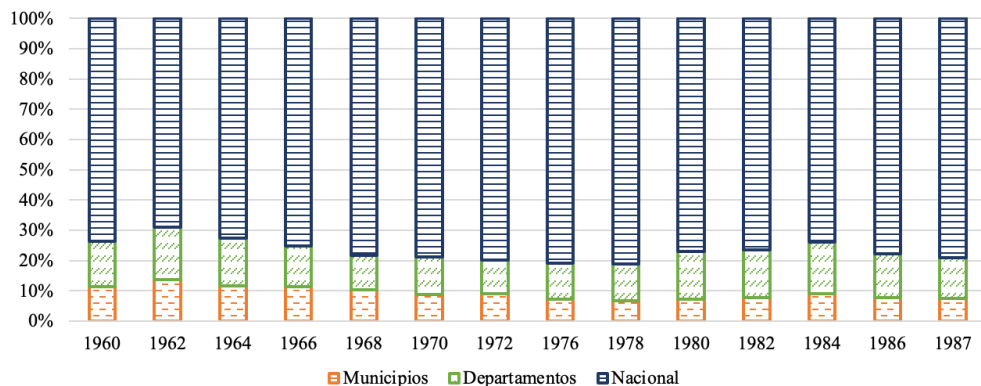


*B. Municipales*



Fuente: elaboración propia a partir de Estadísticas Fiscales del DANE.

**Figura 15.** *ingresos tributarios por niveles de gobierno, 1960-1987*

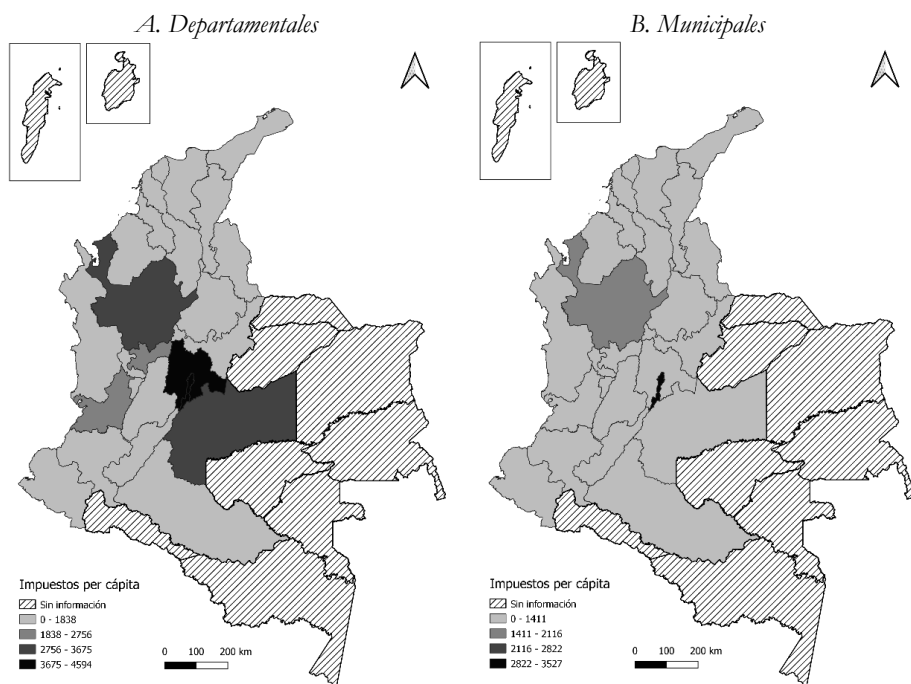


*Fuente:* elaboración propia a partir de Estadísticas Fiscales del DANE, Junguito y Rincón (2007) y Banco de la República (1990).

Según Ocampo y Perry (1983), el crecimiento real de los impuestos de los gobiernos subnacionales fue de 21 % entre 1967-1981, un porcentaje bajo si se compara con el crecimiento de 117 % del PIB en estos mismos años. La elasticidad-ingreso de los impuestos territoriales fue de solo 0,24, exceptuando el impuesto de industria y comercio en las capitales de departamento con una elasticidad de 1,37 (Ocampo & Perry, 1983). Esto estaba asociado a la baja capacidad de tributación de las entidades territoriales y la desequilibrada distribución de las bases tributarias (Rosas, 1990; Vidal, 1978).

Además de la falta de estímulo a la autonomía fiscal, el Situado Fiscal y las reformas tendientes a la nacionalización de los gastos no lograron corregir los desequilibrios horizontales. En 1984, los departamentos con mayor recaudo per cápita eran Antioquia, Meta y Cundinamarca, mientras que en los municipios se destacaba Bogotá (Figura 16). En Antioquia y Meta el mayor recaudo se debió al impuesto a los licores, mientras en Meta por el impuesto a la cerveza. Bogotá concentraba su recaudo en industria y comercio.

**Figura 16.** Mapa de impuestos per cápita subnacionales, 1943



*Nota:* Cifras en pesos colombianos (precios corrientes).

*Fuente:* elaboración propia a partir de Ejecuciones presupuestales DNP.

Para corregir los retos de las reformas de 1960 y 1970, la década de 1980 inicia con un impulso a la autonomía local (Ocampo, 2022; Rosas, 1990). Entre 1983 y 1986 se aprobaron reformas políticas y fiscales que constituyeron el marco de descentralización de la década de 1980 (Calderón, 1989). La Ley 14 de 1983 introdujo una reforma integral a la tributación territorial (Ocampo, 2022), con la cual se entregó a los departamentos el impuesto al consumo de gasolina —luego sobretasa—, y el impuesto de timbre nacional sobre automóviles (Ocampo, 2022; Calderón, 1989). Igualmente, simplificó el régimen de los gravámenes departamentales de licores y cigarrillos (Banco de la República, 1990; Calderón, 1989). Para los municipios, se reformó la estructura del impuesto de industria y comercio y de avisos y tableros para hacerla más

simple y uniforme (Calderón, 1989). Sobre el predial, estableció la forma de hacer ajustes automáticos al avalúo catastral (Banco de la República, 1990).

En cuanto a las transferencias, la Ley 12 de 1986 estableció que la participación de los municipios en el impuesto a las ventas, que se había mantenido en 30 % desde 1971, debería aumentar gradualmente hasta el 50 % en 1992. Además, el Acto Legislativo 1 de 1986 estableció la elección popular de alcaldes, y se crearon el Fondo de Cofinanciación de la Inversión Rural-DRI, el Fondo Nacional Hospitalario, el Fondo de Caminos Vecinales. Además, se creó la Financiera de Desarrollo Territorial-Findeter (Vargas, 1997).

En resumen, luego de décadas de centralismo y reformas concentradas en fortalecer las arcas nacionales, el país emprendió desde finales de la década de 1960, el camino hacia una mayor descentralización. Inicialmente, esto se hizo con la creación del Situado Fiscal y luego, fortaleciendo los tributos municipales y sus transferencias a través de las leyes 14 de 1983 y 12 de 1986.

#### **IV. La Constitución Política de 1991 y los cambios en el régimen fiscal territorial (1990-2020)**

Este periodo estuvo marcado por dos de las mayores crisis de la economía colombiana. La primera a finales de la década de los noventa que resultó en la pérdida masiva de viviendas en propiedad y que llevó a un crecimiento económico real de -4,2 %, (Caballero & Machado, 2020; Pérez-Reyna, 2017), y la segunda con el COVID-19 que llevó a una caída de la economía del 7,0 %. Otro hecho importante fue el auge petrolero entre 2008 y 2016. Marín-Llanes et al. (2018) encontraron que dicha bonanza generó, en el acumulado del periodo, 68,8 % de ingresos reales inesperados con respecto a los proyectados, lo cual fue cinco veces la bonanza cafetera de la década de 1970. También se registró un aumento significativo en la inversión pública total del país, al pasar de 4,87 % del PIB en 2007 a 6,14 % en 2013 (Bonet et al., 2020).

En materia de descentralización, la Constitución Política de 1991 estableció que Colombia es un país unitario y descentralizado con autonomía de las entidades territoriales. Esto se impulsó con la elección popular de gobernadores, complementando la ya existente de alcaldes, y la descentralización fiscal,



dando nuevas competencias y transferencias a los municipios y departamentos. En particular, se tenían dos fondos: el Situado Fiscal y las participaciones municipales<sup>7</sup>. El situado fiscal llegaría a constituir el 24,5 % y las participaciones el 22,0 % de los ICN. La consecuencia no esperada es que a finales de los noventa los gobiernos subnacionales presentaron un alto gasto (de 2,8 % del PIB en 1990 a 9,4 % en 1999), endeudamiento (de 0,9 % a 3,0 % del PIB entre 1990 y 1999) y déficit (de 0,18 % del PIB en 1990 a 0,43 % del PIB en 1999), comprometiendo la sostenibilidad fiscal nacional (MHCP & DAF, 2015). Esto llevó a un desbalance macroeconómico y una caída en la actividad económica de 4,2 %. El tamaño del Estado se duplicó, pasando del 8,9 % del PIB en 1991 al 16,9 % en 1999 (Pérez-Reyna & Osorio-Rodríguez, 2018). Los ingresos del gobierno no crecieron en la misma forma<sup>8</sup>. En consecuencia, el déficit fiscal se incrementó hasta el 6,4 % del PIB en 1999 (Pérez-Reyna & Osorio-Rodríguez, 2018).

Esto llevó al GNC a promover cambios en las transferencias. El objetivo era desligarlas de los ICN, garantizando su crecimiento sin comprometer la sostenibilidad macroeconómica. El Acto Legislativo 01 de 2001 creó el Sistema General de Participaciones (SGP), que agruparía en una sola bolsa el Situado Fiscal y las participaciones municipales, con un periodo de transición hasta 2016 en el cual crecería en función de la inflación (Bonet et al., 2016). A partir de 2017, el crecimiento del SGP está atado al promedio de la variación porcentual de los ICN en los últimos cuatro años.

Desde 1997 se establecieron algunas normas que buscaban la sostenibilidad fiscal de los gobiernos subnacionales —Ley 358 de 1997, Ley 488 de 1998, Ley 550 de 1999, Ley 617 de 2000 y Ley 819 de 2003— (Pérez-Valbuena et al., 2021). Otro cambio en estos años fue la reforma a las regalías. La Constitución

---

<sup>7</sup> El primero destinado a los departamentos, al distrito capital y a los distritos de Cartagena, Barranquilla y Santa Marta, y el segundo destinado a municipios.

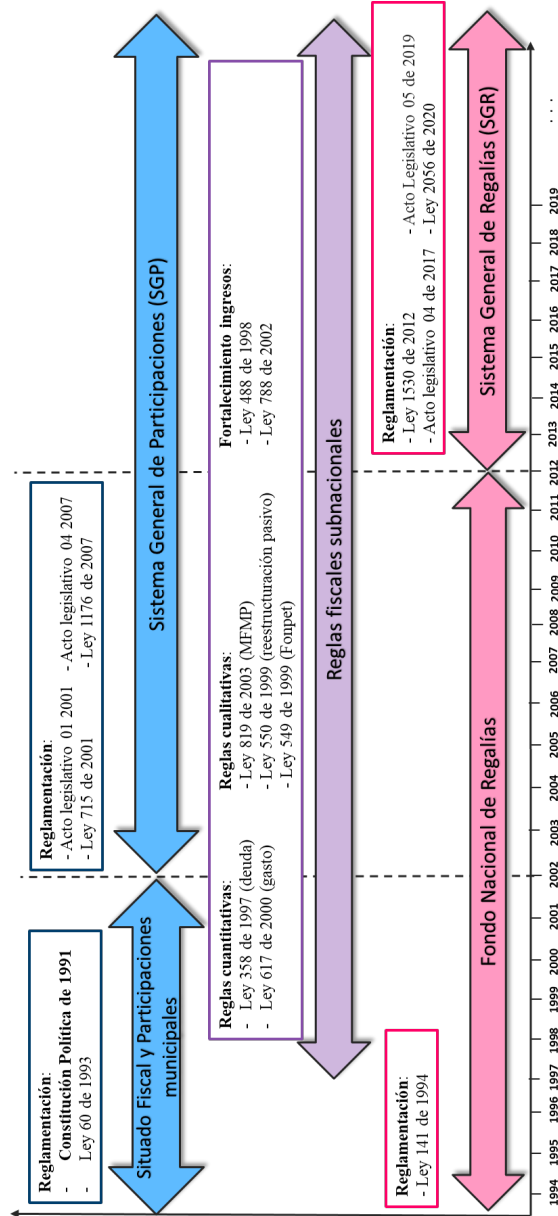
<sup>8</sup> En 1992 el gobierno de Cesar Gaviria aprobó una reforma tributaria (Ley 6 de 1992) que aumentó el IVA del 12 % al 14 %. En 1995, con Ernesto Samper, la tarifa se elevó al 16 % (Ley 223 de 1995). Posteriormente, con Andrés Pastrana, se extendió la base de bienes y servicios gravados con IVA (Ley 488 de 1998) (Lewin, 2008). La participación del IVA en el total de los ingresos tributarios pasó de un 19 % en 1980 a un 41 % en 2003 (Sánchez & Espinosa, 2005).

de 1991 estableció que estas debían destinarse a las entidades productoras y aquellas involucradas en su transporte, concentrando estos recursos en pocos territorios (siete departamentos que recibían 70 % de los recursos en 2002-2011). En 2011, se crea el Sistema General de Regalías (SGR) reduciendo los recursos a los productores y creando fondos que asignaban recursos a todas las entidades territoriales (Bonet & Urrego, 2014). En 2017, se reformó el SGR creando un fondo para atender compromisos del Acuerdo de Paz y, en 2019, un cambio adicional para aumentar las regalías directas a los municipios y departamentos productores.

Algunos autores argumentan que a pesar de los esfuerzos para lograr una mayor y más equitativa descentralización algunas de estas reformas fueron en dirección contraria, llevando a lo que López-Murcia (2022) llama una re-centralización. Por ejemplo, la reforma a las transferencias del 2001 frenó la participación de estas dentro de los ingresos corrientes de la Nación (ICN). Luego del pico de cerca del 50 % de los ICN en 1998, el SGP ha estado por debajo del 30 % en los últimos años (Ocampo, 2022). Adicionalmente, la creación de la Administradora de los Recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud (ADRES) en 2015 implicó el manejo centralizado de los fondos públicos de salud.

A modo de resumen, la Figura 17 presenta los principales cambios de las finanzas territoriales. El conjunto de reformas resultó en modificaciones en la distribución de ingresos y gastos entre los niveles de gobierno. Se consolidó el GNC como el principal receptor de ingresos y se observa un aumento en la participación de los ingresos propios municipales, mientras que en los departamentos este perdió importancia. La Figura 18 muestra que el GNC recauda el 80 % del total de ingresos del gobierno general, los municipios un 15 % y los departamentos el 5 %.

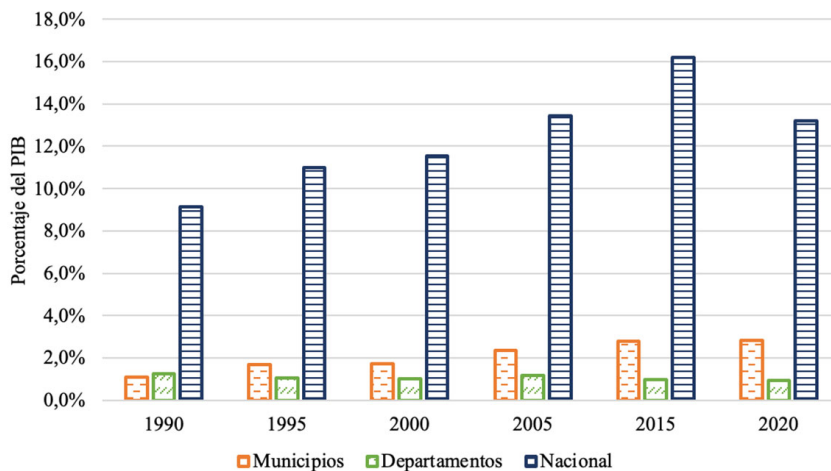
Figura 17. Principales cambios en el régimen fiscal subnacional colombiano, 1990-2022



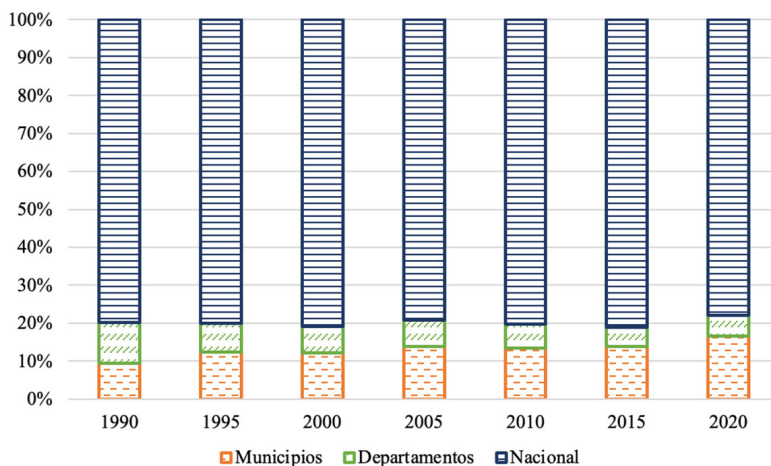
Fuente: elaboración de los autores con base en la legislación correspondiente.

**Figura 18. Ingresos propios (tributarios y no tributarios) por niveles de gobierno, 1990-2020**

*A. Como porcentaje del PIB*



*B. Distribución porcentual*

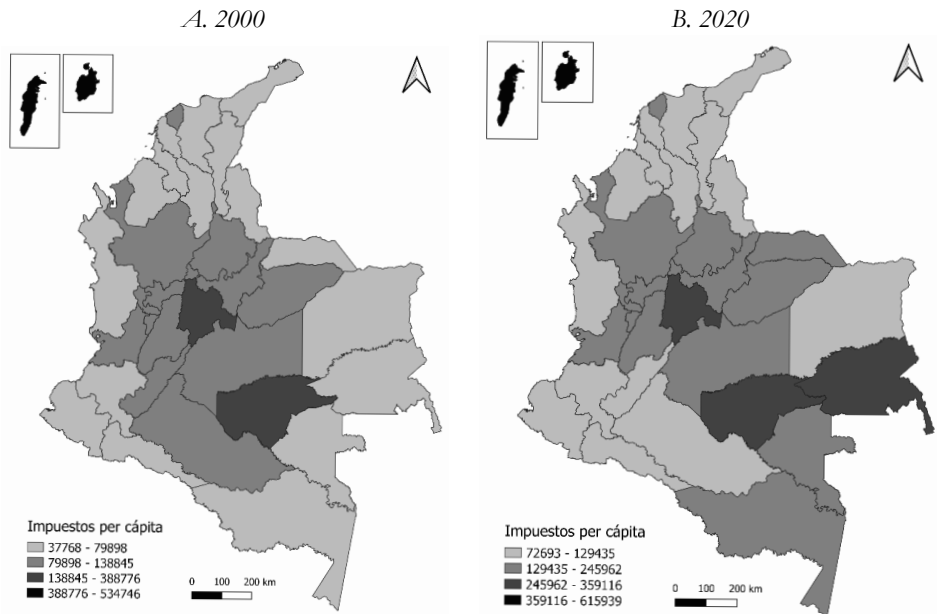


*Nota:* los resultados aquí presentados no son comparables con los de las secciones anteriores debido a que esos incluyen información de las entidades descentralizadas.

*Fuente:* Departamento Nacional de Planeación (DNP) - Ejecuciones presupuestales.

Uno de los factores detrás del mayor recaudo de los municipios es el crecimiento de las bases tributarias (Bonet-Morón et al., 2017). Bogotá es un ejemplo, con un valor de avalúos que pasó de \$59,6 billones en el año 2000 a \$365,2 en 2015 (Lozano & Ricciulli, 2017). Según IGAC (2010), entre 2002 y 2010, el avalúo catastral nacional aumentó 154,2% y el número de predios inscritos se incrementó en 20,7%.

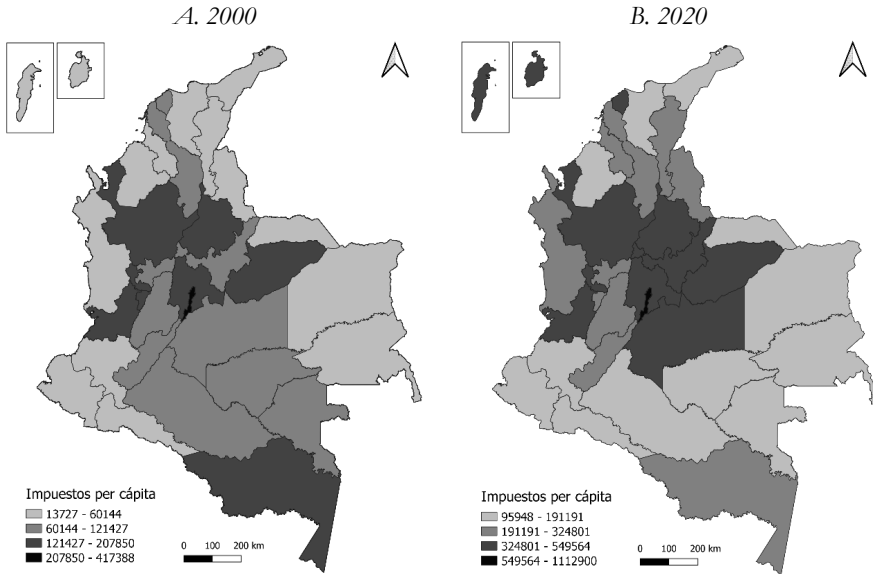
**Figura 19.** Mapa de impuestos per cápita departamentales, 2000 y 2020



*Fuente:* elaboración propia a partir de las Ejecuciones Presupuestales del DNP. Cifras en pesos colombianos (precios corrientes).

En cuanto al recaudo tributario per cápita para los departamentos y municipios en este periodo, existen dos elementos a destacar. El primero es la persistencia en los patrones regionales, y el segundo es la existencia de un patrón centro-periferia relacionado con la capacidad fiscal de los gobiernos subnacionales. Las regiones Caribe, Pacífico y los Nuevos Departamentos se encuentran rezagadas en términos de los montos de impuestos per-cápita, situación que no parece haber cambiado a lo largo de todo el siglo (figuras 19 y 20).

**Figura 20. Mapa de impuestos per cápita municipales, 2000 y 2020**



*Nota:* los datos de cada municipio fueron agregados a nivel de cada departamento al que pertenecen.

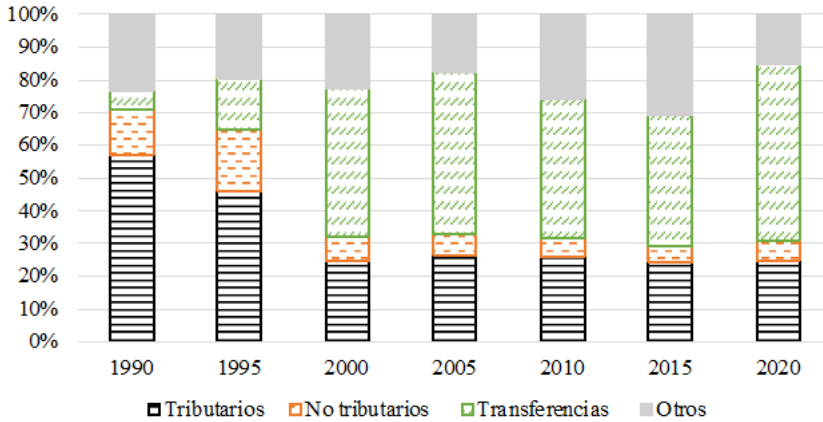
*Fuente:* elaboración propia a partir de las Ejecuciones Presupuestales del DNP. Cifras en pesos colombianos (precios corrientes).

El régimen especial del distrito capital (Ley 1421 de 1993) fue uno de los impulsores del crecimiento de los ingresos (Zapata, 2010). Además de aumentar los ingresos de la capital, este sirvió para que otros municipios adoptaran nuevos cobros, modernizando sus catastros, poniendo en marcha el auto avalúo o extendiendo el cobro del ICA a otras actividades. También se menciona la creación de la sobretasa a la gasolina (Ley 86 de 1989) y las consideraciones sobre los impuestos al consumo de licores, vinos y aperitivos (Ley 788 de 2002).

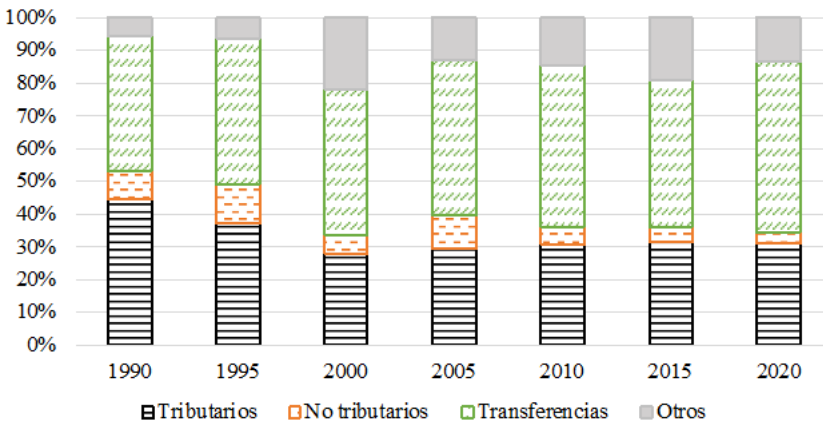
En este periodo se registró un aumento en la dependencia de las transferencias y las regalías en los territorios, especialmente en los departamentos donde estos rubros representan el 70 % de los ingresos totales. También se destaca la pérdida de participación de los ingresos tributarios en los departamentos, los cuales pasaron de representar el 50 % en 1990 a menos del 25 % en 2020 (Figura 21).

**Figura 21. Composición ingresos subnacionales, 1990-2020**

*A. Departamentales*



*B. Municipales*

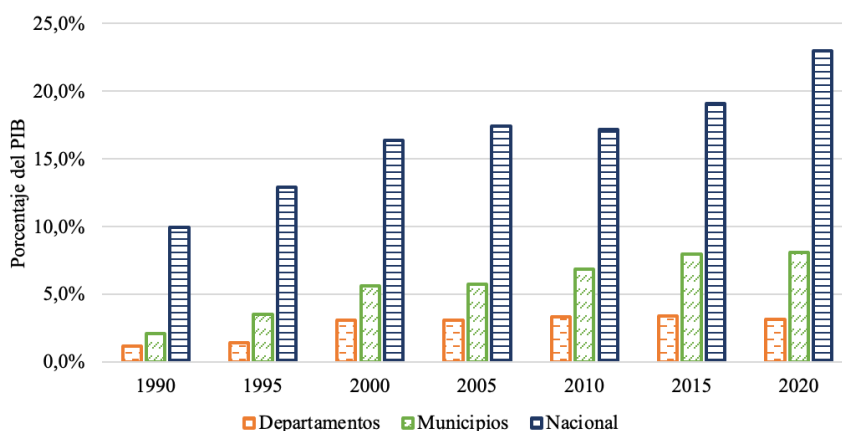


*Nota:* los resultados aquí presentados no son comparables con los de las secciones anteriores debido a que esos incluyen información de las entidades descentralizadas.

*Fuente:* Departamento Nacional de Planeación (DNP) - Ejecuciones presupuestales.

Por su parte, en los municipios, la dependencia de transferencias depende de la categoría<sup>9</sup>. Los municipios más grandes —categorías especial, primera, segunda y tercera— tienen una alta participación de sus ingresos propios —entre 46,0 % y 74,0 % entre 1990-2018—, y los municipios de menor población y presupuesto —categorías cuarta, quinta y sexta— muestran una alta participación de transferencias —entre 69,1 % y 76,1 % del total de ingresos— (Ricciulli-Marín et al., 2021).

**Figura 22.** *Gastos totales por niveles de gobierno, 1990-2020*



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP) - Ejecuciones presupuestales.

Con el aumento de las transferencias, se observaron cambios en la distribución del gasto (Figura 22). Se destaca el incremento en el gasto público del gobierno consolidado, que pasó del 13 % al 34 % del PIB entre 1990 y 2020. El GNC aumentó el gasto del 10 % al 23 % del PIB, mientras los municipios pasaron del 2 % al 8 % del PIB y los departamentos del 1 % al 3 %. Esto

<sup>9</sup> Los municipios y departamentos se clasifican en categorías por su tamaño e ingresos corrientes de libre destinación (ICLD) (Ley 617 de 2000). Para los departamentos existe la categoría Especial y otras cuatro (1era, 2da, 3era y 4ta), en donde las primeras corresponden a los departamentos de mayor tamaño y mayor ICLD. Para los municipios, existe también la categoría Especial y otras seis categorías (1era, 2da, 3era, 4ta, 5ta y 6ta), en donde las primeras corresponden a los más grandes y con mayor disponibilidad de recursos

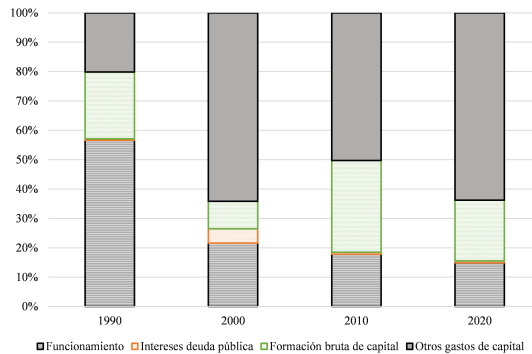


implica que, en 1990, la nación ejecutó el 77 % del gasto público total, los municipios el 15 % y los departamentos el 8 %. Para 2022, esas participaciones fueron, respectivamente, 67 %, 24 % y 9 %.

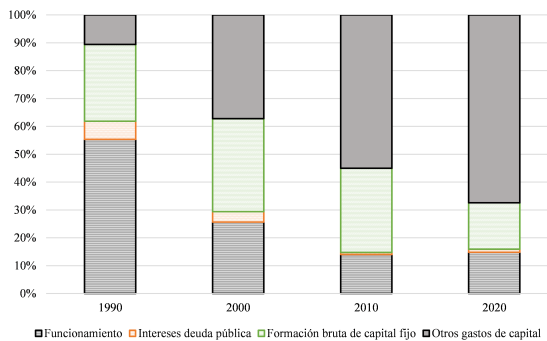
Consistente con la dependencia de las transferencias y su condicionalidad, el gasto de los gobiernos subnacionales está destinado a educación y salud. Por finalidad, la Figura 23 muestra cómo después de la profundización de la descentralización, se dio una recomposición del gasto, orientándolo a inversión social.

**Figura 23.** *Composición de los gastos subnacionales, 1990-2020*

*A. Departamentales*



*B. Municipales*



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP) - Ejecuciones presupuestales.

En síntesis, entre 1990 y 2020 se profundizó la descentralización de competencias y recursos con los cambios introducidos en la Constitución Política de 1991. La crisis fiscal nacional y territorial de finales de la década de 1990 llevó a cambios en el marco regulatorio de las finanzas territoriales, reduciendo los montos transferidos del GNC y fijando topes a los gastos y la deuda de las entidades territoriales.

### **Reflexiones finales**

La administración del Estado colombiano muestra un movimiento pendular entre descentralización y centralización durante la vida republicana del país. Esos cambios se han originado por crisis económicas enfrentadas con el fortalecimiento de los tributos nacionales, resultando en mayor estabilidad macroeconómica con sostenibilidad fiscal. Además, el escaso desarrollo e integración de los territorios han hecho de Colombia un país de regiones aisladas y con profundas disparidades, lo cual se ha enfrentado con mayor descentralización.

Una mirada histórica a los desequilibrios verticales en el ingreso y el gasto 1923-2020, han permitido identificar los periodos de descentralización y centralización de la economía colombiana. El hecho de que durante el siglo XX y en el XXI se fortalecieron los tributos del GNC ha llevado a que estos sean la fuente principal para financiar los gastos del Estado. También, la descentralización ha estado orientada a la forma en que se ejecutan los gastos, desde los esquemas de administración delegada hasta la transferencia de competencias a los gobiernos locales.

Considerando las mejoras en el bienestar en el siglo XX, se podría afirmar que los vaivenes mencionados han permitido mejorar las condiciones de vida de los colombianos. Jaramillo-Jaramillo-Echeverri et al. (2019) atribuyeron parte importante de los avances en la primera mitad del siglo al aumento en el ingreso per cápita, mientras que en las décadas posteriores a 1950 destacan la mayor inversión pública en educación y salud. De igual forma, otros autores han considerado que los recientes logros en coberturas en educación y salud se deben a la descentralización impulsada por la Constitución de 1991 (Ayala-García, 2021; Bonet et al., 2016).

A pesar de los avances realizados en este trabajo en la construcción de datos sobre finanzas públicas territoriales de largo plazo, hay áreas donde deben continuar futuros estudios. Uno de los vacíos es que no se cuenta con información de deuda subnacional para todo el periodo analizado. De igual manera, el tratamiento que dan los datos a las finanzas de los organismos descentralizados en los municipios y departamento obligan a profundizar en estos últimos aprovechando los datos existentes en las últimas décadas.

## **Anexo**

### ***Notas metodológicas***

- Las series fiscales de ingresos se construyeron según la metodología de Operaciones Efectivas de Caja (OEC), tal como se hace actualmente por el Departamento Nacional de Planeación (DNP). En particular, los ingresos se desagregan entre ingresos corrientes (tributarios y no tributarios) e ingresos de capital (transferencias y otros ingresos de capital).
- Para los años previos a 1990, todas las fuentes corresponden a ejecuciones presupuestales. En todos los casos se realizan las reclasificaciones respectivas con el fin de tener una aproximación a las OEC. A continuación, las tablas ilustran dicha reclasificación.
- En el caso de los gastos, las series no son empalmadas ya que representan desagregaciones por finalidad que cambian a través de los periodos. Estos se analizan de manera independiente para cada periodo con única fuente.

**Tabla A1. Fuentes de las series de ingresos de los municipios**

Fuente	Cuentas	Años				
		1923-1931	1940-1953	1957-1973	1974-1978	1980-1987
Anuarios de Estadística General	Producto de bienes municipales					
	Producto de impuestos municipales					
	Entradas procedentes del tesoro departamental					
	Entradas extraordinarias					
	Cedidos					
	Ingresos totales					
	Bienes municipales					
	Servicios y empresas municipales					
	Impuestos					
	Ingresos varios					
Informes Financieros del Contralor	Entradas de otros sectores					
	Vigencias expiradas					
	Ingresos extraordinarios					
	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Ingresos por transferencia					
	Ingresos de capital					
	Ingresos totales					
	Ingresos por transferencia					
Bird (1981) Finanzas Intergubernamentales en Colombia	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Ingresos por transferencia					
	Ingresos de capital					
	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Ingresos por transferencia					
	Ingresos de capital					
Banco de la República (1990) Las finanzas públicas regionales de Colombia 1990-1997	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Ingresos por transferencia					
	Ingresos de capital					
	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Ingresos por transferencia					
	Otros ingresos de capital					
Ejecuciones presupuestales (DNP)*	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Transferencias					
	Otros ingresos					
	Ingresos totales					
	Ingresos tributarios					
	Ingresos no tributarios					
	Transferencias					
	Otros ingresos					

*Nota:* \* Excluye cuentas de entidades y empresas descentralizadas.  
*Fuente:* elaboración propia.

Tabla A2. Fuentes series ingresos departamentos

Fuente	Cuentas	1923-1931	1940-1953	1957-1973	1974-1978	1980-1987	1990-2020	
Anuarios de Estadística General	Producto de bienes departamentales							
	Producto de impuestos departamentales							
	Entradas procedentes del tesoro nacional							
	Entradas extraordinarias							
	Créditos							
	Ingresos totales							
	Informes Financieros del Contralor	Bienes departamentales						
		Servicios departamentales						
		Monopolios departamentales						
		Industrias departamentales						
Impuestos departamentales								
Entradas del tesoro nacional								
Fonanto municipal								
Entradas del tesoro municipal								
Ingresos varios								
Vigencias expiadas								
Anuarios de Estadísticas Fiscales y Financieras (DANE)	Ingresos extraordinarios							
	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
	Ingresos de capital							
	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
Bird (1981) Finanzas Intergubernamentales en Colombia	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
	Ingresos de capital							
	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
	Ingresos de capital							
Banco de la República (1990) Las Finanzas Públicas Regionales de Colombia 1980-1987	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
	Ingresos de capital							
	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Ingresos por transferencia							
	Ingresos de capital							
Ejecuciones presupuestales (DNP) *	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Ingresos no tributarios							
	Transferencias							
	Otros ingresos de capital							
	Ingresos totales							
	Ingresos tributarios							
	Transferencias							
	Otros ingresos							
	Gastos totales							

Nota: \*Excluye cuentas de entidades y empresas descentralizadas.

Fuente: elaboración propia.

Tabla A3. Fuentes series gastos municipios

Fuente	Cuentas	1923-1931	1940-1953	1957-1973	1974-1978	1980-1987	1990-2020	
Anuarios de E estadística General	Gobierno							
	Hacienda							
	Otras públicas							
	Instrucción pública							
	Justicia							
	Deuda pública							
	Otros gastos							
	Gastos finales							
	Informes Financieros del Contralor	Gobierno						
		Hacienda						
		Otras públicas						
		Educación						
		Higiene, asistencia pública y producción social						
Justicia								
Deuda pública								
Otros gastos								
Gastos finales								
Anuarios de E estadísticas Fiscales y Financieras (DANE)		Dirección de la administración						
	Justicia y orden interno							
	Remuneración de rentas							
	Servicios públicos							
	Educación y cultura							
	Higiene y asistencia pública							
	Trabajo y previsión social							
	Fomento económico							
	Control y fiscalización							
	Estadística							
	Servicios varios							
	Deuda pública							
	Gastos finales							
	Gastos finales							
	Gastos finales							
	Gastos finales							
	Bird (1981) Finanzas intergubernamentales en Colombia							
Banco de la República (1990) Las finanzas públicas regionales de Colombia 1980-1987								
Ejecuciones presupuestales (DNP)*								

Nota: \*Excluye cuentas de entidades y empresas descentralizadas.  
Fuente: elaboración propia.

Tabla A4. Fuentes de las series de gastos de los departamentos

Fuente	Cuentas	1923-1931	1940-1953	1957-1973	1974-1978	1980-1987	1990-2020	
Anuarios de Estadística General	Gobierno							
	Hacienda							
	Otros públicos							
	Insuración pública							
	Justicia							
	Deuda pública							
	Otros gastos							
	Gastos totales							
	Informes Financieros del Contralor	Gobierno						
		Hacienda						
		Fomento económico						
		Servicios departamentales y cultura						
		Higiene, asistencia pública y protección social						
		Justicia						
Deuda pública								
Industrias departamentales								
Participaciones municipales								
Otros gastos								
Gastos totales								
Anuarios de Estadísticas Fiscales y Financieras (DANE)		Dirección de la administración						
		Justicia y orden interno						
		Recaudación de rentas						
	Servicios públicos							
	Educación y cultura							
	Higiene y asistencia pública							
	Trabajo y previsión social							
	Fomento económico							
	Control y fiscalización							
	Estadística							
	Servicios varios							
	Deuda pública							
	Gastos totales							
	Bird (1981) Finanzas intergubernamentales en Colombia							
Banco de la República (1990) Las finanzas públicas regionales de Colombia 1960-1987								
Ejecuciones presupuestales (DNP)*								
Gastos totales								

Nota: \*Excluye cuentas de entidades y empresas descentralizadas.  
Fuente: elaboración propia.

### Agradecimientos

Los autores agradecen a María Teresa Ramírez, María Modesta Aguilera, Olga Lucía Acosta, Jhorland Ayala, José Antonio Ocampo y Haroldo Calvo por sus valiosos comentarios y sugerencias a una primera versión de este documento. El trabajo también se alimentó con los comentarios de los asistentes a la XI Jornadas Iberoamericana de Financiación Local en Montevideo (Uruguay) el 6 de septiembre de 2022. Se agradece también a Hernán Rincón por poner a disposición datos de algunas series históricas fiscales.

### Declaración de ética

Este artículo de investigación no realizó trabajo con una persona o grupos de personas para la generación de datos empleados en la metodología, por tanto no requirió ni obtuvo un aval de Comité de Ética para su realización.

### Referencias

- Avella-Gómez, M. (2004). Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la paz británica a la paz americana. *Revista de Economía Institucional*, 6(11), 157-209. <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/ecoins/article/view/161>
- Ayala-García, J. (Intérprete). (2021, 18 de noviembre). *Del situado fiscal al SGP: evolución y logros de las participaciones territoriales en Colombia* [presentación de seminario]. Universidad del Norte - Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER), Colombia.
- Banco de la República. (1990). *Finanzas públicas regionales de Colombia 1980-1987*. Banco de la República.
- Bird, R. (1981). *Finanzas intergubernamentales en Colombia: informe final de la misión*. Departamento Nacional de Planeación.
- Bonet, J., & Urrego, J. (2014). *El Sistema General de Regalías: ¿mejoró, empeoró o quedó igual?* [Documentos de trabajo sobre Economía Regional y Urbana (DTSERU) No. 198, 1-55]. Banco de la República - Centro de



Ricciulli-Marín, D., Bonet-Morón, J. y Pérez-Valbuena, G. J.: Cien años de finanzas públicas...

