



# *I* *ARTÍCULO*

---

# EL ENCAJE BANCARIO EN COLOMBIA: UNA PERSPECTIVA GENERAL

*En las dos décadas más recientes, y coincidiendo con el florecimiento de nuevas visiones acerca de la política monetaria, de sus objetivos e instrumentos, así como del papel de la intermediación financiera, la institución del encaje entró en decadencia: algunos países optaron por deshacerse de ella, al tiempo que otros la han mantenido en su lista de opciones de política, sin renunciar a ella, aunque con un papel muy limitado. En Colombia, desde los primeros estatutos financieros expedidos en los años veinte, el encaje no sólo estuvo presente, sino que hizo parte de un elenco de instituciones ligadas a la estabilidad financiera.*

*Por: Mauricio Avella Gómez\**

## **INTRODUCCIÓN**

Entendido como la reserva de seguridad sobre los depósitos del público, el encaje es una práctica antigua, conocida por los primeros prestamistas. En el siglo XX, al difundirse el modelo de banca central y bancos comerciales, el encaje adquirió

nuevos significados. En la segunda posguerra los denominados encajes flexibles se generalizaron y adquirieron importancia como instrumentos de control monetario y asignación crediticia. En las dos décadas más recientes, y coincidiendo con el florecimiento de nuevas visiones acerca de la política monetaria, de sus

---

\* El autor es investigador de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones y posibles errores en el presente documento son responsabilidad exclusiva del autor, y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

---

---

objetivos e instrumentos, así como del papel de la intermediación financiera, la institución del encaje entró en decadencia: algunos países optaron por deshacerse de ella, al tiempo que otros la han mantenido en su lista de opciones de política, sin renunciar a ella, aunque con un papel muy limitado.

En Colombia, desde los primeros estatutos financieros expedidos en los años veinte, el encaje no sólo estuvo presente, sino que hizo parte de un elenco de instituciones ligadas a la estabilidad financiera<sup>1</sup>. La experiencia con el encaje en Colombia es, en muchos aspectos, el reflejo de lo ocurrido con dicha institución en otras economías, pero la revisión del proceso histórico también destaca aspectos particulares.

Este documento se divide en dos grandes partes: en la primera se presenta una perspectiva de la institución del encaje en el siglo XX, y, en la segunda, la perspectiva se limita al caso de Colombia. En cuanto a la segunda parte, el tema abarca aspectos de la evolución institucional para destacar el significado cambiante del encaje a lo largo del tiempo, y los objetivos variables de las autoridades al emplearlo como instrumento de política. También se describe la trayectoria seguida por la razón de encaje en el siglo XX, y se comentan sus cambios. Finalmente,

se ilustran algunos episodios históricos en los cuales las autoridades acudieron de manera explícita al uso de los encajes como instrumentos de control monetario.

## ***I. LAS RESERVAS BANCARIAS EN PERSPECTIVA***

### **A. Enfoques analíticos de las reservas bancarias**

La incertidumbre es la razón de ser del comportamiento financiero. En el caso de los bancos, tanto la tenencia de reservas bancarias como la necesidad de un acervo de capital son explicadas por la incertidumbre. En la práctica, los bancos enfrentan consignaciones y retiros de fondos, los cuales están sujetos a cierto grado de aleatoriedad. En el siglo XX, en la medida en que los requerimientos de reservas se universalizaron, la cuestión por resolver fue la de hasta qué punto expandir el crédito bancario, dada la exigencia legal de un mínimo de reservas y la aleatoriedad de los flujos de caja. En términos de la teoría económica, ya en el siglo XIX F. Y. Edgeworth (1888) había considerado dicho interrogante; sin embargo, debería transcurrir más de medio siglo para que sus contribuciones fueran retomadas por los cultores de la teoría bancaria, como ocurriera explícitamente con Orr y Mellon (1961), y de

---

<sup>1</sup> "La estabilidad financiera de Colombia y su progreso económico en lo futuro, exigen un sistema bancario sólido y bien organizado" (Leyes Financieras, 1931, p. 251). Así se iniciaba la exposición de motivos del proyecto de ley sobre establecimientos bancarios sometido por el Gobierno al Congreso en 1923, cuya aprobación se traduciría en la Ley 45 de 1923. Tanto el encaje como la relación de capital a depósitos del público son explícitamente reconocidos como restricciones necesarias para la viabilidad del sistema financiero.

---

manera más amplia en la literatura asociada con James Tobin y los coautores John Gurley y Edward Shaw (al respecto véase Gertler, 1988).

A partir de los años veinte adquirió preponderancia una explicación del crédito bancario basada en la discusión de interrelaciones entre cuentas del balance bancario. El comportamiento bancario dependería de un conjunto de coeficientes fijos entre cuentas relevantes; el análisis propuesto sería determinístico, en lugar del estocástico sugerido por Edgeworth, y útil para aplicaciones de estática comparativa. Asociado al nombre de Phillips (1920), el enfoque haría carrera en la explicación de la oferta del dinero bancario durante el siguiente medio siglo, y haría parte de modelos macromonetarios de gran acogida en el mundo académico (McCallum, 1989; Chandler, 1969).

En las exposiciones más simples, el balance bancario se reduce a las siguientes cuentas:

Activos	Pasivos
Reservas: $R$	Depósitos: $D$
Préstamos: $L$	Capital: $K$

Y los dos *coeficientes fijos* más usuales son el de reservas sobre depósitos,  $r (= R/D)$  y el coeficiente de capital sobre depósitos,  $k_d (= K/D)$ , o, alternativamente, de capital sobre préstamos,  $k_l (= K/L)$ . El primer coeficiente está relacionado con la convertibilidad de los depósitos del público, y el segundo con la protección de los mismos depósitos ante

eventuales pérdidas de capital del negocio bancario. Ampliamente difundido, el enfoque de los coeficientes fijos fue no sólo una referencia analítica para explicar la expansión de los depósitos, sino además una referencia para la programación monetaria.

Nuevos horizontes se abrieron a la comprensión del papel de las reservas bancarias en la literatura de información asimétrica aplicada a la teoría bancaria desde principios de los años setenta. En algunas exposiciones, las reservas aparecieron como parte de la *raison d'être* de los bancos; en efecto, es el *pool* de liquidez formado por el encaje el que permite que los agentes económicos compartan el riesgo de contingencias sobre su consumo de manera óptima (Van Damme, 1994).

En la práctica de la política monetaria durante el siglo XX, las reservas bancarias asumieron funciones diferentes; con la creación de los bancos centrales, el objetivo original de preservar la convertibilidad de los depósitos perdió vigencia, y aparecieron otros objetivos, vinculados con nuevas exigencias de la política monetaria. Entre aquellos se destacan: el de servir como instrumento de control monetario; el de actuar como herramienta para el manejo de la liquidez interbancaria; y, el de contribuir a la estabilización de la tasa de interés ante cambios en las condiciones de liquidez.

Las reservas sirvieron ampliamente como instrumento de control monetario

---

después de la Segunda Guerra Mundial, y su vigencia se extendió hasta que el crecimiento de los agregados monetarios dejó de ser el objetivo de la política monetaria. Mediante la función de manejo de la liquidez, los bancos centrales optaron por emplear el requerimiento de reservas como mecanismo para absorber la liquidez derivada de factores exógenos (por ejemplo, relacionados con entradas extraordinarias de capitales externos). Finalmente, la estabilización de la tasa de interés en los mercados de corto plazo, ante cambios súbitos en las condiciones de liquidez, ha sido una función asignada a las reservas bancarias por algunos bancos centrales desde principios de los años noventa (Borio, 1997).

## **B. Relevancia actual en perspectiva histórica**

### **1. Tendencias en el mundo desarrollado en relación con el encaje**

En el Gráfico 1 se observa la pérdida de importancia de los encajes en el mundo desarrollado. Si a principios de los años setenta llegó a estar entre el 5% y el 10%, en los primeros años de la presente década ha caído a cifras simbólicas del orden del 1%.

El Cuadro 1 compara los requerimientos de encaje en varios países industrializados en dos fechas diferentes, a saber: 1975 y 2005. Tanto el gráfico como el cuadro revelan aspectos en común, tales como el desmedro del encaje requerido

y de la relación entre reservas y depósitos en el balance bancario; pero también diferencias, como es el caso de requerimientos altos en Suecia, Suiza o Alemania en 1975, en comparación con niveles intermedios en Holanda y Canadá, y bajos como en el Japón. En cada país, el encaje y su importancia relativa en la gama de instrumentos a disposición de las autoridades ha dependido de factores económicos e institucionales. En el contexto internacional, especialmente en lo que atañe a nuevos desarrollos de la política financiera en los países más avanzados, éste se cuenta entre los factores más relevantes.

El encaje ha hecho parte del elenco de instituciones e instrumentos de la política monetaria y financiera. En el siglo XX países de muy diversos grados de desarrollo lo incorporaron en sus estatutos bancarios con propósitos de estabilidad financiera, de control monetario o de asignación del crédito, con énfasis diferentes a lo largo del tiempo.

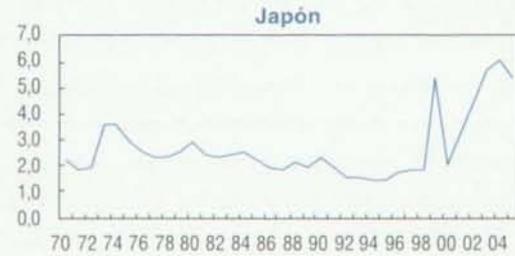
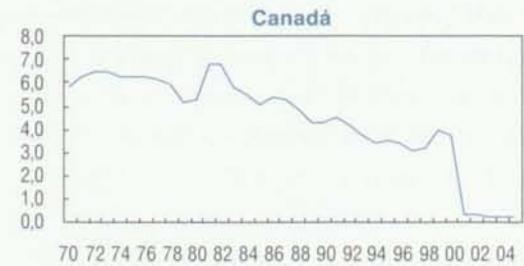
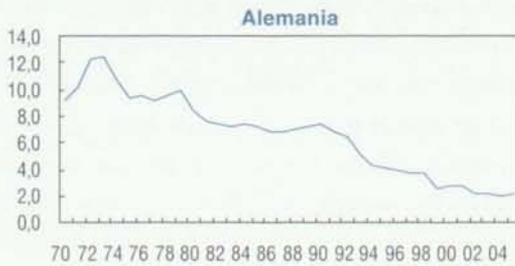
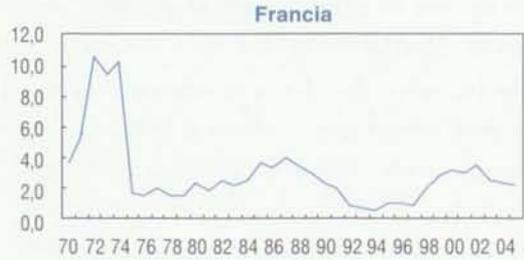
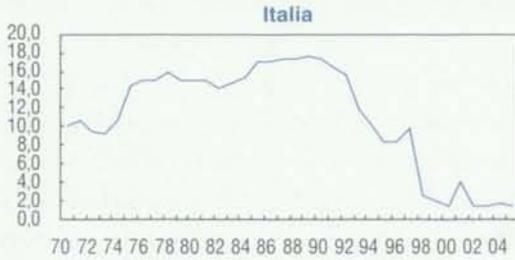
### **2. Antecedentes: conceptos y experiencias acerca del encaje**

#### **a. El encaje como reserva de seguridad sobre los depósitos bancarios**

La experiencia bancaria siempre hizo aconsejable guardar unas reservas líquidas para atender retiros de depósitos por parte del público, o para garantizar la convertibilidad de los billetes (Calhoun, 1926), ya que se entendía que estas reservas deberían ser suficientes en condiciones económicas normales. En el siglo

Gráfico 1

Reservas bancarias sobre depósitos: países desarrollados seleccionados, 1970-2005  
(porcentaje)



Fuente: *International Financial Statistics*.

**Cuadro 1**  
**Encaje requerido: países desarrollados seleccionados**  
 (porcentaje)

1975		2000	
<b>Estados Unidos</b>		<b>Estados Unidos</b>	
Datos no disponibles		Requerimiento Ninguno	Desde
<b>Italia</b>		<b>Nueva Zelanda</b>	
Depósitos a la vista 22,5	Ahorros y otros a término 22,5	Requerimiento Ninguno	Desde
<b>Canadá</b>		<b>Canadá</b>	
Depósitos a la vista 12	Ahorros y otros a término 4	Requerimiento Ninguno	Desde 16/06/1994
<b>Francia</b>		<b>Reino Unido</b>	
Depósitos a la vista 10	Ahorros y otros a término 5	Requerimiento 0,15% de algunos depósitos superiores a £400 mil	Desde
<b>Alemania</b>		<b>Alemania, Francia y UE</b>	
Depósitos a la vista 30	Ahorros y otros a término Rangos entre 7,75 y 20	Requerimiento 2% de los depósitos	Desde 01/01/1999
<b>Japón</b>		<b>Japón</b>	
Depósitos a la vista 2 a 3,5	Ahorros y otros a término 2	Requerimiento Rangos entre 0,05% y 1,3%	Desde 16/10/1991

Fuente: George Garvy, "Requerimientos de encaje en el exterior", *Revista Banca y Finanzas*, núm. 152, Asociación Bancaria de Colombia, diciembre de 1975, Banco Mundial, «Bank Regulation and Supervision Original Database, 1998-2000». The Federal Reserve Board, Reserve Requirements.

XIX el banquero británico Walter Bagehot, con base en la experiencia conjunta del Banco de Inglaterra, la banca londinense y algunos bancos provinciales, describió el sistema mediante el cual la banca comercial mantenía depósitos en el Banco de Inglaterra, con la opción de acceder al crédito, ofreciendo como garantía los títulos firmados por los deudores de la banca comercial. El Banco de Inglaterra sería el prestamista de última instancia ante eventuales situaciones de iliquidez

no ya de bancos individualmente considerados sino del conjunto de la banca. Para preservar esta función del Banco de Inglaterra, Bagehot propuso que los créditos destinados a restablecer la liquidez de la banca se otorgaran a tasas de interés progresivamente más altas. Este es el denominado principio de Bagehot que trataba de disuadir a los banqueros de emplear los fondos del banco central en fines diferentes al restablecimiento de la liquidez (Bagehot, 1968).

---

Las innovaciones bancarias británicas encontrarían eco en la oleada de bancos centrales creados en las primeras décadas del siglo XX. En los Estados Unidos la noción del encaje como reserva de seguridad sobre los depósitos fue acogida legalmente, a nivel nacional, desde 1863; la ley, conocida como National Bank Act, creó un sistema bancario de cobertura nacional, y entre otras disposiciones estableció que los bancos deberían mantener una reserva del 25% sobre sus billetes y depósitos. Sin embargo, una serie de crisis bancarias acontecidas en los cincuenta años siguientes permitió concluir que el expediente de las reservas fraccionarias carecía de eficacia al sobrevenir una crisis de liquidez de la banca como sistema (Galbraith, 1975).

Al crearse el Sistema de Reservas Federales en 1913, se autorizó a los bancos de reserva para actuar *à la Bagehot* como prestamistas de última instancia, con capacidad para sortear deficiencias temporales de liquidez del sistema bancario. Los sistemas bancarios organizados en América Latina bajo la égida kemmeriana siguieron el modelo de las reservas federales de los Estados Unidos, al reunir en los nuevos estatutos bancarios la función de prestamista de última instancia del banco central y la disposición que ordenaba a los bancos miembros mantener reservas fraccionarias sobre los depósitos del público.

#### *b. El encaje flexible como instrumento de política monetaria*

Los años treinta abrirían nuevos horizontes a la política monetaria y, por

ende, al papel de las reservas bancarias (Goodfriend, 1997). En los Estados Unidos, en su informe anual de 1932, la junta de gobernadores del Sistema de Reservas Federales dejó de referirse a las reservas bancarias como fuente de liquidez de los depósitos, para apreciarlas en términos de su capacidad para influir en la expansión del crédito bancario (Feinman, 1993). La legislación bancaria de 1933 confirió a tal junta la capacidad de alterar los requerimientos de reservas bancarias impuestos a los bancos miembros (Meulendyke, 1998). Esta innovación haría carrera universal con el nombre de encajes flexibles o variables, con el rango de instrumento de política monetaria. Numerosos países la acogieron en sus legislaciones bancarias, de modo que para finales de los años cincuenta, treinta y tres países habían adoptado los encajes flexibles (Garvy, 1975).

A finales de los años cincuenta países de áreas tan diferentes como Canadá, Australia e India ya contaban con los encajes flexibles entre sus instrumentos de política monetaria; lo mismo acontecía con siete naciones europeas, a saber: Austria, Bélgica, Alemania Occidental, Grecia, los Países Bajos, Noruega y Suiza; igualmente con varios países de América Latina como Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Haití, Paraguay, Perú y Venezuela. Finalmente, otros catorce países de diferentes grados de desarrollo y áreas del mundo también registraban la existencia de dichos encajes (Fousek, 1957). Siguiendo la tradición de los "acuerdos de caballeros", Gran

---

Bretaña no hizo parte de la acogida formal de los encajes flexibles, y prefirió insistir en la cooperación voluntaria de los bancos. Con el advenimiento de Suecia en 1962 y Francia en 1967 al grupo citado, la cobertura internacional de los encajes flexibles era incuestionable a finales de los años sesenta.

Los encajes flexibles alcanzaron su máximo prestigio en los años sesenta y setenta, no sólo por su acogida en las legislaciones monetarias nacionales y en los textos de moneda y banca, sino por su uso como instrumento de control monetario, y también en algunos casos conspicuos, como el de Gran Bretaña, como instrumento de orientación del crédito (Burger, 1971; Chandler, 1969; Goodhart, 1987). En la práctica, los encajes se convirtieron en un instrumento de objetivos múltiples: se les usó en ocasiones como mecanismo indirecto de desaceleración del crédito bancario, a través de la represión del crecimiento de los depósitos, como instrumento alternativo a los topes asignados al crecimiento de la cartera o los activos totales de la banca. Esta fue la aplicación más universal, y la más difundida en los textos de banca. También se les empleó como mecanismo directo, aplicado no ya sobre los depósitos sino sobre activos específicos. La experiencia francesa desde 1971 es ilustrativa de los intentos de las autoridades para controlar el crecimiento y composición del portafolio bancario mediante este tipo de encajes.

Los encajes florecieron con mayor exuberancia en economías con un desarrollo

limitado del mercado de capitales, el cual impedía la realización de operaciones de mercado abierto. En dichas economías, el encaje no sólo ganó preponderancia, sino que se convirtió en un instrumento frecuentemente ajustable de acuerdo con la coyuntura. En una evaluación de los instrumentos de política monetaria a nivel internacional realizada para el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (Fed) en 1957 se encontró que de los treinta y tres países que habían adoptado encajes flexibles, sólo diez los habían mantenido constantes desde su establecimiento; economías tan diversas como las de Alemania Occidental, los Países Bajos, Nueva Zelandia y Australia, por una parte, y países latinoamericanos como Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú, por la otra, habían incurrido en cambios frecuentes de los requerimientos de reservas desde su incorporación legal. Por ejemplo, Alemania Occidental había modificado sus encajes en diez oportunidades desde 1948, Nueva Zelandia en veintitrés ocasiones desde 1952, y Colombia en veintisiete oportunidades desde 1951 (Fousek, 1957, cap. V).

Más tarde, en los años setenta, tras el desplome del sistema monetario de Bretton Woods, algunas economías europeas acudieron a la herramienta de las reservas requeridas como mecanismo de esterilización de los efectos monetarios producidos por cambios en las entradas netas de capitales externos. Se acudió a una variedad de opciones, entre ellas a encajes sobre los prestatarios en lugar de los prestamistas; tal fue el caso de los

---

depósitos que los beneficiarios de crédito externo debían constituir en el banco central, como porcentaje sobre la financiación obtenida en el exterior (Garvy, 1975, p. 60).

En la experiencia europea de los años sesenta y setenta, especialmente en la originada en Francia y Gran Bretaña, el encaje fue visto no solo como parte de una gama de instrumentos de control monetario o crediticio, sino como parte de una visión más amplia de estabilidad financiera que involucraba el concepto de solvencia (Garvy, 1975).

El auge de los encajes flexibles no fue óbice para que en el mundo desarrollado otros instrumentos de política monetaria previstos en los estatutos de los bancos centrales ganaran la atención de las autoridades. Por ejemplo, en los Estados Unidos ya en los años cincuenta las operaciones de mercado abierto comenzaron a perfilarse como instrumento de primer orden para el ejercicio de la política monetaria, lo cual relegaría a una posición subordinada o complementaria a la tasa de descuento y a los requerimientos de reservas —así lo estimaron prominentes macroeconomistas como Milton Friedman—<sup>2</sup>.