Estudios Económicos Regionales (CEER). <https://doi.org/10.32468/dtseru.198>

Bonet, J., Pérez, G., & Ayala, J. (2016). Contexto histórico y evolución del SGP en Colombia. En J. Bonet, & L. A. Galvis, *Sistemas de transferencias subnacionales: lecciones para una reforma en Colombia*. (pp. 81-128). Banco de la República. <https://doi.org/10.32468/Ebook.664-313-9>

Bonet-Morón, J., Pérez-Valbuena, G. J., & Ricciulli-Marín, D. (2017). ¿Hay pereza fiscal territorial en Colombia?. Documentos de trabajo sobre Economía Regional y Urbana (DTSERU), (261), 1-54. Banco de la República - Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER). <https://doi.org/10.32468/dtseru.261>

Bonet, J., Pérez, G., & Montero, J. (2020). Las finanzas públicas territoriales en Colombia: dos décadas de cambios. En J. Bonet & G.J. Pérez-Valbuena (eds.), *20 años de estudios sobre el Caribe colombiano* (pp. 225-275). Banco de la República. <https://doi.org/10.32468/Ebook.664-409-9>

Caballero, C., & Machado, G. (2020). De la crisis de “fin de siglo” a la del “coronavirus”. La economía colombiana en el siglo XXI. *Coyuntura Económica: Investigación Económica y Social*, 50, 15-74. Obtenido de <http://hdl.handle.net/11445/4057>

Calderón, J. (1989). *Finanzas públicas regionales y locales: metodología y cobertura*. Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

Contraloría General de la República. (s.f.).

Departamento administrativo nacional de estadísticas - Dane. (1960). *Estadística fiscal y administrativa 1960-1961-1962*. Bogotá: Imprenta Nacional.

El Congreso de Colombia (1923, 20 de octubre). Ley 64 de 1923. *Sobre loterías*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=270#:~:text=%2D%20Fac%C3%BAltase%20a%20los%20Departamentos%20para,valor%20nominal%20de%20cada%20billete>

- El Congreso de Colombia (1989, 29 de diciembre). Ley 86 de 1989. *Por la cual se dictan normas sobre sistemas de servicio público urbano de transporte masivo de pasajeros y se proveen recursos para su financiamiento.* <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=3426#:~:text=Por%20la%20cual%20se%20dictan,proveen%20recursos%20para%20su%20financiamiento.>
- El Congreso de Colombia (2000, 6 de octubre). Ley 617 de 2000. *Por la cual se reforma parcialmente la Ley 136 de 1994, el Decreto Extraordinario 1222 de 1986, se adiciona la ley orgánica de presupuesto, el Decreto 1421 de 1993, se dictan otras normas tendientes a fortalecer la descentralización, y se dictan normas para la racionalización del gasto público nacional.* <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=3771>
- El Congreso de Colombia (2002). Ley 788 de 2002. *Por la cual se expiden normas en materia tributaria y penal del orden nacional y territorial; y se dictan otras disposiciones.* <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=7260>
- Giraldo, C. (1994). *Hacienda pública en Colombia, 1934-1990.* Contraloría General de la República y Tercer Mundo.
- Instituto Geográfico Agustín Codazzi (IGAC). (2010). *Informe de gestión 2002-2010.* Instituto Geográfico Agustín Codazzi.
- Jaramillo-Echeverri, J., Meisel-Roca, A. & Ramírez-Giraldo, M.T. (2019). More than 100 years of improvements in living standards: the case of Colombia. *Cliometrica*, 13, 323-366. <https://doi.org/10.1007/s11698-018-0181-5>
- Junguito, R., & Rincón, H. (2007). La política fiscal en el siglo XX en Colombia. En J. Robinson, & M. Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX* (pp. 239-308). Banco de la República.
- Lewin, A. (2008). Historia de las reformas tributarias en Colombia. En E. Lozano (ed.), *Fundamentos de la tributación*, (pp. 1-35). Temis. <https://imgcdn.larepublica.co/cms/2014/09/18235605/HISTORIA%20>

[DE%20LAS%20REFORMAS%20TRIBUTARIAS%20EN%20COLOMBIA%20-%20ALF%20%283%29.pdf](#)

- López-Murcia, J. (2022). *Recentralisation in Colombia*. Palgrave Macmillan Cham. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-81674-2>
- Lozano, I., & Ricciulli, D. (2017). ¿Está afectando el impuesto predial el precio de la vivienda en Bogotá? Un análisis basado en la econometría espacial. *Borradores de Economía*, (1016), 1-33. <https://doi.org/10.32468/be.1016>
- Manrique, R. (1975). *Las reformas tributarias en Colombia, 1886-1974*. Instituto de Estudios Colombianos.
- Marín-Llanes, L., Bonet-Morón, J., & Pérez-Valbuena, G. J. (2018). ¿Cuál es la dimensión y en que se gastó la reciente bonanza en Colombia?. [Documentos de trabajo sobre Economía Regional y Urbana (DTSERU), No. 273, 1-50]. Banco de la República - Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER). <https://doi.org/10.32468/dtseru.273>
- Meisel Roca, A. (1987). ¿Por qué se disipó el dinamismo industrial de Barranquilla? *Lecturas de Economía*, (23). 57-84. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n23a7773>
- Meisel-Roca, A., Ramírez-Giraldo, M. T., & Jaramillo-Echeverri, J. (2016). Too Late but Profitable: Railroads in Colombia during 1920-1950. *Investigaciones de Historia Económica*, 12(3), 165-180. <https://doi.org/10.1016/j.ihe.2015.07.00>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), & Dirección de Apoyo Fiscal (DAF). (2015). *Ministerio de Hacienda y Crédito. Responsabilidad fiscal subnacional y descentralización en Colombia: quince años de consolidación*. Dirección de Apoyo Fiscal y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Ocampo, J. A. (2022). Centralismo, descentralización y federalismo en la historia de Colombia. En B. Herrera-Valencia (ed.), *Colombia control fiscal en la república* (pp. 76-91). Contraloría General de la República y Academia Colombiana de Ciencias Económicas.

- Ocampo, J. A., & Perry, G. (1983). *La Reforma Fiscal, 1982-1983*. Fedesarrollo.
- Patiño, A. (1981). *La prospectiva al debe y la gran crisis 1925-1935*. Banco de la República.
- Pérez-Reyna, D. (2017). Historia del Banco de la República: Crisis de 1999. En J. Uribe, & J. Uribe (eds.), *Historia del Banco de la República 1923-2015* (pp. 437-463). Banco de la República.
- Pérez-Reyna, D., & Osorio-Rodríguez, D. (2018). *The Monetary and Fiscal History of Colombia, 1960-2017*. [Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, No. 61]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3238183>
- Pérez-Valbuena, G. J., Bonet-Morón, J., Ricciulli-Marín, D., & Barrios-Bueno, P. (2021). *Reglas fiscales subnacionales en Colombia: desde su concepción hasta los resultados frente al COVID-19*. [Documentos de trabajo sobre Economía Regional y Urbana (DTSERU), (297), 1-73. Banco de la República - Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER)]. <https://ideas.repec.org/p/bdr/region/297.html>
- Ramírez, M., & Téllez, J. (2007). La educación primaria y secundaria en Colombia en el siglo XX. En J. Robinson, & M. Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX* (pp. 459-513). Banco de la República.
- República de Colombia - Departamento de Contraloría (1928). Anuario de estadística General. Imprenta Nacional. [https://biblioteca.dane.gov.co/media/libros/LD\\_70104\\_1929.PDF](https://biblioteca.dane.gov.co/media/libros/LD_70104_1929.PDF)
- Ricciulli-Marín, D., Bonet-Morón, J., & Pérez-Valbuena, G. J. (2021). Política fiscal subnacional y ciclos económicos en Colombia. *Documentos de Trabajo sobre Economía Regional y Urbana*, (295), 1-32. <https://doi.org/10.32468/dtseru.295>
- Rosas, G. (1990). *Apuntes sobre finanzas públicas*. Bogotá, D.C.: Publicación Seguros Colmena.
- Sánchez, F., & Espinosa, S. (2005). *Impuestos y reformas tributarias en Colombia, 1980-2003*. [documento CEDE, 1-149]. Universidad de los Andes. <http://hdl.handle.net/1992/7927>

Ricciulli-Marín, D., Bonet-Morón, J. y Pérez-Valbuena, G. J.: Cien años de finanzas públicas...

Sanín, B. (s.f.). *Administración Reyes 1904-1909*. Editorial Universidad del Rosario. <https://editorial.urosario.edu.co/gpd-administracion-reyes-1904-1909.html>

Taylor, M., & Richman, R. (1965). *Fiscal Survey of Colombia*. Joint Tax Program of The Organization of American States and the Inter-American Development Bank.

Valencia, G., & Tobón, D. (2005). La participación privada en el sector de agua potable en Antioquia. *Territorios*, (14), 13-25. <http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=35711623002>

Vargas, J., & Sarmiento, A. (1997). *Características de la descentralización colombiana*. CEPAL.

Vidal, J. (1978). *Evolución del régimen departamental y municipal*. Cámara de Comercio.

Zapata, J. (2010). *Las finanzas territoriales en Colombia*. Fedesarrollo.



UNIVERSIDAD  
DE ANTIOQUIA



Calidez  
Innovación  
Excelencia

Facultad de Ciencias Económicas  
1944 - 2024

80  
años



**Impacto de la tasa de referencia de política monetaria  
en las tasas de interés del sistema financiero:  
evidencia para Colombia**

---

**Elmer Sánchez Dávila, Erik Muñoz Henríquez y Francisco Gálvez  
Gamboa**



Elmer Sánchez Dávila, Erik Muñoz Henríquez y Francisco Gálvez Gamboa

## **Impacto de la tasa de referencia de política monetaria en las tasas de interés del sistema financiero: evidencia para Colombia**

**Resumen:** *Los bancos centrales tienen como objetivo mantener la estabilidad de precios. Para lograrlo, estos siguen una regla de política monetaria que es manejada de manera autónoma e independiente; siendo su herramienta principal la tasa de referencia de política monetaria. La efectividad de la política monetaria para asegurar la estabilidad de precios dependerá de qué tan rápido reaccione el sistema financiero local cambiando sus tasas internas ante movimientos de la tasa de referencia. El objetivo central de la presente investigación es evaluar la efectividad, temporal y contemporánea, del Banco de la República; para ello, se utiliza un Modelo de Corrección de Errores (MCE) lineal para el periodo comprendido entre mayo 2002 y abril 2023. Los resultados sugieren que el efecto traspaso es mayor en las tasas de interés activas que pasivas. Respecto a la velocidad de transmisión: i) las tasas de interés de corto plazo, en particular las tasas pasivas y la tasa activa corporativa, se ajustan en menor tiempo que las de largo plazo y ii) las tasas de interés pasivas se ajustan más rápidamente que las tasas de interés activas.*

**Palabras clave:** *efectividad de la política monetaria, Banco de la República, efecto traspaso, efecto contemporáneo, cointegración, MCE lineal.*

**Clasificación JEL:** E52, E58, E31, E43, C41.

## **Effect of the Monetary Policy Reference Rate on the Financial System Interest Rates: Evidence for Colombia**

**Abstract:** *Central Banks have as their primary objective price stability. To this end, the central banks follow a Monetary Policy rule that is managed autonomously and independently, and its main tool is the Monetary Policy reference rate. The effectiveness of the monetary policy to assess price stability will depend on how quickly the local financial system reacts to movements in the reference rate. The aim of this paper is to evaluate the effectiveness, temporal and contemporaneous, of the Central Bank of Colombia; to do so, a linear Error Correction Model (ECM) is used for the period of May 2002 to April 2023. Results suggest that the pass-through effect is greater in active interest rate rather than the passive interest rate. Regarding the speed of transmission: i) short term interest rates adjust in less time, especially corporative rates, and passive rates, than long term interest rates and ii) deposit interest rates adjust faster than lending interest rates.*

**Keywords:** *Monetary Policy effectiveness, Banco de la República, pass-through and contemporaneous effect, cointegration, lineal ECM.*

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a353826>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>



## **L'impact du taux de référence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt du système financier: l'exemple de la Colombie**

**Résumé:** *Les banques centrales ont pour objectif de maintenir la stabilité des prix. Pour ce faire, elles suivent une règle de politique monétaire gérée de manière autonome et indépendante ; leur principal outil est le taux de référence de la politique monétaire. L'efficacité de la politique monétaire à assurer la stabilité des prix dépend de la rapidité avec laquelle le système financier national réagit aux mouvements du taux de référence en modifiant ses taux nationaux. L'objectif principal de cette recherche est d'évaluer l'efficacité temporelle et contemporaine de la Banco de la República, en utilisant un modèle linéaire de correction d'erreur (ECM) pour la période allant de mai 2002 à avril 2023. Les résultats suggèrent que l'effet de transmission est plus important pour les taux d'intérêt débiteurs que pour les taux d'intérêt créditeurs. En ce qui concerne la vitesse de transmission: i) les taux d'intérêt à court terme, en particulier les taux de dépôt et le taux de prêt aux entreprises, s'ajustent moins rapidement que les taux d'intérêt à long terme et ii) les taux de dépôt s'ajustent plus rapidement que les taux de prêt.*

**Mots clés:** *efficacité de la politique monétaire, Banco de la República, effet de transmission, effet contemporain, cointégration, linéaire MCE.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Sánchez Dávila, E., Muñoz Henríquez, E., & Gálvez Gamboa, F. (2023). Impacto de la tasa de referencia de política monetaria en las tasas de interés del sistema financiero: evidencia para Colombia. *Lecturas de Economía*, 100, 135-168.

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a353826>

# Impacto de la tasa de referencia de política monetaria en las tasas de interés del sistema financiero: evidencia para Colombia

Elmer Sánchez Dávila <sup>a</sup> y Erik Muñoz Henríquez <sup>b</sup> y Francisco Gálvez Gamboa <sup>c</sup>

–Introducción. –I. Revisión de la Literatura. –II. Metodología. –III. Discusión de resultados. –Conclusiones y limitaciones. –Declaración de ética. –Referencias.

*Primera versión recibida el 06 de junio de 2023; versión final aceptada el 18 de noviembre de 2023*

## Introducción

Actualmente, el objetivo principal de la mayoría de los bancos centrales es mantener la estabilidad de precios en sus economías. Para ello, los bancos centrales trabajan con reglas monetarias asociadas a un rango de meta de inflación objetivo. Bajo dicho esquema, frente a cualquier *shock*, ya sea en la demanda u oferta agregada, que afecte a la economía, los bancos centrales reaccionarán utilizando la tasa de referencia de política monetaria para hacer frente a este *shock*. La adopción de reglas monetarias data desde los años de 1970, donde el surgimiento de las expectativas racionales, elaborada por Lucas (1976), obliga a la autoridad monetaria para tener en cuenta la reacción de los agentes privados tanto en el diseño como en los efectos de la política económica (Rhenals & Saldarriaga, 2008). El rango meta de inflación objetivo establecido por el banco central permite anclar las expectativas de los agentes económicos a este, siempre y cuando el banco central cuente con autonomía

---

<sup>a</sup> *Elmer Sánchez Dávila*: profesor de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Facultad de Economía, Lima, Perú. Dirección electrónica: pcefelsa@upc.edu.pe  
<https://orcid.org/0000-0003-3473-999X>

<sup>b</sup> *Erik Muñoz Henríquez*: profesor de la Universidad de Talca, Facultad de Economía y Negocios, Talca, Chile. Dirección electrónica: erik\_muñoz@utalca.cl  
<https://orcid.org/0000-0003-4696-4895>

<sup>c</sup> *Francisco Gálvez Gamboa*: profesor de la Universidad Católica del Maule, Facultad de Ciencias Sociales y Económicas, Talca, Chile. Dirección electrónica: fgalvez@ucm.cl  
<https://orcid.org/0000-0002-1183-5375>

y credibilidad en su política monetaria, con lo cual controlar la inflación es más efectiva. Para el caso particular de Colombia, el Banco de la República (Banrep) adoptó a partir de 2002 un esquema de meta de inflación de largo plazo de 3,0 % anual —con un margen admisible de desviación de +/- 1 punto porcentual—, y su herramienta principal es la tasa de referencia de política monetaria con el objetivo de alcanzar esta meta explícita de inflación (Banrep, 2002; 2023).

Las tasas de interés del sistema financiero local se guían de la tasa de referencia de política monetaria y, según Astudillo et al. (2021), esta última actúa en el mercado financiero de forma piramidal, traspasando sus movimientos generalmente a la tasa de interés interbancaria, luego al canal de tasas de crédito corporativo, hipotecario, comercial y de consumo. Según Dancourt (2012), ante movimientos de la tasa de referencia, el canal financiero reacciona moviendo las tasas de interés activas y pasivas nominales, y con ello se mueven los volúmenes que afectan la demanda agregada; y mientras más rápido se adaptan las tasas del sistema financiero ante movimientos de la tasa de política monetaria; más eficiente será la reacción del banco central para contrarrestar *shocks* exógenos. Cabe resaltar que, ante un cambio en la tasa de referencia de política monetaria, las tasas de interés del sistema financiero local toman tiempo en reaccionar ante este movimiento. Mientras más rápido reaccionen, más eficiente será la política monetaria en controlar la inflación dado que la demanda agregada se desplazará en menor tiempo. Por otro lado, la efectividad de la política monetaria en cumplir su meta explícita se vería comprometida cuando la demanda agregada tome mucho tiempo en desplazarse; y esto sucedería si hay una reacción muy lenta en las tasas de interés del sistema financiero ante un cambio en la tasa de referencia de política monetaria.

El objetivo central de este artículo es evaluar la efectividad del efecto traspaso de la política monetaria del Banco de la República en las tasas internas del sistema financiero local. La efectividad se divide en: primero, temporal, que estima el tiempo promedio que demora en ajustarse, del corto al largo plazo, las tasas internas ante movimientos de la tasa de política monetaria; donde menor tiempo promedio está asociado a una mayor efectividad y, segundo, contemporánea, que estima el efecto instantáneo que tiene un movimiento

de la tasa de política monetaria en las tasas internas, donde un mayor porcentaje está asociado a un mayor nivel de efectividad. Es importante resaltar que el alcance de este artículo es limitado, ya que se pretende encontrar la relación que existe entre las diferentes tasas del sistema financiero y la tasa de referencia, sin llegar hasta el efecto final que se pueda tener sobre la demanda agregada y tasa de inflación.

El artículo se divide como sigue. En primer lugar, se hace una revisión de la literatura, a nivel internacional y nacional, acerca del efecto traspaso en las diferentes tasas del sistema financiero. Luego se procede a explicar la metodología de investigación, donde se enfatiza el procedimiento de análisis y el enfoque econométrico utilizado. Después, se presentan los resultados de la investigación y, finalmente, las conclusiones.

## **I. Revisión de la Literatura**

A nivel internacional, la evidencia empírica del efecto traspaso es ampliamente estudiada. Una de las primeras investigaciones respecto al efecto traspaso de la política monetaria en las tasas de interés bancaria para el corto y largo plazo es estudiado por Cottarelli y Kourelis (1994) en 31 países, entre desarrollados y en vías de desarrollo. La evidencia encontrada a través de modelos dinámicos sugiere que el coeficiente de traspaso es mayor en las tasas de corto plazo, que en las de largo plazo. Es así como, en las tasas entre tres y seis meses, el coeficiente de traspaso varía entre 0,06 y 0,83, respectivamente. Esto significa que, ante un cambio en 100 puntos básicos de la política monetaria, las tasas del sistema financiero reaccionan entre 6 y 83 puntos básicos entre tres y seis meses. Mientras que, en el largo plazo, tasas mayores a 1 año, es de 97 puntos básicos. Estos resultados también están respaldados por la investigación de Borio y Fritz (1995) para doce países de la OCDE.

De la misma manera, Espinosa y Rebucci (2002) estudiaron el efecto traspaso de la política monetaria en las tasas de interés de la banca minorista para Chile, Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda. Los autores utilizaron un modelo de corrección de errores (MCE) y concluyeron que el efecto traspaso es completo, a excepción de Chile, donde se encuentra un traspaso incompleto solo en las tasas de colocación de muy corto plazo, inferiores a

3 meses, ya que el coeficiente de impacto en el corto plazo es de 0,63, mientras que en el de largo plazo es de 0,56. Por otro lado, para las tasas de corto plazo, entre tres meses y un año; y de largo plazo, entre uno y tres años, sí se encuentra un efecto traspaso completo.

Por su parte, Moazzami (1999) utiliza también un MCE para examinar el impacto de corto y largo plazo en las tasas de préstamos bancarios ante cambios de la tasa de política monetaria en Canadá y Estados Unidos. Los principales hallazgos fueron que la competencia en el sistema bancario de Estados Unidos permitió que las rigideces de la política monetaria en las tasas de interés bancarias se redujeran entre los años setenta y mediados de los noventa; mientras que, la desregulación del sistema financiero en Canadá incrementó la rigidez.

Una investigación aplicada a la economía peruana para el periodo comprendido entre agosto 2010 a mayo de 2017 es elaborada por Lahura (2017), donde este autor cuantifica el impacto que tiene un movimiento de la tasa de interés de referencia de política monetaria en el efecto de corto y largo plazo de las tasas del sistema bancario, haciendo la distinción entre tipo de tasas: activas y pasivas; y duración: corto, hasta 360 días y largo plazo, superior a 360 días. Para ello, el autor utilizó un MCE lineales y no lineales, y nueve tasas de interés activas —seis de corto plazo y tres de largo plazo— y ocho tasas de interés pasivas —seis de corto plazo y 2 de largo plazo—. Los resultados sugieren que el efecto traspaso es, en primer lugar, mayor sobre las tasas de interés activas que pasivas; en segundo lugar, es mayor cuando las tasas de interés son de corto plazo que de largo plazo. Además, respecto a la velocidad de transmisión se encuentra que, primero, las tasas de interés activas se ajustan mucho más rápido que las tasas pasivas y, segundo, las tasas de interés activas de corto plazo se ajustan más rápido que las de largo plazo.

Por otro lado, Andújar (2012) estudió el efecto traspaso en la tasa de interés del sistema bancario ante cambios en la tasa de interés de la política monetaria en República Dominicana, para el periodo de junio 1993 hasta diciembre 2012. Utilizando un modelo MCE, y regresiones recursivas como una prueba de robustez. Los resultados sugieren que en el corto plazo el canal de transmisión en las tasas activas es gradual hacia un traspaso completo y

toma aproximadamente cinco meses, mientras que en el largo plazo el efecto traspaso es inmediato. Sin embargo, no se observa un efecto completo en las tasas pasivas de largo plazo.

Barquero y Mora (2015) estudian el efecto traspaso de la tasa de interés de política monetaria del Banco Central de Costa Rica (BCCR) hacia las tasas de interés del sistema financiero. Ellos utilizaron la metodología de Engle-Granger para medir el efecto traspaso en el largo plazo, y sus conclusiones fueron que el efecto traspaso experimentó una variación positiva después del nuevo régimen cambiario por parte del BCCR. También los autores utilizaron un MCE para cuantificar el efecto traspaso y los resultados sugieren que el efecto traspaso de largo plazo tarda entre ocho y doce meses en trasladarse a las tasas del sistema financiero; donde cabe resaltar también que el tiempo promedio de traspaso en la tasa de largo plazo mejoró luego de la adopción del nuevo régimen cambiario.

Las aplicaciones empíricas muestran que no siempre se evidencian efectos significativos de la política monetaria en las tasas de interés del sistema financiero. Por ejemplo, Astudillo et al. (2021) encuentran para la economía chilena que existe un efecto marginal de las tasas de interés bancarias ante movimientos de la tasa de referencia de política monetaria. Es así como sus resultados reflejan que no existe traspaso de la política monetaria a las tasas de depósitos de corto plazo —menor a 1 año—, mientras que para las de largo plazo ocurre un traspaso entre tres a cuatro meses, por lo cual la PM en las tasas de ahorro tiene una influencia en el mediano-largo plazo; más no en el corto plazo.

De manera local, una de las primeras investigaciones respecto al efecto traspaso en Colombia es evidenciada por Julio (2001), quien utiliza un método de Vector de Corrección de Errores (VEC) para el periodo semanal de 1998 hasta el 2001. El autor examinó la relación entre las diferentes tasas de interés del mercado y la tasa de intervención del banco para los periodos antes y después del abandono de la banda cambiaria en 1999. Los resultados muestran que la variabilidad de las tasas de interés del sistema bancario fue más alta en el periodo pre abandono de la banda cambiaria que para la posterior.

Por su parte, Betancourt et al. (2008) desarrolla un modelo teórico con fundamentos microeconómicos, entre ellos la tasa de referencia de política monetaria, para explicar los determinantes de la tasa de créditos y depósitos del sector bancario como de los diferentes mercados de crédito. Para ello, los autores utilizaron un modelo de vectores autorregresivos con variables exógenas (VARX) para el periodo comprendido entre 1999 y 2006. Sus conclusiones fueron que, además de la tasa de referencia de política monetaria, existen otras variables macroeconómicas, como el índice de producción industrial, la tasa de interés internacional, inflación, depreciación y el EMBI, que resultan ser significativas para explicar las tasas internas de préstamos y depósitos, lo cual afecta al mecanismo de transmisión de la política monetaria sobre estas tasas internas.

Así mismo, Huertas et al. (2005) utilizan un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para mostrar el efecto de la tasa del Banco de la República sobre las tasas de interés bancario. Este efecto es claro y se puede descomponer en dos periodos diferenciados por la volatilidad: el primero, entre 2000 y 2001, donde la elasticidad entre ambas tasas era de 0,5; mientras que para el periodo 2002 a 2005 las elasticidades mejoraron y fueron casi 1. Por su parte, Vargas et al. (2010) estudian el efecto de la tasa del Banco de la República sobre la tasa de créditos hipotecarios; donde ante un aumento de 100 puntos básicos de la tasa de referencia de política monetaria impacta en el *spread* de tasas de créditos hipotecarios en 140 y 160 puntos básicos con un rezago de seis a diez meses, respectivamente. Por su parte, Vargas et al. (2010) encuentran una relación de largo plazo entre la política monetaria y las tasas de crédito hipotecario de largo plazo. Esto implica que la política monetaria podría ayudar a reducir el costo del crédito hipotecario a largo plazo a través de una reducción sostenida de las expectativas de inflación, y, por ende, de una menor tasas de interés nominal

De la misma manera, Chavarro-Sánchez et al. (2015) evalúan la transmisión de la tasa de interés de referencia del Banco de la República a las tasas de interés del sistema financiero. Para ello, utilizan dos modelos: primero, el panel balanceado de las tasas de interés —consumo, comercial, ordinario, preferencial, y depósitos— de las entidades financieras con información mensual para el periodo de 2003 al 2014 y, el segundo, modelo de duración, con el fin

determinar el tiempo en que se da la transmisión entre la tasa de referencia y las tasas internas. Sus resultados encuentran que existe una heterogeneidad en la transmisión a las tasas interés internas, tanto de créditos como de depósitos. Además, no encuentran una reacción asimétrica en la reacción de las tasas de interés internas ante variaciones de la tasa de referencia.

La evidencia empírica reciente para Colombia proviene de Galindo y Steiner (2022), donde a través de modelos no lineales de rezagos distribuidos (NARDL) encontraron que la transmisión hacia las tasas de depósitos dura aproximadamente año y medio, mientras que para las tasas activas puede durar hasta dos años. También respaldan estos resultados Carranza et al. (2021) donde encuentran que la velocidad de transmisión de la tasa de política monetaria a la tasa de créditos del sistema financiero ha sido más rápida en la tasa de depósitos y de créditos corporativos que en otras tasas del sistema financiero.

Además, Montoya (2023) hace una revisión de la política monetaria en Colombia enfocada principalmente en la teoría monetaria moderna (MMT) donde se describe la relación entre los flujos de ingreso y gasto del gobierno con los sistemas monetarios modernos. La conclusión principal del trabajo es que el déficit del gobierno fue compensado regularmente por las operaciones monetarias del Banco de la República, lo cual evidencia la capacidad de controlar eficientemente la tasa de inflación a través del uso de la tasa de referencia de política monetaria.

En resumen, de manera internacional se encuentra un efecto traspaso positivo y el impacto dependerá de cada economía. Para el caso de Colombia, los resultados econométricos más recientes sugieren que la tasa pasiva se ajusta más rápido que la tasa activa a su valor de largo plazo. Sin embargo, aún existe una escasez de trabajos empíricos para la economía colombiana respecto a: cuál es el efecto traspaso en diferentes tasas de mercado activas, como comerciales y consumo, cuál es la efectividad contemporánea y temporal de cambios en la tasa de referencia del Banco de la República, y, finalmente, la revisión de la literatura muestra que no se ha investigado los efectos de la política monetaria según el plazo de las tasas internas. Los resultados de este artículo permitirán cubrir este vacío existente actualmente en la literatura de la política monetaria de Colombia.



## II. Metodología

### A. Datos y variables

La muestra utilizada en este artículo consiste en datos mensuales para el periodo comprendido entre mayo de 2002 hasta abril de 2023. La información de todas las tasas de interés, tanto la de política monetaria como la de tasas activas y pasivas del sistema bancario, provienen del Banco de la República de Colombia (Banrep). En total, se utilizaron nueve tasas de interés activas y cuatro tasas de interés pasivas. El detalle de estas se encuentra en la Tabla 1.

**Tabla 1.** *Tasas de interés activas, pasivas y de política monetaria*

Tasas activas		Tasas pasivas	
Tasas activas de corto plazo		Tasas pasivas de corto plazo	
$R_{1,t}$	Corporativo hasta 360 días	$R_{10,t}$	Depósitos a plazo hasta 30 días
$R_{2,t}$	Comercial hasta 360 días	$R_{11,t}$	Depósitos a plazo hasta 180 días
$R_{3,t}$	Consumo hasta 360 días	$R_{12,t}$	Depósitos a plazo hasta 360 días
Tasas activas de largo plazo		Tasa pasiva de largo plazo	
$R_{4,t}$	Corporativo entre 360-1095 días	$R_{13,t}$	Depósitos a plazo mayor a 360 días
$R_{5,t}$	Corporativo mayor a 1096 días		
Tasas activas de corto plazo		Tasa de política monetaria	
$R_{6,t}$	Comercial entre 360-1095 días	$TIPM_t$	Tasa de referencia del BANREP
$R_{7,t}$	Comercial mayor a 1096 días		
$R_{8,t}$	Consumo entre 360-1095 días		
$R_{9,t}$	Consumo mayor a 1096 días		

*Fuente:* elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

Además de hacer la distinción por tasas activas y pasivas, también se hace la distinción de acuerdo con tasas de corto plazo —hasta 360 días— y largo plazo —mayor a 360 días—.

### B. Procedimiento de análisis

Cuando se trabaja con series de tiempo, es importante asegurar que nuestras variables sean estacionarias, de lo contrario cualquier conclusión se consideraría un resultado espurio. Entonces, primero se analiza si las variables presentan raíz unitaria; para ello, se utiliza la prueba de Phillips – Perron (PP),

el Dickey Fuller aumentado (ADF) y el Dickey Fuller aumentado de mínimos cuadrados generalizados (ADF-GLS). A diferencia de las dos primeras pruebas de raíz unitaria, la prueba ADF-GLS propuesto por Elliot et al. (1996) se encarga de controlar por defecto para una tendencia lineal en el tiempo.

Luego, se procede a testear la cointegración de los modelos sí y solo si las variables presentan el mismo orden de integración y este es diferente de cero —es decir, son integradas de orden uno,  $I \sim 1$ —. Si encontramos que los residuos de nuestros modelos son de un orden de integración inferior al de nuestras variables —integradas de orden cero,  $I \sim 0$ —, es porque existe una relación de largo plazo en el modelo, es decir, hay cointegración. Para las pruebas de cointegración, se utiliza la prueba de Engel y Granger (1987, 1991) y el de Johansen (1988, 1991). Se trabajará con un modelo de cointegración si al menos alguna de las pruebas confirma la presencia de la existencia de la relación de largo plazo, aunque se esperaría que ambas pruebas coincidan respecto al número de vectores de cointegración. Se utiliza el Criterio de Información de Akaike (AIC), el Criterio de Schwarz (SC) y el Criterio de Hannan-Quinn (HQ) para estimar el rezago óptimo de nuestro modelo. La existencia de cointegración permitirá estimar el Modelo de Corrección de Errores (MCE) lineal.

### ***C. Enfoque econométrico***

De comprobarse la existencia de cointegración entre la tasa de interés de política monetaria ( $TIPM_t$ ) y cada tasa de interés bancaria ( $R_{i,t}$ ), se estima la relación de largo plazo utilizando el siguiente MCE lineal:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TIPM_t + \mu_{it}, \quad (1)$$

donde el parámetro  $\beta_0$  hace referencia al intercepto del modelo, el parámetro  $\beta_1$  mide el efecto traspaso o efecto de largo plazo que tiene un cambio de la tasa de interés de la política monetaria ( $TIPM_t$ ) en cada tasa de interés bancaria ( $R_{i,t}$ ). Por lo cual, si el modelo está en equilibrio, entonces el término aleatorio es cero ( $\mu_{it} = 0$ ), y la relación entre las tasas de interés sería exacta,  $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TIPM_t$ .

De acuerdo con Juselius (2006), el MCE lineal se reduce a una forma uniecuacional siempre y cuando la variable explicativa —en este caso  $TIPM_t$ —

cumpla con la hipótesis de exogeneidad débil de largo plazo; esto es, la variable  $TIPM_t$  tiene influencia en el largo plazo de la variable  $R_{i,t}$ ; sin embargo, la variable  $TIPM_t$  no está afectada por la variable  $R_{i,t}$ . En ese sentido, existe evidencia teórica que permite asumir que se cumple con la hipótesis de exogeneidad débil de largo plazo de la variable explicativa, ya que las tasas de interés bancarias —activas y pasivas— no influyen en las decisiones de política monetaria, sino más bien, esta última influye en cada tasa de interés bancaria. Por lo tanto, el MCE lineal se estima utilizando el método propuesto por Phillips y Hansen (1990) denominado FMOLS (*Fully Modified Ordinary Least Squares*). El modelo MCE lineal se reduce a la siguiente ecuación:

$$\Delta R_{i,t} = c_i + \alpha_i \mu_{i,t-1} + \sum_{j=0}^q \theta_j \Delta TIPM_{t-j} + \sum_{j=0}^q \gamma_j \Delta R_{i,t-j} + v_{i,t}. \quad (2)$$

El parámetro  $\alpha_i$  es el término de corrección de error y este coeficiente determina la “velocidad de ajuste” hacia el equilibrio de largo plazo mediante una serie de ajustes parciales a corto plazo determinado por el término de corrección de error. Siguiendo a Lahura (2017), si existe un desequilibrio que se produce debido a una disminución (aumento) de la tasa de referencia de política monetaria, entonces  $\alpha_i$  indica que la tasa de interés de mercado aumentará (disminuirá) el siguiente periodo para corregir el desequilibrio. Este proceso se repetirá hasta que la tasa de interés  $R_{i,t}$  llegue hasta su nuevo nivel de largo plazo. Por otro lado, se espera que  $\alpha_i$  se encuentre entre el rango de -1 y 0; ya que valores fuera de este rango hacen que nuestro modelo no encuentre una convergencia al equilibrio y sea un modelo con parámetros explosivos.

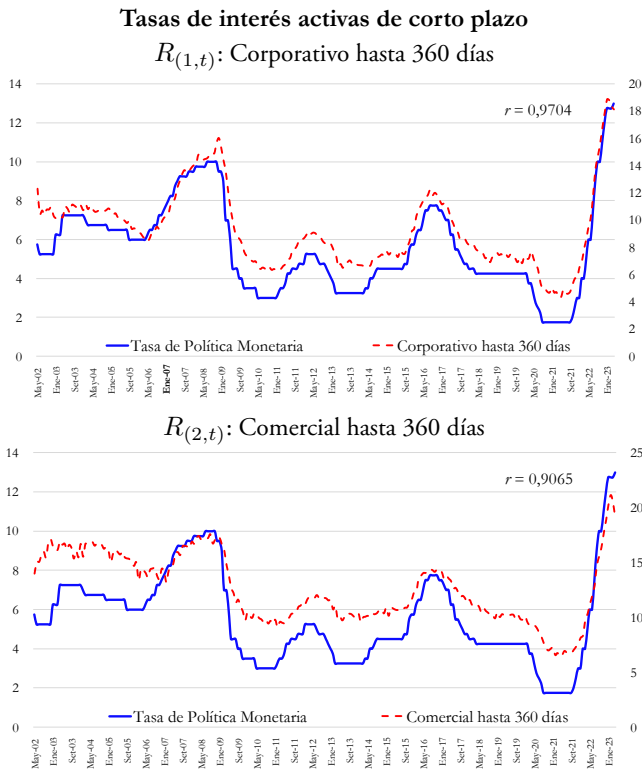
Siguiendo la metodología propuesta por Bardsen (1989), Banerjee et al. (1993), Hendry (1995), la efectividad de la política monetaria se puede medir, i) a través del tiempo promedio de periodos que requiere la tasa de interés  $R_{i,t}$  para alcanzar su nivel de largo plazo, donde menor tiempo promedio está asociado a una mayor efectividad, y esta se determina por la siguiente fórmula:  $-\frac{(\beta_1 - \theta_0)}{\alpha}$ ; y ii) por el impacto contemporáneo que tiene la política monetaria en la tasa de interés  $R_{i,t}$ . La efectividad se determina por el porcentaje de  $\frac{\theta_0}{\beta_1}$ , donde un mayor porcentaje está asociado a un mayor nivel de efectividad.

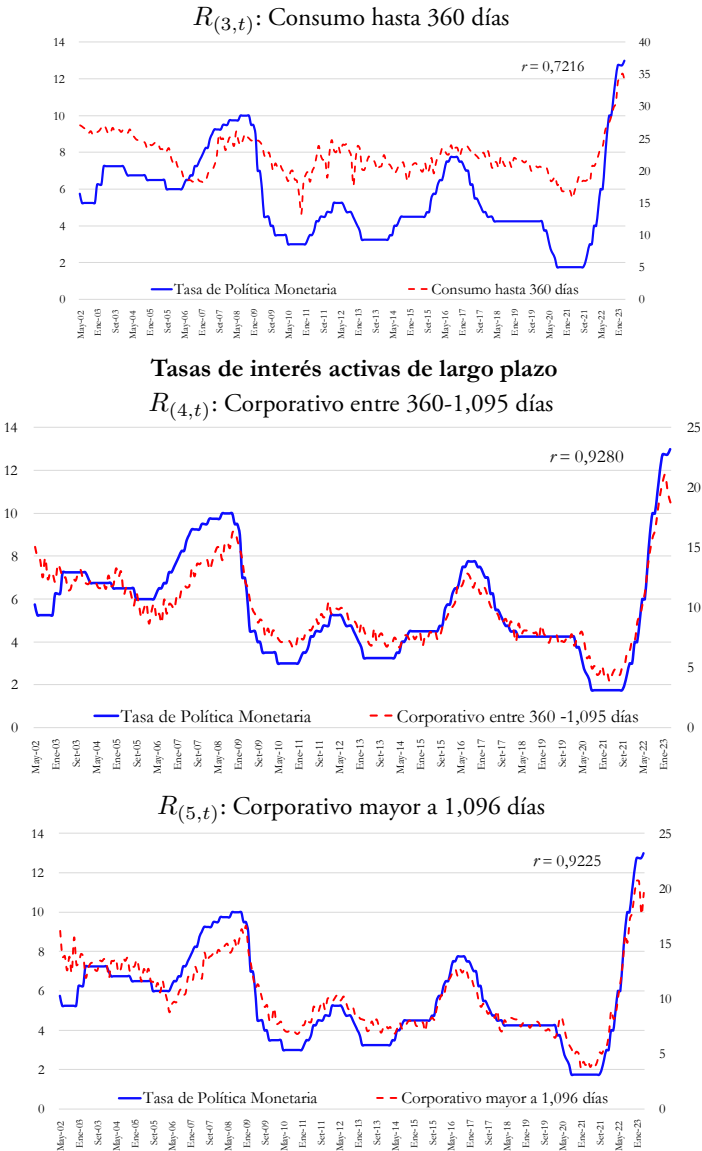
### III. Discusión de resultados

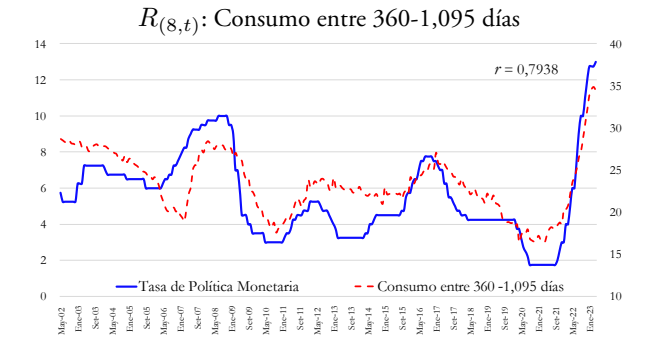
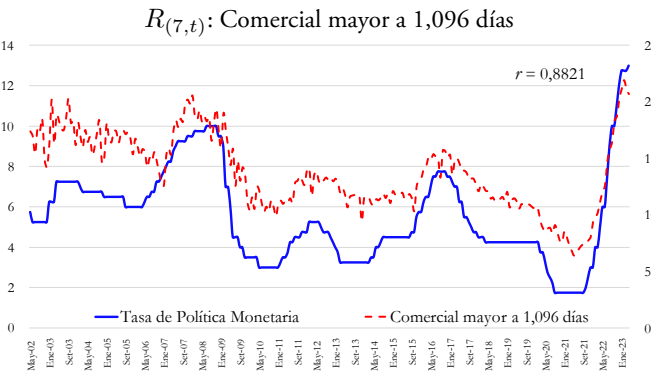
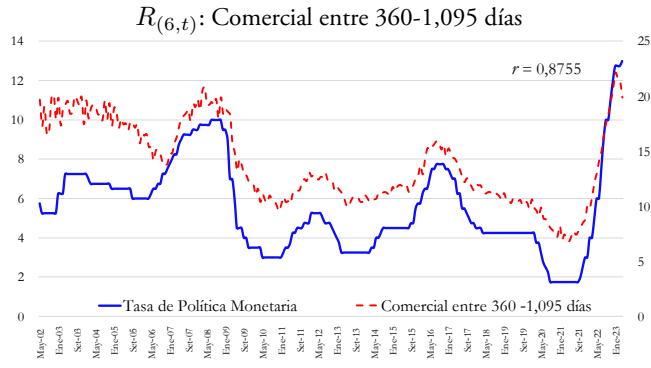
#### A. Estadísticas descriptivas

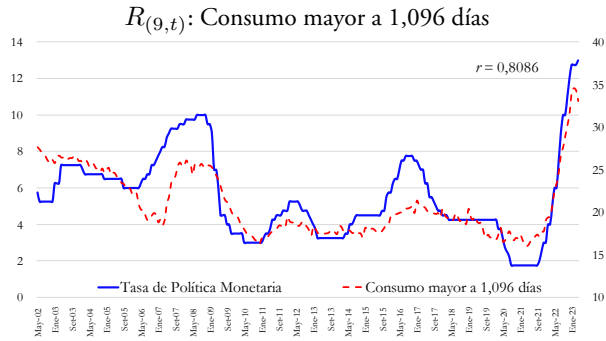
Las figuras 1 y 2 muestra la evolución de la tasa de interés de referencia de política monetaria ( $TIPM_t$ ) y de las tasas de interés activas y pasivas, tanto de corto como de largo plazo ( $R_{i,t}$ ), respectivamente. En cada sub figura se muestra —además— el coeficiente de correlación entre la  $TIPM_t$  y la respectiva tasa de interés bancaria  $R_{i,t}$ .