Sin embargo, las reservas bancarias recobrarían en parte su prestigio como instrumento monetario en los programas antiinflacionarios de los años ochenta<sup>3</sup>: el punto radicó en que las autoridades siguieron otorgando importancia a la demanda estable y predecible de reservas bancarias derivada de los requerimientos de reservas. Por entonces, se entendía que existía una relación estable entre los agregados monetarios como  $M_1$  o  $M_2$  y la actividad económica; así, a las autoridades les correspondería estimar el incremento de las reservas necesario para alcanzar los crecimientos previstos en los agregados monetarios. Cuando a finales de los años ochenta se aprendió que los desarrollos del sistema financiero habían alterado el vínculo estable entre los agregados monetarios y la actividad económica, la junta de la Fed y otros bancos centrales optaron por descartar aquellos como indicadores de política (De Long, 2000).

En los años ochenta los bancos centrales iniciaron el tránsito hacia estrategias de control monetario basadas en tasas de interés. En tal contexto, los argumentos tradicionales en favor de los requerimientos de reservas parecieron evaporarse; su papel sería aún más secundario que en el pasado en relación con otros

---

<sup>2</sup> Al evaluar los instrumentos de política en manos de la junta de la Fed a finales de los años cincuenta, Milton Friedman defendió la suficiencia que ya para entonces parecían demostrar las operaciones de mercado abierto. Al redescuento lo consideró "una reliquia anacrónica de una época y una necesidad pasadas"; y a los porcentajes obligatorios de reservas como "un instrumento técnicamente pobre para controlar la cantidad de los medios de pago" (Friedman, 1962 [1969]).

<sup>3</sup> En un mundo en donde las reservas requeridas no eran del 100%, el problema de la literatura era el de encontrar la razón de reservas requeridas que permitiera un control monetario óptimo (Kaminow, 1977; Baltensperger, 1982).

---

instrumentos de política. No obstante, se entendió que las reservas requeridas continuarían siendo útiles para la implementación de la política monetaria en el sentido de proveer una demanda estable de reservas (Feinmann, 1993).

Además, se volvió sobre temas trajinados en el pasado, tales como el del costo de oportunidad incurrido por la banca al mantener fondos en caja o en el banco central para cumplir con las reservas requeridas, sobre la discriminación resultante entre instituciones financieras sujetas y no sujetas a encaje, y sobre los incentivos creados para que tanto los intermediarios financieros como sus clientes buscaran opciones de captación y colocación de recursos, alternativas sobre las cuales recaía el encaje. Y, de contera, se volvió sobre el tema de remuneración de las reservas a tasas de mercado por parte del presupuesto gubernamental por medio del banco central. Dicha remuneración eliminaría aquellas distorsiones. Tales discusiones habían recibido la atención de economistas como Lloyd Mints y George Tolley (1957), y también Milton Friedman (1962) en los años cincuenta.

Los años noventa presenciaron el desvanecimiento de los requerimientos de reservas bancarias en las legislaciones monetarias nacionales. Una variedad de consideraciones condujo a su reducción o eliminación. Se estimó que la política monetaria podría adelantarse sin necesidad de incluir a las reservas requeridas entre los instrumentos en manos de las autoridades. También, se advirtió que en

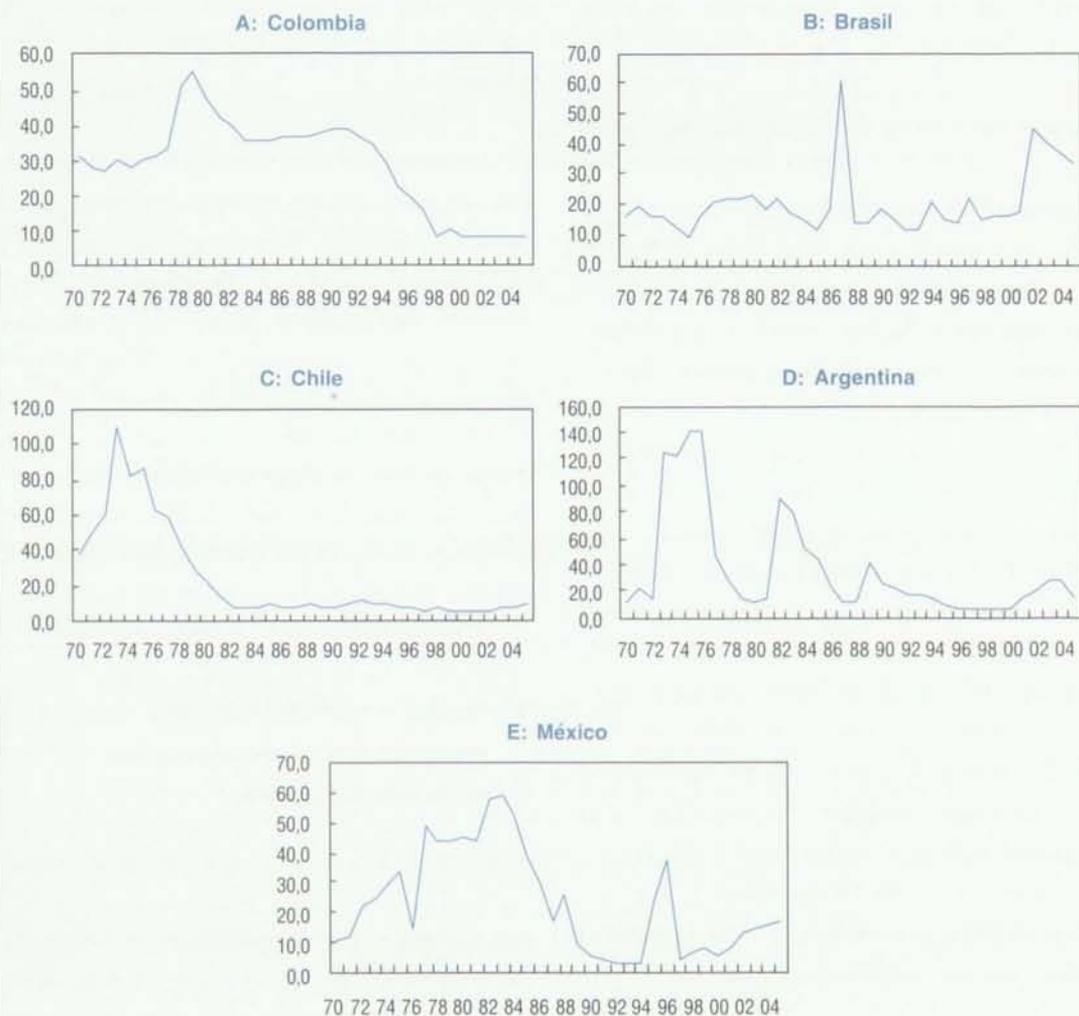
un mundo financiero crecientemente competitivo y en pleno florecimiento de las innovaciones financieras, las reservas requeridas no sólo persistirían como una distorsión, sino como un instrumento de eficacia muy limitada (Sellon y Weiner, 1996).

El funcionamiento del sistema de pagos está ligado a la operación rutinaria de la banca central y de la banca comercial; así, aún en las nuevas condiciones de reservas requeridas muy limitadas o inexistentes, existirá una demanda de dinero del banco central (reservas bancarias) para satisfacer aquellos pagos; dicha demanda dependerá, en parte, de factores institucionales. A las autoridades monetarias les corresponde actualizar los procedimientos de la política monetaria a los desarrollos del sistema de pagos.

### ***3. Evolución de los encajes en Colombia y otros países de América Latina***

El Gráfico 2, panel A, presenta la trayectoria de la relación de reservas bancarias a depósitos del público en Colombia para el período 1970-2005. Puede apreciarse que dicha relación fue del orden del 30% en el primer lustro de los setenta, y que se elevó al 50% durante la bonanza cafetera que dominara en la segunda mitad de la década. Concluida la bonanza, aquella relación volvió a niveles más bajos a lo largo de los años ochenta, aunque todavía por encima de los de principios de los setenta. Fue necesario esperar a la segunda mitad de los noventa para que dicha razón cayera

Gráfico 2  
Reservas bancarias sobre depósitos:  
países en desarrollo seleccionados, 1970- 2005  
(porcentaje)



Fuente: *International Financial Statistics*.

sostenidamente y se estabilizara alrededor del 10%.

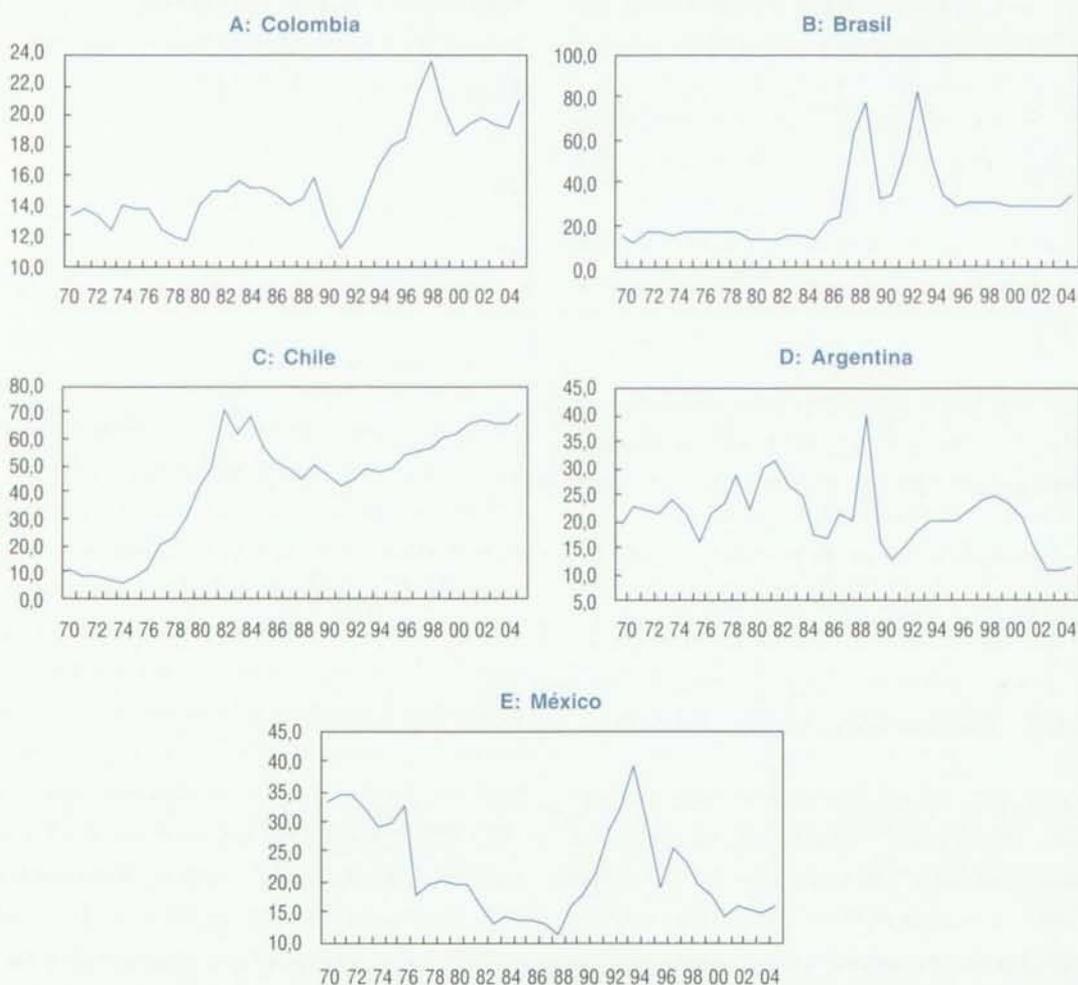
El Gráfico 2, paneles B a E, describe la experiencia de varios países latinoamericanos en cuanto a sus reservas fraccionarias.