Figura 1. Evolución de la tasa de referencia de política monetaria y tasas bancarias activas



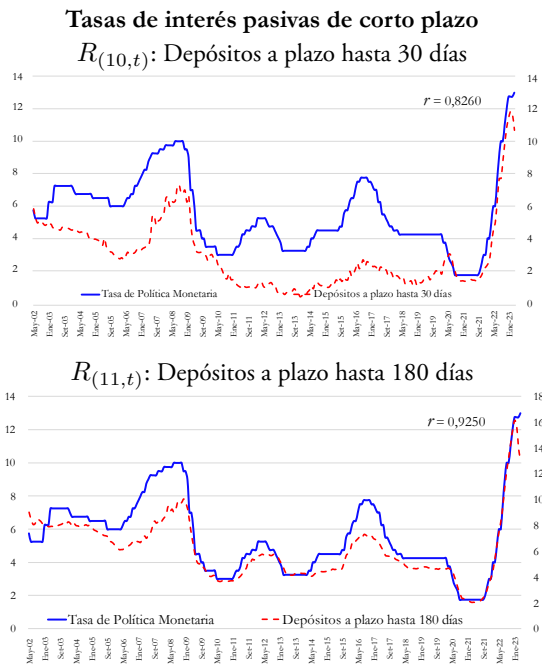


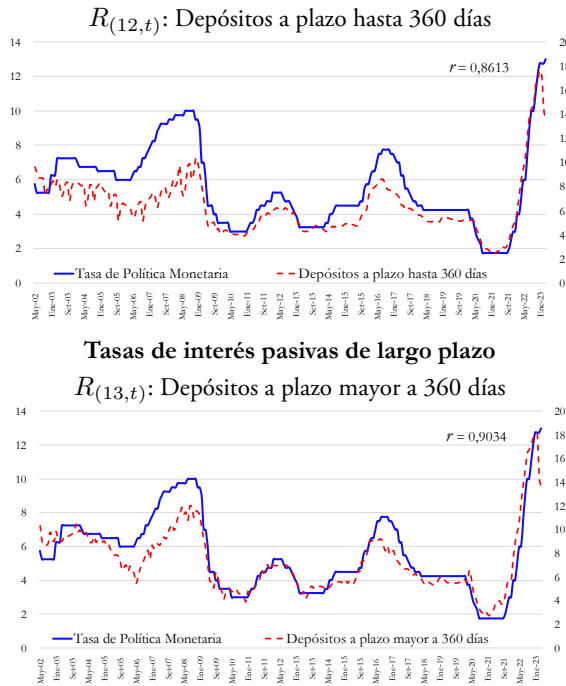




Fuente: elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

Figura 2. Evolución de la tasa de referencia de política monetaria y tasas bancarias pasivas.





*Fuente:* elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

En resumen, este análisis descriptivo de la evolución de las tasas de interés sugiere que la tasa de política monetaria tiene una alta correlación con las tasas activas corporativas seguida de la tasa comercial, tanto de corto como de largo plazo. Sin embargo, esta correlación es menor entre la TIPM y las tasas de consumo, y esto debido a que esta última tasa se puede explicar por factores adicionales a la tasa de referencia del Banco Central, como variables socioeconómicas de los individuos (Vera et al., 2014). Por su parte, las tasas pasivas, tanto de corto como de largo plazo, se encuentran altamente correlacionadas con la TIPM (ver Tabla 2), es decir la tasa de captación de los bancos comerciales está altamente influenciada por las decisiones de la política monetaria.



**Tabla 2. Estadísticas descriptivas**

VARIABLES	Media	Desv. estándar.	Min	Max	Coef. Corr.*
<b>1. Tasas de interés activas</b>					
<b>1.1 Tasa de interés activa de Corto Plazo</b>					
Corporativo hasta 360 días	9,27	2,89	4,31	18,86	0,9704
Comercial hasta 360 días	12,57	3,15	6,42	21,17	0,9065
Consumo hasta 360 días	22,26	3,16	13,31	35,11	0,7216
<b>1.2 Tasa de interés activa de Largo Plazo</b>					
Corporativo entre 360-1095 días	9,92	3,12	3,81	21,04	0,9280
Corporativo mayor a 1096 días	10,14	3,26	3,68	20,69	0,9225
Comercial entre 360-1095 días	13,85	3,76	6,83	22,15	0,8755
Comercial mayor a 1096 días	13,74	3,36	6,40	21,92	0,8821
Consumo entre 360-1095 días	23,37	3,63	16,47	34,85	0,7938
Consumo mayor a 1096 días	20,96	3,84	16,03	34,56	0,8086
<b>2. Tasas de interés pasivas</b>					
<b>2.1 Tasa de interés pasiva de Corto Plazo</b>					
Depósitos a plazo hasta 30 días	2,95	2,15	0,43	11,84	0,8260
Depósitos a plazo hasta 180 días	6,14	2,40	2,05	16,15	0,9250
Depósitos a plazo hasta 360 días	6,45	2,49	2,38	17,65	0,8613
<b>2.2 Tasa de interés pasiva de Largo Plazo</b>					
Depósitos a plazo mayor 360 días	7,38	2,78	2,75	18,13	0,9034
<b>3. Tasa de referencia de Política Monetaria</b>					
Tasa de referencia del BANREP	5,51	2,34	1,75	13	1,0000

*Nota:* Coeficiente de Correlación entre las tasas de interés bancarias ( $R_{i,t}$ ) y la tasa de política monetaria ( $TIPM_t$ ).

*Fuente:* elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

## **B. Análisis econométrico**

### *Prueba de Raíces unitarias*

Cuando se trabaja con data de serie temporal se debe tomar en consideración la estacionariedad y la estacionalidad de las variables para evitar sesgos en los resultados. Mientras que la primera está relacionada tanto a que la media, varianza y covarianza de la variable no dependa del tiempo, la segunda está relacionada a la repetición periódica y predecible de la variable en un periodo

temporal inferior a un año (Lütkepohl, 2006; Tsay, 2010). Existen pruebas de raíces unitarias para series mensuales que toman en cuenta también la estacionalidad, como las pruebas de Canova y Hansen (1995), Taylor (1998) o Smith y Taylor (1999). Sin embargo, este artículo no toma en consideración estas pruebas dado que las tasas de interés, tanto de referencia como las del sistema financiero, no seguirían un proceso determinístico. En otras palabras, las tasas de interés no exhiben un comportamiento de cambio periódico o cíclico sino, más bien, los movimientos de la tasa de interés dependerán de un proceso estocástico el cual el Banco de la República responde ante *shocks* exógenos que afecten a la economía interna.

Siguiendo con el procedimiento de análisis propuesto en la sección anterior, probamos la estacionariedad de nuestras variables. Para ello, utilizamos las pruebas de Phillips-Perron (PP), de Dickey Fuller aumentado (ADF) y de Dickey Fuller aumentado de mínimos cuadrados generalizados (ADF-GLS). En la Tabla 3 se presentan los resultados de las pruebas de raíz unitaria aplicada a las tasas de interés en niveles y en primeras diferencias.

De manera *ad hoc*, la regla para decidir si nuestra variable de interés es no estacionaria es que al menos dos de las tres pruebas presentadas afirmen no estacionariedad. Por ejemplo, para la variable Corporativo hasta 360 días, la prueba ADF afirma que la serie es estacionaria en niveles, pero la prueba del PP y ADF-GLS afirma que no es estacionaria; por lo tanto, se decide que la serie es no estacionaria a niveles. Siguiendo esta regla de decisión, se puede apreciar que utilizando los tres estadísticos: ADF, PP y ADF-GLS las variables son no estacionarias a niveles. Sin embargo, si evaluamos sus primeras diferencias estas se convierten en estacionarias. La evidencia de que las tasas de interés generalmente son procesos no estacionarios está respaldada por los resultados encontrados por Engle y Granger (1987) y Campbell y Shiller (1987) que afirman que las tasas de interés generalmente son procesos no estacionarios en niveles.

Teniendo en cuenta nuestra estacionariedad en primeras diferencias de todas nuestras variables, se procede a estimar la existencia o no de cointegración para determinar si los errores de cada modelo son de orden 0, es decir, para probar si existe cointegración o relación de largo plazo en cada uno de nuestros modelos a estimar.

Tabla 3. Prueba de raíz unitaria para las tasas de interés

Variable	ADF		PP		ADF-GLS		Regla de decis.
	Nivel	1st Dif.	Nivel	1st Dif.	Nivel	1st Dif.	
<b>1. Tasas de interés activas</b>							
<b>1.1 Tasa de interés activa de Corto Plazo</b>							
Corporativo hasta 360 días	-3,41*	-4,32***	-0,32	-10,06***	-1,43	-2,40**	$R_{1,t} \rightarrow I \sim (1)$
Comercial hasta 360 días	-2,45	-4,36***	-1,12	-15,38***	-2,38	-10,92***	$R_{2,t} \rightarrow I \sim (1)$
Consumo hasta 360 días	-1,75	-13,35***	-1,42	-16,98***	-2,01	-3,13**	$R_{3,t} \rightarrow I \sim (1)$
<b>1.2 Tasa de interés activa de Largo Plazo</b>							
Corporativo entre 360-1095 días	-2,08	-18,01***	-1,47	-17,92***	-2,19	-3,07**	$R_{4,t} \rightarrow I \sim (1)$
Corporativo mayor a 1096 días	-2,20	-5,49***	-1,49	-18,23***	-1,73	-6,27***	$R_{5,t} \rightarrow I \sim (1)$
Comercial entre 360-1095 días	-1,38	-10,40***	-1,70	-21,30***	-2,58	-11,84***	$R_{6,t} \rightarrow I \sim (1)$
Comercial mayor a 1096 días	-1,06	-14,98***	-1,90	-21,32***	-2,60*	-5,35***	$R_{7,t} \rightarrow I \sim (1)$
Consumo entre 360-1095 días	-2,46	-5,02***	-0,03	-14,41***	-2,11	-4,90***	$R_{8,t} \rightarrow I \sim (1)$
Consumo mayor a 1096 días	-2,10	-4,64***	0,88	-12,68***	-1,57	-4,98***	$R_{9,t} \rightarrow I \sim (1)$
<b>2. Tasas de interés pasivas</b>							
<b>2.1 Tasa de interés pasiva de Corto Plazo</b>							
Depósitos a plazo hasta 30 días	-2,15	-5,16***	0,82	-11,55***	-1,82	-3,96***	$R_{10,t} \rightarrow I \sim (1)$
Depósitos a plazo hasta 180 días	-3,99**	-4,50***	-0,62	-5,82***	-2,76*	-3,87***	$R_{11,t} \rightarrow I \sim (1)$
Depósitos a plazo hasta 360 días	-2,10	-4,80***	-1,36	-12,56***	-2,13	-9,28***	$R_{12,t} \rightarrow I \sim (1)$
<b>2.2 Tasa de interés pasiva de Largo Plazo</b>							
Depósitos a plazo mayor 360 días	-2,58*	-5,08***	-1,47	-12,68***	-2,46	-3,89***	$R_{13,t} \rightarrow I \sim (1)$
<b>3. Tasa de referencia de Política Monetaria</b>							
Tasa de referencia del BANREP	-0,735	-3,328***	-0,515	-11,16***	-0,60	-3,25**	$TIPM_t \rightarrow I \sim (1)$

Nota: para las pruebas en niveles se utiliza constante y tendencia siempre y cuando sean significativas. Para las pruebas en primera diferencia no se usa constante ni tendencia. El rezago óptimo se establece con el criterio de información de Schwarz (SIC). Valores por debajo del valor crítico de 0,05 rechazan la hipótesis nula de que existe raíz unitaria (no es estacionaria). \*\*\*1 % de significancia, \*\*5 % de significancia, \*10 % de significancia.

Fuente: elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

### *Prueba de cointegración*

Se utiliza la prueba de Engle-Granger y de Johansen para decidir si nuestros modelos presentan una relación de largo plazo. La existencia de cointegración es confirmada para todos nuestros modelos por ambas pruebas, salvo para el caso de la variable Consumo entre 360-1095 días y Depósitos a plazo hasta 30 días, que solo es confirmada por la prueba de cointegración de Johansen (ver Tabla 4). Para estos casos, se prefiere los resultados de la prueba de cointegración de Johansen dado que, según Wee y Tan (1997), Zhou (2001) y Wassell y Saunders (2008), han encontrado que la prueba de Johansen es mucho más robusta respecto a la prueba de Engle-Granger ya que evita el problema de elegir una variable dependiente y detecta el número de vectores de cointegración existente. Por lo tanto, se asume que todas las tasas de interés tienen una relación de largo plazo con la tasa de referencia de política monetaria del BANREP.

### *Resultados econométricos*

El efecto traspaso está asociado al efecto de largo plazo; mientras que el efecto contemporáneo se asocia al efecto inmediato existente ante cambios en la tasa de referencia del Banco Central. Por ejemplo, ante un movimiento de 100 puntos básicos (o 1 %) de la tasa de referencia de política monetaria, la tasa de crédito corporativo aumenta en 1,22 % en el largo plazo; mientras que el efecto inmediato es de 0,51 %; es decir, casi el 42 % del total de su movimiento se da inmediatamente después de que el Banco Central ajuste la tasa de referencia.

La efectividad de la política monetaria realizada por el Banco de la República de Colombia se puede medir a través del tiempo que demora en ajustarse, del corto al largo plazo, las tasas de interés ante cambios en la tasa de referencia de política monetaria. Por lo que, mientras menor sea el tiempo que tome en ajustarse la variable a su valor de largo plazo, más eficiente será la política monetaria. Por ejemplo, ante un cambio en la tasa de política monetaria ( $TIPM_t$ ), la tasa de interés de crédito corporativo de corto plazo ( $R_{1,t}$ ) se ajusta a su valor de largo plazo en un promedio de 6,7 meses; mientras que las de largo plazo  $R_{4,t}$  y  $R_{5,t}$  se ajustan en 10,5 y 13,2 meses, respectivamente.

**Tabla 4. Prueba de cointegración de Engle-Granger y Johansen**

	Engle-Granger			Johansen		
	Test estadístico	1% CV	5% CV	Rango	Estadístico de traza	Valor crítico
<b>1. Tasas de interés activas</b>						
<b>1.1 Tasa de interés activa de Corto Plazo</b>						
Corporativo hasta 360 días	-5,37***	-4,77	-4,21	$r = 0$	26,00	25,32
				$r = 1$	11,15*	12,25
Comercial hasta 360 días	-3,94*	-4,77	-4,21	$r = 0$	18,76	15,41
				$r = 1$	2,40*	3,76
Consumo hasta 360 días	-4,33**	-4,39	-3,81	$r = 0$	18,35	15,41
				$r = 1$	3,63*	3,76
<b>1.2 Tasa de interés activa de Largo Plazo</b>						
Corporativo entre 360-1095 días	-4,60**	-4,77	-4,21	$r = 0$	21,68	12,53
				$r = 1$	1,12*	3,84
Corporativo mayor a 1096 días	-4,98***	-4,77	-4,21	$r = 0$	20,69	12,53
				$r = 1$	0,48*	3,84
Comercial entre 360-1095 días	-4,52**	-4,77	-4,21	$r = 0$	15,83	15,41
				$r = 1$	1,46*	3,76
Comercial mayor a 1096 días	-5,11***	-4,77	-4,21	$r = 0$	22,37	19,96
				$r = 1$	4,38*	9,42
Consumo entre 360-1095 días	-3,14	-4,77	-4,21	$r = 0$	14,68	12,53
				$r = 1$	0,15*	3,84
Consumo mayor a 1096 días	-3,95*	-4,77	-4,21	$r = 0$	17,28	12,53
				$r = 1$	0,22*	3,84
<b>2. Tasas de interés pasivas</b>						
<b>2.1 Tasa de interés pasiva de Corto Plazo</b>						
Depósitos a plazo hasta 30 días	-2,58	-4,77	-4,21	$r = 0$	16,97	15,41
				$r = 1$	3,62*	3,76
Depósitos a plazo hasta 180 días	-4,78***	-4,77	-4,21	$r = 0$	17,15	12,53
				$r = 1$	1,01*	3,84
Depósitos a plazo hasta 360 días	-4,39**	-4,77	-4,21	$r = 0$	31,80	25,32
				$r = 1$	12,07*	12,25
<b>2.2 Tasa de interés pasiva de Largo Plazo</b>						
Depósitos a plazo mayor 360 días	-4,32**	-4,77	-4,21	$r = 0$	15,83	12,53
				$r = 1$	2,04*	3,84

*Nota:* se utiliza el criterio de información de Schwarz (SIC) para seleccionar el rezago óptimo, y este es de 4 para todos los casos. La prueba de cointegración de Engle-Granger se estima con tendencia siempre y cuando esta sea significativa y los asteriscos indican \*\*\*1 % de significancia, \*\*5 % de significancia, \*10 % de significancia. La prueba de cointegración de Johansen utiliza el estadístico de traza. El asterisco al costado del estadístico de traza hace referencia a que se anula la hipótesis nula de no cointegración de rango  $K$ ; es decir, hay al menos  $K$  vectores de cointegración.

*Fuente:* elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

Como se aprecia en la Tabla 5, el efecto de la PM toma más tiempo en ajustarse en las tasas de interés de largo plazo que en las de corto plazo, y esto está respaldado de manera teórica (Ross et al. (2018), y esto se cumple tanto para las tasas de interés activas, corporativas, comerciales y de consumo, y pasivas. La evidencia teórica dada por Astudillo et al. (2021) y Dancourt (2012) respalda que las tasas corporativas son siempre las más rápidas en ajustarse, y nuestros resultados están acorde con el marco teórico ya que las tasas corporativas son las que se ajustan más rápido que las tasas de interés de consumo y comerciales. Un dato para resaltar de nuestra evidencia es que la política monetaria es más efectiva en ajustarse con mayor rapidez a su valor de largo plazo en las tasas pasivas que las tasas activas. Probablemente, esto se deba a la estructura de mercado del sistema financiero colombiano (Carranza et al, 2021; Galindo & Steiner, 2022).

La efectividad también se evalúa a través del impacto inmediato o contemporáneo que tiene la política monetaria en el cambio de cada tasa de interés. Por lo que, un mayor efecto contemporáneo está asociado a una mayor efectividad de la política monetaria. Por ejemplo, el impacto inmediato que tiene la tasa de interés comercial de corto plazo ( $R_{2,t}$ ) es de 33,9%; es decir, ante un cambio de la política monetaria,  $R_{2,t}$  experimenta inmediatamente casi un tercio de su cambio total de largo plazo. De la misma manera, se aprecia que la efectividad contemporánea es mayor para las tasas pasivas que las tasas activas; y dentro de este último es más eficiente en corporativos, lo cual es lo esperado ya que las tasas corporativas son las que reaccionan primero ante un movimiento de la tasa de referencia de la política monetaria.

**Tabla 5.** Efecto traspaso, contemporáneo y velocidad de ajuste

	Efecto traspaso ( $\beta_1$ )	Efecto contem. ( $\theta_0$ )	Velo. de ajuste ( $\alpha$ )	Efecti. temporal (meses)	Efectividad contempo. (%)
<b>1. Tasas de interés activas</b>					
<b>1.1 Tasa de interés activa de Corto Plazo</b>					
Corporativo hasta 360 días ( $R_{1,t}$ )	1,22*** (0,035)	0,51*** (0,053)	-0,11*** (0,027)	6,7	41,9 %
Comercial hasta 360 días ( $R_{2,t}$ )	1,27*** (0,073)	0,43*** (0,090)	-0,07*** (0,022)	12,5	33,9 %
Consumo hasta 360 días ( $R_{3,t}$ )	0,98*** (0,118)	0,43*** (0,216)	-0,09*** (0,032)	5,9	44,3 %
<b>1.2 Tasa de interés activa de Largo Plazo</b>					
Corporativo entre 360-1095 días ( $R_{4,t}$ )	2,77*** (0,132)	1,15*** (0,287)	-0,15*** (0,035)	10,5	41,6 %
Corporativo mayor a 1096 días ( $R_{5,t}$ )	4,79*** (0,234)	2,63*** (0,540)	-0,16*** (0,038)	13,2	54,9 %
Comercial entre 360 - 1095 días ( $R_{6,t}$ )	3,33*** (0,226)	1,72*** (0,313)	-0,07*** (0,025)	22,0	51,6 %
Comercial mayor a 1096 días ( $R_{7,t}$ )	5,40*** (0,306)	1,67** (0,723)	-0,15*** (0,041)	25,6	30,9 %
Consumo entre 360-1095 días ( $R_{8,t}$ )	3,19*** (0,304)	1,16*** (0,280)	-0,07*** (0,017)	28,6	36,3 %
Consumo mayor a 1096 días ( $R_{9,t}$ )	6,11*** (0,587)	3,12*** (0,440)	-0,05*** (0,014)	66,3	51,0 %
<b>2. Tasas de interés pasivas<sup>+</sup></b>					
<b>2.1 Tasa de interés pasiva de Corto Plazo</b>					
Depósitos a plazo hasta 30 días ( $R_{10,t}$ )	0,02*** (0,001)	0,01*** (0,001)	-0,03** (0,014)	0,2	51,5 %
Depósitos a plazo hasta 180 días ( $R_{11,t}$ )	0,17*** (0,008)	0,11*** (0,008)	-0,05*** (0,02)	1,3	62,8 %
Depósitos a plazo hasta 360 días ( $R_{12,t}$ )	0,86*** (0,063)	0,68*** (0,100)	-0,09 (0,027)	2,1	78,7 %
<b>2.2 Tasa de interés pasiva de Largo Plazo</b>					
Depósitos a plazo mayor 360 días ( $R_{13,t}$ )	1,02*** (0,058)	0,67*** (0,097)	-0,09*** (0,027)	4,1	65,9 %

*Nota:* MCE lineal se estima utilizando el método propuesto por Phillips y Hansen (1990) denominado FMOLS (*Fully Modified Ordinary Least Squares*). Los valores estándar se presentan entre paréntesis. \*\*\*1 % de significancia, \*\*5 % de significancia, \*10 % de significancia. <sup>+</sup>Se trabaja con la periodicidad de la tasa equivalente. Se utiliza el Criterio de Información de Schwarz (SIC) para seleccionar el rezago óptimo.

*Fuente:* elaboración propia utilizando los datos de Banrep.

### ***C. Análisis de robustez***

Dado que para los primeros años de nuestra muestra la inflación aún estaba en transición hacia la meta explícita de inflación del Banco de la República, es determinante analizar si nuestros resultados son robustos ante una muestra temporal más acotada. Por lo cual, se presenta en la Tabla 6 las estimaciones de nuestro modelo, pero para el periodo temporal comprendido entre enero de 2005 hasta abril de 2023, periodo en el cual la inflación empezaba a converger al rango meta de inflación.

Como se aprecia en la Tabla 6, nuestros resultados son consistentes en comparación con la muestra completa (mayo 2002 - abril 2023). Sin embargo, se debe resaltar que la efectividad de la política monetaria es mayor, y esto tanto por la efectividad temporal como contemporánea. Es así como, para todas las tasas de interés, la efectividad temporal converge a su equilibrio de largo plazo en una menor cantidad de tiempo (en comparación con la muestra larga). Además, para diez de trece tasas internas la efectividad contemporánea mejoró. Esto nos permite concluir que nuestros resultados son robustos y que, ante un movimiento de la tasa de interés de política monetaria, el sistema financiero adapta sus tasas internas en un menor tiempo y el efecto contemporáneo es más preponderante.



**Tabla 6.** Efecto traspaso, contemporáneo y velocidad de ajuste (enero 2005-abril 2023)

	Efecto traspaso ( $\beta_1$ )	Efecto contemp. ( $\theta_0$ )	Velocidad de ajuste ( $\alpha$ )	Efecti. temporal (meses)	Efecti. contemp. (%)
<b>1. Tasas de interés activas</b>					
<b>1.1 Tasa de interés activa de Corto Plazo</b>					
Corporativo hasta 360 días ( $R_{1,t}$ )	1,22*** (0,035)	0,55*** (0,055)	-0,11*** (0,030)	6,3	45,4 %
Comercial hasta 360 días ( $R_{2,t}$ )	1,21*** (0,044)	0,39*** (0,085)	-0,14*** (0,032)	5,9	32,0 %
Consumo hasta 360 días ( $R_{3,t}$ )	0,92*** (0,109)	0,54** (0,236)	-0,14*** (0,040)	2,6	59,3 %
<b>1.2 Tasa de interés activa de Largo Plazo</b>					
Corporativo entre 360-1095 días ( $R_{4,t}$ )	2,73*** (0,107)	1,28*** (0,276)	-0,19*** (0,045)	7,5	46,9 %
Corporativo mayor a 1096 días ( $R_{5,t}$ )	4,67*** (0,173)	3,03*** (0,513)	-0,19*** (0,051)	8,4	64,9 %
Comercial entre 360-1095 días ( $R_{6,t}$ )	3,12*** (0,136)	1,33*** (0,267)	-0,151*** (0,035)	11,8	42,7 %
Comercial mayor a 1096 días ( $R_{7,t}$ )	4,97*** (0,145)	1,62*** (0,617)	-0,15*** (0,042)	22,2	32,6 %
Consumo entre 360-1095 días ( $R_{8,t}$ )	3,03*** (0,265)	1,15*** (0,307)	-0,08*** (0,023)	22,1	37,9 %
Consumo mayor a 1096 días ( $R_{9,t}$ )	5,70*** (0,463)	3,40*** (0,470)	-0,05** (0,021)	47,4	59,7
<b>2. Tasas de interés pasivas<sup>+</sup></b>					
<b>2.1 Tasa de interés pasiva de Corto Plazo</b>					
Depósitos a plazo hasta 30 días ( $R_{10,t}$ )	0,01*** (0,001)	0,001*** (0,001)	-0,03*** (0,017)	0,0	100 %
Depósitos a plazo hasta 180 días ( $R_{11,t}$ )	0,17*** (0,007)	0,12*** (0,008)	-0,05** (0,008)	1,0	69,1 %
Depósitos a plazo hasta 360 días ( $R_{12,t}$ )	0,85*** (0,064)	0,53*** (0,104)	-0,11** (0,027)	2,9	62,1 %
<b>2.2 Tasa de interés pasiva de Largo Plazo</b>					
Depósitos a plazo mayor 360 días ( $R_{13,t}$ )	1,00*** (0,055)	0,69*** (0,104)	-0,10*** (0,031)	3,0	68,9 %

Nota: MCE lineal se estima utilizando el método propuesto por Phillips y Hansen (1990) denominado FMOLS (*Fully Modified Ordinary Least Squares*). Los valores estándar se presentan entre paréntesis. \*\*\*1 % de significancia, \*\*5 % de significancia, \*10 % de significancia. <sup>+</sup>Se trabaja con la periodicidad de la tasa equivalente. Se utiliza el Criterio de Información de Schwarz (SIC) para seleccionar el rezago óptimo.

Fuente: Elaboración propia utilizando los datos del BANREP.

## Conclusiones y limitaciones

Los resultados sugieren que el efecto traspaso es mayor en las tasas de interés activas que pasivas, salvo para el caso de depósitos a plazo mayor a 360 días. Estos resultados están respaldados por la evidencia anteriormente encontrada por autores como Galindo y Steiner (2020) y Carranza et al. (2021), quienes encuentran que la velocidad de transmisión de la tasa de política monetaria a la tasa de créditos del sistema financiero ha sido más rápida en la tasa de depósitos y de créditos corporativos que en otras tasas del sistema financiero. Además, el efecto traspaso en las tasas activas es superior a uno, con lo cual el efecto de mover la tasa de referencia tiene un efecto en el largo plazo aún más grande que el movimiento inicial. Esto trae consigo implicancias importantes para la efectividad de la temporalidad de la política monetaria. Donde el efecto de un movimiento de la tasa de política monetaria es elástico en el corto plazo ( $\theta_0 < 1$ ) e inelástico en el largo plazo ( $\beta_1 > 1$ ), por lo cual las tasas internas reaccionan ante la política monetaria paulatinamente en las tasas activas. Esto también se ve respaldado por la evidencia previamente encontrada por Vargas et al. (2010) para el *spread* de tasas de créditos hipotecarios.

Por su parte, la efectividad temporal indica que las tasas pasivas se ajustan más rápido ante movimientos de la tasa de referencia, mientras que en las tasas activas de corto plazo se ajusta más rápido la tasa corporativa, seguido de la tasa de consumo y comercial; y en las tasas activas de largo plazo se ajusta más rápido la tasa corporativa, seguido de la tasa comercial y consumo. La efectividad contemporánea también indica que son las tasas pasivas las que han tenido un mejor desempeño en el efecto traspaso, y dentro de las tasas activas, son las tasas corporativas, de corto y largo plazo las que tienen un impacto inmediato mayor que el resto de las tasas activas. Por lo tanto, podemos concluir que la herramienta principal del Banco de la República, la tasa de referencia de política monetaria puede afectar a la demanda agregada a través del canal de transmisión del sistema financiero colombiano.

Por último, aunque los resultados obtenidos están respaldados por la evidencia empírica revisada, nuestros resultados provienen de un análisis ad hoc

para la economía colombiana. Con lo cual es importante resaltar que, la evidencia teórica y empírica, como la citada en Betancourt et al. (2008), encuentra que otras variables macroeconómicas son también importantes para explicar la efectividad que tiene la política monetaria en las tasas internas del sistema financiero.

### **Declaración de ética**

El autor principal agradece a la Dirección de Investigación de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (DI-UPC) por promover el desarrollo de una consistente cultura de la investigación, el cual participa de manera activa promoviendo la investigación desde las ciencias económicas.

Por otro lado, todos los autores, agradecemos los comentarios de los dos evaluadores y de los editores de la revista por la oportunidad brindada para publicar este artículo. Las opiniones, ideas y conclusiones expresadas en este artículo son de nuestra absoluta responsabilidad y no representan a las instituciones donde los autores laboran.

Finalmente, cabe resaltar que el trabajo en cuestión no requirió de un comité de ética puesto que no realizó trabajos con grupos de personas o individuos para su realización.

### **Referencias**

- Andújar, J. (2012). Efecto traspaso de tasas de interés: análisis econométrico de los efectos de las decisiones de política monetaria en República Dominicana. *Revista Finanzas y Política Económica*, 4(2), 83-101. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v4.n2.2012.463>
- Astudillo, A., Arriagada, F., Astudillo, F., & Jabreger, F. (2021). Rezago y magnitud del traspaso de la tasa de interés de política monetaria a las tasas de interés de mercado. *Trilogía*, 36(47), 12-32. <https://trilogia.utem.cl/?p=876>
- Banco de la República. (2002, 9 de julio). *Informe sobre Inflación. Marzo 2002*. <https://www.banrep.gov.co/es/informe-sobre-inflacion-marzo-2002>

- Banco de la República. (2023, 2 de agosto). *Informe de Política Monetaria. Julio 2023*. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/julio-2023>
- Banerjee, A., Dolado, J., Galbraith, J., & Hendry, D. (1993). *Cointegration, Error Correction and the Econometric Analysis of Non-Stationary Data*. Oxford University Press.
- Bardsen, G. (1989). Estimation of Long Run Coefficients in Error Correction Models. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 51(2). <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1989.mp51003008.x>
- Barquero, J., & Mora, D. (2015). El efecto traspaso de la tasa de interés de los instrumentos del Banco Central en Costa Rica hacia las tasas de interés del sistema financiero. *Revista de Ciencias Económicas*, 33(1), 37-61. <http://dx.doi.org/10.15517/rce.v33i1.19966>
- Betancourt, R., Rodríguez, N., & Vargas, H. (2008). Interest Rate Pass-Through in Colombia: A Micro-Banking Perspective. *Cuadernos de Economía*, 45(131), 29-58. <https://www.jstor.org/stable/41951853>
- Borio, C., & Fritz, W. (1995). The Response of Short-Term Bank Lending Rates to Policy Rates: A Cross-Country Perspective [BIS working paper No. 27]. <https://www.bis.org/publ/work27.htm>
- Campbell, J., & Shiller, R. (1987). Cointegration and Tests of Present Value Models. *Journal of Political Economy*, 95(5), 1062-1088. <https://www.jstor.org/stable/1833129>
- Canova, F., & Hansen, B. (1995) Are Seasonal Patterns Constant over Time? A test for Seasonal Stability. *Journal of Business and Economics Statistics*, 13(3), 237-252. <https://doi.org/10.2307/1392184>
- Carranza, I., Cristiano, D., González, E., & Huertas, C. (2021). La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC). *Informe de Política Monetaria*, 46-52. <https://repositorio.banrep.gov.co/bits/tream/handle/20.500.12134/10012/informe-politica-monetaria-abril-2021-recuadro1.pdf?sequence=6&isAllowed=y>

- Chavarro-Sánchez, X., Cristiano-Botia, D., Gomez-Gonzalez, J., González-Molano, E., & Huertas-Campos, C. (2015). Evaluación de la transmisión de la tasa de referencia a las tasas de interés del sistema financiero. *Borradores de Economía*. 874. <https://www.banrep.gov.co/es/borrador-874>
- Cottarelli, C., & Kourelis, A. (1994). Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy. *IMF Staff Paper* 41(4). 587-623. <https://doi.org/10.2307/3867521>
- Dancourt, O. (2012). *Crédito bancario, tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú* [documentos de trabajo No. 342]. Departamento Académico de Economía. Pontificia Universidad Católica del Perú. <https://departamento.pucp.edu.pe/economia/documento/credito-bancario-tasa-de-interes-de-politica-y-tasa-de-encaje-en-el-peru/>
- Elliot, G., Rothenberg, T., & Stock, J. (1996). Efficient Tests for an Autoregressive Unit Root. *Econometrica*, 64(4), 813-836. <https://doi.org/10.2307/2171846>
- Engle, R., & Granger, C. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276. <https://doi.org/10.2307/1913236>
- Engle, R., & Granger, C. (1991). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2), 231-54. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(88\)90041-3](https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90041-3)
- Espinosa, M., & Rebucci, A. (2003). Retail Bank Interest Rate Pass-Through: Is Chile Atypical? [IMF Working Papers No. 112]. <https://doi.org/10.5089/9781451853629.001>
- Galindo, A., & Steiner, R. (2022). Asymmetric interest rate transmission in an inflation targeting framework: The case of Colombia. *Latin American Journal of Central Banking*. 3(3). 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.latab.2022.100069>
- Hendry, D. (1995). *Dynamic Econometrics*. Oxford University Press.

- Huertas, C., Jalil, M., Olarte, S., & Romero, J. (2005). Algunas consideraciones sobre el canal de crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia. *Borradores de Economía*, 932. <https://publicaciones.banrep.cultural.org/index.php/banrep/article/view/9775/10166>
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(88\)90041-3](https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90041-3)
- Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica* 59(6), 1551-1580. <https://doi.org/10.2307/2938278>
- Julio, J. (2001). Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas de mercado: una exploración empírica. *Borradores de Economía*, 188. <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra188.pdf>
- Juselius, K. (2006). *The Cointegrated VAR model: Methodology and Applications*. Oxford University Press.
- Lahura, E. (2017). El efecto traspaso de la tasa de interés de política monetaria en Perú: Evidencia reciente. *Revista de Estudios Económicos*, 33, 9-27. <https://econpapers.repec.org/article/rbpesteco/ree-33-01.htm>
- Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46. [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(76\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(76)80003-6)
- Lütkepohl, H. (2006). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*. Segunda edición. Springer.
- Moazzami, B. (1999). Lending Rate Stickiness and Monetary Transmission Mechanism: The case of Canada and the United States. *Applied Financial Economics*, 9(6), 533-538. <https://doi.org/10.1080/096031099331989>
- Montoya, M. (2023). Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia de la Teoría Monetaria Moderna en Colombia (2007-2018). *Lecturas*

Sánchez Dávila, E., Muñoz Henríquez, E. y Gálvez Gamboa, F.: Impacto de la tasa de...

*de Economía*, 98(1), 97-129. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n98a347832>

Phillips, P., & Hansen, B. (1990). Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with  $I(1)$  Processes. *Review of Economic Studies*, 57(1), 99-125. <https://doi.org/10.2307/2297545>

Rhenals, R., & Saldarriaga, J. (2008). Una regla óptima para Colombia, 1991-2006. *Lecturas de Economía*. 69, 9-39. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n69a731>

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2018). *Finanzas Corporativas*. Décimo primera edición. McGraw-Hill.

Smith, R., & Taylor, R. (1999). Likelihood Ratio Tests for Seasonal Unit Roots. *Journal of Time Series Analysis* 20(4), 453-476. <https://doi.org/10.1111/1467-9892.00149>

Taylor, R. (1998). Testing for Unit Roots in Monthly Time Series. *Journal of Time Series Analysis*, 19(3), 349-368. <https://doi.org/10.1111/1467-9892.00096>

Tsay, R. (2010). *Analysis of financial time series*. Tercera edición. Wiley.

Vargas, H., Hamann, F., & González, A. (2010). Efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia. *Borradores de Economía*. 592. <https://www.banrep.gov.co/es/borrador-592>

Vera, M., Barreto, M., & Romero, L. (2015). Determinantes de la demanda de crédito de consumo en Colombia, 2010-2014. *Revista Pre-til*, 33, 55-76. <http://repository.unipiloto.edu.co/handle/20.500.12277/8023>

Wassell, C., & Saunders, P. (2008). *Time Series Evidence on Social Security and Private Savings: The issue Revisited* [working paper]. <https://www.semanticscholar.org/paper/TIME-SERIES-EVIDENCE-ON-SOCIAL-SECURITY-AND-PRIVATE-Saunders/f83af410a13139f7007e681ee816e6125ac478c8>

- Wee, C., & Tan, R. (1997). Performance of Johansen's Cointegration Test. *East Asian Economic Issues*, 3(3), 402-414. [https://doi.org/10.1142/9789812819376\\_0029](https://doi.org/10.1142/9789812819376_0029)
- Zhou, S. (2001). The Power of Cointegration Test versus Data Frequency and Time Spans. *Southern Economic Journal*, 67(4), 906-921. <https://doi.org/10.2307/1061577>



# **Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023**

---

**Carlos Caballero-Argáez y Pilar Esguerra-Umaña**

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, número especial 2023



Carlos Caballero-Argáez y Pilar Esguerra-Umaña

### **Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023**

**Resumen:** *El presente artículo analiza los regímenes cambiarios en Colombia entre 1923 y 2023. En él, se destacan los períodos clave de inestabilidad monetaria e intervenciones políticas. Asimismo, identifica los retos que han implicado dichos regímenes y traza su evolución, haciendo hincapié en el cambio hacia un sistema cambiario flexible y en los debates en torno a la necesidad de intervenciones en el mercado.*

**Palabras clave:** *régimen cambiario, política cambiaria, coyuntura.*

**Clasificación JEL:** E58, N16.

### **One Hundred Years of Exchange Rate Regimes in Colombia: 1923-2023**

**Abstract:** *This paper analyzes the exchange rate regimes in Colombia between 1923 and 2023. It highlights key periods of monetary instability and policy interventions. It also identifies the challenges that these regimes have implied and traces their evolution, emphasizing the shift towards a flexible exchange rate system and the debates surrounding the need for market interventions.*

**Keywords:** *exchange rate regime, exchange rate policy, conjuncture.*

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a357121>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

## **Cent ans de régimes de change en Colombie: 1923-2023**

**Résumé:** *Cet article analyse les régimes de change en Colombie entre 1923 et 2023. Il met en évidence les périodes clés d'instabilité monétaire et d'interventions politiques. Il identifie également les défis que ces régimes ont posés et retrace leur évolution, en mettant l'accent sur le passage à un système de taux de change flexible et sur les débats entourant la nécessité d'interventions sur le marché.*


**Mots clés:** *régime de change, politique de change, conjoncture.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Caballero-Argáez, C., & Esguerra-Umaña, P. (2023). Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023. *Lecturas de Economía*, 100, 169-204.

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a357121>

# Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023

Carlos Caballero Argáez <sup>a</sup> y Pilar Esguerra Umaña<sup>b</sup>

–Introducción. –I. El patrón oro: 1923-1929. –II. La recuperación y el régimen cambiario semilibre: 1933-1939. –III. La Segunda Guerra Mundial: 1940-1945. –IV. La posguerra y la bonanza del café: 1946-1954. –V. La destorcida cafetera y la inestabilidad cambiaria: 1955-1967. –VI. El sistema de minidevaluaciones: 1967-1991. –VII. El mercado libre, las bandas y la libre flotación cambiaria: 1991-2023. –Declaración de ética. –Referencias.