En conjunto, dichos paneles sugieren que hasta mediados de los años ochenta tales reservas no fueron inferiores al 20%, y que en algunos casos alcanzaron alturas por encima del 50%. Por oposición al pasado, lo característico de los noventa

fue la virtual extinción de los encajes. Una radiografía del balance bancario en el continente así lo habría revelado. Los primeros años de la presente década han presenciado una tendencia alcista de los encajes, si bien los niveles alcanzados no son comparables con los mucho más altos de los registros históricos.

Vista como una medida de liberación financiera, el desmonte de los encajes debería traducirse en una ampliación de las operaciones bancarias y, en particular, del crédito. En el ámbito latinoamericano el caso de Chile ha sido ejemplar: el Gráfico 3, panel C, revela cómo en la segunda mitad de los años setenta llegó

**Gráfico 3**  
**Crédito privado al sector privado sobre PIB:**  
**países en desarrollo seleccionados, 1970-2005**  
 (porcentaje)



Fuente: *International Financial Statistics*.

---

a niveles de profundización financiera propios de economías industrializadas. Después de un paréntesis, con motivo de la crisis de los primeros años de la década de los ochenta, Chile recuperó la senda de altos niveles crediticios como proporción del PIB.

Por su parte, las reformas mexicanas significaron un cambio de rumbo en su historia crediticia. A principios de los años setenta el crédito representaba el 30% del PIB; quince años más tarde, sólo el 10%. Las reformas hicieron posible que volvieran a conquistarse las cimas alcanzadas durante la década de los setenta. El proceso se frustró con el advenimiento de la crisis mexicana de 1994, entre cuyas secuelas no solo se cuentan el colapso del crédito sino su parálisis a niveles del orden del 15% del PIB en el último lustro.

En Argentina se observa una cercana correspondencia entre episodios de flexibilización de los encajes y del auge crediticio. Así ocurrió especialmente en la segunda mitad de los años setenta y a lo largo de los noventa, hasta la crisis de fin de siglo cuando el crédito se desplomó, para estabilizarse finalmente a niveles tan exigüos como el 10% del PIB.

Colombia y Brasil compartieron trayectorias semejantes del crédito en relación con el tamaño de sus economías. Ellas fueron del orden del 15% entre 1970 y 1990. Entre mediados de los años ochenta y mediados de los noventa la economía brasileña se vio agitada por súbitos

impulsos crediticios en los períodos 1987-1989 y 1991-1993: en sus puntos más altos, el crédito llegó a significar el 70% y 80% del PIB, respectivamente. Desde mediados de los años noventa dicha relación se ha mantenido invariablemente en el 30% del PIB. Colombia no debió enfrentar sobresaltos semejantes; el crédito dobló su importancia en la economía al pasar del 11% del PIB en 1991 al 24% en 1998. La crisis financiera de la época mermó los logros de la profundización crediticia, pero, aun así, en el primer lustro de la presente década la relación entre el crédito y el PIB se estabilizó al nivel del 20%.

## *II. EL ENCAJE EN COLOMBIA*

### **A. Aspectos institucionales**

#### *1. Antecedentes*

En la reforma financiera adelantada en Colombia en 1923 el encaje aparecía en su concepción clásica, concebido como una reserva de liquidez para garantizar la convertibilidad de los depósitos. Otras disposiciones, como la del capital bancario mínimo requerido, establecían garantías adicionales sobre los depósitos del público. Estas regulaciones hacían parte de los fundamentos institucionales del nuevo sistema de banco central y bancos de crédito. Para entonces, ya era extendida la idea de la insuficiencia de las reservas requeridas para afrontar retiros masivos de depósitos que comprometieran la supervivencia de las

---

entidades individuales o, más aún, del sistema bancario. Así que, a semejanza de lo establecido en la creación del Sistema de Reservas Federales de los Estados Unidos diez años atrás, al Banco de la República se le asignó la función de prestamista de última instancia, encargado de atender las demandas temporales de liquidez de la banca como sistema.

La Ley 25 de 1923, o ley orgánica del Banco de la República, junto con la Ley 45 del mismo año, sobre establecimientos bancarios, definieron los objetivos y funciones de la banca central y de la banca comercial. Dichos estatutos incorporaron lo que por entonces se consideraba el estado del arte en materia de banca central y regulación bancaria, lo cual no fue óbice para que se diera cabida a aspiraciones locales, como la de dar al Banco de la República la capacidad de influir en la asignación sectorial del crédito.

En las leyes mencionadas se destacó la función del redescuento y de la tasa correspondiente como instrumento de política del banco central, y se aceptó la posibilidad de tasas de redescuento diferenciales; se definió el concepto de liquidez de la cartera bancaria de acuerdo con el enunciado clásico conocido como *self-liquidating principle*, correspondiente a préstamos no mayores de noventa

días; se adoptó la regulación del capital bancario mínimo requerido, y, se estableció el requerimiento de encajes mínimos sobre los depósitos del público. Los mismos estatutos y algunas modificaciones legales posteriores establecieron relaciones entre los conceptos citados, con el propósito de alcanzar ciertas metas en términos de variables monetarias y financieras, tales como la tasa de interés y el crédito.

En la Ley 45 (artículo 88) se estableció que todo banco comercial debería mantener en caja por lo menos el 50% de sus depósitos disponibles, y un encaje de por lo menos el 25% sobre sus depósitos a término. Los bancos comerciales nacionales o extranjeros que se hicieran accionistas del Banco de la República sólo estarían obligados a mantener la mitad de dichos encajes. Ser accionista significaba contar con el beneficio del redescuento y con encajes menores. Como contraprestación, la banca no podía redescantar cartera comercial otorgada a una tasa de interés más de tres puntos por encima de la tasa de redescuento (Ley 25, artículo 12)<sup>4</sup>. Al tiempo que se legislaba sobre el encaje, también se definían requerimientos de capital sobre los depósitos; así, en la Ley 45 (artículo 78) se exigió que el capital pagado y la reserva legal de un banco no podría ser menor al

---

<sup>4</sup> También se creó un encaje del 50% sobre las exigibilidades de las secciones fiduciarias de los bancos. La totalidad de los encajes sobre depósitos disponibles, a término, y fiduciarios, debería guardarse en depósitos a la orden sin interés en el Banco de la República. Adicionalmente, se estableció un encaje del 20% sobre los depósitos de ahorro en poder de las cajas o de las respectivas secciones de los bancos; dicho encaje se mantendría en tales instituciones por separado, con la opción de invertirse hasta por la mitad de su importe en depósitos en otras instituciones de crédito (Leyes Financieras, 1931, pp. 45 y 224).

---

---

15% de su total de obligaciones para con el público<sup>5</sup>.

Estas medidas iniciales sufrirían diversas modificaciones en el futuro. Muy pronto, en 1925, se adoptaron decisiones que ligaban el redescuento y la tasa de redescuento con la tasa activa de interés y el encaje bancario; así, en la Ley 17 de 1925 (artículo 1) se dispuso que los bancos accionistas que en operaciones de crédito de hasta noventa días fijaran un interés no mayor de dos puntos por encima de la tasa de redescuento, podrían reducir al 15% su encaje sobre depósitos en cuenta corriente, y al 5% el encaje sobre depósitos a término (Leyes Financieras, 1931, p. 60). Medidas como esta fueron adoptadas con la intención de auspiciar niveles bajos y estables del interés sobre los créditos bancarios; sin embargo, sus alcances eran limitados, ya que para entonces la economía era abierta, y hacía parte del régimen monetario internacional del patrón oro, dentro del cual la banca central acomoda el medio circulante a los movimientos internacionales del metálico.

Tras la quiebra internacional del patrón oro las economías tendieron a cerrarse y sus monedas entraron en un proceso

de ajuste desatado por el abandono del patrón monetario por parte de Gran Bretaña en 1931 y los Estados Unidos en 1933. Hacia finales de los años treinta diversas economías habían logrado estabilizar sus monedas, estableciendo en la práctica un régimen de cambio fijo. Tal fue la experiencia de Colombia, y cuando las consecuencias económicas de la Segunda Guerra Mundial se acercaron a sus costas en los primeros años cuarenta, uno de los compromisos de las autoridades era el sostenimiento de la tasa de cambio. En este contexto surgirían nuevos desarrollos de la institución del encaje en Colombia.