*Primera versión recibida el 19 de julio de 2023; versión final aceptada el 4 de febrero de 2024*

## Introducción

El papel de la tasa de cambio como el instrumento de enlace de una economía con el mundo exterior evolucionó conceptualmente a lo largo de los últimos cien años en el mundo. Los acontecimientos económicos y políticos a nivel global durante el Siglo XX y el presente siglo condujeron que las teorías de la tasa de cambio se fueran ajustando a ellos lo cual influyó sobre las visiones y el pensamiento de los economistas. De hecho, hay quienes consideran que el caso de la tasa de cambio es indicado para estudiar “si las ideas influyen los eventos o los eventos influyen las ideas” (Krueger, 1983, p. 1).

En este artículo se describen y analizan los distintos regímenes cambiarios y las variantes que estuvieron vigentes en Colombia en los últimos cien años. Una conclusión es que la mayoría de las modalidades conocidas para el manejo de la tasa de cambio —si no todas— fueron utilizadas en el país en alguna de las coyunturas de la historia de la economía. Todo inició con el Patrón Oro, que fue abandonado durante la Gran Depresión para dar paso a un régimen controlado. Tras la Segunda Guerra Mundial, en especial en la fase de precios bajos del café tras la bonanza de 1954 a 1957, se registró inestabilidad en el

<sup>a</sup> Carlos Caballero Argáez: profesor de la Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. Dirección electrónica: ccaballero@uniandes.edu.co <https://orcid.org/0000-0001-7272-8752>

<sup>b</sup> Investigadora del Banco de la República, Dirección de Comunicaciones y Educación Económica, Bogotá, Colombia.

manejo cambiario, con una gran dificultad para estabilizar la economía, por la interacción entre las medidas cambiarias y los ajustes monetarios y fiscales. Cuando se procedió sin acudir a estas políticas complementarias de estabilización no se tuvo éxito e, inevitablemente, en corto tiempo se desembocaba en devaluaciones abruptas del peso.

La adopción del Estatuto Cambiario en 1967 con un esquema incluso más controlado que en el pasado, pero con mayor flexibilidad de movimiento de la tasa, denominado con el tiempo como el de las *minidevaluaciones*, contribuyó sustancialmente a la estabilidad cambiaria. Sin embargo, aun así, los instrumentos a disposición de las autoridades eran limitados, lo mismo que las posibilidades para implantar políticas contracíclicas cuando la economía enfrentaba choques externos de una u otra índole, negativos o positivos. Esta posibilidad solamente se abrió cuando, después de la transición entre 1991 y 1999, el país optó en este último año por un sistema cambiario de mayor flexibilidad, que también en el tiempo hizo tránsito hacia la libre flotación, que es el vigente en 2023. Esto, después de haber pasado en los años de 1990 por regímenes de mercado, pero más intervencionistas, como la banda cambiaria. Esta evolución de los regímenes cambiarios pudo concretarse tras asimilar las múltiples lecciones de los aciertos y los errores de las décadas anteriores.

La historia de la política de tasa de cambio en Colombia a partir de la fundación del Banco de la República responde claramente al planteamiento anterior. Podemos dividirlo en ocho períodos:

- El primero, entre 1923 y 1931, cuando el profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la misión que lleva su nombre y asesoró al gobierno colombiano en ese primer año en la creación del Banco, era un defensor de las bondades del régimen del *patrón oro*.
- El segundo período corresponde a la adopción ya de un tipo de cambio controlado que convivió con otro semilibre que caracterizaría al régimen cambiario vigente en la década de 1930, entre 1931 y 1939, de tasas múltiples.
- Este mismo régimen múltiple se mantendría en el tercer período durante la Segunda Guerra Mundial, pero que funcionaría con gran estabilidad por el superávit cambiario que registró el país durante la guerra.

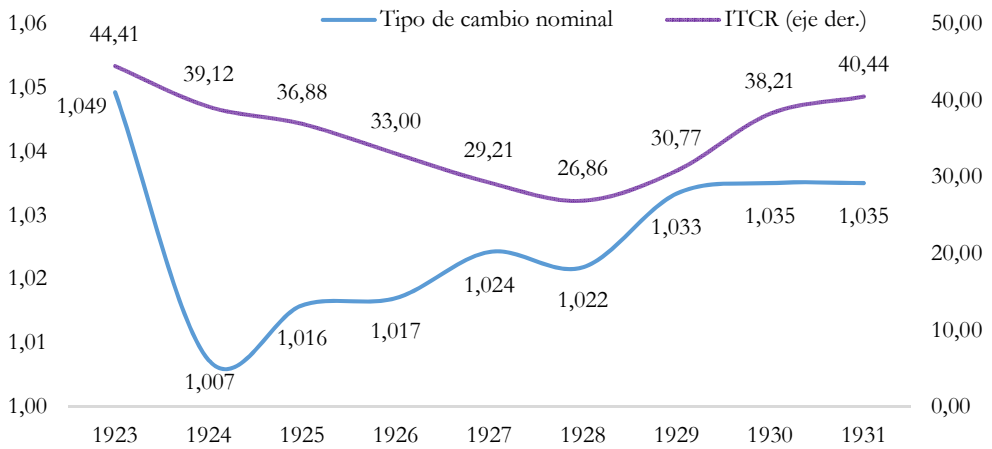
- Ya terminada la conflagración, las presiones cambiarias regresarían y comenzaría una etapa de inestabilidad cambiaria entre 1946 y 1951 en lo que puede caracterizarse como un cuarto período del manejo cambiario. Las presiones cederían con el incremento del precio del café entre 1951 y 1954 aunque no por ello pudo evitarse la devaluación adicional de la moneda.
- Entre 1954 y 1967, el quinto período, la situación se caracterizaría por ser el de mayor inestabilidad cambiaria, con múltiples devaluaciones y tipos de cambio diferenciales. En general, la situación económica y política del país fue inestable a pesar de que en estos años se reactivaría el crédito externo proveniente principalmente de fuentes multilaterales.
- Con la adopción del régimen cambiario del Decreto 444 de 1967 empieza el sexto período cuando regresaría la estabilidad, pero no por la adopción de este régimen se evitarían los impactos económicos desfavorables de varios choques externos positivos y negativos hasta 1991 cuando se eliminó.
- El séptimo y último período es el que se caracteriza por la adopción paulatina entre 1991 y hoy en día de un régimen de tipo de cambio flotante, que muchos beneficios han traído al manejo macroeconómico del país. Comienza con la liberalización del mercado cambiario, pero con fuerte intervención del Banco utilizando los certificados de cambio, luego sigue con la adopción de la banda cambiaria que funcionó entre 1994 y 1999. Finalmente, la libre flotación se impondría a partir de ese último año hasta el día de hoy con la adopción del régimen de inflación objetivo.

### **I. El patrón oro 1923-1929**

Como se sabe, bajo el patrón oro se fijaba el contenido del metal de la unidad monetaria y de la paridad cambiaria como la relación entre el peso oro y el dólar. Esta tasa era por definición estable y era la que supuestamente mantenía el equilibrio de la balanza de pagos (Figura 1). En caso de que ese equilibrio se alterara, automáticamente se ajustaba el circulante, produciendo una contracción o expansión del producto, hasta alcanzar un nuevo equilibrio cambiario. El patrón oro se consideraba indispensable, además, en una

coyuntura internacional en la cual los países desarrollados intentaban regresar a ese sistema cambiario para reencontrar la estabilidad perdida durante la Primera Guerra Mundial. El Banco de la República adoptó en su ley orgánica el patrón oro, y el contenido de oro de la moneda se fijó el que había estado vigente desde 1912. El Banco, así “fue uno de los primeros en marcar el auge de adhesión internacional al régimen monetario” (Avella, 2016, p. 73).

**Figura 1. Evolución de la tasa de cambio 1923-1931**



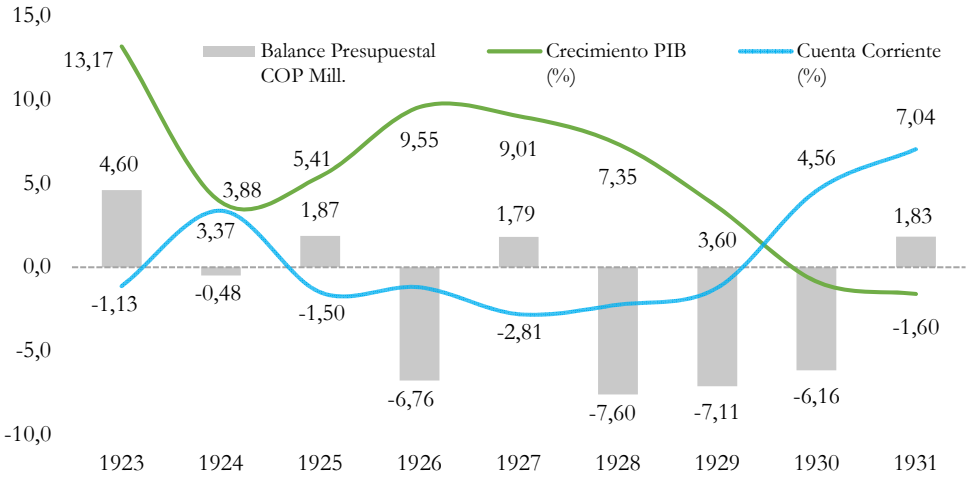
Fuente: elaboración propia..

Como se aprecia en la Figura 1, si bien la tasa nominal se mantuvo muy estable hasta 1931, la tasa real de cambio sí registró variaciones, revaluándose continuamente entre 1923 y 1928, para luego devaluarse entre 1929 y 1931 por el incremento de los precios internos. En el primer período, la economía creció vigorosamente con un aumento de la inflación mientras que en el segundo producto de la Gran Depresión y el cierre del crédito externo la economía decreció y experimentó incluso el fenómeno de la deflación.

Entre 1923 y 1928 la economía colombiana vivió un período de auge con gran estabilidad macroeconómica, derivada del amplio acceso que tuvo al financiamiento externo, no solo a nivel del Gobierno nacional sino de los departamentos y municipios, del ingreso de la indemnización de Estados Unidos por la pérdida de Panamá y por el buen desempeño de los precios del café

en los mercados internacionales. Este financiamiento se vio reflejado en la posibilidad de mantener déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos durante todos estos años (Figura 2).

**Figura 2. Crecimiento del PIB y cuenta corriente 1923-1931**



Fuente: elaboración propia..

La Gran Depresión, desatada en el mundo tras el colapso en 1929 de la Bolsa de Nueva York, trajo consigo una enorme inestabilidad económica caracterizada por los flujos de oro hacia Estados Unidos, las devaluaciones competitivas de los países, el cierre de las economías mediante la imposición de altas tarifas arancelarias y, consecuentemente, la reducción del volumen y el valor del comercio internacional.

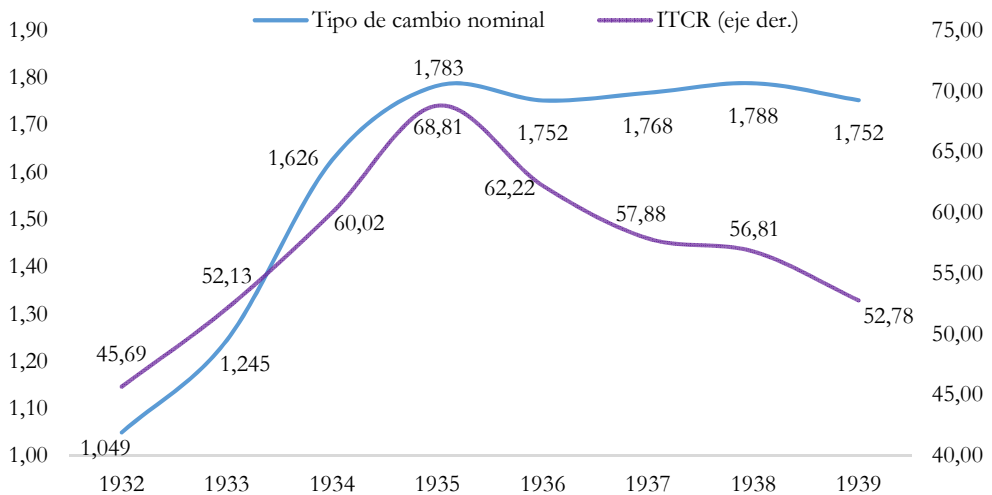
El 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña suspendió la operación del patrón oro. A la semana siguiente, Colombia procedió en igual sentido y en su lugar estableció un régimen de controles cambiarios. La tasa de cambio se mantuvo sin alteraciones por unas semanas y se exigió a los bancos depositar sus exigencias de oro en el Banco de la República. En enero de 1932 se ajustó el tipo de venta del dólar a COP 1,05, tasa que subsistió hasta febrero de 1933 cuando se devaluó el peso a 1,16 por dólar y se puso fin al que se denominó *régimen de patrón oro controlado*, que había estado vigente desde septiembre de 1931 (Figura 1).



## II. La recuperación y el régimen cambiario semilibre: 1933-1939

Comenzó entonces el segundo período comprendido entre 1933 y 1939, en el cual, bajo diferentes modalidades, variantes y ensayos, el régimen de una tasa de cambio semilibre —parte fija, parte fluctuante y, en algunos momentos, libre con controles cambiarios— habría de mantenerse no sin alteraciones (Figura 3). Las autoridades colombianas hicieron gala de creatividad y pragmatismo para acomodarlo a las cambiantes condiciones de una economía cuyo sector externo dependió fundamentalmente del comportamiento de los precios internacionales del café y un acceso limitado al financiamiento externo por haber decretado la moratoria de la deuda externa.

**Figura 3. Tipo de cambio, 1932-1939**



Fuente: elaboración propia.

Por ejemplo, en 1933 se estableció que un 85 % de las transacciones de divisas se realizarían en el mercado libremente y el 15 % se venderían al Banco de la República a una tasa fija; en 1934 no solamente se introdujo el concepto de *posición propia* de los bancos comerciales, sino que se dispuso que contra el 85 % de las divisas recibidas se entregarían certificados de depósito que podrían utilizarse para efectuar pagos al exterior o venderse en el mercado

abierto. Estos títulos serían los precursores de muy famosos certificados de cambio utilizados una y otra vez como instrumento, particularmente en 1977 para facilitar el manejo monetario cuando el país registró una elevación extraordinaria de precios internacionales del café.

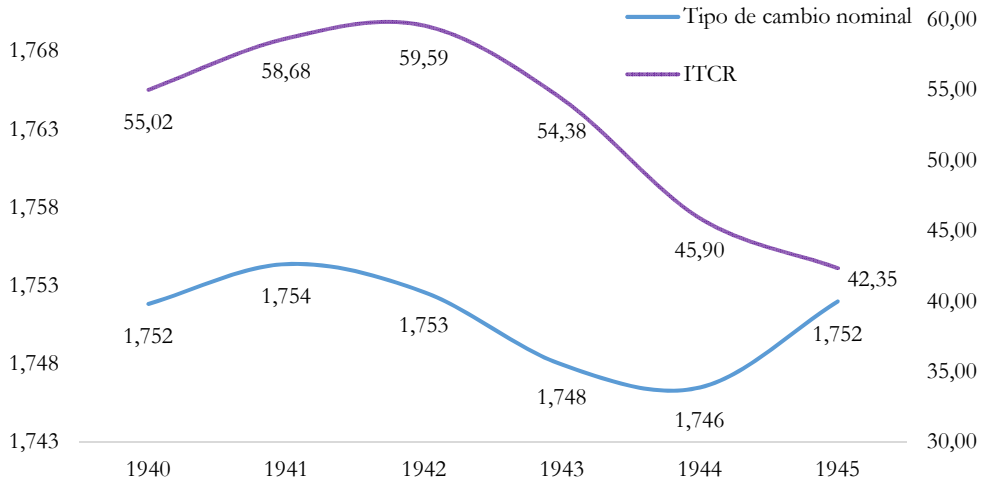
### **III. La Segunda Guerra Mundial: 1940-1945**

Luego vendría el tercer período, de 1939 a 1945, en medio de la Segunda Guerra Mundial. En este período predominaron las tasas múltiples pero la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable (Figura 4). En este lapso se paralizó el comercio mundial, pero Colombia obtuvo en todos estos años un superávit cambiario y acumuló reservas internacionales, tal como se observa en las figuras 5 y 6. Esto fue posible gracias a que las exportaciones de café pudieron mantenerse en niveles altos como consecuencia de la firma de un acuerdo comercial con EE. UU. Y un convenio panamericano del café que aseguró la venta del grano a Norteamérica. Esto implicó que Estados Unidos se convirtiera en el principal mercado del grano y que Europa perdiera la participación como destino cuando tradicionalmente era el principal mercado para el grano colombiano. La holgada situación externa permitió que la tasa de cambio nominal se mantuviera estable alrededor de 1,75 por dólar durante los años 1940 a 1945, como se observa en la Figura 4. Así mismo, aunque a tasas muy variables, la economía creció durante la guerra y, como ya se dijo, se generó un superávit externo (Figura 5).

### **IV. La posguerra y la bonanza del café: 1946-1954**

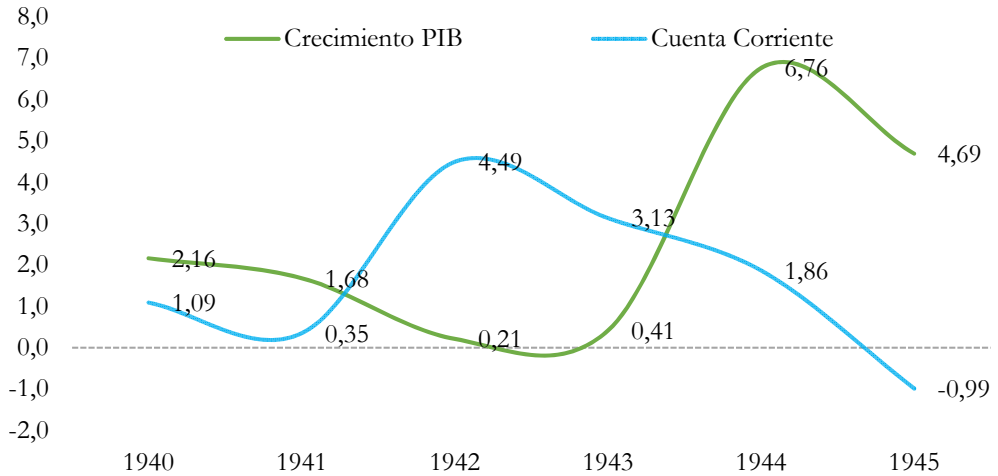
Finalizada esta guerra, el país se había comprometido ya con su participación en los acuerdos que buscaban restablecer el sistema monetario a nivel internacional. Colombia mantuvo una relación cercana con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su fundación. El país participó en la reunión de Bretton Woods en 1944, representado por una delegación que presidió el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo. En cumplimiento de los acuerdos alcanzados en dicha reunión, Colombia informó al Fondo en 1945 que la tasa de cambio de paridad para su economía era de COP 1,75 por dólar, una tasa de que había mantenido bastante estable desde antes de la Segunda

**Figura 4. Tasas de cambio 1940-1945**

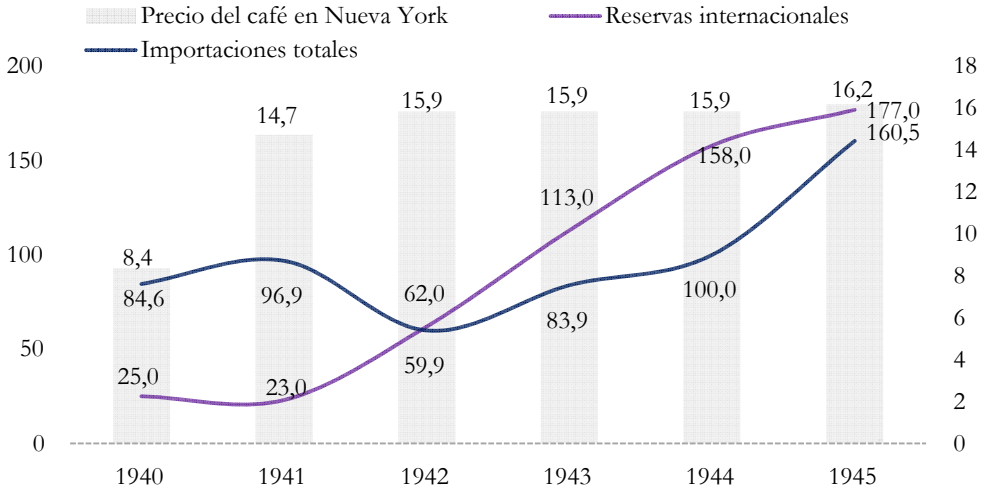


Fuente: elaboración propia.

**Figura 5. Crecimiento del PIB y Cuenta corriente 1940-1945**



Fuente: elaboración propia.

**Figura 6. Reservas internacionales e importaciones totales 1940-1945**

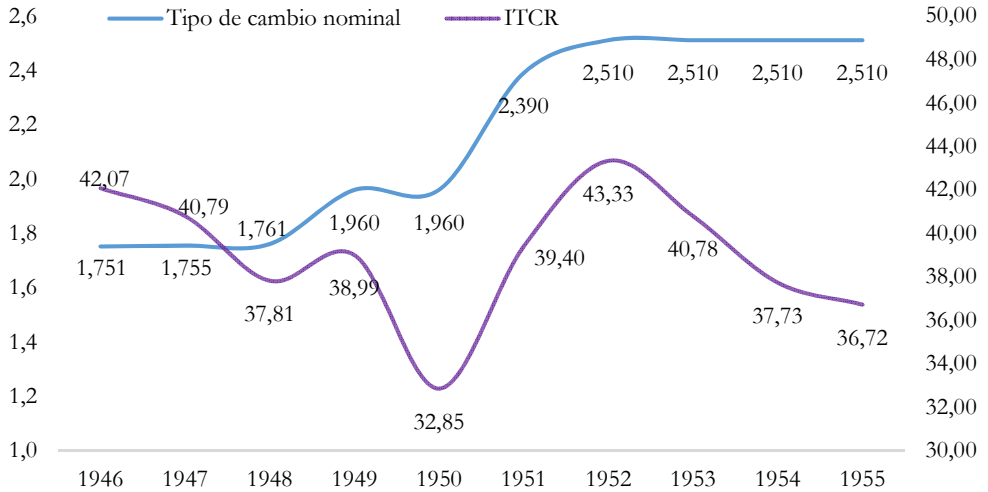
Fuente: elaboración propia.

Guerra Mundial y con la cual —erróneamente— se consideraba se obtendría el equilibrio de la balanza de pagos del país (Figura 7)<sup>1</sup>.

Después del abandono del patrón oro y la Segunda Guerra Mundial, las teorías de la tasa de cambio en el mundo habían cambiado sustancialmente. La que predominaba en ese momento y que sirvió de base a los acuerdos de Bretton Woods era que la tasa de cambio de un país debía ser, precisamente, aquella paridad que lograra el equilibrio de las cuentas externas por un período prolongado de tiempo. Al menos mientras no sucedieran eventos externos o internos de gran importancia de afectar el devenir económico del país. La estabilidad de los tipos de cambio de los países resultaba fundamental para cimentar la recuperación económica mundial después del conflicto bélico y todos los sucesos anteriores a él que habían destruido al intercambio comercial entre países.

<sup>1</sup> Otros 36 países también notificaron al Fondo una tasa de paridad y la mayoría de ellos tuvieron que devaluar en los siguientes cinco años de haberlo hecho.

**Figura 7. Tasas de cambio 1946-1955**



Fuente: elaboración propia.

Por ello el FMI adoptó en sus comienzos la doctrina de que las tasas de cambio deberían ser fijas, aunque podrían ajustarse cuando la economía enfrentara un *desequilibrio fundamental*, caracterizado por un déficit considerable y persistente de su balanza de pagos. Esto, en teoría, debía ser poco frecuente. En los programas de los países con el Fondo se contemplaba la existencia de ese desequilibrio y, para su corrección, se recomendaban una serie de medidas de política económica junto con la aprobación de préstamos de balanza de pagos por parte de la entidad, para que los países estuvieran en capacidad de mantener el nivel de su comercio exterior. Sin embargo, como ya se dijo, se preveía que tales situaciones serían extraordinarias y, por lo tanto, que los préstamos necesarios no se solicitarían tan frecuentemente.

Pero ello no ocurrió así. En el cuarto período de manejo cambiario, de 1945 a 1951, una vez terminada la guerra, en Colombia como en muchos otros países, pronto volverían a aparecer los grandes y difícilmente manejables desequilibrios externos en la que amenazaban la recuperación de las economías por no poder atender la demanda de importaciones. La verdad es que una vez pasado el conflicto bélico se reproduciría el patrón de comercio de antes de

la guerra según el cual convivían unos pocos países superavitarios y el resto muy deficitarios en el comercio mundial.

Como consecuencia de la dificultad para atender sus necesidades de importación, desde 1948 Colombia comenzó una carrera por conseguir recursos externos para financiarlas y evitar una devaluación de la paridad reportada al Fondo. Se acudió a varias fuentes y comenzó a recibir misiones de estudio de las recién creadas entidades multilaterales como FMI y el Banco Mundial. Con el primero, buscó su asesoría con el propósito de obtener apoyo financiero para superar sus permanentes déficits externos, si bien la relación no resultó sino hasta la década siguiente en créditos de balanza de pagos para el país. El FMI buscaba que se resolvieran primero aspectos estructurales de la economía y que, si no se resolvían, los recursos no servirían verdaderamente. Las autoridades nacionales, muy acostumbradas a reaccionar a los problemas sobre la marcha, no tenían esa misma perspectiva. Por ello, en varios momentos ni siquiera comprendieron ni adoptaron las recomendaciones del organismo. El Fondo siempre recomendó, por ejemplo, que Colombia eliminara las tasas de cambio múltiples que hacían muy complejo el manejo de la política económica, propósito que solamente se logró en 1968<sup>2</sup>.

Fue evidente, además, en los análisis de este organismo, que había necesidad de convencer a las autoridades de nuestro país que el manejo de la tasa de cambio dependía de la política fiscal y de la política monetaria, y que, mientras no se lograra la estabilidad en estos frentes era imposible evitar las devaluaciones abruptas. Esto naturalmente implicaba que el Banco de la República dejara de financiar al Gobierno nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros, como condición *sine qua non* para evitar las crisis cambiarias y las correspondientes devaluaciones del peso.

Las autoridades económicas colombianas no compartían enteramente esas visiones. En varias ocasiones, como ya se dijo, respondieron al FMI que no podían desmontar el sistema de tasas de cambio múltiples. Tampoco veían la forma de dejar de financiar las actividades económicas, principalmente el

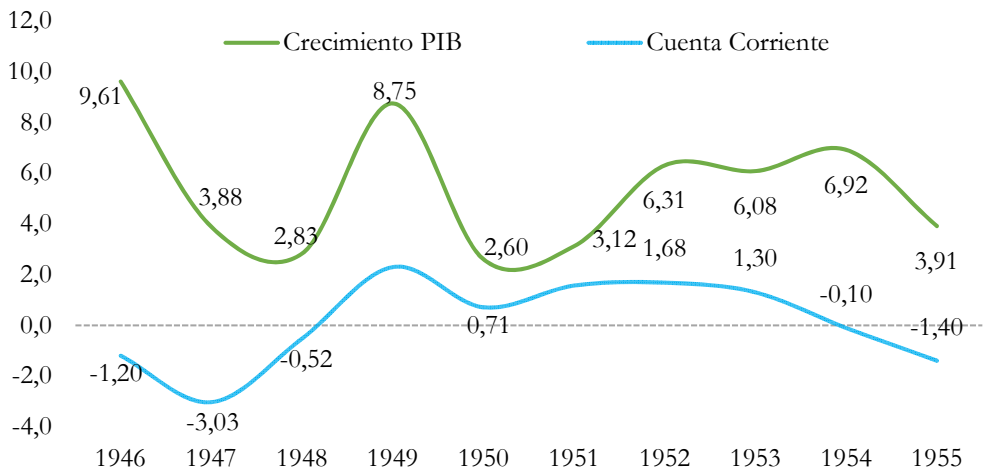
---

<sup>2</sup> El sistema de tipos de cambios múltiples en Colombia llegó a ser tan enredado y complejo que el fondo hizo notar en varias ocasiones a las autoridades que se tenían tasas cruzadas entre monedas inconsistentes con las vigentes en los mercados internacionales.

café, cuyos compromisos en acuerdos internacionales obligaban a realizar un almacenamiento del grano que el gremio no podía financiar con sus propios medios.

Además de ello, las autoridades no contaban con suficientes instrumentos de política para cumplir las recomendaciones del FMI. Desde la creación del Banco, basado en un enfoque ortodoxo del patrón oro, se pasó al desarrollo de nuevas funciones que no preveían un desborde del financiamiento por parte del Banco al Gobierno y mucho menos con mecanismos para compensar el efecto sobre la cantidad de dinero circulante. Algunos esfuerzos hicieron cuando el auge de los precios del café entre 1951 y 1954 y con las reformas que le introdujeron al propio Banco de la República para darle un orden al crédito de fomento y la creación de los encajes marginales para tener mayor control sobre el dinero circulante. Pero estas medidas no fueron suficientes, ya que se continuó financiando actividades productivas sin consideración sobre su impacto monetario y fiscal. Al final, cuando vino la destorcida del café, el manejo sin control de los agregados monetarios de la economía no permitió evitar un nuevo deterioro cambiario que no se pudo contrarrestar con políticas anticíclicas.

**Figura 8. Crecimiento del PIB y cuenta corriente**



Fuente: elaboración propia.

Con el Banco Mundial (BM) la relación fue también estrecha pero eso tampoco implicó flujos de financiamiento. Colombia fue el primer país del continente que recibió una misión en el corto plazo —la conocida Misión Currie— para realizar un diagnóstico de un país en desarrollo. Esta misión fue muy importante para el BM porque con ella inició un proceso de educación institucional en el tema de los países pobres<sup>3</sup>. Este estudio fue el eje del viraje institucional del BM y por años fue modelo para ejercicios similares en otros países. El propósito de esta misión era diagnosticar la situación de Colombia y sugerir un sólido plan de desarrollo que elevara el estándar de vida de todos los colombianos en cinco o diez años. Las recomendaciones abarcaban la agricultura, industria y combustibles, todas las formas de transporte, vivienda, servicios públicos como energía, agua, salud y saneamiento, educación y en el amplio campo de los asuntos fiscales, monetarios, cambiarios y bancarios.

A pesar de esta importante contribución ella no vino acompañada de la financiación del BM. El primer préstamo de esta entidad tardaría hasta 1953 y cuando se dio se dirigió a un sector específico, la construcción de la planta de Acerías Paz del Río, que no fue muy rentable y fue aprobado más bien por razones políticas (Alacevich, 2009). Durante la década de 1950 llegarían más recursos del Banco Mundial pero también a financiar proyectos específicos de infraestructura, sector en el cual Colombia ocuparía el primer lugar de destino de los recursos del banco en América Latina.

Las necesidades de finales de los años de 1940 no fueron atendidas por las entidades multilaterales y entonces las autoridades económicas debieron devaluar la moneda en dos ocasiones en este período: 1948 y 1951. La primera devaluación de 10 % se quedó corta, en parte porque hubo de ser negociada con el Congreso. Los problemas externos continuaron a pesar de la gran cantidad de controles a las importaciones e impuestos diferenciales establecidos

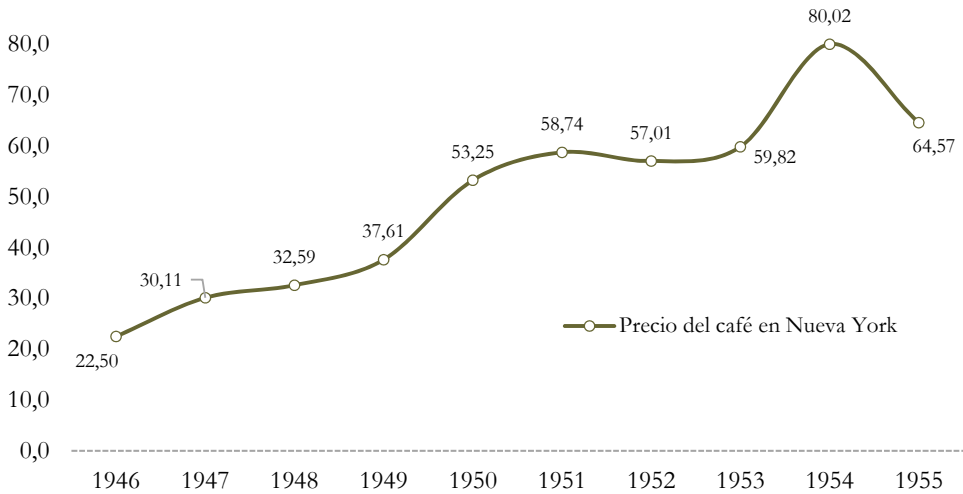
---

<sup>3</sup> Colombia era un país pobre a mediados del siglo XX. El ingreso real por habitante era una quinta parte del actual, la expectativa de vida al nacer era de 40 años. Además, no existían fuentes de información sobre la economía y eso llevó a que la Misión dedicara gran parte de su tiempo a calcular estadísticas macroeconómicas como ingreso nacional, inversión, balanza de pagos y series monetarias y fiscales.



y que no gustaron al FMI<sup>4</sup>. En 1951 se iniciaría un período de alza de los precios del café (Figura 9), pero aún así en ese año se devaluó nuevamente la moneda más de un 20 % (Figura 7). Esta devaluación fue más exitosa porque ayudó a equilibrar las cuentas externas que se siguieron mejorando con el alza del café en los mercados internacionales.

**Figura 9. Precio del café 1946-1955**



Fuente: elaboración propia.

## V. La destorcida cafetera y la inestabilidad cambiaria: 1955-1967

Comenzó el quinto período del manejo cambiario colombiano, de 1955 a 1967, que puede señalarse como uno de los más difíciles por su gran inestabilidad. Colombia tenía un problema estructural de ser un país mono exportador y con grandes necesidades de divisas en un mundo donde no calificaba para obtener préstamos externos ni de fuentes multilaterales, como ya se dijo, ni de la banca privada.

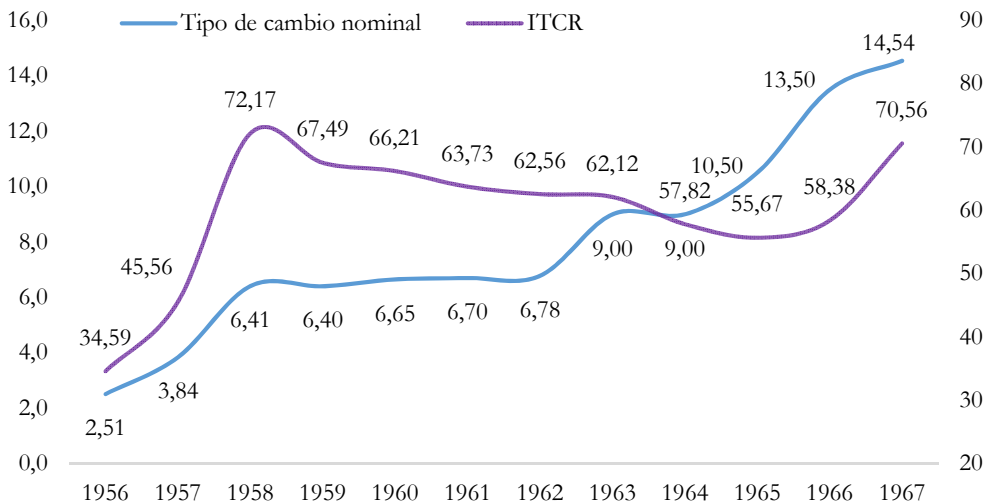
<sup>4</sup> La potestad de modificar la tasa de cambio y el contenido de oro que respaldaba la moneda la tuvo el Congreso hasta 1951.

Después de la bonanza de 1954, con la caída continuada de los precios del café, se adoptó una conducción de la economía que ha sido caracterizada en la literatura como de *pare y siga*, en la cual se hacían esfuerzos por estabilizar que pronto se abandonaban y se caía en una nueva coyuntura de desajuste y freno de la economía.

Así lo reconoce la historiadora del FMI Margaret Garritsen de Vries, cuando describe la experiencia colombiana y su relación con el Fondo entre 1950 y 1965, que este período:

muestra la turbulencia de la economía y las dificultades del país para combinar los esfuerzos de estabilización con los esfuerzos de desarrollo” y, que solamente “en 1966 y 1967 cuando las autoridades colombianas serían capaces de llevar a cabo un plan exitoso de estabilización y una devaluación de la tasa de cambio (Garritsen de Vries, 1987, p. 76).

**Figura 10. Tasas de cambio 1956-1963**



Fuente: elaboración propia.

Antes de iniciar la segunda parte de la década de 1950 la situación económica y política del país se había deteriorado fuertemente. La situación externa

llegó a ser tan crítica que las autoridades comenzaron a incumplir los pagos externos del país en 1957, año en que además ocurrió el golpe militar que llevó a la caída y exilio de Rojas Pinilla y la asunción de la junta militar.

En estas difíciles circunstancias, afortunadamente, acudió en ayuda de Colombia el FMI. Asesoró a la nueva junta militar en un programa de ajuste que esta vez vino acompañado de una serie de préstamos para atender desequilibrios de la balanza de pagos. La crisis de pagos de 1957 se resolvió en parte con esta ayuda y otros préstamos con condicionamientos de algunas medidas exigidas por el FMI conducentes a una mayor disciplina fiscal y monetaria.

Sin embargo, después de un ajuste exitoso, la disciplina no duró tanto. De hecho, se abandonó a comienzos de los años de 1960 durante el Gobierno de Lleras Camargo. El propio presidente Lleras señalaba a mediados de 1961:

Ya lo dije en reciente discurso de Puerto Berrío, pero juzgo necesario repetirlo, que el gobierno con cada uno de estos pasos está demostrando que no defiende la estabilidad como una meta en sí misma, ni como programa para mantener el país paralizado en su deficiente desarrollo actual. Hemos superado muchas etapas en que fue necesario proceder con vigor para realizar los ajustes indispensables y sin que hayamos adoptado una política inflacionaria, estamos comprometidos ya con un plan de desarrollo que no podrá menos que producir una expansión considerable a medida que se ejecute el presupuesto y se vayan incorporando los préstamos externos". (Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, julio de 1961).

Es decir, se detuvieron los esfuerzos por estabilizar la economía y los ajustes asociados se sustituyeron por un enfoque de expansión buscando el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, al menos en teoría, las inversiones se financiarían prioritariamente con los préstamos externos. El país no generaba suficientes ingresos externos o fiscales para financiar la inversión que estimaba el Plan Decenal de desarrollo promulgado por la administración Lleras.

Estos préstamos, aunque se reactivaron en los años de 1950, no llegaron en las cantidades ni en las frecuencias esperadas. Aun así el enfoque no cambió, con lo cual, fue el Banco de la República el encargado de financiar al Gobierno

Tabla 1. Principales indicadores económicos 1956-1967

Año	Tipo de cambio nominal	ITCR	Crecimiento PIB	Reser. inter. millones USD	Cta. corriente % PIB	Inflación %	Precio del café en Nueva York (US. CTS./lb)	Balance presu. millones COP	Situación fiscal millones COP	Import. totales millones USD
1956	2,510	34,59	4,06	144,00	-1,74	7,82	73,97	-37,39	-43,36	605,40
1957	3,840	45,56	2,23	157,00	0,84	20,23	63,94	-106,97	-4,89	454,20
1958	6,410	72,17	2,46	173,00	2,25	8,10	52,34	80,79	18,21	383,90
1959	6,400	67,49	7,23	230,00	1,90	7,86	45,22	247,73	201,47	402,50
1960	6,650	66,21	4,27	178,40	-0,95	7,22	44,89	182,87	130,52	496,40
1961	6,700	63,73	5,09	170,60	-2,35	5,90	43,62	-223,11	-238,18	530,81
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96
1963	9,000	62,12	3,29	124,60	-0,98	32,56	39,55	-179,57	-210,26	498,03
1964	9,000	57,82	6,17	147,20	-0,42	8,92	48,80	391,48	23,51	575,40
1965	10,500	55,67	3,60	145,30	1,64	14,55	47,44	19,03	-377,88	433,98
1966	13,500	58,38	5,35	144,10	-2,83	12,98	44,12	678,00	153,71	638,95
1967	14,540	70,56	4,20	149,40	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31

Fuente: (1) Principales Indicadores Económicos, Banco de la República (cuadro II.46) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado - Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta. (2) Tomado de GRECO (1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994 = 100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar. (3) Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997. 1946-1949: tomado de CEPAL a precios 1950. 1949-1970: metodología de ONU Rev 2, precios 1958. 1971-1996: metodología ONU Rev 3, precios 1975. (4) Reservas Internacionales Brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año. (5) Banco de la República. CC como porcentaje del PIB. (6) Banco de la República. Índice de precios GRECO, se empalmaron las siguientes series: 1946-1954: Pmaycv, 1955-1967: Inflación del IPC. (7) Federación Nacional del Café (8) Revista del Banco de la República. (9) Revista del Banco de la República. Incluye ajustes por Balance del Tesoro. (10) GRECO 1999.

en su enfoque desarrollista (véase columnas 8 y 9 de la Tabla 1). Por ello no extraña que a partir de 1962 y hasta 1966 se agravaran las crisis económicas manifestadas en fuertes desequilibrios cambiarios reflejados en importantes déficits de cuenta corriente y reservas internacionales netas negativas (Tabla 1). Las autoridades tuvieron que hacer gala de demasiada creatividad en el manejo del tipo de cambio para evitar devaluaciones abruptas y las que no se pudieron evitar pasarían una gran cuenta de cobro a los gobiernos en los que ocurrieron, en particular, el de Guillermo León Valencia en 1963.

Fue tal el impacto político que tuvo este incremento de la tasa de cambio, que el Gobierno de Valencia quedó muy debilitado. Aun así, se decidió hacer un ajuste salarial de más del 30 % en ese mismo año. Este aumento disparó la inflación a más de un 32 % y erosionó completamente el efecto de la devaluación sobre el desequilibrio de las cuentas externas (Tabla 1).

Continuaron entonces los problemas de desajustes macroeconómicos hasta que se desató la más aguda de las sucesivas crisis cambiarias que ocurrieron en este período. Fue precisamente la de mediados y finales de 1966, bajo este mismo gobierno, cuando, ante el incumplimiento en el programa acordado con el FMI, en noviembre de 1965, se cerraron las fuentes multilaterales de crédito externo para el país y el Fondo consideró no reactivarlas hasta que se procediese a una nueva devaluación del peso.

La devaluación exigida por el FMI generó una fuerte tensión con el Gobierno que había iniciado labores en agosto de 1966. El presidente Carlos Lleras Restrepo se negó a efectuarla y optó por actuar por su parte y establecer un estricto control de cambios, poner fin al programa de liberación de importaciones vigente y expedir, en marzo de 1967, un nuevo Estatuto Cambiario mediante el Decreto-Ley 444 de 1967, dictado en uso de facultades extraordinarias otorgadas por el Congreso al Gobierno.

## **VI. El sistema de minidevaluaciones: 1967-1991**

En el sexto período transcurrido entre 1967 y 1991 fue el Estatuto Cambiario el que dotó a las autoridades de reglas más claras y estables para conducir la relación económica con el exterior, y constituyó un hito muy importante

en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. Constituyó desde luego, una muestra de ese pragmatismo colombiano que esta adopción de una tasa fija que se devaluaba diariamente, el *crawling peg*, que se mantuvo hasta 1991 y demostró su eficacia para hacer frente a situaciones de crisis cambiarias y la dificultad para afrontar las de auge externo, como la bonanza de 1977-1978.

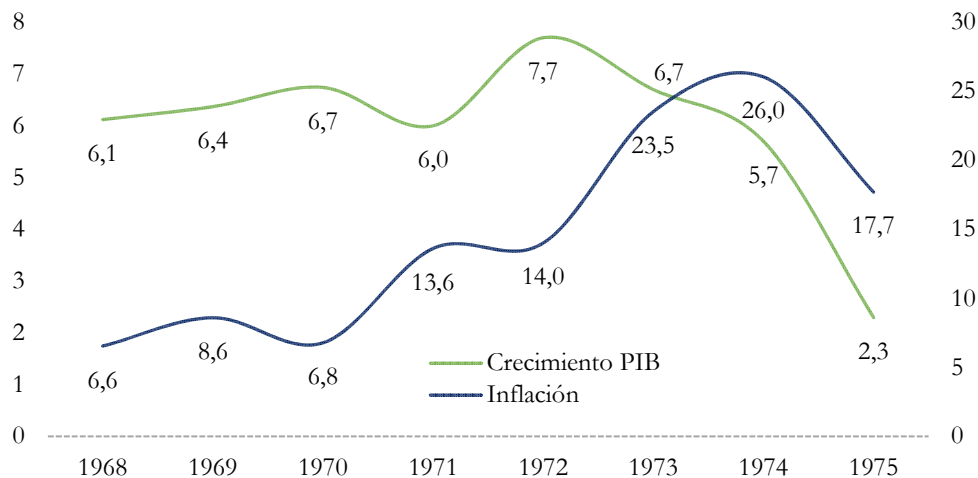
En un comienzo el esquema no contemplaba un sistema de minidevaluaciones diarias, aunque rápidamente este manejo se fue dando y resultaría exitoso. El mismo Fondo no sabía muy bien qué esperar de este régimen cambiario ya que era un sistema novedoso y optó por una posición más pragmática: su éxito dependería del manejo que le dieran las autoridades ante los distintos eventos que estaba enfrentando la economía colombiana. Que el Fondo no se opuso al régimen cambiario quedó demostrado cuando después del impasse generado en 1966, en 1967 se restableció plenamente la relación con el organismo que siguió apoyando con préstamos de balanza de pagos a la economía colombiana hasta bien entrada la década de 1970.

A partir de lo dispuesto por el Decreto 444, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria—creada en 1963— y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía, tanto de aquellos de bonanza como de crisis. La reforma del Banco también respondía a la necesidad de separar el manejo de la política monetaria de las presiones sectoriales de financiamiento que tanto impedían la coherencia de las políticas macroeconómicas. Ya se identificaba que este era uno de los principales problemas para mantener la disciplina monetaria que tantos efectos negativos tenía sobre la economía.

La estabilidad ausente en años anteriores retornó con el nuevo régimen. Esto permitió una aceleración del crecimiento económico que registró tasas superiores al 6% anual y ayudó a consolidar una base exportadora de productos distintos al café hasta entonces inexistente (Figura 11). Entre finales de los sesenta y mediados de los setenta se diversificaron las exportaciones llamadas menores. La inflación por su parte se mantuvo estable hasta 1971, cuando empezó a aumentar hasta situarse en dos dígitos. Como se analiza más adelante el propio régimen de minidevaluaciones era un mecanismo muy importante de indexación de los precios.

Ya para ese momento muchos países y el propio FMI habían dejado de creer en la necesidad de tener una tasa de cambio fija. Casi todos los países movieron sus tasas durante los años de 1950 y 1960 y aun así el comercio mundial continuó recuperándose. En 1971, finalmente, se pondría en jaque la estructura de los acuerdos de Bretton Woods, con la eliminación de la convertibilidad del oro en agosto de 1971 por parte de Estados Unidos cuando el precio oficial del oro se estableció en US\$42,22 la onza troy, después de permanecer estable en US\$35 desde 1945, al tiempo que el precio no-oficial del oro se triplicó en los mercados internacionales. El dólar se devaluó entonces con respecto al oro en 12 % y en otro 1 % quince meses después (Wiesner, 1978). El esquema de tasas fijas y el patrón dólar-oro entró en crisis a nivel mundial y la demora de los países en adoptar un nuevo régimen de tasas fluctuantes “significó una inundación de dólares en los mercados internacionales” (Wiesner, 1978, p. 20). En un muy poco tiempo se presentó un incremento muy grande en las reservas internacionales en el mundo y la inflación mundial fue “inevitable” (Wiesner 1978, p. 20).

**Figura 11. Inflación y crecimiento del PIB 1968-1975**

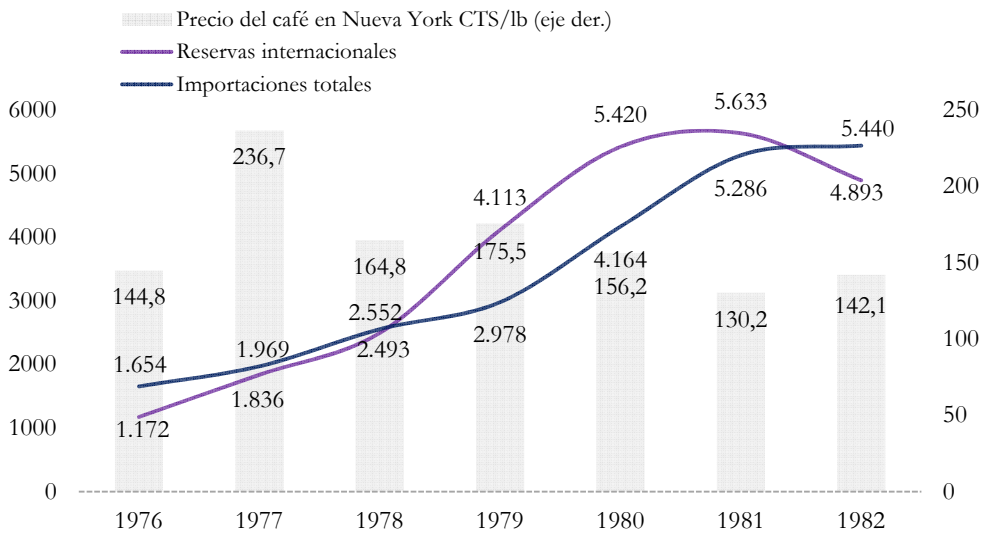


Fuente: elaboración propia.

La mayor inflación mundial y una serie de acontecimientos políticos y geopolíticos contribuyeron a la elevación de los precios del petróleo y otros

productos básicos. A mediados de los años 1970 sobrevino además un alza extraordinaria de los precios del café por la sequía de los cafetales brasileños. A pesar de todos estos choques externos, algunos positivos y otros negativos, en Colombia no se abandonó el manejo cambiario. Sin embargo, el régimen de minidevaluaciones generó problemas con la bonanza porque los mayores ingresos de divisas se monetizaban y representaban un crecimiento excesivo de los medios de pago que a su vez presionaba la inflación interna. Como consecuencia de ello las autoridades redujeron el ritmo de devaluación, medida que se acompañó con otras como la mayor liberación de importaciones y aumento del encaje marginal del 100 %. También se establecieron controles al endeudamiento privado externo y un aumento de la tributación cafetera para desacelerar la demanda interna. No obstante, el manejo macroeconómico, por ausencia de instrumentos más sofisticados, fue más bien procíclico y sus efectos benéficos sobre los ingresos del país no repercutieron en mucho mayor crecimiento sostenido de la economía.

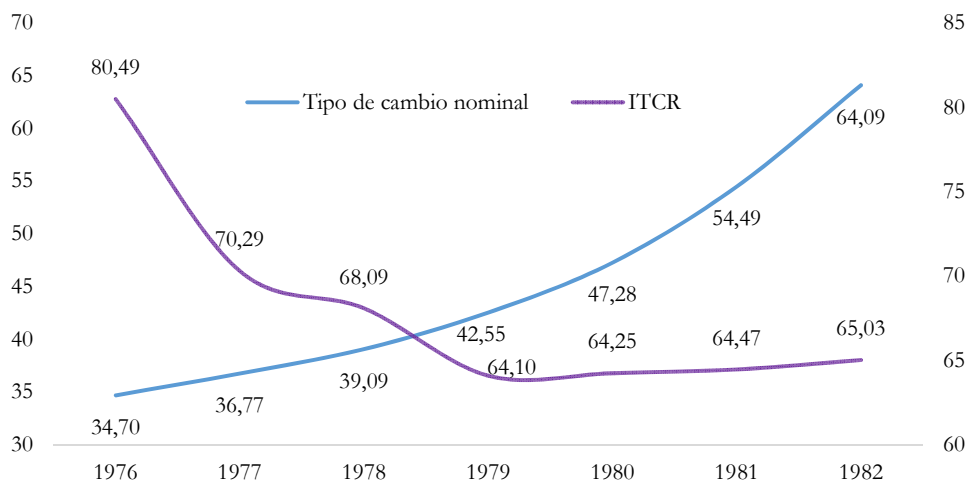
**Figura 12. Precio del café y el petróleo 1976-1982**



Fuente: elaboración propia.



**Figura 13.** Tasa de cambio nominal y real, 1976-1982



Fuente: elaboración propia.

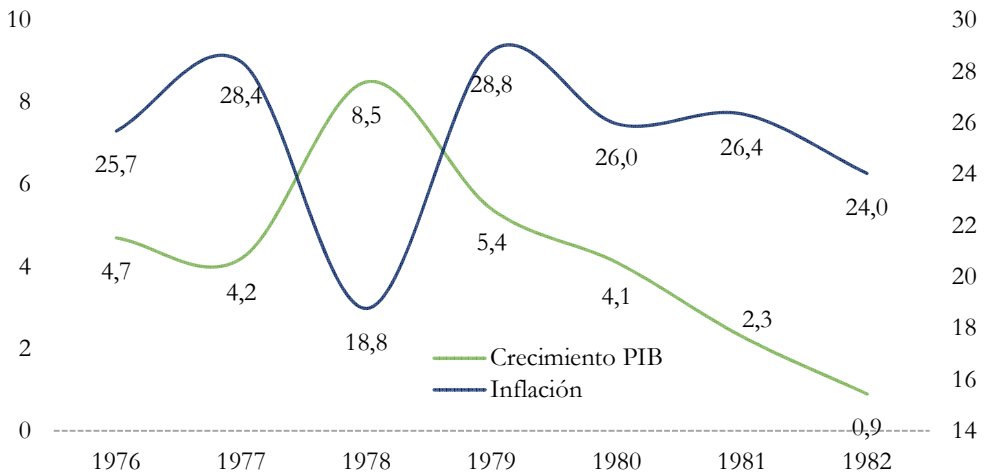
El sistema de minidevaluaciones en cambio resultó más útil en la década de 1980, cuando se desató la crisis de la deuda externa de América Latina y Colombia enfrentó un severo desajuste macroeconómico. Para resolverlo, sin reestructurar la deuda externa, devaluó la tasa de cambio dentro del régimen de las *minidevaluaciones* y acudió al FMI con el cual acordó un programa de *monitoria* de la economía que le abrió las puertas de la banca privada internacional para financiar las necesidades de inversión del país.

La economía de Colombia saldría más rápidamente de la crisis de la deuda latinoamericana que los demás países de la región. Por supuesto a ello contribuyó el hecho de que no se había endeudado tanto en los años de 1970 como otras naciones del continente. Sin embargo, el endeudamiento público sí aumentó a comienzos de los ochenta cuando comenzaron a subir las tasas de interés internacionales. Por ello, al igual que otros países latinoamericanos, hubo de ajustar la economía a partir de 1982 generando superávits cambiarios para atender el servicio de la deuda.

Ya superada la crisis y retornado las tasas de crecimiento a finales de la década, se había diagnosticado que la economía de nuestro país tenía un bajo

crecimiento potencial y se caracterizaba por tasas de inflación, aunque estables, relativamente altas (Figura 14). Buena parte de la razón de la inflación persistente podía atribuirse al propio régimen cambiario que, a través de las minidevaluaciones, perpetuaba el alza de los precios.

**Figura 14.** *Inflación y crecimiento del PIB, 1976-1982*



Fuente: elaboración propia.

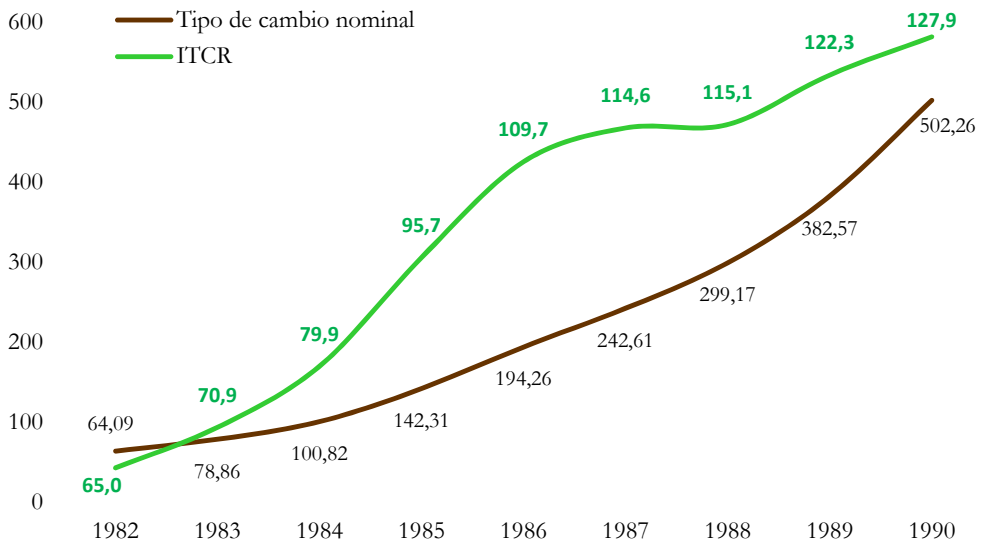
Con este diagnóstico, más el hecho de que ya a finales de los ochenta era evidente que el país enfrentaría menores precios del café por la ruptura definitiva en 1989 del acuerdo internacional del grano, comenzarían los esfuerzos por liberalizar la economía.

La liberalización sin duda representaba un paso gigante en el diseño institucional y planteaba la necesidad de realizar múltiples reformas, entre ellas los mecanismos para controlar la inflación. Ello necesariamente implicaba un cambio del régimen cambiario vigente durante más de 20 años. La verdad era que la economía colombiana ya era muy distinta de la de años anteriores, no solamente porque ya no se basaba en la exportación de un solo producto, sino que además ya había recuperado su acceso a los capitales externos, aún con el cierre de estos durante la crisis de la deuda. Cabe recordar que en 1986 no solamente había un desarrollo mayor de las exportaciones menores, sino

que ese año se reanudó la exportación de petróleo que se había suspendido en 1975.

Además, el mundo veía el ejemplo que representaban los países del sudeste de Asia, que partiendo de niveles de desarrollo incluso más bajos que muchos países latinoamericanos antes de la Guerra, ya para entonces crecían a tasas impensadas en estas latitudes, superiores al 6% con base en sus exportaciones. Colombia a duras penas lograba crecer al 4% y el peso de las exportaciones en el PIB no alcanzaba el 20% (Figura 15).

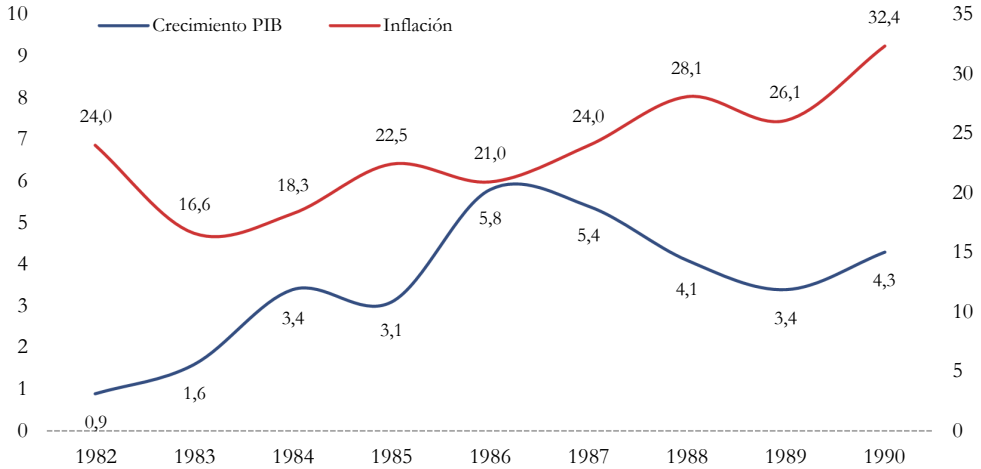
**Figura 15.** *Tasas de cambio, 1982-1990*



Fuente: elaboración propia.

## VII. El mercado libre, las bandas y la libre flotación cambiaria: 1991-2023

En este contexto, surge el séptimo y último período 1991 a la fecha en que se abandonó definitivamente en Colombia el control de cambios vigente desde 1931. Como consecuencia de las nuevas visiones teóricas predominantes, la primera mitad de los años de 1990 fue testigo de cambios institucionales

**Figura 16. Inflación y crecimiento del PIB, 1982-1990**

Fuente: elaboración propia.

muy profundos en Colombia. La Constitución de 1991 ordenó la modificación de la estructura del Banco de la República y de sus competencias. Desde entonces el Emisor desarrolló sus funciones de banco central con autonomía e independencia de los gobiernos de turno, gracias a lo cual obtuvo resultados macroeconómicos, tanto en el control de la inflación como en la formulación de políticas anticíclicas; sería muy útil en los años que vendrían para responder al impacto de choques externos de diferente índole sobre la economía.

Los cambios de principios de los años de 1990 incluyeron la continuación del proceso de apertura comercial iniciado en la administración Barco (1986-1990) y la expedición de la Ley 9 de 1991 que derogó el Estatuto Cambiario de 1967 y otorgó “amplios poderes al Banco de la República para determinar las reglas aplicables a las transacciones de divisas, a los controles de capital y al régimen cambiario” (Edwards y Steiner, 2008, p. 144). A partir de esta norma, el régimen cambiario dependería de las decisiones adoptadas por la Junta del Banco de la República para responder a las circunstancias de cada coyuntura. Y, en efecto, entre 1991 y 1993, el Banco de la República adoptó diversas regulaciones que eliminaron virtualmente su monopolio sobre las

transacciones de divisas, redujeron en gran medida el alcance de los controles de capital e implementaron un régimen cambiario de flotación al interior de una banda (Edwards y Steiner, 2008, p.144).

En 1991 se realizaron procesos de liberación comercial y de capitales simultáneos, lo que impondría exigencias a la autoridad: la trayectoria de la tasa de cambio dependería de los movimientos comerciales y también de los de capitales. Se haría más difícil mantener la conducción de la política monetaria con una tasa de cambio controlada en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas.

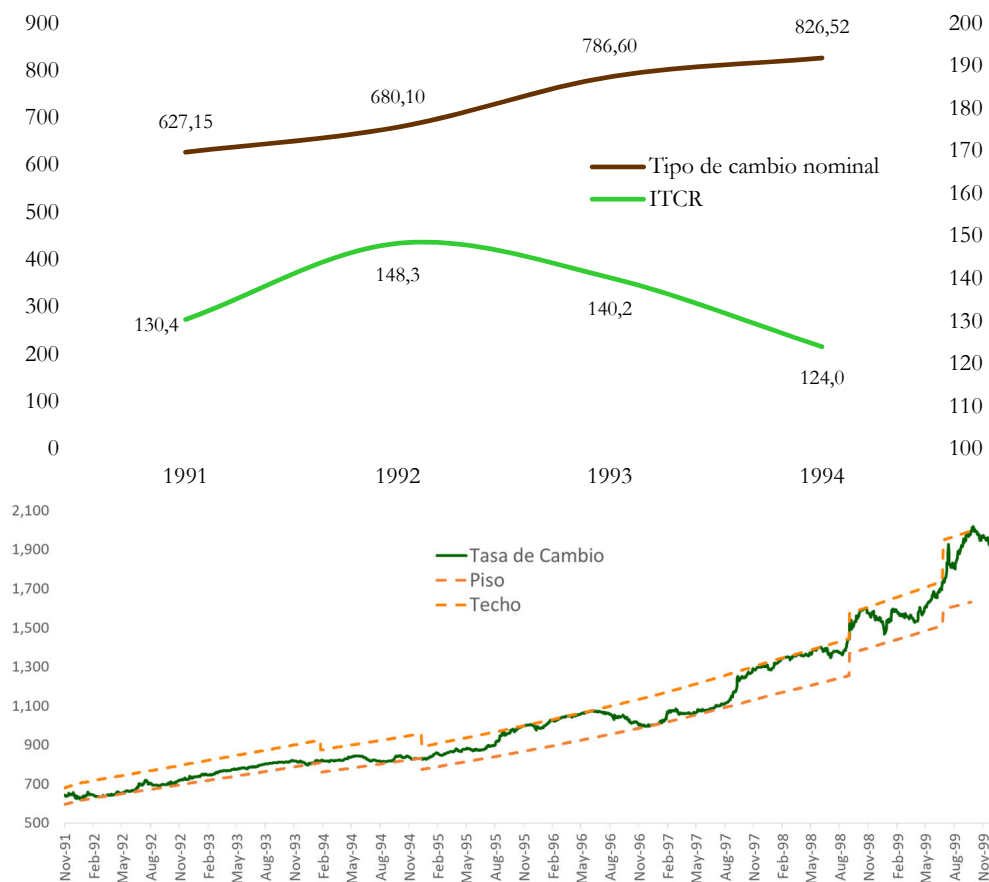
En junio de 1991, el sistema de las minidevaluaciones, o *crawling peg*, dejó de existir. Inicialmente, se adoptó una banda de flotación *sucia* determinada por el descuento del certificado de cambio en el momento de su recompra inmediata por parte del Banco de la República. Esta primera banda se mantuvo hasta enero de 1994 cuando se adoptó formalmente un sistema de banda cambiaria dentro de la cual la tasa de cambio flotaba libremente, con una revaluación del centro de la banda, motivada, en gran parte, porque en julio de 1993 se había declarado la comercialidad de los yacimientos de petróleo de Cusiana y Cupiagua, en el piedemonte de los Llanos Orientales, lo cual auguraba una gran bonanza petrolera para el país en los años siguientes.

Entre enero de 1994 y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo varias modificaciones en la banda, a raíz de los choques externos de 1997 y 1998, en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia, que cambiaron severamente los fundamentales en la economía.

La defensa del techo de la banda implicó una pérdida abultada de reservas internacionales; por esta razón, en una situación de cierre de los mercados internacionales de capital y de pérdida de credibilidad con respecto a la sostenibilidad de la política económica, las autoridades decidieron acercarse al FMI para negociar un acuerdo de facilidad extendida. Una condición para la aprobación de este programa fue la eliminación de la banda cambiaria y dejar flotar libremente la tasa de cambio. Así se hizo y el Directorio del Fondo aprobó en diciembre de 1999 el acuerdo, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2 700 millones y tres años de vigencia. En retrospectiva, es claro

que las bandas cambiarias de los años de 1990 representaron una transición hacia la flotación de la tasa de cambio.

**Figura 17. Tasas de cambio 1991-1994 y banda cambiaria 1991-1999**

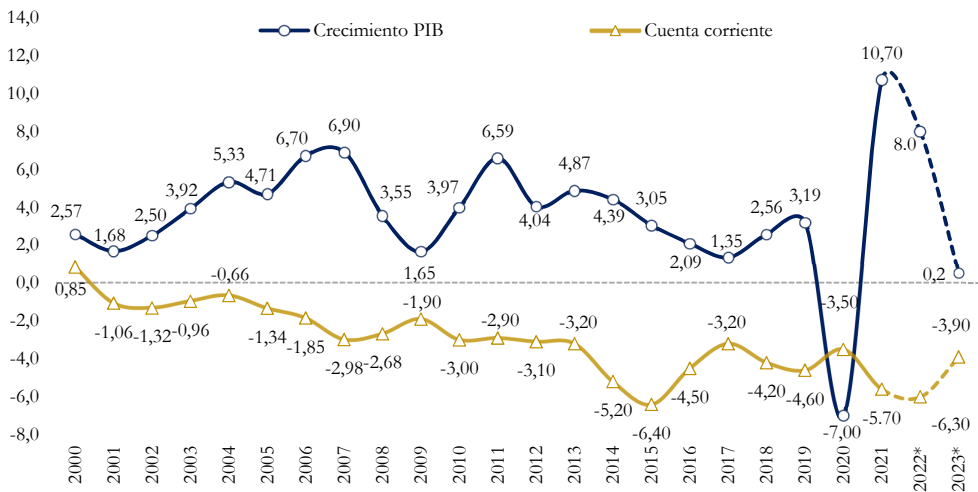


Fuente: elaboración propia.

Después de una contracción del PIB en 1999 que superó el 4%, el nuevo siglo se inició bajo el esquema de la *inflación objetivo* y flexibilidad cambiaria. El

Banco de la República avanzó hacia mayor autonomía en el manejo monetario al utilizar como instrumento la tasa de interés. Estos mecanismos facilitarían por primera vez en la historia económica del país la ejecución de políticas anticíclicas, como lo hizo exitosamente al enfrentar el impacto de la crisis financiera internacional de 2008-2009 —la Gran Recesión— sobre la economía colombiana. En efecto, aunque la actividad productiva se desaceleró notoriamente después del importante ritmo de crecimiento entre 2004 y 2007, no se registró una contracción del producto interno bruto (PIB), como sí ocurrió en otros países de la región (Figura 18).

**Figura 18. Crecimiento del PIB y cuenta corriente 2000-2023**



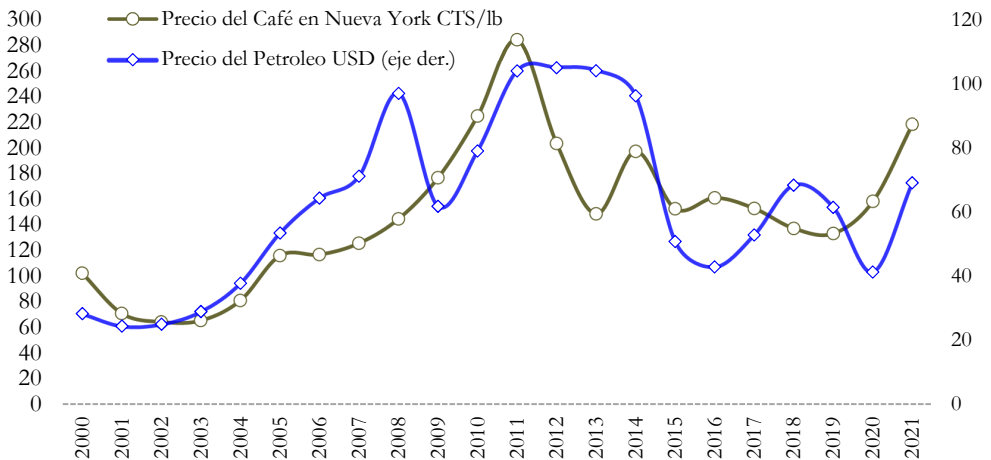
Fuente: elaboración propia.

Durante el período de consolidación del régimen de inflación objetivo y la flotación del tipo de cambio las autoridades sin embargo se debatieron en varias ocasiones sobre la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar las excesivas fluctuaciones de la tasa de cambio en el corto plazo. Entre 2002 y 2014 cuando aumentó sustancialmente el precio del petróleo (Figura 19), hubo varios períodos y formas de intervención del Banco como las opciones de volatilidad, ventas o compras de contado, *swaps*, encajes, entre otras,

como se aprecia en la Figura 20. Así mismo, en 2008, el gobierno de turno utilizó otros mecanismos para controlar la entrada y salida de capitales en varios momentos de este período como los plazos mínimos requeridos para las inversiones de capitales de corto plazo. Estas experiencias sin embargo dejaron como lección que el poder de intervención del Banco en el mercado cambiario era limitado y todavía más cuando muchos de los movimientos cambiarios respondían a eventos internacionales. Hoy en día pocos se plantean este tipo de intervenciones en el mercado cambiario.

De igual manera, al sobrevenir el colapso del precio del petróleo entre 2014 y 2019, el peso se depreció en cerca de 70 % en un período de dieciocho meses y, si bien el Banco de la República intervino en el mercado para moderar el impacto de la devaluación sobre las expectativas de inflación, la economía se estabilizó satisfactoriamente desde 2017.

**Figura 19. Precio del café y el petróleo 2000-2021**

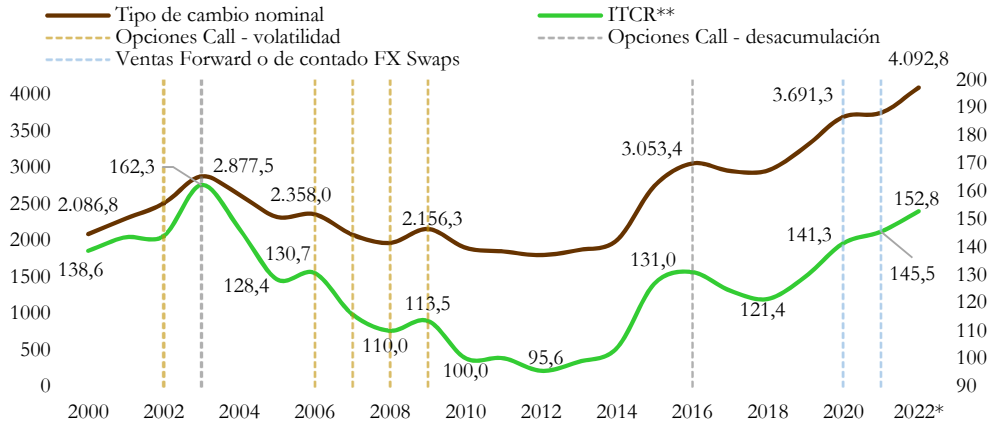


Fuente: elaboración propia.

A comienzos de 2020, Colombia recibió un choque externo de diferente índole, el de la pandemia del coronavirus, que obligó al Gobierno y a la Junta del Banco de la República a adoptar medidas drásticas durante ese año, con consecuencias profundas sobre la economía por los impactos simultáneos sobre la oferta y la demanda agregadas. El PIB se contrajo 7 % en 2020, el



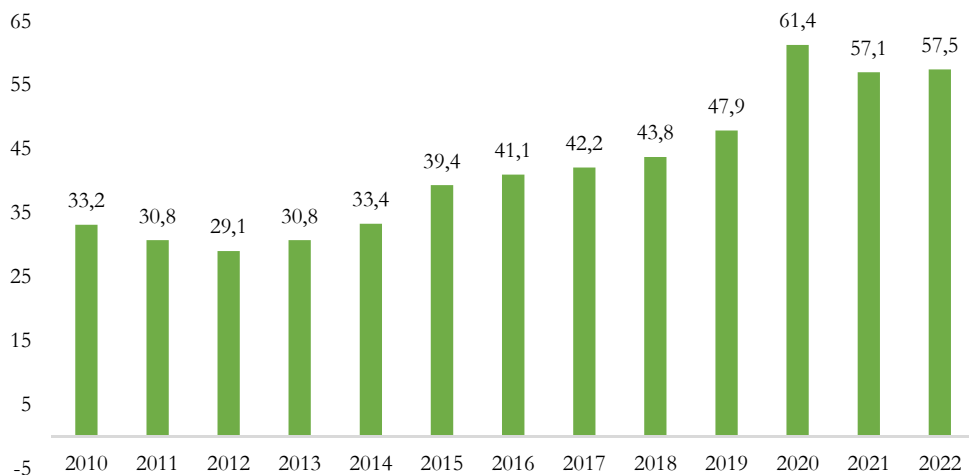
**Figura 20.** Tasas de cambio e intervenciones del Banco de la República, 2000-2022



Fuente: elaboración propia.

déficit fiscal cerró el año en 7,8 % del PIB y la deuda pública ascendió al 61,4 % del PIB (Figura 21). La tasa de cambio se devaluó rápidamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y registró una caída de 12,4 % en el año, gracias al conjunto de medidas de la Junta del Banco que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de flexibilización cambiaria (Figura 20). En septiembre de 2020, el directorio ejecutivo del Banco Mundial aprobó un incremento en la línea de *crédito flexible* con la cual contaba el país desde 2010 lo que contribuyó a despejar el espectro de una crisis cambiaria.

Como ha ocurrido en el resto del mundo, en Colombia la fuerte recuperación de la economía en 2021 y 2022 se ha visto acompañada de un fenómeno inflacionario, debido a los incrementos del gasto tanto público como privado, la expansión de la demanda y la disrupción de las cadenas de suministro. A la vez, en los últimos meses de 2022 y los primeros de 2023, la tasa de cambio se devaluó por las alzas de las tasas de interés internacionales y la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía colombiana.

**Figura 21. Deuda neta del Gobierno Central como % del PIB, 2010-2022**

Fuente: elaboración propia.

En las circunstancias del primer semestre de 2023, existe evidencia suficiente de que solamente en casos muy específicos y coyunturales son efectivas las intervenciones del Banco de la República en el mercado. Y, más importante, que el régimen cambiario y la tasa de cambio flexible no son objeto de cuestionamiento ni por los empresarios, ni por los políticos, ni por la opinión pública. Es como si después de tantos años de una historia compleja de manejo cambiario, signada por la amenaza de un déficit estructural de la balanza de pagos sin fuentes suficientes de financiamiento externo, se hubiera encontrado el régimen cambiario apropiado para las condiciones del país.

### **Agradecimientos**

Este artículo está basado en un ensayo más extenso sobre este mismo tema, publicado en Villar-Gómez y Esguerra-Umaña (2023). Agradecemos a Luis Eduardo Castellanos por su trabajo como asistente.

## Declaración de ética

Este artículo no realizó trabajo con una persona o grupos de personas para la generación de datos empleados en la metodología, por tanto, no requirió ni obtuvo un aval del Comité de Ética para su realización.

## Referencias

- Alacevich, M. (2009). *La economía política del Banco Mundial: los primeros años*.
- Avella-Gómez, M. (2016). *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927-2015*. Banco de la República. Tomos I y II.
- Banco de la República. (1961). Notas editoriales. *Revista del Banco de la República*, 34(405), 855-881. <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/18580/18992>
- Caballero Argález, & Esguerra-Umaña, P. (2023). Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023. En L. Villar-Gómez & P. Esguerra Umaña (eds.), *Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República* (pp. 53-189). CAF y Banco de la República.
- Edwards, S., & Steiner, R. (2008). *La revolución incompleta: las reformas de Gaviria*. Editorial Norma.
- El Congreso de la República de Colombia. (1967, 22 de marzo). Decreto 444 de 1967. *Sobre régimen de cambios internacionales y de comercio exterior*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=75333>
- El Congreso de la República de Colombia. (1991, 17 de enero). Ley 9 de 1991. *Por la cual se dictan normas generales a las que deberá sujetarse el Gobierno Nacional para regular los cambios internacionales y se adoptan medidas complementarias*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=80013#:~:text=%E2%80%9Cpor%20la%20cual%20se%20dictan,y%20se%20adoptan%20medidas%20complementarias.%E2%80%9D&text=DE%20LAS%20NORMAS%20>

## GENERALES%20EN%20MATERIA%20DE%20CAMBIOS%20INTERNACIONALES

- Fondo Monetario Internacional. (2022, noviembre 30). *History of Lending Commitments: Colombia*. <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2022-11-30>
- Garritsen De Vries, M. (1987). *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986: The IMF Experience*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Balance-of-Payments-Adjustment-1945-to-1986-The-IMF-Experience-21>
- Krueger, Anne O. (1983). *Exchange-Rate Determination*. Cambridge University Press.
- Wiesner Durán, E. (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*.

# **La formación de la banca central en América Latina: orígenes y primeros desafíos**

---

**Juan Flores Zendejas y Carlos Marichal**

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, edición especial 2023



Juan Flores Zendejas y Carlos Marichal

## La formación de la banca central en América Latina: orígenes y primeros desafíos

**Resumen:** *Este artículo ofrece una síntesis panorámica de la historia de la formación de los bancos centrales en América Latina y sus reacciones frente a la Gran Depresión, incluyendo una sección sobre sus antecedentes más importantes. Se argumenta que los bancos centrales surgieron en América Latina desde 1923 en adelante a partir de coyunturas políticas, económicas y financieras particulares a cada nación del hemisferio. Sin embargo, resulta de notable interés proponer un análisis comparativo para establecer paralelos y contrastes. Se inicia el artículo con la revisión de algunos antecedentes históricos referentes a las políticas monetarias de principios del siglo XX en la región y del papel de los principales bancos antes de la formación de los bancos centrales. Seguidamente, se revisan algunas de las fuerzas que llevaron a la formación de los bancos centrales durante los años de 1920, y se comparan con la formación de los bancos centrales que surgieron después de la crisis de 1929. Se enfatiza el papel de los llamados money doctors y el de la Gran Depresión como factores que moldearon las funciones de los bancos centrales latinoamericanos en esas primeras décadas de existencia.*

**Palabras clave:** *bancos centrales, money doctors, crisis bancarias, Gran Depresión.*

**Clasificación JEL:** G01, E58, N16, N26.

## The Formation of Central Banking in Latin America: Origins and Early Challenges

**Abstract:** *This article offers a critical survey of the history of the formation of central banks in Latin America and its reactions to the Great Depression, including a section on important antecedents. It is argued that central banks arose in Latin America from 1923 onwards as a result of particular political, economic and financial conjunctures in each nation in the hemisphere, but the text also proposes a comparative analysis to establish parallels and contrasts. The essay begins with a review of the historical background regarding the monetary policies of the early twentieth century in the region and the role of the largest banks before the formation of central banks. The essay then reviews the forces that led to the formation of central banks in the 1920s and compares them with those in place in the aftermath of the crisis. We emphasize the role of the so-called money doctors and that of the great depression as factors that shaped the functions of Latin American central banks during their early existence.*

**Keywords:** *central banks, money doctors, banking crises, Great Depression.*

<http://doi.org/10.17533/udea.le.n100a353880>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

## **La formation des banques centrales en Amérique latine: origines et premiers défis**

**Résumé:** *Cet article présente une vue d'ensemble de l'histoire de la formation des banques centrales en Amérique latine et de leurs réactions à la Grande Dépression, y compris une section sur leurs antécédents les plus importants. L'article affirme que les banques centrales sont apparues en Amérique latine à partir de 1923 à la suite de conjonctures politiques, économiques et financières propres à chaque pays de l'hémisphère. Toutefois, il est très intéressant de proposer une analyse comparative afin d'établir des parallèles et des contrastes. L'article commence par un rappel historique des politiques monétaires au début du XXe siècle dans la région et du rôle des principales banques avant la formation des banques centrales. Il passe ensuite en revue certaines des forces qui ont conduit à la formation des banques centrales dans les années 1920 et les compare à la formation des banques centrales qui ont émergé après la crise de 1929. L'accent est mis sur le rôle des « money doctors » et sur la Grande Dépression en tant que facteurs ayant façonné les fonctions des banques centrales latino-américaines au cours des premières décennies de leur existence.*

**Mots clés:** *banques centrales, médecins de l'argent, crises bancaires, Grande Dépression.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Flores-Zendejas, J., & Marichal, C. (2023). La formación de la banca central en América Latina: orígenes y primeros desafíos. *Lecturas de Economía*, 100, 205-232.

<http://doi.org/10.17533/udea.le.n100a353880>

# La formación de la banca central en América Latina: orígenes y primeros desafíos

Juan Flores Zendejas <sup>a</sup> y Carlos Marichal <sup>b</sup>

–Introducción. –I. Antecedentes de la banca central en América Latina a inicios del siglo XX. –II. Money Doctors y los primeros bancos centrales. –III. La Gran Depresión y el papel de los bancos centrales. –Conclusiones: la herencia de las primeras décadas. –Declaración de ética. –Referencias.