La acumulación de reservas internacionales en poder del Banco de la República durante la Segunda Guerra Mundial puso en tela de juicio la supervivencia del régimen de tasa de cambio fija. A mediados de 1943 las autoridades expidieron medidas extraordinarias para preservarlo; entre ellas, la autorización al Banco de la República para vender certificados de depósito en dólares, remunerados por un período de dos años; en relación con la banca, se elevaron en un 100% los encajes vigentes sobre todo tipo de exigibilidades, aumento que debería invertirse en los certificados mencionados<sup>6</sup>. A finales del mismo año se

---

<sup>5</sup> Al respecto, la Misión Kemmerer consignó el comentario siguiente en la Exposición de Motivos de la Ley 45: "La Misión ha prestado muy cuidadosa atención a lo relativo al *mínimum* de capital de los bancos en Colombia, y recomienda las cifras expresadas en este artículo [o sea, el 15% de los depósitos]. Este artículo exige a los bancos mantener una razonable proporción entre el capital y fondos de reserva y las obligaciones de aquéllas para con los depositantes y otros acreedores. El capital y los fondos de reserva sirven como un fondo de garantía para los depositantes y otros acreedores del banco y como prenda de buena fe por parte de los dueños de éste. En caso de quiebra del banco, los accionistas deben perder íntegramente su capital y sus fondos de reserva, antes que los depositantes y otros acreedores sufran alguna pérdida" (Leyes Financieras, 1931, p. 260).

<sup>6</sup> Decreto 1148 de 1943 (junio 10), artículos 1 y 4, y en *Revista del Banco de la República*, junio de 1943, pp. 224 y 225.

---

adoptaron nuevas medidas sobre los encajes: se dispuso que los excesos de exigibilidades a menos de treinta días, por encima del valor registrado a noviembre 30, estarían sujetos a encajes adicionales progresivos, los cuales podrían llegar hasta el nivel de 45% de dichos depósitos<sup>7</sup>.

Las medidas que acaban de citarse buscaban destinar el incremento de la liquidez bancaria a la adquisición de títulos emitidos por el Banco de la República que, como tales, constituían pasivos no monetarios. De esta manera se pretendía esterilizar parte de la afluencia de divisas, y desacelerar la expansión del circulante. Hasta el momento, los cambios en los encajes eran el resultado de decretos expedidos por el Gobierno nacional. De por sí, estas decisiones se convirtieron en antecedentes institucionales de la futura admisión de encajes flexibles en Colombia.

Las presiones monetarias de la época provocaron nuevas decisiones de las autoridades en relación con el balance bancario. Esta vez se optó por exigir un encaje no remunerado en el Banco de la República, equivalente al exceso de depósitos por encima del límite previsto en la relación de capital mínimo sobre depósitos (Ley 45 de 1923, artículo 78)<sup>8</sup>.

Así, como en los años veinte, pero esta vez de manera más explícita, se reconocía la interrelación entre liquidez y solvencia bancaria.

## 2. *Hacia los encajes flexibles en Colombia*

A la experiencia ganada con las medidas de 1943 y 1944 vino a sumarse la obtenida con otra serie de disposiciones arbitradas en los primeros meses de la posguerra. Mediante una serie de resoluciones, la Superintendencia Bancaria puso en práctica los denominados "topes de cartera", mediante los cuales se establecía que los bancos individualmente considerados no podrían incrementar sus préstamos por encima del nivel de los mismos en cierta fecha, incrementados en un determinado porcentaje. La disposición original se materializó mediante la Resolución 751 de 1946, según la cual los bancos no podrían incrementar sus carteras en más del 5% por encima del nivel registrado en la fecha de la medida. Si se llegaren a exceder tales topes, los bancos deberían adquirir, en la medida del exceso, bonos de la Caja Agraria o de otras entidades citadas en la norma. Posteriormente, la Resolución 762 de 1946 de la Superintendencia Bancaria elevó los topes de cartera en un 30% por encima de

---

<sup>7</sup> Decreto 2579 de 1943 (diciembre 23), artículo 4, y en *Revista del Banco de la República*, enero de 1944, p. 11. Villaveces (1949, p. 1267) comenta que una disposición similar se implementó en México en circunstancias cambiantes idénticas.

<sup>8</sup> Resolución 654 de 1944 de la Superintendencia Bancaria. El Decreto 2992 de 1944 (artículo 1) había establecido lo siguiente: "Mientras subsistan las actuales circunstancias económicas, la Superintendencia Bancaria, con aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, podrá señalar las normas según las cuales pueden los bancos mantener el total de sus obligaciones para con el público por encima del límite fijado en el artículo 78 de la Ley 45 de 1923".

---

---

los ya alcanzados con la decisión anterior. Estas primeras experiencias con los límites a la cartera se cerraron con la expedición de la Resolución 777 de la Superintendencia Bancaria, que derogó las dos medidas mencionadas.

También se acudió al mecanismo de la persuasión con el propósito de contribuir a la estabilización monetaria. Por ejemplo, en 1950, y a semejanza de la experiencia británica, se acordó un "pacto de caballeros" entre los banqueros con la idea de controlar los niveles de préstamos (Botero de los Ríos, 1963, p.1004).

Los encajes flexibles fueron acogidos por primera vez en Colombia en 1948 al expedirse el Decreto-Ley 1407 (abril 30). El artículo 3 de la norma reza así: "La Junta Directiva del Banco de la República con el voto favorable de siete directores incluyendo el del señor Ministro de Hacienda, queda facultada para fijar el encaje legal de las instituciones bancarias que funcionen en el país, a fin de hacer efectiva la política de crédito que se estimare más oportuna [...]"<sup>9</sup>. A pesar de contar con la facultad para modificar los encajes, el Banco de la República no la llevó a la práctica de manera inmediata. Fue necesario esperar a la reforma integral del Banco, a partir de la expedición del Decreto 756 de 1951.

En su artículo 1, el Decreto 756 establecía un nuevo marco de orientación de lo

que en ese momento se esperaba del Banco. Según el texto del artículo, "el Banco de la República realizará una política monetaria de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana"<sup>10</sup>. El encaje bancario quedaría comprometido con esta nueva visión del papel del banco central en Colombia.

En el artículo 2 de dicho decreto, al definirse las funciones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), se estableció que, entre otras, tendría la de "Fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorros que funcionen en el país, a fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimare más oportuna[...]" (Ibíd., p. 406).

También se estableció en el mismo artículo 2 que la JDBR podría "Señalar encajes hasta del 100% sobre aumentos futuros de depósitos exigibles o a término, pudiendo autorizar a las instituciones bancarias, para mantener la totalidad o parte de tales encajes invertida en títulos de deuda representativa de moneda nacional o extranjera, con o sin interés, o en determinados préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional" (Ídem.). Y, en el artículo 3 se indicó que "El encaje legal de las instituciones bancarias y cajas de ahorros consistirá en depósitos disponibles sin interés, constituidos en el Banco de la República" (Ídem.).

---

<sup>9</sup> *Revista del Banco de la República*, mayo de 1948, p. 583. Esta medida fue adoptada como norma legal permanente mediante el Decreto 211 de 1949 (febrero 8), y en *Revista del Banco de la República*, marzo de 1949, pp. 137-138.

<sup>10</sup> *Revista del Banco de la República*, mayo de 1951, p. 405.

---

---

### 3. *La posición de encaje de la banca comercial*

La disponibilidad de encajes es un enfoque para la determinación de la cantidad de dinero<sup>11</sup>. Aún bajo el régimen de encajes fijos y determinados por ley, la posición de los encajes de la banca comercial podía cambiar con gran libertad de acuerdo con las políticas crediticias del Banco de la República. Ya fuera de manera directa, mediante el redescuento de créditos otorgados por la banca comercial; indirecta: por medio del crédito primario al Gobierno o a otros prestatarios diferentes de los bancos, o mediante la compra de reservas internacionales, tales operaciones activas del Banco se traducían en más amplios encajes en poder de la banca comercial<sup>12</sup>.

### 4. *El encaje como instrumento monetario y como mecanismo de asignación del crédito*

La discusión acerca de los encajes flexibles en la segunda mitad de los años cuarenta estuvo invariablemente acompañada por la de control y selección del crédito. Se consideraba que la asignación crediticia era "una de las más importantes

funciones de los bancos centrales en la economía contemporánea"<sup>13</sup>. De hecho, el manejo de los encajes flexibles, la orientación del crédito y las operaciones de mercado abierto harían parte de la caja de herramientas de la banca central para la implementación de políticas contracíclicas.

A tono con la tendencia financiera internacional, ya en el primer lustro de la posguerra se hablaba del crédito como un factor de riqueza, más que como un vehículo de las transacciones. La noción kemmeriana del principio de autoliquididad de los activos, con base en el crédito comercial (menos de 90 días) vino a ser suplantada por la noción del crédito como argumento en la función de producción. De aquí que el control y la dirección del crédito comprometieran conjuntamente a la banca central y a la comercial; a la primera le competía reformarse, como en efecto ocurrió con el Decreto 756 de 1951, y asumir la definición de cupos de redescuento en favor de sectores específicos según las prioridades del fomento, las tasas de descuento, así como las tasas de interés que podría cobrar la banca comercial, y los plazos de las carteras redescontables<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> La literatura monetaria de los años sesenta destacaba tres enfoques para la determinación de la cantidad de dinero: el usual, con base en la disponibilidad de encajes en manos de la banca; el de Friedman-Schwartz-Cagan, basado en la discusión del dinero de alto poder y los multiplicadores; y el de Brunner-Meltzer, que desarrolla una función de oferta monetaria y estima sus parámetros (Andersen, 1961).

<sup>12</sup> Los cambios en la posición de encaje de los bancos fueron ampliamente discutidos en el Informe de la Misión del Banco Mundial de 1949-1950 (Banco Mundial, 1950).

<sup>13</sup> Así lo entendía Carlos Villavoces, miembro de la JDBR a finales de los años cuarenta, en su escrito "Política anticíclica", publicado en la *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1949, p. 1268.

<sup>14</sup> Al referirse al control y selección del crédito, uno de los ministros de Hacienda de la época escribió: "En todos los países, inclusive en el nuestro, hay ya formada una conciencia sobre la importancia de este control. Ninguna

---

La banca comercial entró en la senda del fomento económico de manera explícita a partir de la expedición del Decreto 384 de 1950 (febrero 8), el cual, en su artículo 4, estableció que “Los bancos comerciales podrán conceder préstamos hasta con cinco (5) años de plazo, con destino exclusivo a la construcción o ensanche de obras de fomento económico[...]”<sup>15</sup>. Esta medida fue adoptada en una coyuntura de expansión acelerada de la oferta monetaria, originada en el aumento de las reservas internacionales del Banco de la República. Las autoridades buscaron esterilizar parcialmente el aumento del dinero primario mediante el establecimiento de depósitos en efectivo en el Banco de la República, en la cuenta del Fondo de Estabilización<sup>16</sup>. A su vez, el Fondo debería adquirir obligaciones de entidades públicas cuyos préstamos estuviesen destinados a obras de infraestructura, tales como oleoductos, refinерías e hidroeléctricas. Al aunar el financiamiento otorgado por el Fondo con los nuevos créditos de largo plazo de la banca comercial, redescontables en el Banco de la República, las autoridades creyeron contribuir a la estabilidad monetaria al tiempo que fomentaban la producción.