*Primera versión recibida el 16 de junio de 2023; versión final aceptada el 20 de febrero de 2024*

## Introducción

A principios del siglo XX, no había presencia de bancos centrales en suelo americano. Sin embargo, para 1930, ya existían trece de ellos. Este artículo se propone abordar tres preguntas fundamentales: ¿Por qué la creación de bancos centrales en América Latina se demoró tanto? ¿Cuáles fueron las circunstancias bajo las cuales se establecieron y cuáles eran sus objetivos? ¿Y por qué experimentaron cambios abruptos después de la crisis de 1929? A través de un análisis de la historiografía disponible sobre este tema, este artículo identifica tanto las continuidades como las rupturas que ocurrieron en el subcontinente desde mediados del siglo XIX hasta la década de 1940, centrándose en las necesidades fiscales de los gobiernos y el desafío de la inestabilidad financiera y monetaria.

La literatura histórica sobre bancos centrales ha demostrado que las razones detrás de su establecimiento son variadas. Goodhart (1988) sostiene que en Europa occidental se desarrolló un proceso evolutivo, donde los bancos gubernamentales y los bancos de emisión únicos gradualmente evolucionaron hacia la formación de bancos centrales entre los siglos XIX y XX. Sin embargo, en el continente americano, la creación de bancos centrales fue

---

<sup>a</sup> *Juan Flores Zendejas*: profesor asociado de la Universidad de Ginebra, Ginebra, Suiza. Dirección electrónica: [juan.flores@unige.ch](mailto:juan.flores@unige.ch) <https://orcid.org/0000-0003-2800-7258>

<sup>b</sup> *Carlos Marichal*: profesor de El Colegio de México, Ciudad de México, México. Dirección electrónica: [cmarichals@gmail.com](mailto:cmarichals@gmail.com) <https://orcid.org/0000-0002-1479-7239>



más resultado de circunstancias institucionales específicas, lo que cuestiona la noción de una evolución clara en las estructuras bancarias de los países del hemisferio.

En América Latina, Perú estableció su primer banco central en 1922, seguido por otros países que hicieron lo propio en las dos décadas siguientes. Se ha argumentado que motivos tanto políticos como económicos jugaron un papel crucial en el establecimiento de los primeros bancos centrales, un proceso que se intensificó a partir de la década de 1920 (Díaz Fuentes & Marichal, 1999). Aunque el proceso fue gradual, siete bancos centrales fueron creados en la región en los años de 1920, seguidos de cuatro más en los años de 1930, y el resto en la segunda mitad del siglo XX. Los objetivos de su establecimiento variaron. Mientras que los primeros bancos centrales buscaban satisfacer las necesidades gubernamentales, así como aquellas relacionadas con el sector bancario y la estabilidad monetaria, en la década de los años de 1930 fue la crisis internacional generada por la Gran Depresión la que fungió como un factor determinante en su formación.

El artículo continuará su estructura de la siguiente manera: en la primera sección, se examinarán los antecedentes de la banca central en América Latina. La segunda sección se enfocará en la creación de bancos centrales durante los años de 1920, destacando el papel del asesor monetario por excelencia, Edwin Kemmerer. A continuación, se analizará la experiencia de los bancos centrales en la década de 1930, poniendo énfasis en las consecuencias del colapso financiero de 1929 y los inicios de la Gran Depresión. Finalmente, el artículo concluye con reflexiones sobre las tendencias clave de la banca central en Latinoamérica en la posguerra, y las transformaciones de largo plazo surgidas por la crisis.

## **I. Antecedentes de la banca central en América Latina a inicios del siglo XX**

La revisión de diversos casos históricos sobre el surgimiento de la banca en los países latinoamericanos resalta la importancia de considerar ciertos antecedentes a principios del siglo XX, ya que estos influyeron en las formas y los momentos en que se establecieron los nuevos bancos centrales. El auge de la banca comercial en la región a mediados del siglo XIX coincidió con

la expansión del comercio internacional. América Latina se sumó a esta “ola larga” de comercio mediante el aumento de las exportaciones en varios países, lo que impulsó un crecimiento económico notable y fomentó la creación de nuevas empresas. Una manifestación del impacto de este nuevo dinamismo económico y comercial fue la formación de incipientes redes de bancos en ciudades de Brasil, Argentina, Chile, Perú, Uruguay y Cuba entre 1850 y 1873, dando lugar al establecimiento de alrededor de ochenta bancos comerciales en apenas dos décadas (Marichal, 2021).

En la década de 1880, se renovó la banca en las principales naciones latino-americanas, inicialmente en las capitales y luego se extendió a localidades hacia finales de esa década. Los bancos más grandes abrieron sucursales en todo el país y comenzaron a surgir bancos regionales (Cerutti & Marichal, 2003). Este período coincidió con la consolidación de gobiernos nacionales bajo estructuras oligárquicas, lo que a menudo se considera como un factor que permitió la expansión económica. De hecho, la expansión de bancos nacionales resultó ser una innovación institucional en el sector financiero que mejoró la eficiencia en la gestión de las finanzas estatales y las deudas públicas. Bancos prominentes en sintonía con el gobierno incluyeron el Banco do Brasil (1850-1905), el Banco Nacional de Chile (1865-1893), el Banco Nacional de Argentina (1872-1890), el Banco Nacional de los Estados Unidos de Colombia (1881-1896) y el Banco Nacional de México (1884-hasta la actualidad).

Cada una de estas entidades tenían características diversas. Algunas eran de propiedad privada, como el Banco do Brasil, el Banco Nacional de Chile y el Banco Nacional de México, mientras que otras, como el Banco de la Nación Argentina, tenían participación estatal en su accionariado (Marichal, 1997). Estos bancos comerciales también colaboraban estrechamente con sus gobiernos, proporcionando crédito a las tesorerías y gestionando diversas cuentas públicas. No obstante, la emisión excesiva de billetes bancarios, algo común en la década de 1880, llevó a crisis bancarias en la siguiente década. Por ejemplo, en Argentina, la crisis bancaria de 1890/91, que coincidió con una crisis de deuda externa, duró un año y medio y tuvo un impacto devastador. Los dos mayores bancos estatales, el Banco Nacional y el Banco de la Provincia de Buenos Aires, quebraron, al igual que diez bancos regionales propiedad de los gobiernos provinciales. Esta crisis condujo al establecimiento del Banco

de la Nación Argentina, que no solo se convirtió en el mayor banco de la capital, sino que también estableció sucursales en prácticamente todas las ciudades importantes de provincia y en las grandes ciudades (Regalsky & Iglesias, 2017). Esto se debió al auge exportador de 1890-1914, pero también reflejó el éxito de la política muy prudente de los gestores del nuevo banco, que mantuvieron reservas metálicas muy elevadas para que no se repetiría una crisis financiera como la de 1890-1891.

En Brasil, durante el auge bursátil extraordinario de 1889-1891 conocido como el “Encilhamento”, la posición del Banco do Brasil se debilitó debido a la competencia creciente con dos grandes bancos que obtuvieron privilegios gubernamentales en la emisión de billetes. La rivalidad se intensificó cuando los dos bancos rivales, el Banco dos Estados Unidos do Brasil y el Banco Nacional, se fusionaron en 1890 para crear el Banco da República. En 1892, se desató un colapso financiero generalizado que resultó en la caída de muchas empresas antiguas y nuevas. Para restaurar la confianza en el crédito público y privado, se implementó un nuevo plan de reestructuración que condujo a la fusión del Banco do Brasil y el Banco da República. Finalmente, estas reformas dieron lugar a la reconfiguración del Banco do Brasil en 1905, convirtiéndolo en una institución dominante en la banca brasileña durante gran parte del siglo XX (Triner, 2000).

En Chile, la crisis bancaria siguió a la guerra civil de 1890-1891 y a la caída del gobierno de Balmaceda. También en este caso —y de forma sorprendentemente similar— el gobierno intervino para forzar la fusión de los tres mayores bancos en una institución dominante, el Banco de Chile, que asumiría varias de las funciones de un banco estatal, aunque continuaría siendo una empresa privada que continúa operando hasta nuestros días.

Los mencionados bancos latinoamericanos no tenían muchas similitudes con el Banco de Inglaterra de la época. Ahora bien, resultan más evidentes los paralelos en su estructura y organización con el Banco de España o, aún más, con el Banco de Francia, operando simultáneamente como bancos de Estado y bancos comerciales. A su vez, realizaban préstamos a sus respectivos gobiernos, manejaban las cuentas corrientes bancarias de los gobiernos y administraban aspectos importantes de la deuda externa. A fin de cuentas, una

revisión de la gran diversidad de sus operaciones induce a pensar que eran verdaderos *bancos universales*, además de ser bancos de gobierno. De hecho, buena parte de las operaciones de los grandes bancos nacionales en Latinoamérica solía realizarse con el sector privado, principalmente mediante el crédito de corto plazo otorgado a hacendados y casas comerciales, pero también a las empresas más importantes, ferroviarias, mineras e industriales. Es de particular interés señalar que en los casos de Argentina, Brasil y México los mayores bancos nacionales desempeñaron algunas funciones de “banca central” mucho antes de la creación de los bancos centrales como tales. Pero ninguno de estos grandes bancos “gubernamentales” se convirtió en banco central. Este tipo de innovaciones institucionales habrían de arribar más tarde.

A partir de la Primera Guerra Mundial (1914-1918) y el abandono del patrón oro en la mayoría de las naciones, regresó el desafío de la emisión de billetes bancarios inconvertibles, que aumentó de manera notable tanto en los países en guerra como en las naciones latinoamericanas, donde los déficits fiscales tendieron a expandirse, en parte por los desequilibrios en cuenta corriente como por la suspensión de las inversiones extranjeras.

Después del final del conflicto, el aumento de la inflación en casi todos los lugares incrementó las presiones por reordenar los sistemas bancarios y monetarios. En estas circunstancias, el director del Banco de Inglaterra, Montagu Norman, convenció al primer ministro del Reino Unido, David Lloyd George, para que convocara a la Conferencia Económica y Financiera en Génova en la primavera de 1922 (do Vale, 2021). Entre varios temas, discutidos por delegados de 34 naciones y apoyados por la flamante Sociedad de las Naciones, se enfatizó la necesidad de reducir la inflación, pero también se formularon propuestas para la creación de bancos centrales en Europa central y oriental a partir del derrumbe del Imperio Austrohúngaro y del Imperio Otomano (Holtfrerich et al., 1999).

En América Latina, las propuestas de la Sociedad de Naciones fueron recibidas con interés y en varias naciones comenzaron a discutirse posibles reformas en los respectivos congresos legislativos. Por otra parte, los banqueros estadounidenses condicionaron la emisión de préstamos en el mercado de Nueva York a la contratación de un asesor financiero estadounidense y a la adopción de sus

recomendaciones que, por lo general, eran muy similares a los lineamientos de la Sociedad de Naciones (Drake, 1989; Flores Zendejas, 2021). Esta práctica dio pie al surgimiento de los denominados *money doctors*, una especie de consultores internacionales que, en la práctica, actuaban como si ellos y su equipo fueran un organismo multilateral. El más conocido de estos fue Edwin Walter Kemmerer, un influyente economista nombrado profesor en la Universidad de Cornell y luego en la Universidad de Princeton (Gómez Betancourt, 2016). Kemmerer fue consultado por los gobiernos de México (1917) y Guatemala (1919), aunque sus misiones fueron especialmente influyentes en Colombia (1923), Chile (1925), Ecuador (1926), Bolivia (1928) y Perú (1930).

## II. Money doctors y los primeros bancos centrales

En la Tabla 1 se muestran los bancos centrales establecidos entre 1921 y 1939. En esta sección ofrecemos una narrativa sobre las principales motivaciones y los obstáculos con los que los gobiernos de la época debieron lidiar en los años de 1920, mientras que en la siguiente sección nos enfocaremos en los años de 1930.

### A. *El caso pionero: México*

Como se ha indicado, Kemmerer fue invitado a México en 1917 por el gobierno revolucionario, encabezado por Venustiano Carranza, quien deseaba un informe sobre las causas de la hiperinflación entonces en auge en México y las posibilidades de diseñar un banco público de emisión para controlar la volatilidad monetaria. Su intención consistía en reemplazar al Banco Nacional de México, que había sido dominante en el sistema bancario mexicano antes de 1915. Las primeras propuestas para establecer un banco central en México surgieron en ese año, durante un período crítico de luchas revolucionarias. Rafael Nieto presentó la primera propuesta llamada “Proyecto para la creación del Banco de México”. Esta propuesta abogaba por la creación de un banco de emisión único bajo control gubernamental, con contribuciones de capital tanto del sector público como privado. Además, se proponía la incorporación de los antiguos bancos emisores a esta nueva entidad, formando un monopolio financiero mixto (Uthoff López, 1998, pp. 100-101).

**Tabla 1.** Bancos centrales establecidos en América Latina entre 1921 y 1939

Promulgación de Ley (dd/mm/aaaa)	País	Nombre
09.03.1922	Perú	Banco de Reserva del Perú
<i>Reformado</i> 03.09.1931		Banco Central de Reserva del Perú
11.07.1923	Colombia	Banco de la República de Colombia
07.01.1925	México	Banco de México
22.08.1925	Chile	Banco Central de Chile
30.06.1926	Guatemala	Banco de Guatemala
04.03.1927	Ecuador	Banco Central de Ecuador
19.07.1928	Bolivia	Banco Central de Bolivia
19.06.1934	El Salvador	Banco Central de Reserva de El Salvador
28.05.1935	Argentina	Banco Central de la República Argentina
05.11.1936	Costa Rica	Banco Nacional de Costa Rica
08.07.1939	Venezuela	Banco Central de Venezuela

*Fuente:* Tamagna (1963), Flores Zendejas (2021) y páginas web de los respectivos bancos centrales.

En respuesta al interés de Carranza en diseñar el futuro banco central, Antonio Manero fue enviado en 1917 en una misión a Europa y América del Sur para estudiar el funcionamiento de diversos bancos emisores. Su informe, presentado en 1918, describió las modalidades bancarias en países como Argentina, Uruguay, Chile, Estados Unidos, Francia, Bélgica y Alemania (Manero, 1918). A pesar del entusiasmo inicial del presidente, las propuestas más detalladas para el banco central presentadas en 1917 y una nueva ley de instituciones de crédito en 1918 quedaron sin ratificar debido a cambios en condiciones políticas y económicas.

Tras la muerte de Carranza y la llegada de Álvaro Obregón al poder en 1920, se produjo un período de tres años caracterizado como el “impasse” del Banco Único de Emisión (Turrent Díaz, 1982, pp. 199-205). Bajo la presidencia de Plutarco Elías Calles (1924-1928), se llevaron a cabo reformas en el ámbito financiero, incluida la nueva Ley General de Instituciones de Crédito

redactada por Manuel Gómez Morín. Alberto J. Pani, Secretario de Hacienda, creó una comisión que diseñó la ley y estatutos del Banco de México, con la participación de Manuel Gómez Morín, Fernando de la Fuente y Elías de Lima (Trejo, 1921; Manero, 1926).

Finalmente, el 15 de agosto de 1925 se ratificó la Ley Constitutiva del Banco de México, otorgándole diversas funciones como emitir billetes, regular la circulación monetaria, supervisar cambios internacionales y tasas de interés, redescantar documentos mercantiles, manejar la Tesorería del gobierno y operar como banco de depósito y descuento (Turrent Díaz, 1982). El gobierno poseía el 98 % de las acciones y proporcionó recursos en metálico y propiedades a través de la Comisión Monetaria, que los había obtenido de bancos privados incautados desde 1915.

### ***B. Los bancos centrales en Guatemala y los países andinos***

El segundo país latinoamericano en contratar los servicios del profesor Kemmerer fue Guatemala. En 1919, el gobierno autoritario de Manuel Estrada Cabrera (1898-1920) lo contrató para estudiar las condiciones monetarias del país y hacer las recomendaciones que el caso ameritaba con el objetivo de emprender una reforma monetaria y reducir la inflación, que se había desbocado. Kemmerer sugirió un regreso al patrón de cambio oro, que sería garantizado por el establecimiento de un banco central responsable de retirar la masa de billetes inconvertibles previamente emitidos. Los derrocamientos sucesivos de los presidentes Estrada Cabrera y de Manuel Herrera pusieron estas propuestas en el congelador. Pero bastante pronto algunas de las medidas de Kemmerer se implementaron, comenzando en 1923 con la Oficina de Regulación de Cambios de Moneda. Después de varios retrasos, en noviembre de 1924 se estableció una nueva moneda nacional, el Quetzal, con un contenido de oro equivalente al del dólar estadounidense, pudiendo mantenerse un tipo de cambio estable hasta la suspensión del patrón oro en 1933. El tema del banco central resultó más polémico y hubo que esperar hasta el 30 de junio de 1926, cuando la Casa de Cambio se transformó en una institución—similar a un banco central— con derechos exclusivos sobre la emisión de billetes.

Al igual que en los casos de México y Guatemala, el camino hacia la creación de un banco central fue bastante azaroso en el caso de Colombia y marcado por circunstancias políticas y económicas cambiantes, en ocasiones dramáticas. Entre 1870 y 1880, el sistema bancario colombiano operó sin pánico bancario. A pesar de ello, este sistema concluyó en 1880 cuando el presidente de la República, Rafael Núñez, decidió establecer el Banco Nacional (1881-1896), bajo control gubernamental, con extraordinaria capacidad de emisión, lo que puso fin a la banca libre en sentido estricto. La nueva entidad no era rigurosamente un banco central, pues no servía como prestamista de última instancia a los demás bancos y, además, al menos en los primeros años, no tenía control sobre la oferta monetaria. El período 1880-1886 siguió siendo una era de banca múltiple en Colombia, ya que el Banco Nacional y los bancos comerciales siguieron emitiendo billetes convertibles a oro. Sin embargo, posteriormente comenzó a incrementarse la emisión de billetes inconvertibles por parte del Banco Nacional para cubrir los grandes déficits generados por el gobierno de Núñez, y finalmente se tornó incontrolable. Esta situación empeoró de manera dramática al desatarse la guerra de los Mil Días (1899-1902), que generó una hiperinflación alucinante.

Adolfo Meisel ha reconstruido en gran detalle los debates políticos y económicos en Colombia entre 1904 y 1920 sobre la conveniencia de crear nuevos instrumentos bancarios y monetarios (Meisel-Roca et al., 1990). En este período, el país logró estabilizar su sistema monetario y su economía, y disfrutó de un sólido crecimiento exportador basado en las exportaciones de café. A comienzos de la década de 1920, se aceleraron las reformas económicas para atraer préstamos del exterior, mejorar la infraestructura de transporte y establecer un sistema bancario más sólido y moderno. El presidente de la república, Pedro Nel Ospina (1922-1926), inicialmente solicitó autorización del Congreso para la creación de un banco central, pero los legisladores contestaron que el primer paso debía ser la contratación de una misión extranjera de expertos en finanzas. Como resultado, la llegada de una misión del profesor Kemmerer en 1923 contribuyó a acelerar las reformas que ya se discutían en los círculos políticos y empresariales en Bogotá. La fundación del instituto central en ese año se acompañó de la ratificación de otras innovaciones, como el establecimiento de una superintendencia de bancos privados, aumentos



impositivos y la creación de la Controlaría General para supervisar el ejercicio del presupuesto gubernamental. Pese al impacto posterior muy duro de la Gran Depresión en Colombia, estas instituciones han perdurado a lo largo del siglo XX y llegan hasta nuestros días (Drake, 1989; Sánchez Torres & Bedoya Ospina, 2017).

En Chile, al igual que en Colombia, se venían discutiendo numerosas propuestas para la creación de un banco central desde 1920, tanto en la legislatura como por parte del ejecutivo del gobierno. La administración encabezada por Arturo Alessandri (1920-1926) tuvo que sortear grandes dificultades políticas, especialmente en 1924 cuando fue expulsado de la silla presidencial por una junta militar que deseaba que revocara sus propuestas de políticas sociales favorables a las clases trabajadoras. No obstante, en 1925, gracias a una división en las filas militares, fue devuelto al poder ejecutivo y ese año supervisó la ratificación de una nueva constitución y también la creación del banco central, asesorada por Edwin Kemmerer.

En realidad, existió un amplio consenso en distintos sectores sociales que favorecieron la invitación al *money doctor* norteamericano para arribar con su misión de expertos fiscales y financieros con el objeto de llevar a cabo propuestas de reformas. Como señala Drake (1989), la presencia de Kemmerer permitió zanjar diferencias políticas entre liberales y conservadores. Al mismo tiempo, recibió el beneplácito del ejército, dirigido por el general Carlos Ibañez, quien estableció un pacto con Alessandri con tal de poner en marcha las reformas fiscales y financieras propuestas por Kemmerer. En agosto de 1925, se estableció una agencia para la estabilización de los cambios de moneda, el patrón oro y el Banco Central de Chile (Drake, 1989; Corbo & Hernández, 1997). Al mismo tiempo, Kemmerer propuso y logró que el ejecutivo aprobase la creación de varias agencias parecidas a las existentes en los Estados Unidos, en particular un contralor de la moneda —*Comptroller of Currency*—, una superintendencia nacional de banca y una controlaría para supervisar los presupuestos y, en particular, los ingresos públicos. A su vez, se ratificaron en ese año reformas impositivas, incluyendo aumentos de los impuestos directos sobre fortunas y propiedades, y se redujeron los impuestos sobre los nitratos exportados. De manera complementaria, se inició un plan para lograr un aumento muy considerable de los empréstitos externos negociados a través de la banca de Nueva York.

La experiencia financiera de Ecuador durante este período fue similar a la de Chile. La creación del Banco Central de Ecuador se logró en 1927, después de la instauración de un gobierno militar que surgió de la Revolución Juliana en 1925. Además de las luchas políticas, es crucial considerar los conflictos y las negociaciones entre diferentes grupos de bancos, especialmente los bancos dominantes en Guayaquil y aquellos más cercanos a las finanzas gubernamentales en Quito. Hasta 1924, el gobierno ecuatoriano acumuló deudas significativas con bancos en el puerto principal del país, Guayaquil, siendo el Banco Comercial y Agrícola uno de los más destacados (Drake, 1989). Debido a la difícil situación económica en la década de 1920, el gobierno recurrió a los bancos de Guayaquil para obtener créditos y adelantos a corto plazo. Estos bancos emitían billetes sin la obligación de respaldarlos con reservas equivalentes en oro, lo que les otorgó un gran poder. Entidades como el Banco Comercial y Agrícola llegaron a influir en la selección de ministros y la elección de diputados. Sin embargo, la situación fiscal empeoró notablemente en 1925 debido al crecimiento de las deudas gubernamentales (Naranjo Navas, 2017). En este contexto, el 9 de julio, bajo el liderazgo del General Francisco Gómez de la Torre, estalló una rebelión militar que derrocó al gobierno.

Las tensiones políticas y militares estaban relacionadas con el conflicto regional entre la Costa y la Sierra, que se acentuó a medida que los bancos de la costa se convirtieron en los principales prestamistas del gobierno central. En contraste, uno de los protagonistas clave en la rebelión contra los acreedores estatales fue el banquero Dillon, elegido para formar parte de la Primera Junta de Gobierno Provisional y ministro de Hacienda. Posteriormente, formó parte de la primera junta directiva del Banco Central del Ecuador y apoyó la disminución de la influencia de los bancos de Guayaquil en beneficio del gobierno central y los bancos de Quito (Naranjo Navas, 2017). En este contexto, el gobierno cerró el Banco Comercial y Agrícola y utilizó sus reservas para financiar la Caja Central de Emisión y Amortización, que se convirtió en parte fundamental del recién creado Banco Central de Ecuador, inaugurado en 1927. Esto se relacionó con la visita del profesor Kemmerer a fines de 1926, cuando el régimen militar lo convocó para proponer reformas financieras. Muchas élites ecuatorianas acogieron favorablemente la llegada del profesor estadounidense y sus colegas, creyendo que mejorarían las finanzas

públicas y atraerían inversiones y préstamos de Estados Unidos, lo que efectivamente sucedió entre 1927 y 1929 (Drake, 1989). Después de la partida de Kemmerer, una comisión de funcionarios y banqueros privados estableció las bases institucionales para la creación del banco central. A pesar de la oposición de algunos sectores de la oligarquía comercial y financiera de Guayaquil, el gobierno militar respaldó la nueva entidad e incluso alentó a los oficiales militares a invertir en el banco central (Drake, 1989). Uno de los argumentos era que el nuevo banco contribuiría a reducir la deuda pública, aunque irónicamente, como señala Naranjo Navas, el aumento del gasto militar generó una situación financiera crítica en Ecuador antes incluso del comienzo de la Gran Depresión (Naranjo Navas, 2017).

En el caso de Bolivia, la formación del banco central se distinguió en gran medida de otros países andinos, ya que se estableció directamente sobre la base de un banco existente, el Banco de la Nación Boliviana, fundado en 1911. Era un banco mixto con el 55 % de su capital en manos del gobierno y el resto en manos de particulares. Esto ocurrió poco después de que el gobierno se comprometiera a adoptar una especie de patrón oro, aunque la moneda local estaba vinculada a la libra esterlina a una tasa de 12.63 bolivianos por libra (Banco Central de Bolivia, 2015). Sin embargo, cuando el gobierno propuso una reforma bancaria en agosto de 1913, argumentó que el patrón oro "se estrelló fatalmente contra el billete múltiple que ha hecho del papel el único y obligatorio medio circulante" (Banco Central de Bolivia, 2015, p. 70). Los cuatro bancos entonces operativos en Bolivia emitían estos billetes. El poder ejecutivo deseaba establecer un billete único, por lo que el 1 de enero de 1914 promulgó una ley que otorgó al Banco de la Nación Boliviana (BNB) el monopolio de emisión por 25 años. Esta entidad financiera aprovechó su privilegio para aumentar la circulación de sus billetes y estableció numerosas sucursales regionales.

El BNB se había convertido en la entidad dominante en el pequeño mercado financiero boliviano, aunque no podía proporcionar al gobierno todos los fondos necesarios para cubrir sus déficits. Para ello se negociaron una secuencia de préstamos en Nueva York en los años de 1920 con diversas casas bancarias que llevaron la deuda externa del país a superar 60 millones de dólares a principios de 1927 (Marsh, 1928). Este era precisamente el momento

en que el presidente Hernando Siles invitó a Kemmerer a organizar una misión para impulsar una serie de reformas monetarias y bancarias. El momento era propicio, ya que la economía boliviana estaba prosperando debido al aumento de sus exportaciones, especialmente de estaño, del cual era uno de los productores más importantes a escala internacional, pero también de petróleo y diversos minerales. La economía y el gobierno sufrían porque las ganancias de las empresas de estaño —controladas por un puñado de poderosos capitalistas, como Simón Patiño, Carlos Victor Aramayo y Mauricio Hoschild— eran trasladadas mayoritariamente a cuentas en el exterior. Pero la fuga de capitales implicaba que no existían suficientes capitales en Bolivia para financiar las obras públicas que deseaba impulsar el gobierno o incluso para cubrir sus déficits anuales. De allí surgió un clamor para llevar a cabo reformas similares a las realizadas en Chile y Colombia.

La misión de Kemmerer llegó a La Paz a fines de marzo de 1927 e inmediatamente se puso en contacto con los miembros de la Comisión Fiscal Permanente, que supervisaba el pago de las deudas norteamericanas, y en la que ejercía una fuerte influencia la Embajada de los Estados Unidos. De todas maneras, Kemmerer y sus colegas también entrevistaron a representantes de todos los sectores económicos y sociales bolivianos, además de altos funcionarios y legisladores. Su misión recomendó la creación de un banco central, el mantenimiento de la estabilidad en cambios de monedas, una serie de reformas para el Tesoro, el establecimiento de una controlaría del gasto público, y una amplia gama de reformas fiscales. Durante el año siguiente el presidente Siles se movilizó para que se aprobaran todas las reformas propuestas, pero cuando encontró cierta oposición de parte de sectores del Congreso, impuso ley marcial y obligó a los legisladores a ratificar las leyes correspondientes.

El 20 de julio de 1928 se ratificó la ley para crear un banco central, lo que llevó a la transformación del Banco de la Nación Boliviana, inicialmente llamado Banco Central de la Nación Boliviana. El gobierno mantuvo un 62,5 % de la propiedad del banco y solo tenía derecho a nombrar dos miembros de una junta de nueve. Siguiendo la sugerencia de Kemmerer, el banco central operaba juntamente con la nueva Superintendencia de Bancos y Seguros, así como una autoridad de control. Se ratificó la adhesión al patrón oro y se fijaron las reservas obligatorias de metal en el nuevo banco central en un 50 %

de los billetes emitidos. Además, aparte de la moneda nacional, también se designaron a las libras esterlinas como moneda de curso legal. Finalmente, el 20 de abril de 1929, la institución adoptó su nombre definitivo, Banco Central de Bolivia, e inició sus operaciones el 1 de julio del mismo año.

### **III. La Gran Depresión y el papel de los bancos centrales**

El arribo de la Gran Depresión a América Latina se manifestó a través de diversas vías, que incluyeron el deterioro en los términos de intercambio, la caída en el volumen de exportaciones y la salida abrupta de capitales. Este último aspecto llevó a los bancos centrales a reaccionar de acuerdo con las pautas establecidas por el régimen de patrón oro. Inicialmente, aumentaron sus tasas de redescuento, que era su principal instrumento de política monetaria. A medida que la presión sobre el tipo de cambio continuaba, se introdujeron controles de cambio en prácticamente todo el subcontinente, con excepción de México, Perú, Guatemala, Haití y Panamá. La mayoría de los países también abandonaron el patrón oro y suspendieron la convertibilidad de sus monedas, comenzando por Argentina y Uruguay a fines de 1929, y Brasil en noviembre de 1930. Solo en algunos casos, en las economías más pequeñas de Centroamérica y El Caribe, mantuvieron la paridad de su moneda respecto al dólar, mientras que este último mantenía su convertibilidad con el oro (Bulmer-Thomas, 1987; Díaz-Alejandro, 1983). Sin embargo, la política deflacionista implementada tuvo un impacto severo sobre el crédito y la actividad económica, como lo demuestran diversos estudios, como el de Pierre (2015) para el caso de Haití o el de Helleiner (2014) para el caso de Cuba.

En varios países se registraron también contracciones severas de depósitos y del crédito, e incluso algunas corridas bancarias. Esto obligó a los bancos centrales, gobiernos y otras agencias públicas a intervenir. En la ciudad de México se registró un pánico bancario en agosto de 1931, poco después de la introducción de una reforma monetaria que causó incertidumbre sobre la capacidad de los bancos para garantizar la convertibilidad de los depósitos en oro. No obstante, el Banco de México brindó cierto apoyo tanto a los bancos asociados como a los no asociados, que eran la mayoría (Turrent Díaz,

2015; Wyman, 1983). En Argentina, el Banco de la Nación Argentina, que había estado fungiendo como prestamista de última instancia, también intervino en apoyo de sus bancos (Gómez, 2017). Según una nueva base de datos de los balances bancarios en ese país, Álvarez y Nodari (2023) señalan que existió una contracción importante de depósitos entre 1929 y 1931, aunque el comportamiento de los depósitos en los bancos extranjeros dependió en gran medida de los vaivenes de la crisis en Europa. En Brasil, el Banco do Brasil también apoyó al sistema bancario a través de su Departamento de Redescuento y Emisión, el CARED (Villela, 2017). En Perú, ya desde 1930, la quiebra del Banco del Perú y Londres tuvo un efecto considerable sobre la confianza en el sistema bancario (Pereyra, 2022; Quiroz, 1993).

Algunos bancos centrales participaron activamente en la recuperación económica una vez abandonado el patrón oro. Según Pérez Caldentey y Vernengo (2020), esta época marcó el inicio de una política monetaria más proactiva y contracíclica, que contrastaría con la década anterior. Para esto, fue necesario introducir una serie de reformas en sus estatutos. Los más significativos fueron la disminución de reservas respecto a la emisión monetaria y la mayor permisividad para incrementar el crédito al sector público, algo limitado durante años anteriores a la crisis. Estas medidas facilitaron la intervención de los bancos centrales para hacer frente a los efectos de la crisis. Algunos de ellos, como en los casos de Chile, Ecuador y Colombia, ampliaron los tipos de instrumentos financieros susceptibles para ser redescontados, introdujeron operaciones de mercado abierto, y disminuyeron el encaje legal.<sup>1</sup> En otros casos, los bancos centrales apoyaron la emergencia de bancos públicos y programas destinados a apoyar los sectores agrícolas e industriales. En Perú, por ejemplo, se estableció el Banco Agrario en 1931 con una reducción del capital del banco central. En Colombia, se estableció la Caja de Crédito Agrario en 1932. En México, se estableció el Banco Nacional Financiero en 1934 para fomentar la industrialización del país, y el Banco Nacional de Crédito Ejidal en 1935 (Flores Zendejas & Nodari, 2023).

---

<sup>1</sup> En 1936, el Banco de México también comenzó a utilizar el requerimiento de reservas. Véase Tamagna (1963, p. 22).

Tal como en la década previa, los *money doctors*, continuaron desempeñando un papel relevante. Las misiones lideradas por Kemmerer en América Latina culminaron con la creación del Banco Central de Reserva del Perú en 1931 (Vega & Zegarra, 2022). Un intento temprano de establecer un banco central en Perú había tenido lugar en 1922 con la fundación del Banco de Reserva del Perú (BRP), bajo la dirección de William W. Cumberland, otro doctor monetario. El ministro de hacienda Abraham Rodríguez Dulanto impulsó la creación del Banco de la Nación Peruana, basado en modelos de bancos de Argentina, Uruguay y Bolivia, mientras se negociaba un préstamo con banqueros estadounidenses para financiar la entidad. Sin embargo, el proyecto original fue reemplazado por uno conforme al modelo sugerido por los inversionistas estadounidenses, resultando en la fundación del Banco de la Nación en marzo de 1922 durante el segundo mandato del presidente Leguía (Monsalve Zanatti & Winkelried, 2022).

En enero de 1931, en medio de una crisis política, económica y bancaria, el gobierno peruano solicitó la asesoría de Kemmerer para enfrentar la situación (Pereyra, 2022). La presencia de Kemmerer condujo a la creación del Banco Central de la Reserva del Perú, sucesor del Banco de Reserva de Perú. Sin embargo, por la inestabilidad política de entonces, los resultados de esta misión tuvieron un impacto limitado. Posteriormente, bajo la iniciativa del Banco Central de Bolivia, se convocó la Conferencia de Bancos Centrales en Lima. Muchos bancos centrales, incluyendo este, habían sufrido pérdidas en el valor de sus reservas depositadas en el Banco de Inglaterra tras su abandono del patrón oro en septiembre de 1931. En esta conferencia participaron representantes de los bancos centrales de Bolivia, Ecuador, Chile, Colombia y Perú, así como de la Reserva Federal estadounidense, con Kemmerer actuando como observador. Entre las medidas recomendadas, se destacó el compromiso con el retorno al patrón oro, la intención de eliminar los controles de cambio, la necesidad de obtener financiamiento externo y la preservación de la autonomía de estas instituciones. Además, se sugirió la negociación con entidades extranjeras para asegurar el valor en oro de las reservas depositadas, incluso si el país receptor suspendiera el patrón oro.

Hubo otros casos en los que los doctores monetarios británicos tuvieron cierto protagonismo. Este fue el caso de El Salvador, donde Frederick Francis

Joseph Powell, del Banco de Inglaterra, participó activamente en el establecimiento del Banco Central de El Salvador en 1934. Esta institución surgió de la fusión de los bancos emisores de moneda existentes hasta entonces. Por otro lado, un doctor monetario local, Herman Max, del Banco Central de Chile, también actuó como asesor de los gobiernos de Costa Rica en 1936, Venezuela en 1939 y Nicaragua en 1941 para el establecimiento de sus propios bancos centrales (Tamagna, 1963). En el caso del banco de Costa Rica, este era un banco cuyo accionista principal era el gobierno, a diferencia de los modelos de banco mixto o banco privado promovidos por Kemmerer y más tarde también por Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra.

Fueron precisamente Brasil y Argentina quienes recibieron la visita de Niemeyer. En el caso de Argentina, su influencia en el establecimiento de su banco central ha sido motivo de debate. El gobierno argentino había contemplado la posibilidad de establecer dicha institución desde al menos 1872, aunque los debates parlamentarios se intensificaron durante la década de 1920 y especialmente después de la crisis de 1929 (Lorenzutti, 1996). Algunas publicaciones británicas y varios historiadores consideran que la visita de Otto Niemeyer sentó las bases del banco central cuyo funcionamiento comenzó en 1935. Sin embargo, el resultado final difirió significativamente del proyecto concebido por Niemeyer (Sember, 2018). Entre los objetivos principales del nuevo banco estaban concentrar reservas para mitigar las consecuencias de las fluctuaciones en las exportaciones e inversión extranjera sobre moneda, crédito y actividades comerciales, y regular la cantidad de crédito y medios de pago. El nuevo banco central asumió funciones como emisor único de moneda, una función que la Caja de Conversión había desempeñado desde 1891, y como prestamista de última instancia, algo que el Banco de la Nación Argentina también había ejercido en las décadas anteriores a la crisis.

En Brasil, la Cartera de Redescuento ya había estado llevando a cabo operaciones de redescuento junto con la Caixa de Movilización Bancaria en 1932, y al igual que en Argentina, se estableció un Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (Villela, 2017). Niemeyer abogó por la creación de un banco central que centralizara diversas funciones. En su análisis sobre las misiones inglesas en Brasil, Gambi (2020) sugiere que el gobierno brasileño desestimó las recomendaciones de Niemeyer debido a la falta de apoyo financiero por



parte de los banqueros ingleses y al diseño del banco central promovido por Niemeyer, que otorgaba un papel importante a los banqueros extranjeros en la implementación de la política monetaria.

Brasil no fue el único país donde los proyectos para establecer un banco central no pudieron concretarse. En Uruguay, el BROU siguió siendo la única institución emisora de billetes, aunque otras instituciones asumieron funciones de crédito y supervisión bancaria. A pesar de diversas iniciativas entre 1935 y 1939 para centralizar esas funciones en una sola institución, ninguna logró imponerse. No fue hasta 1965, después de un período de aumento inflacionario y una severa crisis bancaria, que se decidió centralizar las diversas funciones en una sola entidad (Baudean, 2017).

### **Conclusiones: la herencia de las primeras décadas**

A nivel global, los bancos centrales experimentaron varios cambios institucionales en los años de 1940, y algunos de estos fueron específicos para América Latina. En general, los bancos centrales asumieron un papel proactivo como agencias estatales o semiestatales integradas en el entramado institucional doméstico. Un ejemplo ilustrativo es el de Francia, donde Monnet (2018) sugiere que la política monetaria estuvo subordinada a la política crediticia del gobierno. A pesar de que la inflación se mantuvo en niveles moderados, Monnet (2018) señala que los bancos centrales fueron actores importantes en la definición de la política crediticia y, por ende, en las altas tasas de crecimiento de esas décadas.

Francia no fue el único caso donde el banco central participó en el financiamiento de sectores estratégicos (Singleton, 2011; Monnet, 2018). Una característica común de la política monetaria de los bancos centrales fue la prioridad dada al financiamiento gubernamental, lo que ha sido considerado inflacionario. En este sentido, el debate sobre este tipo de política monetaria ha sido señalado como causante de la inestabilidad monetaria y los altos niveles de inflación en América Latina a partir de los años de 1940. Sin embargo, Bértola y Ocampo (2013) han enfatizado que desde esos años y hasta la década de 1960, sólo cuatro países latinoamericanos tenían tasas de inflación mayores que el promedio mundial: Brasil y los tres países del Cono Sur. El

aumento inflacionario de los años de 1970 fue un fenómeno global, y los episodios de hiperinflación estuvieron relacionados con crisis políticas —como en Chile y Argentina—, principalmente en la década de 1980, reflejando más los efectos de la crisis de la deuda que siendo su causa directa.

Es importante destacar que, desde los años de 1930, tanto en América Latina como en otras regiones, se suscitaron debates sobre la conveniencia de introducir cambios en los mandatos de los bancos centrales tal como fueron concebidos en los años de 1920. En aquel entonces, los bancos centrales se establecieron para abordar las necesidades financieras y monetarias de la época. Sin embargo, desde la crisis de 1929 estas nuevas instituciones comenzaron a experimentar con otros tipos de instrumentos y estructuras para enfrentar los desafíos económicos, con resultados mixtos. Triffin (1944) criticó en su momento que los bancos centrales concebidos por Kemmerer y la Sociedad de Naciones eran instituciones que no correspondían a las realidades latino-americanas.

La forma, estructura y mandatos de los bancos centrales en América Latina han sido moldeados por paradigmas locales y necesidades específicas del subcontinente, aunque la influencia externa ha desempeñado un papel relevante, como lo demuestra la participación de los *money doctors*. Durante la década de 1940, se introdujeron una serie de reformas para reorganizar los bancos centrales en varios países como Guatemala (1945), Ecuador (1948), República Dominicana (1947) y Paraguay (1944 y 1952), entre otros. Estas reformas no solo incluyeron cambios en la propiedad de los bancos, pasando de mixta a gubernamental, algo común a nivel global, sino que también facilitaron la coordinación de la política monetaria con las políticas económicas del gobierno en turno. Además, los *money doctors* que habían sido relevantes en la década anterior continuaron desempeñando un papel importante durante los años de 1940. Principalmente representados por miembros de la Reserva Federal estadounidense, como David Grove, Robert Triffin y Henry Wallich, estos expertos influyeron en la creación y desarrollo de bancos centrales en la región. Por ejemplo, en Cuba, la misión estadounidense liderada por Harry Dexter White recomendó el establecimiento de un banco central dependiente del gobierno, con un mandato principal centrado en el desarrollo económico de la isla (Helleiner, 2014). En el caso de Paraguay, se estableció que el Banco

de Paraguay debía encargarse de operaciones monetarias, bancarias, de ahorro e hipotecarias. Aunque estas instituciones continuaron evolucionando, es evidente que las prioridades fueron notablemente diferentes a las experimentadas unas décadas antes.

### **Declaración de ética**

Este artículo no realizó trabajo con una persona o grupos de personas para la generación de datos empleados en la metodología, por tanto, no requirió ni obtuvo un aval de Comité de Ética para su realización.

### **Referencias**

- Álvarez, S., & Nodari, G. (2023). *Argentina Banking System in the Interwar Period: Stylized Facts in the Light of a New Database, 1925-1935* [documento de trabajo]. Asociación Española de Historia Económica. <https://ideas.repec.org/p/ahe/dtahe/2303.html>
- Banco Central de Bolivia. (2015). *Historia monetaria de Bolivia: Del período liberal 1875 al nuevo modelo económico 2013* (Vol. 1-2). Banco Central de Bolivia. <https://bibliotecadigital.bcb.gob.bo/xmlui/handle/123456789/1730>
- Baudean, M. (2017). El problema de la creación del Banco Central como organización autónoma en Uruguay. La discusión en los años 30 y los intentos de reforma entre 1940 y 1965. En C. Marichal & T. F. R. Gambi (eds.), *Historia bancaria y monetaria de América Latina (siglos XIX y XX): Nuevas perspectivas* (pp. 339-395). Editorial de la Universidad de Cantabria y Universidade Federal de Alfenas.
- Bértola, L., & Ocampo, J. A. (2013). *The Economic Development of Latin America Since Independence*. Oxford University Press.
- Bulmer-Thomas, V. (2003). *The Economic History of Latin America since Independence*. Cambridge University Press.

- Cerutti, M., & Marichal, C. (2003). *La banca regional en México, 1870-1930* (primera edición.). El Colegio de México y Fondo de Cultura Económica.
- Corbo, V., Hernández, L., & Parro, F. (2005). Institutions, Economic Policies and Growth: lessons From the Chilean Experience. *Documentos De Trabajo (Banco Central De Chile)*, 317, 1-74. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1160664.pdf>
- Díaz Fuentes, D., & Marichal, C. (1999). The Emergence of Central Banking in Latin America in The Early 20th Century. En C.-L. Holtfrerich, J. Reis, & G. Toniolo (eds.), *The Emergence of Central Banking from 1918 to the Present* (pp. 279-322). Ashgate.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1983). Stories of the 1930s for the 1980s. En P. Aspe Armella, R. Dornbusch, & M. Obstfeld, *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries* (pp. 5-40). University of Chicago Press.
- do Vale, A. (2021). Central Bank Independence, A Not So New Idea in The History of Economic Thought: A Doctrine in the 1920s. *The European Journal of the History of Economic Thought*, 28(5), 811-843. <https://doi.org/10.1080/09672567.2021.1908393>
- Drake, P. W. (1989). *The Money Doctor in the Andes: The Kemmerer missions, 1923-1933*. Duke University Press.
- Flores Zendejas, J. (2021). Money Doctors and Latin American Central Banks at the Onset of the Great Depression. *Journal of Latin American Studies*, 53(3), 429-463. <https://doi.org/10.1017/S0022216X21000444>
- Flores Zendejas, J. H., & Nodari, G. (2023). Latin American Experiments in Central Banking at the Onset of the Great Depression. En B. Eichengreen & A. Kakridis, *The Spread of the Modern Central Bank and Global Cooperation, 1919-1939* (pp. 320-351). Cambridge University Press.

- Gambi, T. F. R. (2020). Las misiones inglesas y la (no) creación de un banco central en Brasil (1924/1931). *Anuario IEHS: Instituto de Estudios históricos sociales*, 35(2), 199-220. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8074000>
- Gómez Betancourt, R. (2016). Edwin Walter Kemmerer (1875-1945). En G. Faccarello & H. Kurz (eds.), *Handbook on the History of Economic Analysis: Vol. I* (pp. 449-451). Edward Elgar Publishing.
- Gómez, M. (2017). El fin de la Caja de Conversión y el nacimiento del Banco Central. Argentina en la Gran Depresión, 1929-1935. En D. Díaz Fuentes, A. Hoyos Aparicio & Marichal Salinas (eds.), *Orígenes de la globalización bancaria: experiencias de España y América Latina* (pp. 381-410). Genuève.
- Goodhart, C. A. E. (1988). *The Evolution of Central Banks*. The MIT Press.
- Helleiner, E. (2014). *Forgotten Foundations of Bretton Woods: International Development and The Making of The Postwar Order*. Cornell University Press.
- Holtfrerich, C.-L., Reis, J., & Toniolo, G. (1999). *The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present*. Routledge.
- Lorenzutti, J. A. (1996). *Dinero, política y bancos. Historia del Banco Central de la República Argentina 1935-1995*. Universidad Abierta Interamericana.
- Manero, A. (1918). *Breve Memoria sobre el funcionamiento y organización de los principales bancos emisores en Europa y América; ms. Anexo al Informe presentado al C. D. Venustiano Carranza, con motivo de las Comisiones conferidas al autor en Europa y Sud-América* (Condumex, Fondo XXI (Venustiano Carranza), carpeta 126, legajo 14220.). Centro de Estudios de Historia de México.
- Manero, A. (1926). *El Banco de México: Sus orígenes y fundación*. F. Mayans.
- Marichal, C. (1997). Nation-Building and the Origins of Banking in Latin America, 1850–1930. En G. Kurgan-Van Hentzenryk, A. Teichova, & D. Zieger (eds.), *Banking, Trade, and Industry. Europe, America and Asia*

- from The Thirteenth Century to The Twentieth Century* (pp. 339–358). Cambridge University Press.
- Marichal, C. (2021). *El nacimiento de la banca en América Latina: Finanzas y política en el siglo XIX* (primera edición). El Colegio de México, Centro de Estudios Históricos.
- Marsh, M. A. (1928). *The Bankers in Bolivia; A Study in American Foreign Investment*, Vanguard Press.
- Meisel-Roca, A., Ortega-Acosta, F. J., Ibáñez-Nájar, J. E., López, A., Gómez-Restrepo, H. J., & Lombo-Vanegas, M. (1990). El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura. In *RepEc: bdr: bdrlib:1990-07*. Banco de la República de Colombia.
- Monnet, E. (2018). *Controlling Credit: Central Banking and The Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*. Cambridge University Press.
- Monsalve Zanatti, M., & Winkelried, D. (2022). Los inicios de la banca central en el Perú: El Banco de Reserva del Perú. En M. Vega & L. F. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la política monetaria de Perú* (Vol. 1, pp. 45-84). Banco Central de Reserva del Perú.
- Naranjo Navas, C. P. (2017). Fundación del Banco Central del Ecuador. En C. Marichal & T. F. R. Gambi (eds.), *Historia bancaria y monetaria de América Latina (sglos XIX y XX). Nuevas perspectivas* (pp. 397-428). Ediciones Universidad Cantabria.
- Pereyra, C. (2022). La gran depresión, la misión Kemmerer y la creación del Banco Central de Reserva del Perú (1929-1939). En M. Vega & L. F. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la Política Monetaria de Perú: Vol. I* (pp. 85–122). Banco Central de Reserva del Perú.
- Pérez Caldentey, E., & Vernengo, M. (2020). Heterodox Central Banking in the Periphery. En S. Battilossi, Y. Cassis, & Y. Kazuhiko (eds.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology* (pp. 953-980). Springer.

- Pierre, G. (2015). *La crise de 1929 et le développement du capitalisme en Haïti: Une perspective de longue durée et une conjoncture perdue*. Les Éditions du CIDIHCA.
- Quiroz, A. W. (1993). *Domestic and Foreign Finance in Modern Peru, 1850-1950: Financing Visions of Development*. Macmillan y St. Antony's College.
- Regalsky, A. M., & Iglesias, M. (2017). Entre la inestabilidad y el orden. El sistema bancario argentino entre 1890 y 1930. En C. Marichal, D. Díaz Fuentes, & A. Hoyo Aparicio (eds.), *Orígenes de la globalización bancaria. Experiencias de España y América Latina*. Genuève Ediciones y El Colegio de México.
- Sánchez Torres, F. J., & Bedoya Ospina, J. G. (2017). La danza de los millones y la gran depresión en Colombia, 1923-1931. En Historia del Banco de la República, 1923-2015 (pp. 25-84). Banco de la República de Colombia. <https://repositorio.uniandes.edu.co/handle/1992/8642>
- Sember, F. (2018). Challenging a Money Doctor: Raúl Prebisch vs Sir Otto Niemeyer on the Creation of the Argentine Central Bank. En *Including a Symposium on Latin American Monetary Thought: Two Centuries in Search of Originality* (Vol. 36C, pp. 55-79). Emerald Publishing Limited.
- Singleton, J. (2011). *Central Banking in The Twentieth Century*. Cambridge University Press. Tamagna, F. M. (1963). *La banca central en América Latina*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Trejo, F. (1921). *El Banco único de emisión y las demás instituciones de crédito en México*.
- Triffin, R. (1944). Central Banking and Monetary Management in Latin America. En S. E. Harris (ed.), *Economic Problems of Latin America* (pp. 41-68). McGraw-Hill.
- Triner, G. D. (2000). *Banking and Economic Development: Brazil, 1889-1930*. Palgrave. Turrent Díaz, E. (1982). *Historia del Banco de México*. Banco de México.

- Turrent Díaz, E. (2015). *Historia del Banco de México: Vol. I y II*. El Banco de México.
- Uhthoff López, L. M. (1998). *Las finanzas públicas durante la Revolución: El papel de Luis Cabrera y Rafael Nieto al frente de la Secretaría de Hacienda*. Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.
- Vega, M., & Zegarra, L. F. (2022). *Historia del Banco Central y la Política Monetaria de Perú, vol. I*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Villela, A. (2017). Las funciones de banca central antes del banco central: El caso del Banco de Brasil. En D. Díaz Fuentes, A. Hoyos Aparicio & C. Marichal Salinas (eds.), *Orígenes de la globalización bancaria: experiencias de España y América Latina* (pp. 437-457). Genuève.
- Wyman, D. L. (1983). *Crisis and control in the Mexican economy, 1929-1940*. Harvard University.



## **Reseña**

---





# Junta Directiva del Banco de la República: Grandes episodios en 30 años de historia<sup>1</sup>

Gloria E. Valencia C.<sup>a</sup>

El proyecto de reforma al Banco de la República fue una de las iniciativas económicas más importantes que estudió la Asamblea Nacional Constituyente en 1991. Aunque la propuesta de emprender un cambio económico tan significativo no estaba en los planes iniciales de los promotores de la Constituyente, el momento sí fue visto como una gran oportunidad por quienes, desde antes de la reforma constitucional, soñaban y aspiraban con la total autonomía del Banco de la República.

Inicialmente, la Asamblea Constituyente se reuniría para reformar la Constitución solo en diez temas, y no para expedir una nueva Carta Política. Pero el 9 de octubre de 1990, la Corte Suprema (sentencia S-138), consideró que no se podía limitar la facultad soberana del pueblo, por tanto, habría campo para expedir una nueva Constitución y regular todo lo que se quisiera. Esta trascendental decisión cambió el panorama y alentó a Francisco Ortega, entonces gerente del Banco de la República, a considerar la posibilidad de impulsar una reforma.

De tiempo atrás, dentro y fuera del Banco emisor, muchos pensaban que la Junta Monetaria, que existía desde 1963, era la mayor distracción que impedía bajar la inflación y, en este orden, consideraban importante una reforma que incluyera crear una nueva autoridad monetaria independiente como parte de un nuevo banco central.

La Asamblea Nacional Constituyente fue vista, entonces, como una ventana de oportunidad que no podía dejarse pasar. Sin duda, fue un acierto que el proyecto se lograra incorporar dentro del paquete de iniciativas que apoyaría el gobierno del presidente César Gaviria en los debates de la Constituyente.

<sup>1</sup> El presente texto constituye un resumen de la obra de Valencia (2021). Próximamente, se publicará una segunda edición de esta obra, bajo la asociación entre el Banco de la República y el sello Aguilar, de Penguin Random House.

<sup>a</sup> *Gloria E. Valencia*: investigadora y escritora independiente.

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a355177>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Sin embargo, el camino que se emprendía no sería fácil. Las reuniones internas en el Banco de la República para elaborar el anteproyecto de ley que pudieran llevar a la Asamblea Constituyente se hicieron en absoluta reserva. La mayoría de las veces tenían lugar en la sede de la institución, a la medianoche, pues no querían que se llegase a filtrar, antes de que el presidente Gaviria lo conociera. En noviembre de 1990, Francisco Ortega le entregó el documento al primer mandatario, para incluirlo en las propuestas de reforma constitucional que el Gobierno estaba confeccionando con todos sus asesores para discutirse en la Constituyente.

El presidente César Gaviria también estaba convencido de la importancia del cambio en la banca central, tendencia que se estaba imponiendo en todo el mundo. Además, porque había evidencia estadística de que la autonomía de los bancos centrales coincidía con menores tasas de inflación, sin afectar el crecimiento de mediano plazo.

El entonces ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, duro crítico de la Junta Monetaria y de las funciones del Banco de la República, compartía la necesidad de introducir cambios al papel que debía desempeñar el banco central. Aunque Ortega y Hommes compartían la visión de un banco central independiente, tenían serias diferencias en otros asuntos de gran trascendencia. Por ello, en la elaboración del proyecto de reforma al Banco de la República no faltaron los roces y las tensiones que el presidente Gaviria supo manejar.

El proyecto se discutió en dos comisiones diferentes de la Asamblea Constituyente. El ministro de Hacienda defendió sus posiciones en la tercera, dedicada a los asuntos de Gobierno Nacional y Congreso, donde contó con el apoyo de destacadas personalidades de la política y la economía. Entre tanto, el Banco de la República se concentró en la Comisión Quinta dedicada a los asuntos económicos, sociales y ecológicos. Aunque Francisco Ortega no tenía mucha influencia política, sí consiguió hacer un gran trabajo de convencimiento entre las distintas bancadas, sin tener que asistir a las sesiones.

En resumen, el primer proyecto de reforma partió de la iniciativa de Ortega, pero fue el presidente César Gaviria quien tomó la decisión de incluirlo en el temario presentado a la Asamblea Constituyente. Aunque si bien adoptó la propuesta, el jefe de Estado era partidario de algunas modificaciones.

El 4 de julio de 1991 la Asamblea Nacional Constituyente terminó su tarea y el 7 de dicho mes se promulgó la nueva Constitución. El capítulo de banca central autónoma fue incorporado en el título XII (Del Régimen Económico y de la Hacienda Pública), como capítulo 6 que incluye 3 artículos (371, 372 y 373).

Promulgada la nueva Constitución, la cuestionada Junta Monetaria, que había sido creada 28 años atrás, cesó sus funciones. Sesionó por última vez el 26 de junio de 1991, dándole paso a la naciente Junta Directiva del Banco de la República

### **Nace la junta independiente**

Uno de los cambios más profundos de la reforma al Banco de la República fue crear la Junta Directiva independiente como máxima autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Pero un segundo aspecto vital fue elevar al plano constitucional la composición de dicha junta, en temas específicos como el período legal de permanencia de sus miembros, el número de directores que tendría, la autoridad encargada de su designación y el esquema de rotación.

El artículo 372 de la Carta Política señala que la Junta Directiva del Banco de la República estará conformada por siete miembros: el ministro de Hacienda, quien la preside; el gerente general del Banco (elegido por la Junta Directiva) y cinco miembros de dedicación exclusiva, nombrados por el presidente de la República para períodos prorrogables de cuatro años, pudiendo reemplazar dos de ellos a mitad de su período de gobierno.

Con esto se buscó reforzar el espíritu de independencia de la Junta Directiva y evitar los riesgos de una posible injerencia política en la selección de los codirectores. Pero llegar a esta decisión no fue fácil. El tema tuvo fuertes discusiones en los debates de la Constituyente. De hecho, se plantearon otras alternativas.

La presencia del gobierno en la Junta Directiva fue otro asunto de gran discusión. En una versión inicial del proyecto (trabajado dentro del Banco) se excluía la representación del Gobierno Nacional. El gerente Francisco Ortega pensaba que de esta manera se daría total independencia a la nueva corporación. Por el contrario, Rudolf Hommes, proponía que el ministro de Hacienda

presidiera la junta, tesis que finalmente se impuso. El presidente César Gaviria era partidario de buscar mecanismos de coordinación entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional, lo que justificaba la presencia del ministro de Hacienda en la junta. Francisco Ortega cedió en este punto. Cabe señalar que muy pocos bancos centrales en el mundo tienen al ministro de Hacienda en su junta.

La decisión de que el gerente general del Banco de la República fuera elegido por la Junta Directiva, y no por otra autoridad, fue objeto de un intenso debate en la Asamblea Constituyente. Valga anotar que el modelo adoptado por Colombia es excepcional, pues en la mayoría de los países el presidente de la República tiene entre sus facultades la elección del director del banco central, frecuentemente con la ratificación del Congreso.

La norma señaló que los miembros de dedicación exclusiva y el gerente general tendrán períodos fijos de cuatro años, prorrogables dos veces, con lo que pueden permanecer hasta doce años en el cargo. Dos de los cinco miembros de dedicación exclusiva son reemplazados por el presidente de la República una vez haya transcurrido la mitad de su mandato gubernamental.

El esquema de rotación no ha estado exento de críticas. Desde aquellos primeros años algunos analistas advirtieron que la facultad de nombrar dos miembros de dedicación exclusiva, en adición al ministro de Hacienda, podría llevar a que el presidente de la República tuviera algún grado de influencia sobre tres de los siete votos de la Junta Directiva. E incluso, el balance podría ser aún más favorable para el gobierno si renunciara uno de los codirectores antes de su período. Nuevamente, Colombia es relativamente excepcional en esta área, pues en muchos países se nombra por un periodo fijo (e.g. 12 años).

Pero acerca de la designación de los miembros de la Junta Directiva hay que reconocer que los presidentes de la República han mostrado su preocupación por escoger profesionales competentes, de amplia trayectoria y prestigio profesional. Esto se ha ratificado durante estos años de autonomía e independencia. En la mayoría de las veces los miembros de Junta Directiva han llegado a esta instancia en una etapa alta del desarrollo de sus carreras. Fuera de las calidades técnicas y humanas que han mostrado, también se han fogueado en diferentes faenas de la vida económica del país.

Lo cierto es que la elección de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República se ha convertido en un asunto muy importante en la política económica del país.

### **Tareas iniciales de una junta de grandes quilates (1991-1994)**

Para que el nuevo Banco de la República comenzara a operar con autonomía e independencia se requería de una Junta Directiva de gran carácter y muchos quilates. Era clave, entonces, que aquella primera designación recayera en personas con amplia trayectoria profesional y reconocido peso técnico, e incluso político, para que ganara respeto desde el inicio.

Al presidente de la República, César Gaviria, le correspondió nombrar a los primeros cinco codirectores. Claramente, fue una excepción, pues la nueva Carta Política determinó que un mismo gobierno no podría elegir a todos los integrantes (solo dos miembros en la mitad de cada mandato presidencial), para no llegar a constituir mayoría y poner en riesgo la independencia de la Junta Directiva. Fue así como el 25 de julio de 1991 el gobierno designó a los economistas Carlos Ossa, Miguel Urrutia, Roberto Junguito, María Mercedes Cuéllar, y al abogado Néstor Humberto Martínez. Esta sería una junta de carácter temporal, mientras se cumplían los trámites del proyecto de Ley orgánica del Banco que desarrollaría lo establecido en la Constitución. Los otros dos integrantes de la corporación eran Francisco Ortega, gerente general del Banco de la República, y Rudolf Hommes, ministro de Hacienda, quien, además, actuaría como presidente de la junta. Reunir en aquella primera Junta Directiva a tan destacados profesionales resultó un gran acierto, algo que ha sido probado cuando se mira la historia en perspectiva.

Según la Carta Política (artículo transitorio número 51), la nueva Junta Directiva, además de asumir las funciones tradicionales de la Junta Monetaria, también tendría a su cargo la dirección y ejecución de las tareas del Banco de la República, mientras se dictaba la ley orgánica que desarrollaría lo dispuesto en la Constitución.

En su condición de junta provisional, este equipo directivo ejerció funciones durante año y medio, hasta la expedición de la Ley 31 del Banco de

la República, a finales de 1992. Después de la Constitución de 1991, esta ley especial es el hecho más significativo de la reforma institucional del Banco de la República. En ella se reafirmó su autonomía e independencia y se precisó, con mayor detalle su función de banca central.

El proyecto de ley especial del banco se discutió en el Congreso entre marzo y diciembre de 1992. Era un gran momento, pues todo el legislativo estaba sintonizado con la modernización de la economía colombiana.

A comienzos de 1993, cuando la Ley 31 entró en vigor el presidente Gaviria nombró a la nueva Junta Directiva en propiedad, para lo cual ratificó a los miembros que venían en funciones para un período fijo de cuatro años, comenzando desde febrero de 1993. Al tiempo, designó como nuevo integrante al economista Óscar Marulanda, pues Néstor Humberto Martínez renunció en diciembre de 1992 para ir al Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Pero al tiempo, se produjo una noticia inesperada. Francisco Ortega renunció a la Gerencia General del banco, por lo que había que escoger su reemplazo. Por primera vez la Junta Directiva asumía esta función que le asignó la nueva Constitución.

El proceso para elegir al sucesor de Francisco Ortega se cumplió el 19 de febrero de 1993, resultando elegido el codirector Miguel Urrutia, lo que obligó al gobierno a llamar a un nuevo miembro de Junta. Dado el equilibrio partidista que había, se pensó que debía ser un conservador para que ocupara la silla que dejaba Urrutia. El gobierno se decidió por el entonces subdirector del DNP (Departamento Nacional de Planeación), Hernando José Gómez.

Rápidamente habría otro cambio importante e inesperado. A finales de mayo de 1993, el codirector Carlos Ossa renunció a la Junta por el escándalo que provocó la dosis de marihuana encontrada en su maleta, cuando viajaba a Venezuela. Muchos analistas de prensa fueron implacables con Ossa y le increparon por no comportarse con responsabilidad y a la altura de la dignidad del cargo que ostentaba. Aunque contó con el apoyo de sus colegas de Junta, e incluso del gobierno, después de una citación al Congreso resolvió renunciar.

Para mantener la diversidad en la Junta, el gobierno decidió nombrar a alguien de izquierda. El ministro Hommes propuso a Salomón Kalmanovitz,



un economista de primer orden, pero de formación marxista clásica, que nunca había ocupado un cargo público y que pocos veían en la Junta de la banca central.

Esta fue la primera junta de notables a la que le esperaban grandes retos en su función de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. De acuerdo con Hommes, el gobierno tomó el riesgo de nombrar a pesos muy pesados para que pudieran actuar con independencia y autonomía, lo que se evidenció luego, cuando se presentaron los primeros roces con el ministro de Hacienda por el control de la inflación.

En el despegue de sus funciones, la nueva Junta Directiva del Banco de la República se enfrascó en profundas discusiones de carácter técnico. Las reuniones se realizaban cuatro y cinco veces al mes, y allí se analizaban varios documentos de trabajo preparados para la Junta Directiva. Uno de los grandes debates, cuando se discutía el diseño de la política monetaria, tuvo que ver con los títulos que servirían para realizar las operaciones en el mercado monetario (OMA). El tema era muy importante, pues se trataba de uno de los instrumentos con los cuales la Junta Directiva haría política cambiaria y monetaria para regular la liquidez en el mercado, en su función de velar por la estabilidad de la moneda.

Dentro de las discusiones técnicas para el diseño de la política monetaria, el encaje fue otro de los instrumentos que generó discusiones dentro de la nueva junta. Al tiempo que se estudiaba el tema en la corporación, entraba en vigor, tanto en Colombia como internacionalmente, la política de liberalización del sector financiero y la idea de que la tasa de interés a 1 día, y no la cantidad de dinero, debería servir como el instrumento único de política del banco. Así las cosas, los encajes eran materia de debate en todo el mundo.

El control a las tasas de interés (en mayo de 1992) fue la primera medida de carácter extremo que tomó la Junta Directiva temporal. El tema dividió a los integrantes de la naciente Junta Directiva. Partidarios del control eran el ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, y los codirectores María Mercedes Cuéllar, Néstor Humberto Martínez y Carlos Ossa. En la otra orilla estaban el gerente general, Francisco Ortega, y los codirectores Roberto Junguito y Miguel Urrutia, quienes consideraban que no era una forma eficiente para

reducir las tasas activas. Si bien causó gran ampolla en algunos agentes económicos, también permitió mostrar la independencia de la Junta Directiva como autoridad monetaria y crediticia. La decisión probó la autonomía del banco y ratificó que dentro de esta primera junta había unos pesos muy pesados.

Los debates técnicos, como era de esperarse por la calidad de los miembros de junta, fueron a veces álgidos y generaron tensiones, pero siempre se buscó el propósito de construir una banca central independiente para la cual habían sido llamados.

Transcurridos los primeros tres años de la nueva Junta Directiva, y cuando terminaba el período presidencial de César Gaviria, el periódico *El Tiempo* (17 de julio de 1994) entrevistó al ministro de Hacienda Rudolf Hommes, quien estuvo en el cargo durante los cuatro años de gobierno. En este reportaje Hommes dijo algo que ilustra bastante bien lo que fue, en el arranque de la banca central, el foco de mayor tensión entre la Junta Directiva y el gobierno: “El Banco es muy independiente. Es bueno que allí esté el ministro de Hacienda porque balancea el manejo económico, ya que el Emisor tiene poca responsabilidad política, en cambio el ministro la tiene toda. El objetivo no es sólo bajar la inflación, sino que eso sea compatible con las proyecciones de crecimiento, el aumento del gasto y las prioridades del gobierno”. De sus declaraciones se desprende que el mencionado dilema, que enfrenta la inflación y el crecimiento de corto plazo, ya era un dolor de cabeza y motivo de tensión entre gobierno y Junta Directiva. Hoy se sabe que un banco central con total credibilidad puede bajar la inflación a cualquier nivel deseado sin ningún costo en términos de crecimiento. También se sabe que puede reducirse la inflación sin afectar el crecimiento de mediano y largo plazo.

### **Momentos difíciles para la política monetaria y cambiaria (1994-1998)**

En la transición del gobierno de César Gaviria al de Ernesto Samper, el país vivía una fuerte agitación política, motivada por el escándalo de los narcos casetes, conocidos al día siguiente de la elección del nuevo mandatario de los colombianos. En lo económico había cierto escepticismo en algunos sectores, pues el ganador en los comicios, el candidato liberal Ernesto Samper, no

compartía el modelo de desarrollo implementado en la anterior administración y se oponía a muchas reformas económicas en curso.

También, en la transformación al Banco de la República había sido un duro crítico de algunos de los cambios aprobados en la Asamblea Constituyente, como el hecho de no darle al Gobierno el manejo cambiario. En esta posición el presidente Samper planteaba las observaciones del constituyente Guillermo Perry, quien siempre fue partidario de que el gobierno tuviese el manejo cambiario y el banco el monetario. Hoy sabemos que el manejo monetario y el cambiario están íntimamente ligados (i.e. la llamada trilogía imposible), por lo que hubiese sido indeseable separar las funciones entre el gobierno y el banco.

En aquel momento de cambio de gobierno, algunos codirectores temían que se planteara una reforma constitucional que le regresara al Gobierno Nacional un mayor control sobre la Junta Directiva del Banco de la República. Hay quienes pensaban, por ejemplo, que el gobierno llegaría con presiones sobre el banco central para acelerar la devaluación del peso. La masiva entrada de capitales de los últimos años había generado una fuerte revaluación que estaba ocasionando muchos problemas y gran malestar en varios sectores productivos.

Bajo el gobierno Samper, la Junta Directiva del Banco de la República estaría presidida por el ministro de Hacienda, Guillermo Perry. Le correspondía presidir aquella junta que había sido nombrada íntegramente por el gobierno anterior, y que no tenía afinidad con el que llegaba. Esto determinó que la relación entre el ministro y los codirectores del banco no fuera propiamente un camino de rosas.

Tan pronto como fue nombrado ministro, Perry propició un encuentro informal con la Junta Directiva del Banco de la República. El propósito era tener un primer contacto con los codirectores e intercambiar ideas que ayudaran a mejorar la futura coordinación de la política económica, un tema que le inquietaba desde su paso por la Constituyente. Su mayor inquietud se centraba en la revaluación del peso y el gran déficit en la cuenta corriente (se acercaba al 6 % del PIB), lo que consideraba muy riesgoso para el país. Del amistoso encuentro salió una especie de acuerdo sobre la conveniencia de coordinar la política monetaria y la fiscal, lo que hacía pensar que la relación entre el gobierno y el banco comenzaría bien, por lo menos desde el punto de vista técnico. Pero no se desarrollaría propiamente así.

La Junta Directiva comenzó a presionar al ministro, señalándole que el ajuste fiscal debería ser mayor al inicialmente previsto por el gobierno. Les preocupaba a los miembros de la corporación que la inflación se ubicara en el 22,7% en el año completo (hasta julio de 1994), por lo que se requerían medidas adicionales para cumplir la meta del 19% prevista para ese año.

El momento más tenso de la relación se presentó a finales de 1994, a raíz de la masiva entrada de capitales (se creía que, en algo, eran ataques especulativos) que estaba presionando fuertemente el piso de la banda cambiaria, lo cual el banco trataba de contener comprando divisas. Los codirectores sabían las dificultades que enfrentaban al tratar de conciliar las políticas monetaria y cambiaria, además de los efectos que podría traer la defensa a ultranza de la banda cambiaria. Para Guillermo Perry romper el compromiso de sostener la banda minaba la credibilidad del Banco de la República ante el público. Y bajar el piso de la banda, como se hizo, era aceptar la revaluación de la tasa de cambio que estaba teniendo lugar.

La banda cambiaria se ajustó dos veces hacia abajo, en una decisión que no estuvo acompañada por el ministro de Hacienda, pues prefería utilizar otros instrumentos (como medidas para control de la cartera y topes por la vía administrativa a las tasas de interés) antes de mover hacia abajo el piso de la banda. Lo cierto es que no logró convencer a sus colegas de junta. El presidente Ernesto Samper tampoco ocultó su inconformidad con la decisión de la junta de mover el piso de la banda, lo cual consideró unilateral y con grave incidencia en el sector exportador.

Después del malestar que dejó en el gobierno la movida de la banda cambiaria, se presentaron otras controversias que volvieron a enfrentar al ministro Perry con la Junta Directiva, entre ellas, por las tasas de interés.

Finalmente, el 27 de abril de 1996 Perry se retiró del gobierno y al despedirse de la Junta Directiva llamó la atención sobre la necesaria coordinación del Gobierno Nacional con el banco central, no solo en el campo económico o financiero sino en el político, dado que, señalaba, el ejecutivo debe asumir responsabilidades políticas de las decisiones económicas.

A comienzos de 1997, estando al frente de la cartera de Hacienda José Antonio Ocampo, el gobierno decretó el Estado de Emergencia Económica

y Social, bajo el argumento de que se necesitaban medidas urgentes para enfrentar el deterioro de la situación fiscal y la persistente revaluación del peso. La decisión sorprendió a los colombianos, pero extrañó aún más a la Junta Directiva del Banco de la República, pues no se le consultó oficialmente la medida, a pesar de que el gobierno justificaba la emergencia, ante todo, por razones cambiarias, tema que es del resorte de la corporación. Varios codirectores expresaron su disgusto y llegaron a señalar que la declaratoria del Estado de Excepción le hacía daño a la credibilidad del banco.

La Emergencia Económica generó un gran debate en el país. No porque se desconocieran los problemas mencionados, que eran graves y reales, sino porque, a diferencia del gobierno, había quienes consideraban que los males eran crónicos y no hechos sobrevinientes.

La Corte consultó la opinión de los miembros de la Junta Directiva sobre los argumentos expuestos por el gobierno para justificar la emergencia. Los magistrados concluyeron que en ninguno de los temas que sirvieron de base para la emergencia, como el asunto cambiario y la situación de las finanzas públicas, eran problemas nuevos y se habrían podido solucionar con medidas ordinarias. Así las cosas, las medidas que se adoptaron al amparo del Estado de Excepción dejaron de aplicarse a partir del 11 de abril de 1997.

Al inicio de dicho año, el gobierno haría los dos cambios de ley que ordenaba la Constitución. Ya el presidente Samper había designado a un codirector, pues en agosto de 1996 renunció María Mercedes Cuéllar. La economista y primera mujer en ocupar un asiento en esta importante corporación decidió retirarse, pues tenía intenciones de lanzarse a la política. Su anuncio no cayó bien entre sus colegas, ya que abrió un espacio para que el presidente Ernesto Samper nombrara un nuevo codirector, antes del tiempo que le correspondía por norma constitucional. Para reemplazarla, el gobierno designó a Antonio Hernández Gamarra, quien había estado en la cartera de Agricultura.

Los dos movimientos que debía hacer el gobierno despertaron máximo interés en la opinión pública. ¿Por quién se decidiría el presidente Samper? Algunos analistas del momento especulaban con la salida de los codirectores que habían sido grandes contradictores del gobierno, y que habían tenido relaciones más tirantes con los ministros Perry y Ocampo. En este orden, el

primero en la lista sería Óscar Marulanda, como efectivamente sucedió. Para reemplazarlo, el presidente nombró a Luis Bernardo Flórez, quien en la Secretaría Económica de la Presidencia había trabajado el tema de productividad. Samper creía que la participación del sector real era muy importante en la junta.

Muchos se preguntarán, ¿por qué no retiraron a Roberto Junguito el más duro crítico del gobierno Samper y de su plan económico? Los consultados de aquella época piensan que le tenían respeto y reconocían su trayectoria académica y peso político. Algunos observadores creen que la decisión de mantenerlo tuvo que ver, entre otras razones, con el enfrentamiento entre Ernesto Samper y Andrés Pastrana, pues retirarlo hubiera sido objeto de una lectura revanchista que habría atizado aún más la hoguera política del momento

El siguiente nombramiento fue mucho más complejo. El ministro José Antonio Ocampo quería llevar a la Junta Directiva a Leonardo Villar, su viceministro técnico de Hacienda y a quien conocía bien. Ocampo asegura que quería conservar en la Junta el balance de juventud y gran experiencia, y dado que Leonardo Villar y Hernando José Gómez eran contemporáneos, le tocaría “sacrificar” a este último.

Más allá de la recomposición de la Junta Directiva, asunto de gran importancia, cabe destacar que en aquel cuatrienio (1994-1998) los efectos de la crisis política sobre la economía propiciaron intensas discusiones dentro de la autoridad monetaria.

En aquella época, también preocupaba que desde el gobierno se pudiera impulsar una reforma que retrocediera lo dispuesto por la Constitución de 1991. También, inquietaba que una propuesta en tal sentido encontrara eco en el Congreso, donde había fervientes contradictores del nuevo Banco de la República, de su Junta Directiva y de la forma como ejercía la política monetaria. En esos primeros años, varios proyectos de ley que contemplaban algún cambio en las funciones del banco tuvieron su origen en el Legislativo, aunque no lograron avanzar.

A mediados de 1995 se sintió la real amenaza. Una propuesta (promovida por el ministro Perry) para reformar la Ley 31, estaba en camino. La noticia cayó como un baldado de agua fría sobre los miembros de la Junta Directiva,

quienes se enteraron por los medios de comunicación de aquella posibilidad. La idea de promover cambios en los objetivos o en la estructura del Banco de la República siguió rondando durante este cuatrienio. A mediados de 1996, un proyecto de acto legislativo se abrió paso en el Congreso. Una de las propuestas pretendía modificar la Constitución para introducir dentro de las funciones del presidente de la República la facultad de señalar el régimen de cambios internacionales.

Aunque durante el cuatrienio 1994-1998 no se concretó una reforma al Banco de la República, la verdad es que la Junta Directiva sí se mantuvo alerta ante cualquier asomo de proyecto que limitara su independencia.

Ahora bien, la inflación fue un dolor de cabeza para la administración Samper y por supuesto para la Junta Directiva. El debate por el incumplimiento de la meta se daba con fuerza en la prensa, y sobre el banco recaían duras críticas de los analistas, del mercado y del Congreso de la República. A los codirectores les preocupaba la situación, pues esto podría llevar a la pérdida de credibilidad en el banco central. Si bien todos los codirectores reconocían que las tasas de interés se encontraban altas, sostenían que, para estimular la actividad económica, como esperaba el gobierno, se necesitarían bajas sustanciales, situación que no veían viable en esa coyuntura de alta inflación.

La meta de inflación del 18 %, fijaba para 1995, no se cumplió. La variación del índice de precios al consumidor (IPC) fue del 19,46 % aquel año. Para 1996 la Junta Directiva volvería a intentarlo. Se acordó como meta el 17 %, aunque algunos codirectores hubieran querido algo más bajo, e incluso endurecer la política monetaria. Al gobierno, por el contrario, le preocupaba el objetivo trazado porque la economía comenzaba a dar muestras de desaceleración. Al terminar 1996, el año más duro de la crisis política que enfrentaba la administración Samper debido al proceso 8.000, nuevamente se incumplió la meta de inflación. Esta vez se superó el objetivo en más de cuatro puntos porcentuales: fue del 21,63 %.

En un ambiente tenso, la determinación de la meta de inflación para 1997 fue motivo de grandes discrepancias con el gobierno Samper. El ministro de Hacienda, José Antonio Ocampo, consideraba que la Junta Directiva debería fijarse un objetivo creíble y que estuviera de acuerdo con las proyecciones de

crecimiento económico de los distintos modelos. Finalmente, la Junta Directiva informó que la meta de inflación para 1997 sería del 18 %. La decisión de establecer esta meta no cayó bien en la Casa de Nariño. El ministro de Hacienda les dijo a sus colegas de junta que el presidente de la República consideraba que esa meta era difícil de lograr, sin sacrificar el crecimiento económico.

Pero esta vez la quinta fue la vencida. En 1997 la variación del IPC fue del 17,68 %, es decir, por primera vez se cumplió la meta. Desde hacía más de una década las autoridades económicas no enfrentaban una inflación inferior al 20 % con posibilidades de continuar reduciéndola hasta alcanzar niveles de un dígito, como se esperaba.

En noviembre de 1997, la Junta le informó al país que la nueva meta de inflación para 1998 (año de cambio de gobierno) sería del 16 %. Esta vez fue una decisión unánime. Algunos codirectores lamentaron que no se incluyera el compromiso, por parte de la Junta Directiva, de disminuir la inflación a un dígito antes del próximo siglo. En 1998, la inflación se situó en un 16,7 %. El ideal de bajarla a un dígito se lograría en 1999.

En el período 1994-1998 la Junta dedicó profundos debates al estudio de los indicadores, modelos e instrumentos que permitieran anticipar el comportamiento de la inflación. Algunos codirectores sostenían que los agregados monetarios eran buenos indicadores líderes de la inflación y debían continuar siendo el centro de la atención de las autoridades. Pero, para otros, era mejor la tasa de interés, instrumento que en ese momento comenzaban a utilizar muchos bancos centrales, y en particular, aquellos que habían adoptado el esquema de inflación objetivo. José Darío Uribe, en ese momento subgerente de Estudios Económicos, era gran impulsor de esta alternativa. El gerente Urrutia lo había enviado a Suecia a aprender sobre estos nuevos esquemas.

El robo a la sucursal del Banco de la República en Valledupar, ocurrido entre el 16 y 17 de octubre de 1994, fue uno de los momentos más críticos e inesperados que enfrentó la naciente banca central independiente. Los ladrones asaltaron las bóvedas de la sede vallenata y sustrajeron COP24.072 millones en billetes de 2.000, 5.000 y 10.000, lo que, por su magnitud, pasó a llamarse el robo del siglo XX en Colombia. Fueron alrededor de USD33 millones del momento. Durante varios días la gente cargaba en sus bolsillos su



propia tabla con los números de serie de los billetes sustraídos para evitar que alguno cayera en sus manos, pues, como se había anunciado, no tenían valor. Cabe anotar que este no era un lío exclusivo del gerente general como representante legal del banco. La Junta Directiva tenía competencia, pues como miembros de dedicación exclusiva los codirectores hacían parte del Consejo de Administración, órgano superior de la administración del Banco de la República. El suceso dejó lecciones importantes.

### **Inflación de un dígito y retos para llegar a la libre flotación cambiaria (1998-2000)**

La Junta Directiva del Banco de la República que sesionó a lo largo del período presidencial de Andrés Pastrana Arango enfrentó temas muy complejos, en medio de un escenario de dificultades políticas y económicas.

Durante este cuatrienio (1998- 2002) hubo que lidiar con la peor recesión económica hasta ese momento de la historia del país; con una profunda crisis financiera unida al colapso del sistema UPAC y a la crisis internacional que comenzó en Rusia; con un grave deterioro fiscal; con fallos de la Corte Constitucional que tuvieron enorme impacto social y económico, y hasta con el malestar ciudadano y la dura crítica del Congreso contra el Banco de la República. Todo ello en medio de un convulsionado escenario internacional.

Para el banco central colombiano fue un momento trascendental por la toma decisiones de gran impacto como la eliminación de la banda cambiaria, el giro hacia la inflación objetivo, el estreno de la facultad de banquero de última instancia y la negociación de un acuerdo con el FMI (Fondo Monetario Internacional).

Tan pronto llegó al poder, muy rápidamente, el gobierno Pastrana sacó el espejo retrovisor para probar que la crisis económica y muchos otros problemas, que heredaba, habían germinado en la administración Samper Pizano. Por supuesto, para los codirectores del Banco de la República que habían sido parte de ese gobierno liberal la crítica resultaba más que incómoda, injusta. El primer reajuste en la Junta Directiva durante el gobierno Pastrana se precipitó por la salida de Roberto Junguito, al ser designado representante de Colombia ante el FMI, cargo que asumió el 1 de octubre de 1999.