En la misma coyuntura, las autoridades reiteraron la relación que ya habían urdido en los años veinte entre liquidez y solvencia de la banca, pero esta vez en el marco de la asignación selectiva del crédito; así, en el Decreto 1249 de 1950 (abril 19) se definió que la Superintendencia Bancaria podría autorizar a los bancos comerciales, cuyo pasivo con el público excediera el límite fijado en 1923 (Ley 45, artículo 78), para mantener dicho exceso en los créditos de fomento autorizados en el Decreto 384. Dentro del mismo curso de los acontecimientos, las autoridades optaron por modificar la norma del capital mínimo requerido; ya no sería del 15%, tal como fuera dictaminado en 1923, sino del 10% sobre los depósitos del público. Adicionalmente, se estableció que si en casos individuales el capital y las reservas llegaran a encontrarse por debajo del nuevo requerimiento, los bancos en cuestión no podrían otorgar nuevos créditos hasta no corregir dicho desfase<sup>17</sup>.

En los primeros años cincuenta continuaron las discusiones en torno del papel y potencial eficacia de los encajes; acerca de sus relaciones y posible coordinación con otros instrumentos de política monetaria, tales como la tasa de

---

ventaja provechosa se obtiene con efectuar contracciones o expansiones monetarias, si el crédito no se dispensa para crear la riqueza antes que para transformarla o simplemente desplazarla. Ni es tampoco posible adoptar determinada política de fomento si no cuenta con el factor esencial del crédito” (Hernán Jaramillo Ocampo, “Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario”, en *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1949, p. 1270).

<sup>15</sup> *Revista del Banco de la República*, febrero de 1950, p. 166.

<sup>16</sup> El Fondo de Estabilización fue creado dentro del Banco de la República en 1937, con el propósito de regular y estabilizar el mercado de bonos públicos. Fue una cuenta muy activa hasta 1957, financiándose principalmente con depósitos previos sobre importaciones y exportaciones, y con crédito del Banco de la República.

<sup>17</sup> *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1950, p. 1168.

---

---

redescuento y las operaciones de mercado abierto; en torno del posible conflicto entre sus objetivos monetarios y de asignación crediticia, y en términos de los activos bancarios sobre los cuales deberían calcularse<sup>18</sup>.

Las facultades para variar los encajes fueron empleadas ampliamente por las autoridades a partir de 1952. Durante la bonanza cafetera de 1953-1954 se acudió a incrementos en los encajes ordinarios sobre depósitos y a encajes adicionales sobre las captaciones a partir de ciertas fechas. Y, ya para principios de los años sesenta se había echado mano en varias ocasiones a encajes marginales elevados, del orden del 80% y 100% (Cuadro 2).

Con frecuencia las modificaciones de los encajes, que se traducían en liberación de recursos para los bancos, también buscaban orientar el crédito hacia sectores específicos<sup>19</sup>. Y, desde finales de los años cincuenta los mismos recursos de encaje pudieron dedicarse, en proporciones determinadas por las autoridades, a objetivos de fomento. Los bonos de prenda de los almacenes generales de depósito se contaron entre las primeras inversiones del encaje<sup>20</sup>.

### 5. *Dispersión de los encajes y manejo complejo de la tesorería bancaria*

A partir de los años sesenta el manejo de la tesorería bancaria se hizo muy complejo. A las normas sobre encajes ordinarios y marginales, y sobre una diversidad de depósitos, vinieron a sumarse las que establecían inversiones obligatorias, y las que reglamentaban inversiones voluntarias que los bancos podían hacer en papeles estatales, además de las inversiones voluntarias que podían hacerse como sustitutivas del encaje.

Si se hace un corte en 1980, los registros informan que sobre el manejo de tesorería gravitaban las siguientes *inversiones forzosas*: el 5% de las exigibilidades a la vista, que antes de treinta días debía invertirse en Bonos Agrarios Clase L de la Caja de Crédito Agrario (Ley 90 de 1948); el 5% sobre las exigibilidades a la vista, que antes de treinta días debía destinarse a la adquisición de Bonos Nacionales de Deuda Interna (Ley 21 de 1963), y el 16,5% sobre el monto promedio de las colocaciones trimestrales, que debía invertirse en Títulos de Fomento Agropecuario Clase A.

Además, los bancos estaban autorizados para efectuar las siguientes *inversiones*

---

<sup>18</sup> Villaveces (1949 y 1950), Echeverri Herrera (1953 y 1954), Jaramillo Ocampo (1954) y García (1954), son ejemplos de este tipo de discusiones en el primer lustro de los años cincuenta.

<sup>19</sup> Por ejemplo, a principios de 1959 se decidió que para efectos del encaje marginal vigente en esa época se cambiaran las fechas de cómputo. Tal operación significaba una liberación de recursos, la cual debía destinarse a la agricultura, mediante la compra de cartera agrícola de la Caja Agraria o de bonos emitidos por dicha entidad (Resolución 9 de 1959 de la JDBR, *Informe del Gerente a la Junta Directiva*, 1959, p. 61).

<sup>20</sup> Mediante la Resolución 20 de 1958 la JDBR decidió que parte de los recursos congelados podría ser empleada para el descuento de bonos de almacenes de depósito o préstamos con garantía de los mismos (*Revista del Banco de la República*, octubre de 1958, p. 1187).

Cuadro 2  
Requisito de encaje, 1947-1979

Saldos a fin de	Exigibilidades a la vista y antes de 30 días	Exigibilidades a más de 30 días	Sección fiduciaria	Sección de ahorros	Exigibilidades en moneda extranjera	Encaje adicional
Jun-47	15	5				
Dic-47	15	5				
Jun-48	15	5				
Dic-48	15	5				
Jun-49	15	5				
Dic-49	15	5				
Jun-50	15	5				
Dic-50	10	5				
Jun-51	12	5				
Dic-51	12	5				
Jun-52	14,5	5				
Dic-52	18	8				
Jun-53	19	9				
Dic-53	15	5				
Jun-54	18	8				
Dic-54	18	8				
Jun-55	18	8				
Dic-55	18	8				
Jun-56	15	5				
Dic-56	14	5				
Jun-57	18	9				80
Dic-57	14	5				80
Jun-58	23	14				100
Dic-58	17	8				100
Jun-59	23	14				100
Dic-59	15	6				100
Jun-60	19	10				100
Dic-60	14	5				100
Jun-61	15	14				
Dic-61	13	10				
Jun-62	22	15				
Dic-62	24	15				100
Jun-63	15	10				100
Dic-63	15	10				100
Jun-64	19	12				50
Dic-64	24	17				40
Jun-65	24	17				40
Dic-65	23	17				40
Jun-66	23	17				
Dic-66	24	17				
Jun-67	27	20				
Dic-67	29	22				
Jun-68	34	27				
Dic-68	33	27				
Jun-69	33	27				
Dic-69	35	29				
Jun-70	35	29				
Dic-70	35	29				
Jun-71	34,5	29	21	25	5	

Cuadro 2 (continuación)  
Requisito de encaje, 1947-1979

Saldos a fin de	Exigibilidades a la vista y antes de 30 días	Exigibilidades a más de 30 días	Sección fiduciaria	Sección de ahorros	Exigibilidades en moneda extranjera	Encaje adicional
Dic-71	31,5	29	21	25	18	
Jun-72	31,5	29	21	20	18	
Dic-72	31,5	29	21	20	25	100
Jun-73	36,5	29	21	20	25	100
Dic-73	38	29	21	20	25	100
Jun-74	41	29	21	20	5 a 40	
Dic-74	18/35	29	21	20	5 a 40	
Jun-75	18/34	29	21	20		
Dic-75	18/36	29	21	20		100 (*)
Jun-76	18/43,5	29	21	20		
Dic-76	19/43,5	29	21	20		100 (*)
Jun-77	18/43,5	29	21	20		100 (*)
Dic-77	18/46,5	29	21	20		100 (*)
Jun-78	18/45	29	21	20		100 (*)
Dic-78	19/45	29	21	20		100 (*)
Jun-79	18/45	29	21	20		100 (*)

(\*) Incluye las cuentas en moneda extranjera sujetas a encaje, los depósitos del Banco de la República en establecimientos bancarios a partir de octubre de 1974, según Resolución 59 de ese mismo año de la Junta Monetaria, y todas las exigibilidades sujetas al encaje marginal del 100% de noviembre de 1975 en adelante, de acuerdo con la Resolución 65 de ese año en la misma junta.

Fuente: para 1947-1969: *Informe anual del gerente*, para 1970-1980: *Revista del Banco de la República*.

*voluntarias sustitutivas del encaje*: la totalidad de los encajes sobre los CDT en títulos nominativos de crédito del Fondo Financiero Industrial y del Fondo de Inversiones Privadas; hasta 16 puntos del encaje sobre depósitos de ahorro en cédulas hipotecarias; hasta 14 puntos del encaje sobre depósitos a término exigibles a más de treinta días en títulos del Fondo Financiero Industrial, y hasta 1 punto del encaje de las exigibilidades a la vista y antes de treinta días sujetas a encaje ordinario en pagarés provivienda del Instituto de Crédito Territorial (ICT), Forma E.

También, los tesoreros podían ampliar su portafolio para incluir títulos emitidos

por el Gobierno (bonos de desarrollo económico); por el Banco de la República (títulos de participación, certificados de cambio, títulos canjeables por certificados de cambio, certificados de abono tributario, y títulos financieros agroindustriales); por el IFI (bonos del IFI, Ley 20 de 1979), y por la Federación de Cafeteros (bonos cafeteros y títulos de ahorro cafetero).

En 1980 de cada 100 pesos en cuentas corrientes un banco sólo podía colocar 38; de cada 100 pesos en depósitos oficiales sólo 8,5; de cada 100 en depósitos de ahorro sólo 68,7; de cada 100 en CDT sólo 90; de cada 100 en depósitos fiduciarios sólo 79; y de cada 100 en

---

---

depósitos a término por más de 30 días sólo 60,9<sup>21</sup>.