Para reemplazarlo, el presidente Pastrana nombró al conservador Sergio Clavijo, quien se desempeñaba como viceministro técnico de Hacienda, cartera que estaba bajo la dirección de Juan Camilo Restrepo Salazar. Como venía del Viceministerio de Hacienda, Clavijo llegaba a la Junta Directiva muy bien informado de los grandes temas que se discutían en ese momento, como la eliminación de la banda cambiaria y la nueva estrategia monetaria de inflación objetivo que pudiera mantener inflaciones de un dígito. Además, hacía parte del equipo de gobierno que negociaba en Washington el acuerdo con el FMI.

Con la crisis política que enfrentó el gobierno Pastrana, cuando iba en la mitad de su mandato, llegaron nuevas caras al gabinete ministerial. Una de ellas fue la del liberal Juan Manuel Santos, nuevo ministro de Hacienda, en reemplazo de Juan Camilo Restrepo a quien le había correspondido enfrentar lo más severo de la crisis de aquella época.

En cuanto llegó a la cartera Santos hizo célebre su anuncio de que seguirían meses de sudor y lágrimas. Su relación con la Junta, en los dos últimos años de la administración Pastrana Arango, fluyó con facilidad. Algunos codirectores dicen que las tensiones ya habían bajado, pues lo más duro de la crisis financiera y de la recesión estaba llegando a su fin. Su estilo conciliador también ayudó a la coordinación entre el gobierno y la junta. Cuando se acercó la hora de realizar los dos cambios que le correspondían al gobierno, Pastrana decidió retirar a dos de los codirectores nombrados por el presidente Ernesto Samper; esto es, a Luis Bernardo Flórez y a Antonio Hernández. Sacar a quienes eran considerados los más caracterizados samperistas fue interpretado por muchos analistas de la prensa como una decisión evidentemente política, por las consabidas diferencias entre los dos jefes políticos. Flórez y Hernández apenas completaban el primer período de cuatro años que les permitía la ley. Para su reemplazo, el presidente designó, en febrero de 2001, al economista Fernando Tenjo Galarza y al ingeniero civil Carlos Caballero Argáez.

Este período significó también la última elección de Miguel Urrutia como gerente general del Banco de la República. Fue una fácil elección. Para todos era claro que había que darle continuidad a la gerencia. Así las cosas, fue reelegido gerente general para el período que iniciaría el 4 de enero de 2001 y terminaría el 3 de enero de 2005.

La crisis financiera de finales del siglo XX y las estrategias que se utilizaron para conjurarla hacen de este período uno de los más interesantes en la historia reciente del Banco de la República. Fue una época de enormes desafíos para la Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Con ocasión de la crisis, el Banco de la República usó las facultades de prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, una de las funciones más importantes para ayudar a la estabilidad financiera y preocupación de toda banca central. El banco central puede otorgar liquidez a un banco privado que carezca de ella, siempre y cuando sea solvente. Lo que no puede es otorgar liquidez a un banco privado insolvente.

Pese a los esfuerzos de la Junta Directiva para responder a la coyuntura, un sector de la opinión pública, incluidos analistas económicos y miembros de la clase política, cuestionaron muchas de las decisiones que se adoptaron, considerando que no fueron adecuadas. Incluso, algunos plantearon que llegaron a ser contraproducentes. En este orden, hay que decir que ciertas voces calificadas responsabilizaron a la Junta Directiva de agravar la frágil situación de los establecimientos de crédito y los del sector real con la defensa que hizo de la banda cambiaria (1998-1999), lo que elevó las tasas de interés a niveles no vistos. Otros llegaron a culpar al banco por los cambios que durante años sufrió la UPAC (atar la corrección monetaria a las tasas de interés), lo que desajustó el sistema de financiación de vivienda, hasta que colapsó. Ciertamente fue desafortunado que el banco elevara fuertemente las tasas de interés, para defender la banda cambiaria y que, al mismo tiempo, el UPAC se reajustara con las tasas de interés y no con el IPC como en el pasado.

En justicia y balance hay que señalar que para algunos otros la dura crítica fue desproporcionada. Para llegar a una conclusión sobre el acierto o no de las decisiones hay que considerar en el análisis los otros factores y circunstancias que se presentaron en aquellos difíciles años, como las tres crisis simultáneamente (como mencionan Urrutia y Llano): una crisis en el sistema financiero, una crisis en el sistema UPAC, y una crisis internacional. Hay que tener en cuenta, por ejemplo, que el deterioro del sector financiero se dio en el marco de esa crisis internacional que redujo los recursos externos al país y puso una mayor presión cambiaria sobre Colombia. Y debe reconocerse también que la Junta Directiva del Banco de la República activó todos los instrumentos que

tenía como prestamista de última instancia y permitió a los intermediarios acceder a recursos.

En 1999 la Junta Directiva tomó una de las decisiones más trascendentales en materia de política económica. El 25 de septiembre de aquel último año del siglo XX, la autoridad monetaria abandonó el sistema de banda cambiaria que existía desde enero de 1994 y lo reemplazó por uno de libre flotación del tipo de cambio.

Adoptar el sistema de flotación cambiaria no era una decisión fácil de tomar. Abandonar la banda se veía peligroso. Los codirectores temían que el peso se devaluara más de lo previsto, con gravísimas consecuencias para todos los endeudados en dólares, tanto en el sector privado como público (muchas empresas se verían afectadas en su posibilidad de pago). La devaluación abrupta sucedida en el sureste asiático y en México era un buen ejemplo de lo perjudicial que podía resultar para el caso colombiano.

Sin embargo, por fortuna, no hubo la devaluación abrupta que tanto se temía. En parte porque la banda había “saltado” hacia arriba en varias oportunidades en el pasado. Se dio una breve reacción al alza que no se prolongó más de una semana. Luego, el tipo de cambio comenzó a descender. Mirado con el paso del tiempo, todo salió bien. Michel Camdessus, director gerente del FMI durante trece años, felicitó a Colombia por lograr una flotación cambiaria más tranquila y exitosa entre las que registró el organismo.

Finalmente, al concluir el siglo XX se registró uno de los hitos más importantes en la historia de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria independiente: se logró bajar la inflación a un dígito, proceso al cual contribuyó (en grado que es materia de discusión de los economistas) la profunda recesión del último año del siglo pasado. Ello, sin duda, permitió reducir sustancialmente las expectativas de inflación de largo plazo en el país y, junto con el nuevo esquema de inflación objetivo, mantener una inflación baja y estable en las décadas posteriores. Ello, por supuesto, también tiene efectos redistributivos benéficos, siendo la inflación el impuesto más regresivo imaginable.

En noviembre de 2001 la Junta Directiva dio otro paso trascendental en la nueva estrategia monetaria, al determinar que la meta de largo plazo que se

adoptaría en el futuro sería del 3 %, algo que en la práctica solo se logró desde 2010 en adelante. La corporación consideró que ese nivel sería equiparado en adelante con la “estabilidad de precios”. La consolidación del esquema de inflación objetivo es uno de los mayores logros de la institución.

### **Reelección, tensiones por la revaluación y la respuesta a una crisis global (2002-2010)**

Cuando comenzó el nuevo siglo el Banco de la República se alistaba para iniciar su segunda década como institución autónoma e independiente. Para la autoridad monetaria, sería este un decenio de grandes desarrollos, importantes ajustes y evidente evolución técnica. Fue también un período rico en eventos. Se oficializó el esquema de inflación objetivo, uno de los cambios estructurales más trascendentales en la orientación de la política monetaria. En este esquema se utiliza la tasa de interés como el principal instrumento de la política monetaria, la tasa de cambio flota, y se asigna un papel prioritario a las expectativas de los agentes económicos. Por ello el Banco trata permanentemente de ilustrar sus proyecciones a 1 y 2 años.

Al final de la primera década del siglo XXI se logró la convergencia hacia una meta de largo plazo de 3 %, con un rango entre 2 % y 4 %. También, se consolidó el régimen de libre flotación cambiaria y se diseñó el esquema de intervención del Banco de la República en el mercado de divisas. Fueron años de aprendizaje y mejoras apreciables en los modelos de proyección y en la afinación de los instrumentos de intervención monetaria y cambiaria.

Además de los hechos económicos mencionados, en el nuevo siglo ocurrió otro evento político de interés histórico para el Banco de la República y su Junta Directiva. Durante este período el país estrenó la reelección presidencial inmediata, con lo cual el presidente Álvaro Uribe Vélez, quien había sido elegido en 2002, pudo aspirar a un segundo mandato en las elecciones de mayo de 2006. Tras este cambio constitucional surgió la preocupación por el efecto que tendría sobre el Banco de la República, pues se alteraría el sistema de rotación de los miembros de la Junta Directiva, tal como se estableció en la reforma de 1991.

La composición de la Junta Directiva del Banco de la República varió de manera sustancial entre 2002-2010, período durante el cual gobernó el presidente Álvaro Uribe. A lo largo de estos ocho años, en diferentes movimientos y por distintas razones, nueve profesionales se integraron al grupo directivo.

Al presidente Uribe le correspondió designar a más miembros de dedicación exclusiva que a sus antecesores. Esto, como resultado de la reelección presidencial, pero también por la renuncia voluntaria de dos codirectores. Así, nombrados por este gobierno llegaron a la junta del banco Juan José Echevarría (2003), Carlos Gustavo Cano (2005), Juan Mario Laserna (2005), Juan Pablo Zárate (2009) y César Vallejo (2009). Por otro lado, el presidente Uribe tuvo tres ministros de Hacienda: Roberto Junguito (2002-2003), Alberto Carrasquilla (2003-2007) y Óscar Iván Zuluaga (2007-2010), lo cual significa que la Junta Directiva del Emisor contó con tres presidentes en ocho años. De igual forma, durante este período hubo cambio en la Gerencia General del banco. A finales de 2004 se eligió a José Darío Uribe para reemplazar a Miguel Urrutia, que cumplió el máximo tiempo de permanencia en la corporación (doce años en total). Nótese, entonces, cómo a lo largo de los dos cuatrienios, que coincidieron con el arranque del nuevo siglo, se presentó una renovación de la junta por fuera de lo habitual. Sin duda, fue un movimiento bastante particular, y no menos interesante lo fueron las anécdotas que rodearon cada nombramiento.

En su primera intervención como presidente electo, el 26 de mayo de 2002, Álvaro Uribe Vélez sorprendió al país al mencionar la necesidad de revisar la cartilla del Banco de la República. Nadie se esperaba semejante anuncio, ni siquiera sus asesores más cercanos, pues como candidato no había hecho alusión a ese asunto.

Una parte de la tecnocracia del país, con preocupación, se preguntó cuál sería el alcance de aquellas palabras. En especial, si afectase la autonomía e independencia del Banco de la República y de su Junta Directiva. Otros analistas, con menos prevención, interpretaron lo dicho por el futuro presidente como un llamado para que la autoridad monetaria hiciera más esfuerzos por impulsar el empleo y el crecimiento económico. Con el correr del tiempo se

constató que las intenciones de Uribe no fueron más allá de buscar una mayor coordinación entre el gobierno y el Banco de la República. También mostró una gran reocupación con la fuerte revaluación de la tasa de cambio real de 2002, que se produjo en parte por el éxito de las políticas adoptadas durante su gobierno. Sin embargo, si bien se mantuvo la independencia de la Junta Directiva, hay quienes opinan que, con su particular estilo de gobernar, quiso influir en las decisiones de la autoridad monetaria, lo que generó malestar dentro y fuera del banco. Sus constantes reclamos públicos al Emisor sonaron a chocantes presiones del Ejecutivo. Pero hay que decir que, a raíz de aquellas palabras sobre la revisión a la cartilla, tomaron nuevos vuelos las habituales críticas contra el Banco de la República de parte de voceros en el Congreso.

Por aquella época surgieron varias propuestas del Legislativo relacionadas con cambios al papel del Banco de la República. Por ejemplo, en el trámite del Referendo que convocó el presidente Uribe (como parte de la gran reforma política que buscaba modificar algunos artículos de la Constitución) el Partido Liberal propuso una serie de medidas de competencia del Emisor. Algunos congresistas de esta colectividad sugirieron una emisión monetaria dirigida a la generación de empleo y la utilización de un porcentaje de las reservas internacionales para prepagar deuda. Por supuesto, la iniciativa cayó muy mal en el banco. En la sesión de Junta Directiva del 4 de octubre de 2002 los miembros de la corporación rechazaron la idea de una emisión, pues consideraban que podría crear desconfianza en los mercados internacionales.

Como se mencionó antes, la revaluación del peso ocupó un lugar preponderante entre las preocupaciones del presidente Álvaro Uribe durante sus dos períodos de gobierno. Las angustias del jefe de Estado, por este fenómeno cambiario, estuvieron a punto de ocasionar en su primera administración (2002-2006) un cambio súbito en las reglas del juego económico y de generar un traumatismo institucional en el país. El hecho en mención ocurrió a finales de 2004, cuando el gobierno consideró tomar una medida de emergencia que le permitiría al Ejecutivo imponer una tasa de cambio o modificar el régimen cambiario, materia de competencia del banco central. Aunque la medida extrema no se concretó, alertó a los codirectores del Banco de la República y a la tecnocracia del país, para quienes el simple hecho de considerarla fue un desafío a la institucionalidad del país por parte del Ejecutivo. Este epi-

sodio, que por fortuna no pasó a mayores, refleja las grandes tensiones y duros pulsos que hubo entre la Casa de Nariño y la Junta Directiva del Banco de la República por el manejo cambiario en una época de persistente revaluación. Sabemos que cuando existen flujos de capital el Banco no puede adoptar una política monetaria autónoma si el gobierno determina el nivel de la tasa de cambio (la llamada trilogía imposible).

### **Inflación de largo plazo y desafíos por el desplome del petróleo (2010-2018)**

En el año 2011 la Junta Directiva del Banco de la República cumplió sus primeros 20 años de vida como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y con independencia frente al gobierno. Para aquel entonces ya se había consolidado el esquema de inflación objetivo, el desarrollo más importante de la política monetaria, orientado a alcanzar y mantener la inflación baja y estable y un crecimiento de la economía cercano al “potencial”. Las expectativas de inflación estaban ancladas. La meta de inflación largo plazo establecida en 3 % se había cumplido en 2009 y para el futuro se había fijado el rango de control entre el 2 % y 4 %. El Banco de la República ya se había probado con éxito en su función constitucional de prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, lo que se presentó con ocasión de la crisis financiera local de 1998-1999 y la global de 2008.

Se puede concluir que las dos primeras décadas de vida de la nueva banca central colombiana fueron de constante evolución y valioso aprendizaje, en medio de grandes desafíos. Fruto del esfuerzo realizado en aquellos primeros años, y de muchos de un manejo adecuado de la economía, el Banco de la República se consolidó, según algunas encuestas, como la institución estatal independiente que generaba mayor confianza entre los colombianos.

El período 2010-2018, que corresponde a las dos etapas de la administración de Juan Manuel Santos, fue de contrastes en materia económica, lo que exigió nuevos esfuerzos de la autoridad monetaria. El 20 de agosto del año 2010, el ministro de Hacienda, Juan Carlos Echeverry, presidió por primera vez la Junta Directiva del Banco de la República. En sus dos años en que dirigió la cartera (se retiró en 2012) lo acompañaron el grupo de codirectores:



Juan José Echavarría, Carlos Gustavo Cano, Fernando Tenjo, César Vallejo y Juan Pablo Zárate. José Darío Uribe era el gerente general.

Durante los ocho años de gobierno Santos, la economía se movió entre la abundancia y la estrechez, lo que exigió diversas acciones de política por parte de la Junta Directiva para mantener la inflación baja y estable y ayudar a la estabilidad macroeconómica. Cabe recordar que, como consecuencia del sistema de reelección presidencial, la composición de la junta que actuó en aquellos años varió de manera sustancial. A lo largo de los dos cuatrienios, el presidente Juan Manuel Santos nombró cinco codirectores de dedicación exclusiva: Adolfo Meisel (para la silla que dejaba Juan José Echavarría, quien salía por máximo tiempo cumplido); Ana Fernanda Maiguashca (en reemplazo de Fernando Tenjo, quien también completó los doce años permitidos por ley); Gerardo Hernández (por Carlos Gustavo Cano quien cumplía tres períodos como codirector); José Antonio Ocampo (en reemplazo de César Vallejo) y Carolina Soto, quien entró al final del gobierno Santos, para ocupar la posición que dejó Meisel tras su renuncia voluntaria.

Cuando se cumplió la última rotación de ley, correspondiente al segundo mandato de Santos (a comienzos de 2017), el gobierno quedó, teóricamente, con mayoría. De los siete integrantes de la corporación, cuatro de dedicación exclusiva habían sido escogidos por el presidente de la República en ejercicio, a los que se sumó el representante del gobierno en la junta, es decir, el ministro de Hacienda, para aquel momento, Mauricio Cárdenas. Los otros dos miembros eran Juan Pablo Zárate (venía de la anterior administración) y el gerente general Juan José Echavarría, quien fue elegido en 2016, para suceder a José Darío Uribe quien cumplió los doce años que le permite la ley al frente de la gerencia general.

Al inicio del gobierno Santos, la coyuntura económica presentaba un elemento complicado para la Junta Directiva del Banco de la República. La fuerte revaluación del peso que tantos dolores de cabeza había producido a la administración Uribe, continuaba. A septiembre de 2010 el peso colombiano era una de las monedas latinoamericanas más apreciadas frente al dólar. El tema comenzó a desvelar también al presidente Santos. Un mes después de asumir funciones, el mandatario expresó públicamente su inquietud respecto a la situación cambiaria.

Aunque durante su mandato Santos evitó las críticas públicas al Emisor, un estilo contrario al que caracterizó a su antecesor Álvaro Uribe, en aquella ocasión ante los exportadores aprovechó para enviarle un mensaje a la autoridad monetaria: “Le pedimos a la Junta Directiva del Banco de la República que sea más audaz y creativa al tomar medidas para frenar la revaluación, y apoyaremos y tendremos una relación muy coordinada con el banco para que esas medidas puedan ser efectivas”, señaló.

Pero esa coordinación no sería una tarea fácil. El ministro de Hacienda, Juan Carlos Echeverry, mantenía serias diferencias conceptuales con la Junta Directiva del Banco de la República por el papel que debía desempeñar como autoridad cambiaria. Eso generaba fuertes tensiones. “Debíamos corregir la actitud cambiaria y tener un manejo como Perú. Yo no decía que peleáramos contra el mercado, pues nadie le va a ganar. Lo que pensaba era que tuviéramos una actitud como ellos”, dijo Echeverry, tiempo después. El ministro sostenía que para entender el comportamiento de la tasa de cambio y enfrentar el problema, había que enfocarse en variables micro. En otras palabras, sostenía que era necesario conocer muy bien el mercado donde intervienen personas y empresas con todo tipo de transacciones en dólares. En este orden, la apreciación del peso, provocada por la avalancha de dólares que entraban al país, podría enfrentarse con más acierto desde lo micro, y no enfocados exclusivamente en lo macro, como pensaba que era la visión de los técnicos del Emisor. Por ello, el Ministerio de Hacienda conformó un equipo de profesionales, en especial expertos financistas y conocedores de los mercados y sus artimañas (menos macroeconomistas puros), que seguían los movimientos paso a paso de las emisiones de bonos, endeudamientos en dólares o monetizaciones de divisas. Para algunos, Echeverry quería fortalecer el área técnica del Ministerio de Hacienda para contrarrestar los argumentos cambiarios del Banco de la República y su equipo, con quienes tenía profundas diferencias.

Sin duda, el tema de la intervención cambiaria era el asunto que más dividía a la Junta Directiva y, por supuesto, también el que más polémica generaba. La preocupación particular de la corporación no era defender un nivel de tasa de cambio, pues había consenso entre los codirectores que el régimen cambiario de libre flotación era el más conveniente para el país. Más bien, el ministro Echeverry proponía combatir las oscilaciones de corto plazo y evitar revaluaciones de corto plazo.

Por otro lado, alcanzar el llamado nivel de estabilidad de precios y consolidarlo después fue el logro más importante de la política monetaria en la segunda década del presente siglo. La inflación fue del 2,0% en 2009, por lo que a finales de dicho año la Junta Directiva del Banco de la República le anunció al país que la meta de inflación para el año siguiente sería del 3%, es decir, el objetivo de largo plazo al que se había previsto llegar en 2011. Como quien dice, se adelantaron los planes. Para los codirectores de la época las condiciones que presentaba la economía permitían esperar que, en lo sucesivo, la inflación se ubicara en promedio alrededor del 3%, nivel que facilitaría las decisiones de política monetaria y generaría grandes beneficios para los colombianos.

En efecto, entre 2010-2020 la inflación osciló alrededor de dicha meta de largo plazo. Solo en cuatro años de ese período se apartó del rango establecido entre el 2% y 4%. En dos ocasiones (2015 y 2016) estuvo por encima del límite superior (con 6,77% y 5,77%, respectivamente) y en otras dos (2013 y 2020) por debajo del piso (1,94% y 1,61%).

A mediados de la segunda década del siglo XXI ocurrió uno de los incidentes económicos más complejos para el manejo de la política monetaria. La economía recibió varios choques de enorme impacto, que exigieron de la mayor coordinación entre el gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República. El precio del petróleo se desplomó a finales de 2014, mientras que el de otros bienes básicos exportados, como café, níquel y carbón, disminuyó fuertemente. Este comportamiento del sector externo generó una desaceleración del crecimiento económico y puso en serios problemas las finanzas públicas.

La inflación, en parte impulsada por la devaluación del peso, causada a su vez por la caída en los precios internacionales del petróleo, se convirtió en un auténtico dolor de cabeza, lo que enfrentó a la autoridad monetaria a grandes desafíos y dilemas. A comienzos de ese año, las discusiones internas de la Junta Directiva se concentraron en analizar el inicio del ciclo alcista de tasas ante el crecimiento de la inflación, pero considerando el impacto económico que provocaba el desplome del precio del petróleo. En agosto de 2014 se había hecho el último incremento de tasas, fijándola en 4,5%. Frente a la decisión de cuándo empezar a subir tasas, la Junta estaba dividida, pero con

una clara mayoría hacia esperar un poco más. El debate también había saltado a la opinión pública, en donde algunos se preguntaban cómo resolvería la Junta Directiva el dilema de corto plazo, sobre cómo controlar la inflación o propender por el crecimiento.

### **Tensiones inesperadas y las herramientas para la época de pandemia (2018-2022)**

Cuando comenzó el cuatrienio del presidente Iván Duque (2018-2022), la Junta Directiva del Banco de la República estaba integrada por Ana Fernanda Maiguashca, Gerardo Hernández, José Antonio Ocampo, Carolina Soto y Juan Pablo Zárate. Los cuatro primeros nombrados por Juan Manuel Santos y el último (Zárate) por Álvaro Uribe.

Como se observa, por cuenta de la reelección presidencial, al terminar el cuatrienio 2014-2018, la mayoría de la Junta era “santista” en lo que se refiere al nominador de los directores. En la gerencia general estaba Juan José Echavarría quien, como se relató atrás, había sido elegido en diciembre de 2016. Podría decirse que era un equipo con más afinidad hacia el gobierno saliente que al entrante, y, dada la evidente tirantez política entre Iván Duque y Juan Manuel Santos, sobre todo por el acuerdo de paz, se iniciaba un período para la Junta Directiva que, en el papel, podría resultar incómodo. Al grupo se uniría el nuevo ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla.

Estaba previsto que, a comienzos de 2021, el presidente Iván Duque haría los dos cambios de ley, como era el sentir de la reforma constitución de 1991; sin embargo, en septiembre de 2019, cuando había transcurrido sólo un año de gobierno, ocurrió un hecho inusual e inesperado.

El ministro Carrasquilla anunció que el codirector Juan Pablo Zárate sería su nuevo viceministro de Hacienda. La noticia sorprendió por varias razones. Para empezar, no había antecedente de que un miembro de la Junta Directiva del Emisor pasara al Ejecutivo. Lo usual ha sido que la puerta giratoria fuese a la inversa; es decir, que funcionarios del gobierno, principalmente viceministros de Hacienda lleguen a integrar la Junta Directiva.

Por otro lado, la renuncia repentina de un codirector antes de terminar el período para el cual fue elegido causa malestar entre sus colegas de junta. Además de sentir la pérdida de uno de los grandes macroeconomistas, se abrió el espacio para que el gobierno nombrara un codirector más, fuera de los dos que le correspondían. A Zárate le faltaba año y medio para completar la máxima permanencia en el cargo, establecida en doce años; es decir, cuando llegara la fecha de la rotación correspondiente al gobierno Duque, este era el codirector fijo para salir. Así había ocurrido en el pasado.

Para ocupar la silla que dejaba Zárate fue nombrado Roberto Steiner, reconocido economista, muy cercano al ministro Carrasquilla. Pero la renuncia de Zárate y su paso al gobierno no sería la última sorpresa de aquel 2019. José Antonio Ocampo renunció a su puesto en la Junta, luego de dos años y diez meses como codirector. En su reemplazo fue designado Arturo José Galindo, muy cercano a Carrasquilla.

Con este nombramiento, nuevamente un sector de la tecnocracia alertó por el riesgo de la independencia de la Junta. La preocupación era que el gobierno Duque, con los dos nombramientos que haría en 2019, puso cuatro de los cinco directores de dedicación exclusiva, lo que, sumado al ministro de Hacienda, daría un balance a favor del Ejecutivo. Esto, por supuesto, desató una ola de críticas.

La permanencia de Galindo sería muy corta. A finales de 2020, el codirector renunció, por motivos personales. El anuncio de su salida hizo pensar que su reemplazo se haría coincidir con los cambios que debía realizar el presidente Duque en la mitad de su mandato, de acuerdo con la rotación ordenada en la Constitución. De ser así, el gobierno tendría que escoger solo a un codirector más para salir. Pero no fue así.

Antes de resolver su reemplazo, el presidente Duque realizó los dos cambios correspondientes de ley. El gobierno anunció que se unirían a la Junta los economistas Bibiana Taboada y Mauricio Villamizar para reemplazar a los codirectores Ana Fernanda Maiguashca, quien completó ocho años en el cargo, y a Gerardo Hernández, quien estuvo cuatro años. Luego, el presidente designó a Jaime Jaramillo como sucesor del codirector Arturo Galindo.

En este cuatrienio, hubo cambio en la gerencia general. Juan José Echarría cumpliría sus primeros cuatro años en el cargo y podría ser reelegido para dos períodos más. Sin embargo, por motivos personales anuncio que no aspiraría a la reelección. En diciembre de 2020 la Junta Directiva eligió al ex codirector Leonardo Villar.

Ya era profunda la renovación que había sufrido la Junta Directiva del Banco de la República, durante este gobierno, pero aún faltaban otras movidas. Además de nuevo gerente, pronto también habría relevo en la gerencia de la corporación por cuenta de la salida, en medio de un ambiente muy caldeado, del ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla. Para la posición llegó el economista, José Manuel Restrepo.

En el segundo semestre de 2021 cuando comenzó la campaña política con miras a la elección presidencial de mayo de 2022, la codirectora Carolina Soto renunció (ante la oficialización de la candidatura presidencial de su esposo Alejandro Gaviria). El presidente Duque nombró a Alberto Carrasquilla en su reemplazo. La polémica nacional no se hizo esperar.

Más allá de la recomposición de la Junta Directiva, hay que señalar que en el período 2018-2022, el Banco de la República enfrentó, por causa del COVID-19, el mayor desafío de su historia. Si bien las crisis económicas de las últimas tres décadas habían sido difíciles y costosas, nada parecido a la originada por la pandemia del coronavirus que por lo desconocido e imprevisto dificultó su manejo.

La declarada emergencia sanitaria internacional por el COVID19 puso al Banco de la República a estudiar temas inéditos, sobre una crisis económica monumental originada en una pandemia, sin antecedentes de intensidad ni duración. La autoridad monetaria entró en una dimensión desconocida, pues en el pasado siempre existía alguna relación entre las crisis y la política económica. Para febrero de 2020 los mercados internacionales mostraban gran volatilidad. El temor por la propagación del coronavirus comenzó a afectar las principales bolsas del planeta. Se desplomaron las acciones globales, mientras el precio internacional del petróleo se hundía rápidamente, al igual que el del carbón.

Aprendiendo de las lecciones recogidas en 30 años de historia, la Junta Directiva dirigió sus acciones para asegurar que las afugias económicas provocadas

por el Covid-19 no se tradujeran en una crisis financiera, y eso dio tranquilidad a los colombianos. Una vez pasaran los efectos directos de la pandemia, contar con un sistema financiero robusto sería muy importante para la recuperación de la economía. El Banco de la República también se aseguró de que el sistema financiero recibiera liquidez en las condiciones necesarias para poder prestarles a los agentes económicos, en particular hogares y empresas.

Sin duda, como ha sido reconocido públicamente por economistas y diferentes agentes del mercado, las medidas tomadas por la Junta Directiva fueron ágiles y oportunas, sin apartarse de su mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda y asegurar el funcionamiento del sistema de pagos que tiene bajo su responsabilidad.

Los codirectores, presentes en uno de los momentos más complejos de la historia, creen que reaccionaron bien, como recomiendan los textos de un banco central. Ahora, saben que después de lidiar con una pandemia, siguen grandes retos en materia de inflación. Recuperar la credibilidad en la meta y en la capacidad del Banco de la República de volver a niveles de estabilidad de precios bajos y sostenibles es la misión.

## Referencias

- Constitución Política de Colombia. (1991). Título XII. Del Régimen Económico y de la Hacienda Pública. <https://www.constitucioncolombia.com/titulo-12>
- El Congreso de Colombia (1992). *Ley 31 de 1992. Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, el Gobierno para señalar el régimen de cambio internacional, para la expedición de los Estatutos del Banco y para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control del mismo, se determinan las entidades a las cuales pasarán los Fondos de Fomento que administra el Banco y se dictan otras disposiciones.* <https://www.banrep.gov.co/es/normatividad/normatividad-el-banco/ley-31-1992>
- Valencia., G. (2021). *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia.* Banco de la República.





## **Políticas éticas**

### **Publicación y autoría**

La revista *Lecturas de Economía* es editada por el Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia. La dirección electrónica de la revista es [revistalecturas@udea.edu.co](mailto:revistalecturas@udea.edu.co) y su sitio web:

<https://revistas.udea.edu.co/index.php/lecturasdeeconomia>

*Lecturas de Economía* cuenta con la siguiente estructura: un comité editorial, un editor, un asistente editorial y un comité científico que garantizan la calidad y pertinencia de los contenidos publicados. Los miembros son evaluados cada dos años en función de su reconocimiento en el área y producción académica, la cual debe ser visible en otras revistas nacionales e internacionales.

Los manuscritos presentados a la revista deben ser originales e inéditos y no deben estar simultáneamente en proceso de evaluación ni tener compromisos editoriales con otras publicaciones. Por tanto, el manuscrito no debe estar publicado de manera parcial o completa en otro repositorio. Si el autor de un artículo quisiera incluirlo posteriormente en otra publicación, el medio en el que se publique deberá solicitar autorización al editor de la revista y señalar claramente los datos de la publicación original.

### **Responsabilidades del autor**

Los equipos editoriales aprueban los manuscritos teniendo en cuenta la evaluación realizada por pares académicos y atendiendo criterios de calidad y rigor investigativo. No obstante, los autores son responsables exclusivos de las ideas expresadas, así como su idoneidad ética.

Los autores deben hacer explícito que el manuscrito respeta los derechos de propiedad intelectual. Si se utiliza material que no es de propiedad de los autores, es responsabilidad de los mismos asegurarse de tener las debidas autorizaciones para el uso, reproducción y publicación.

De igual modo, los autores aceptan someter sus manuscritos a la revisión de pares académicos anónimos externos a la institución a la que están afiliados. Los autores considerarán las correcciones sugeridas por los evaluadores y, en caso de aceptarlas, se comprometerán a incorporarlas dentro de los plazos establecidos por el editor. El envío del manuscrito corregido debe estar acompañado de una nota dirigida al equipo editorial en la que se indiquen cuales correcciones fueron incorporadas y explicar por qué no fueron acatadas las sugerencias restantes. Una vez la revista reciba el manuscrito corregido, se le informará al autor acerca de su cabal aprobación.

Cuando los manuscritos no sean aceptados para su publicación, el editor enviará una notificación a los autores explicando la motivación del rechazo de su publicación. El Comité Editorial se reserva la última palabra sobre la publicación de los manuscritos y el número en el cual se publicarán como artículos. Esa fecha se cumplirá siempre y cuando el autor envíe toda la documentación que le sea solicitada dentro de los plazos indicados.

Los autores de los manuscritos autorizan, mediante el envío de su manuscrito a través el sistema OJS el uso de los derechos de propiedad intelectual y la cesión de los derechos patrimoniales de autor a la Universidad de Antioquia, a fin de que la Universidad pueda incluir los documentos tanto en la versión impresa como electrónica.

### **Responsabilidades de los evaluadores**

El proceso de revisión a cargo de pares expertos permite obtener la formulación de sugerencias al autor, propuestas de cambios metodológicos y señalar referencias significativas que no hayan sido incluidas en el documento. Estos revisores son, en la mayoría de los casos, externos a la institución de afiliación del autor y de nuestra revista. En su elección, se busca que tengan experiencia en las temáticas sobre las que deben conceptuar y que no tengan conflictos de interés con los autores.

Al finalizar el proceso de revisión, el árbitro debe tomar una decisión: si aceptar sin modificaciones, aprobar sujeto a modificaciones menores, aprobar sujeto a modificaciones sustanciales o rechazar el manuscrito revisado.

Durante la evaluación, tanto los nombres de los autores como los de los evaluadores conservarán completo anonimato.

### **Responsabilidades editoriales**

El equipo editorial de *Lecturas de Economía*, con la participación de los comités editorial y científico, es responsable de definir las políticas editoriales que permitan a la revista cumplir con los estándares necesarios para su posicionamiento como una reconocida publicación académica. La revisión continua de estas políticas asegura que la revista mejore y llene las expectativas de la comunidad académica a la que sirve.

El equipo es responsable, previa evaluación, de la selección de los artículos que serán publicados. Esta selección estará siempre basada en la calidad, pertinencia temática, originalidad y contribución a la difusión y el avance de la ciencia económica. El editor es responsable de los procesos de evaluación y edición de todos los manuscritos que se postulan a la revista, incluyendo los de los miembros de los comités editorial y científico. Así mismo, debe desarrollar mecanismos que garanticen imparcialidad, puntualidad y confidencialidad durante el proceso de revisión por pares hasta la toma de una decisión sobre publicación. En el mismo sentido, es también responsabilidad del editor mantener informado al(los) autor(es) durante las distintas etapas de los procesos aludidos.

Cuando la revista recibe quejas o inquietudes de cualquier tipo, el equipo editorial debe responder prontamente de acuerdo con las normas establecidas por la publicación y, cuando lo amerite, debe asegurarse de que se lleve a cabo una adecuada investigación tendiente a la resolución de potenciales problemas.

Tan pronto un número de la revista salga publicado, el editor tiene la responsabilidad de su difusión y distribución a los autores, evaluadores y a las entidades con las que se hayan establecido convenios de intercambio. De igual modo, el editor es responsable de ubicar los artículos y los resúmenes de los mismos en repositorios, bases de datos e índices bibliográficos nacionales e internacionales, así como en servicios de mercadeo electrónico de publicaciones seriadas. El editor también se ocupa del envío de los ejemplares a sus suscriptores activos.





## **Instrucciones para autores**

### **I. Alcance y política editorial**

*Lecturas de Economía* se debe a sus lectores; por ello es su responsabilidad publicar artículos que den significativos aportes a la disciplina y de gran calidad en el desarrollo, la argumentación y la escritura. Por tal motivo, se dará prioridad a los artículos que son producto o derivados de proyectos de investigación. La revista es publicada dos veces al año, en enero (edición enero-junio) y julio (edición julio-diciembre). El envío de artículos es permitido durante todo el año.

### **II. Forma y preparación de manuscritos**

- Los manuscritos enviados deben cumplir con las normas editoriales de presentación de la revista. Si no satisfacen estos requisitos, no serán considerados.
- El envío de manuscritos supone el compromiso, por parte del autor, de no someterlos simultáneamente a otras publicaciones en forma parcial o completa. Cuando se hayan publicado como documentos de trabajo *working papers*, la hoja de presentación debe incluir una nota en la que se indique en qué año y qué institución lo publicó; además, debe anexarse la referencia completa de la publicación.
- El documento debe postularse a través del sistema de gestión editorial OJS (ver dirección electrónica de la revista).

- El documento anexo no debe incluir el nombre del(os) autor(es) ni referencia alguna sobre el origen del trabajo (tesis de maestría, doctorado, etc.), con el fin de asegurar una evaluación anónima del mismo.

### **III. Normas de presentación**

#### ***A. Extensión***

El documento no excederá las 8000 palabras incluyendo notas, anexos y referencias bibliográficas. Solo se aceptan trabajos escritos en español o en inglés.

#### ***B. Formato***

El documento debe ser presentado en formato Microsoft Word. De igual forma, deberán entregarse como archivos complementarios las bases de datos, imágenes y tablas en un archivo en formato Microsoft Excel. Cuando los gráficos sean producidos por programas diferentes a Excel, se solicita un archivo independiente en formato PNG o JPG de alta calidad.

#### ***C. Hoja de presentación***

Todo manuscrito deberá anexar como archivo complementario una hoja de presentación en la que aparezca claramente: título del trabajo, nombre completo del autor (o autores), filiación institucional (únicamente se incluye la filiación de la institución con la cual se tiene un vínculo actual y el tipo de vinculación; por ejemplo: Profesor Titular), dirección postal institucional, dirección electrónica institucional, ORCID de los autores (en caso de no tenerlo, debe crearlo), resumen en español e inglés, palabras clave (mínimo cinco) y la clasificación JEL. De ser el caso, en esta página se deben incluir los nombres de las personas a las que el(los) autor(es) reconocen su contribución o comentarios a versiones anteriores del documento, notas aclaratorias sobre el financiamiento de la investigación o sobre publicaciones previas del manuscrito como tesis, *working paper*, ponencia, etc.

### ***D. Título***

Debe ser un título breve e informativo, que describa la conclusión principal del artículo. Preferiblemente, no debe superar las 15 palabras. No debe incluir jergas, siglas ni abreviaturas poco conocidas. En la medida de lo posible, debe incluir algunas de las palabras clave del artículo.

### ***E. Resumen***

El resumen debe reflejar con precisión el contenido del trabajo. Por eso, en un máximo de 180 palabras, se harán constar:

- El objetivo principal del estudio o investigación.
- Los procedimientos básicos, como selección de los sujetos del estudio, métodos de observación y de análisis empleados.
- Los resultados más importantes (consignando información específica o datos y su significación estadística siempre que sea posible).
- Las principales conclusiones.

### ***F. Palabras clave***

Deben incluirse como mínimo cinco (5) palabras clave. Para su selección se recomienda tener en cuenta los términos usados por la *American Economic Association* en su clasificación.

Recuérdese que el uso de palabras clave es un recurso para la efectiva búsqueda y recuperación de los artículos, por lo que, cuanto más precisas sean, hay más posibilidades de mejorar los indicadores de visibilidad.

### ***G. Tabla de contenido***

En la página siguiente se iniciará el artículo, precedida en la parte superior únicamente del título y presentando la siguiente estructura (centrada y con fuente en negrilla). Ejemplo:

–Introducción. –I. Revisión de literatura. –II. Modelo econométrico.  
–III. Discusión de resultados. –Conclusiones. –Anexos. –Referencias.

La Introducción, Conclusiones, Anexos y Referencias no van numerados. Los títulos de segundo y tercer nivel no se incluyen en la tabla de contenido.

### ***H. Información estadística o gráfica***

La información estadística presentada en gráficas y tablas deberán ser numerada y con referencia cruzada en el texto. Deberá incluir sus fuentes de información en la parte inferior de cada una; si son elaboración propia también debe especificarse esta información.

La responsabilidad de la información estadística contenida en tablas y gráficos es del(os) autor(es). Cuando ella es derivada de la aplicación de métodos cuantitativos, debe anexarse un archivo con la base de datos utilizada, para ser contrastada por los evaluadores. De ser requerido, puede solicitarse su exclusión para no divulgarse junto al manuscrito.

### ***I. Ecuaciones***

Las ecuaciones se numerarán consecutivamente en la margen derecha, dentro de paréntesis. Utilice el editor de ecuaciones de Microsoft Word o plataformas como LaTeX, o MathType.

### ***J. Citas***

Tanto las citas directas como las indirectas deben incluir la fuente de la cual se extrajo la información. En el caso de las citas directas, la referencia debe indicar la página de la fuente consultada. En las citas directas de menos de 40 palabras es obligatorio el uso de las comillas al inicio y al final del fragmento citado; aquellas que superen esta extensión, deben ir en un bloque independiente del texto, sin comillas y en espacio sencillo. El incumplimiento de esta norma podría considerarse como plagio.



### ***K. Referencias bibliográficas***

Debe enlistar todas y únicamente las fuentes citadas en el cuerpo del trabajo. Su presentación deberá seguir las normas de la American Psychological Association (APA) en su edición 7. Sugerimos el uso de software como el incluido en Microsoft Word, o el ofrecido por Mendeley o EndNote. Remítase al sitio web de la revista para ver algunos ejemplos.



UNIVERSIDAD  
DE ANTIOQUIA



Calidez  
Innovación  
Excelencia

Facultad de Ciencias Económicas  
1944 - 2024

80  
años



*Esta revista contó con el aporte del Fondo de apoyo para la publicación de las revistas especializadas de la Universidad de Antioquia.*