## 6. *Simplificación y reducción de los encajes en los años noventa*

Los compromisos de la tesorería bancaria se simplificaron y redujeron en los años noventa. Los primeros años de dicha década fueron fructíferos en decisiones que restauraban una mayor libertad de los intermediarios financieros en la definición de sus portafolios y en la asignación del crédito<sup>22</sup>. Las inversiones forzosas y sustitutivas del encaje fueron eliminadas<sup>23</sup>.

En esta década se adoptaron encajes marginales en coyunturas específicas en las cuales se buscaba acentuar el control monetario: así sucedió en 1991 y 1995. En 1991 se impuso un encaje marginal del 100% sobre el conjunto de exigibilidades del sistema financiero, excluyendo las corporaciones de ahorro y vivienda<sup>24</sup>; la medida fue sustituida después de pocos meses por aumentos en los encajes ordinarios,

especialmente sobre los depósitos en cuenta corriente<sup>25</sup>. En 1995 se adoptó un encaje marginal sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal de los establecimientos de crédito; a los depósitos en cuenta corriente se les gravó con un encaje del 25%; a los depósitos de ahorro con uno del 10%; a los depósitos a término inferiores a seis meses también con el 10%, y de modo similar al resto de exigibilidades<sup>26</sup>.

A partir de 1996 se inició el desmonte gradual del marginal y se redujo el encaje requerido promedio sobre las diferentes exigibilidades: una de las disminuciones más significativas fue la del encaje promedio sobre los depósitos en cuenta corriente del sector privado, el cual descendió del 41% en 1994 al 21% en 1996; además, el marginal se eliminó en 1998<sup>27</sup>. A finales de 1999 los contados coeficientes de encaje, todavía en pie, escasamente habrían podido servir para ilustrar lo que fueron los niveles y la dispersión reinantes en las cuatro décadas precedentes (Cuadro 3)<sup>28</sup>.

---

<sup>21</sup> A manera de ejemplo, en el caso de los depósitos en cuenta corriente, un depósito de 100 pesos en 1980 se habría visto afectado por los encajes e inversiones obligatorias y computables como encaje, de la siguiente manera: 45 pesos por concepto de encaje ordinario, 1 peso con destino al ICT; 10 pesos forzosamente repartidos entre bonos agrarios y bonos de la deuda interna; y 6 pesos para invertir en títulos del FFAP. Así, los fondos disponibles para préstamos ascenderían a 38 por cada 100 pesos.

<sup>22</sup> Villar, Salamanca y Murcia (2003) discuten la evolución del coeficiente de encaje a partir de los años setenta, en el marco de políticas de liberación financiera implementadas desde entonces. También lo estudian Carrasquilla y Zárate (2002) con referencia a la crisis de fines de los noventa.

<sup>23</sup> En 1994 se eliminaron las últimas inversiones computables como encaje (JDBR, Resolución Externa 28 de 1994 —septiembre—).

<sup>24</sup> Junta Monetaria, Resolución 1 de 1991 (enero 4).

<sup>25</sup> JDBR, resoluciones externas 1 y 2 de 1991 (septiembre).

<sup>26</sup> JDBR, Resolución Externa 12 de 1995 (abril 21).

<sup>27</sup> JDBR, Resolución Externa 9 de 1998 (agosto).

<sup>28</sup> Los niveles promedio del encaje y su dispersión que fueron característicos hasta los años noventa fueron discutidos en Trujillo y Posada (1993), así como en Banco de la República (1995a y 1995b).

---

En 1998 por primera vez se aceptó la remuneración directa y explícita, aunque parcial, de los encajes. Se autorizó la remuneración del encaje de los depósitos a término con una tasa de interés anual equivalente a la meta de inflación; igualmente, se dispuso remunerar el encaje de los depósitos de ahorro con una tasa de interés igual al 75% de dicha meta<sup>29</sup>.

## **B. Regularidades empíricas.**

### **Descripción estadística de indicadores de liquidez y solvencia bancaria en Colombia, 1925-2005**

#### **1. Reservas bancarias y agregados macroeconómicos: series de tiempo para 1925-2005**

##### *a. Evolución cronológica de la serie de reservas bancarias como parte de la base monetaria.*

Hasta finales de los años sesenta las reservas bancarias constituyeron el componente menor de la base monetaria. A lo largo de cuatro décadas el componente dominante lo constituyó el efectivo en poder del público, si bien su participación fue en declive, especialmente desde principios de los años cincuenta. A finales de los años veinte el efectivo rebasaba el 90% de la base monetaria; ya en los treinta tal participación había declinado al 80%, y en los primeros años de la posguerra era del orden del 70%. El Gráfico A1.1 del Anexo revela cómo el monto de las reservas bancarias llegó

a igualar al del efectivo en la segunda mitad de la década de los sesenta, para luego hacerse predominante en los años setenta y en la primera mitad de los ochenta. En el siguiente lustro la composición de la base volvió a emparejarse entre el efectivo y las reservas. Los años noventa fueron testigos de contrastes: a lo largo de la década las reservas recuperaron el predominio, pero desde finales de 1998 el efectivo volvió a ser el componente principal (el gráfico ilustra el quiebre en la evolución de las reservas bancarias y su participación progresivamente menor desde entonces). A fines de 2006, y coincidiendo con la culminación de la serie, la participación de las reservas en la base monetaria llegó al 25%, cifra similar a la alcanzada a mediados de los años cuarenta.

La exigua participación de las reservas en la base monetaria en las décadas inmediatamente siguientes a la reforma financiera de 1923, estuvo ligada al proceso de monetización de la economía, y al uso creciente de los servicios bancarios por parte del público. Este aprendizaje gradual se manifestó también en las preferencias de los agentes por efectivo y por depósitos en cuenta corriente; en efecto, sólo hasta mediados de los cuarenta los depósitos en cuenta corriente ganaron una participación semejante a la del efectivo en la composición de los medios de pago (Gráfico A1.2, Anexo). De ahí en adelante la posición mayoritaria de los depósitos se acentuó con el paso

---

<sup>29</sup> JDBR, Resolución Externa 15 de 1998 (noviembre).

Cuadro 3

## Normas sobre los porcentajes de encaje requerido de las entidades financieras, 1980-1999

Res. Núm.	Fecha	Bancos													
		CC		Depós. vista		Depós. Fiduc.	CDAT	CDT (meses)					Ahorros		
		OFI	PRI	OFI	PRI			1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>= 18	1 y <3	3 y <6	
	Fin de 1979	80	45	80	45	80	—	20	20	20	—	—	20	—	—
8	80-01-30	80	50	80	50	80	—	20	20	20	—	—	20	—	—
9	80-01-30													—	—
42	80-09-17	80	45	80	45	80	—	20	20	20	—	—	20	—	—
43	80-09-17	80	45	80	45	80	—	10	10	10	—	—	20	—	—
27	83-03-23	60	45	60	45	60	—	10	10	10	—	—	20	—	—
54	83-05-09	45	45	45	45	45	—	10	10	10	—	—	20	—	—
30	84-05-03													—	—
61	84-08-29	45	43	45	43	45	—	10	10	10	—	—	20	—	—
75	84-10-05														
26	85-03-27														
2	86-01-03	45	43	45	43	45	—	10,5	10,5	10,5	—	—	20		10,5
74	86-07-23														
87	86-10-08	65	43	65	43	65	—	10,5	10,5	10,5	—	—	20		
58	87-10-23	80	44	80	44	22		10,5	10,5	10,5	—	—	20		
59	87-10-23													10,5	10,5
60	87-10-23														
61	87-10-23	80	44	80	44	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
10	88-02-10	50	44	50	44	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
10	88-02-26	65	44	65	44	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
16	88-03-02														
29	88-04-13														
33	88-05-04														
33	88-05-23														
44	88-06-24														
48	88-06-06														
57	88-08-24	63	42	63	42	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
61	88-09-14	61	40	61	40	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
61	88-09-23	59	38	59	38	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
72	88-10-24	57	36	57	36	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
72	88-11-18	57	37	57	37	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
72	88-11-25	57	38	57	38	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
72	88-12-02	57	39	57	39	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
72	88-12-09	57	40	57	40	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
7	89-01-25	56	39	56	39	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
43	89-05-24	54,5	39	54,5	39	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
43	89-08-14	53	39	53	39	22	22	10,5	10,5	10,5	—	—	30		
16	90-04-30	52,5	33,5	52,5	33,5	22	22	10	10	10	10	10	30		
17	90-04-30													10	10
36	90-07-19														
47	90-10-03	51,5	32,5	51,5	32,5	22	22	10	10	10	10	10	30		
48	90-10-03	51,5	32,5	51,5	32,5	22	22	10	10	10	10	10	16,5		
67	90-11-23	52,5	33,5	52,5	33,5	23	23	11	11	11	11	11	17,5	11	11
67	91-01-01	51,5	32,5	51,5	32,5	22	22	10	10	10	10	10	16,5	10	10
1.J.D.	91-09-06	61	36	61	36	22	22	10	10	10	10	10	16,5		
2	91-09-13					61									
11	91-10-28	70	41	70	41	61	22	10	10	10	10	10	16,5		
12	92-02-19														
13	92-02-19	70	41	70	41	61	22	10	10	5	5	5	16,5	10	10
25	92-05-04														
29	92-05-22														
30	92-05-22	70	41	70	41	41	10	10	10	5	5	5	10		
50	19/ 92-11-20	70	41	70	41	41	10	10	10	5	5	5	10	10	10
7	93-03-15	70	41	70	41	41	10	10	10	5	1	1	10	10	10

Corporaciones financieras			C.A.V.						Compañías de financiamiento comercial					Coop.			
CDT (meses)			Ahorros	CDT (meses)			Aho- rros	Dep. ord.	CDT (meses)					Aho- rros	Aho- rros		
6 y <12	12 y <18	>=18		1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>=18			1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>=18		
25	25	25	—	10	10	10	—	—	13	15	25	25	25	25	25		
15	15	15	—	15	15	15	—	—	13	15	15	15	15	15	15		
10	10	10	—	10	10	10	—	—	8	15	10	10	10	10	10		
6	6	6	—														
				10	6	3	—	—	5	15							
6,5	6,5	6,5	—	10	6	3	—	—	3	15							20
6,5	6,5	6,5	—														
													10,5	10,5	10,5		
				22	22	4	1	1	2,5	15							
				22	22	3,5	1	1	2	15							
				22	22	3,5	1	1	1,5	15							
				22	22	3	1	1	1	15							
											10,5	10,5	10,5	10,5	10,5		
				10	10	2,5	1	1	1	15							
6	6	6	—														
				10	4,5	2,5	1	1	1	15							
7	7	7	—	11	5,5	3,5	2	2	2	16	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5		21
6	6	6	—	10	4,5	2,5	1	1	1	15	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5		20
5	5	5	—	10	10	5	5	5	5	15							
											10,5	10,5	5	5	5		
				10	10	5	5	5	10	10							16,5
5	5	5	—	10	10	5	5	5	10	10	10	10	5	5	5		10
5	1	1	—	10	10	5	1	1	10	10	10	10	5	1	1		10

Cuadro 3 (continuación)

## Normas sobre los porcentajes de encaje requerido de las entidades financieras, 1980-1999

Res. Núm.	Fecha	Bancos													
		CC		Depós. vista		Depós. Fiduc.	CDAT	CDT (meses)					Ahorros		
		OFI	PRI	OFI	PRI			1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>= 18	1 y <3	3 y <6	
14	93-06-07	70	41	70	41	41	10	3	3	2	1	1	10	3	3
26	93-10-15														
36	93-12-20														
12 1/	95-04-21	70/25	41/25	70/25	41/25	41/25	10	3/10	3/10	2/5	1/5	1/5	10	3/10	3/10
17 2/	95-06-30	60/21	40/21	60/21	40/21	40/21									
28 3/	95-10-10	40/21		40/21											
28 4/										3/5	3/5	3/5			
28 5/								4/10	4/10	4/5	4/5	4/5		4/10	4/10
28 6/								5/10	5/10	5	5	5		5/10	5/10
4 7/	96-03-08	37/21	37/21	37/21	37/21	37/21									
4 8/		36/21	36/21	36/21	36/21	36/21									
10 9/	96-04-26	34/21	34/21	34/21	34/21	34/21									
10 10/		33/21	33/21	33/21	33/21	33/21									
17 11/	96-06-27							5/7	5/7	5/7	5/7	5/0		5/7	5/7
20 12/	96-08-02	31/21	31/21	31/21	31/21	31/21									
20 13/	96-08-02	26/21	26/21	26/21	26/21	26/21									
25 14/	96-09-20	21/21	21/21	21/21	21/21	21/21									
9	98-08-14	21	21	21	21	21		5	5	5	5			5	5
11 15/	98-10-02						8	3	3	3	3	0	8	3	3
15	98-10-30	19	19	19	19	19									
19 16/	98-11-06	16	16	16	16	16	7	2,5	2,5	2,5	2,5		7	2,5	2,5
22 17/	99-10-22	13	13	13	13	13	6						6		
17 18/	00-10-03														
3	2007-05-06	13/27	13/27	13/27	13/27	13/27	6/12,5	2,5/5	2,5/5	2,5/5	2,5/5		6/12,5		

a/ 1979 termina con un encaje marginal del 100% sobre los aumentos de los siguientes depósitos de los establecimientos bancarios, al 31 de enero de 1977: cuenta corriente, a la vista, a término, de otros bancos del país, especiales del Gobierno Nacional, de bancos del exterior, en garantías por créditos y/o garantías bancarias, exigibles antes y después de 30 días. Dicho encaje se redujo por la Resolución 1 de 1983 de la siguiente manera: 70% a partir del 24 de enero de 1983, 10% a partir del 1 de marzo de 1983, 10% a partir del 1 de abril de 1983 y el 10% restante a partir del 1 de mayo de 1983.

b/ El 9 de enero de 1991 se expidió la Resolución 1, mediante la cual, desde el 11 de enero de dicho año los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y los organismos cooperativos deben mantener un encaje marginal del 100% sobre todas las exigibilidades en M/N sujetas a encaje, en el monto que exceda el nivel registrado de cada tipo de exigibilidad al cierre del 4 de enero de 1991.

c/ El 17 de abril de 1991 se expidió la Resolución 27 mediante la cual se dispuso que: quedan sometidas al encaje marginal del 100%, de la Resolución 1 de 1991, las exigibilidades originadas en la colocación de bonos ordinarios y de garantía general y específica en el monto que exceda el nivel del 15 de abril de 1991, salvo las exigibilidades originadas en la colocación de bonos cuyo plazo sea igual o mayor a quince meses.

d/ La Resolución 1 de 1991, del 6 de septiembre, la Junta Directiva suprimió el encaje marginal del 100% de la Resolución 1 (JM) de 1991, con excepción de los depósitos y acreedores fiduciarios.

e/ La Resolución 2 de 1991, del 13 de septiembre, la Junta Directiva suprimió el encaje marginal del 100% de los depósitos y acreedores fiduciarios.

f/ Las cédulas hipotecarias de inversión emitidas por el BCH encajan a partir de la Resolución 40 del 22 de diciembre de 1994. De acuerdo con la Resolución 11 abril 26 de 1996, se les da el mismo tratamiento que a los CDT.

1/ La primera cifra corresponde al encaje ordinario y la segunda al encaje marginal sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel del 30 de abril de 1995.

2/ El encaje ordinario aplica al 95% del saldo al 30 de abril de 1995, de los depósitos en cuentas corrientes privadas, y al 93% de las oficiales.

3/ Rige a partir de diciembre de 1995.

4/ Rige a partir de enero de 1996.

5/ Rige a partir de febrero de 1996.

6/ Rige a partir de marzo de 1996.

7/ Rige a partir de abril de 1996.

Corporaciones financieras			C. A. V.						Compañías de financiamiento comercial					Coop.			
CDT (meses)			Ahorros			CDT (meses)			Aho-ros	Dep. ord.	CDT (meses)					Aho-ros	Aho-ros
6 y <12	12 y <18	>= 18	1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>= 18			1 y <3	3 y <6	6 y <12	12 y <18	>= 18			
2	1	1	—	3	3	2	1	1	10	10	3	3	2	1	1	10	
			10													10	
2/5	1/5	1/5	10	3/10	3/10	2/5	1/5	1/5	10	10	3/10	3/10	2/5	1/5	1/5	10	
3/5	3/5	3/5				3/5	3/5	3/5					3/5	3/5	3/5		
4/5	4/5	4/5		4/10	4/10	4/5	4/5	4/5			4/10	4/10	4/5	4/5	4/5		
5	5	5		5/10	5/10	5	5	5			5/10	5/10	5	5	5		
5/7	5/7	5/0		5/7	5/7	5/7	5/7	5/0			5/7	5/7	5/7	5/7	5/0		
5	5			5	5	5	5				5	5	5	5			
3	3	0	8	3	3	3	3	0	8	8	3	3	3	3	0	8	
2,5	2,5		7	2,5	2,5	2,5	2,5		7	7	2,5	2,5	2,5	2,5		7	
			6						6	6						6	

8/ Rige a partir de mayo de 1996 (no alcanzó a regir, ya que fue modificada por la Resolución 10 de 1996).

9/ Rige a partir de mayo de 1996.

10/ Rige a partir de junio de 1996.

11/ El encaje marginal aplica sobre el monto que exceda el saldo al 30 de junio de 1996. Las colocaciones de bonos de garantía general que se efectúen a partir de julio de 1996, cuyo plazo sea inferior a 18 meses, tendrán un encaje del 7%. Antes de esta resolución, los bonos estaban exentos de encaje. A partir de la Resolución 17 se discrimina el plazo mayor o igual a 18 meses. Para fechas anteriores a esta resolución, el encaje de los CDT >= 18 meses corresponden a los de >12 meses.

12/ Rige a partir de septiembre de 1996.

13/ Rige a partir de octubre de 1996.

14/ Rige a partir de la segunda bisemana de noviembre de 1996. Los porcentajes de encaje para los bonos es el mismo que para los CDT.

15/ Rige a partir de la primera bisemana de noviembre de 1998.

16/ Rige a partir de la primera bisemana de diciembre de 1998. Durante diciembre, los encajes del 2,5% se reducen temporalmente a 0,5% y los de 7% a 5%.

17/ Rige a partir del 2 de diciembre de 1999.

18/ Eliminó el encaje sobre los Repos con la Tesorería. Impuso el mismo encaje que las cuentas de ahorro a la cuenta de ahorro programado (2127 del PUC).

19/ Establece para los bancos un saldo mínimo en la cuenta de depósito en el Banco de la República equivalente al 5% del saldo en cuenta corriente del mes anterior. Norma derogada por la Resolución 6 de 1997.

Fuente: Banco de la República, con base en resoluciones de la Junta Monetaria y la Junta Directiva.

del tiempo, hasta el advenimiento de factores como la imposición de los gravámenes sobre transacciones financieras, establecidos originalmente en 1998, los cuales acrecentaron súbitamente la demanda de efectivo. Desde mediados de 2006 los saldos del efectivo y los depósitos en cuenta corriente han seguido trayectorias prácticamente iguales, una experiencia ya observada por las autoridades monetarias entre 1940 y 1943, aunque por razones diferentes.

*b. Evolución del multiplicador monetario y sus determinantes*

En las trayectorias del multiplicador y sus determinantes pueden observarse dos grandes etapas (gráficos 4, y A1.3): la primera, entre los años veinte y finales de

los sesenta, y la segunda, a partir de los años setenta.

En los años veinte, recién creado el sistema de banco central y bancos de crédito, la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente alcanzó sus registros históricos más altos, del orden de \$2 en efectivo por \$1 en depósitos. Dicha razón declinó pronunciadamente a lo largo de los años treinta y cuarenta, de modo que al iniciarse el período de la posguerra ya era inferior a 1; tal tendencia continuó a lo largo de las décadas de los cincuenta y sesenta, estabilizándose alrededor de 0,5. Es decir, contrario al de los años veinte, en los sesenta el público y las empresas prefirieron demandar \$1 en efectivo, por cada \$2 en depósitos.

Gráfico 4  
Multiplicador de M1: Colombia, 1924-2005



Fuente: para la oferta monetaria (M1), y el efectivo (E): *Revista del Banco de la República*. Para los depósitos en cuenta corriente: *Informe anual del Superintendente Bancario*.

---

La relación de reservas bancarias a depósitos en cuenta corriente empezó en un punto alto, por encima de 0,5, o sea, \$1 en reservas por cada \$2 en depósitos. Pero ya en la segunda mitad de los años veinte la proporción era de 0,4, nivel que se mantuvo a lo largo de las dos décadas siguientes. En la posguerra la relación declinó aún más, estabilizándose alrededor de 0,3 hasta mediados de los sesenta.

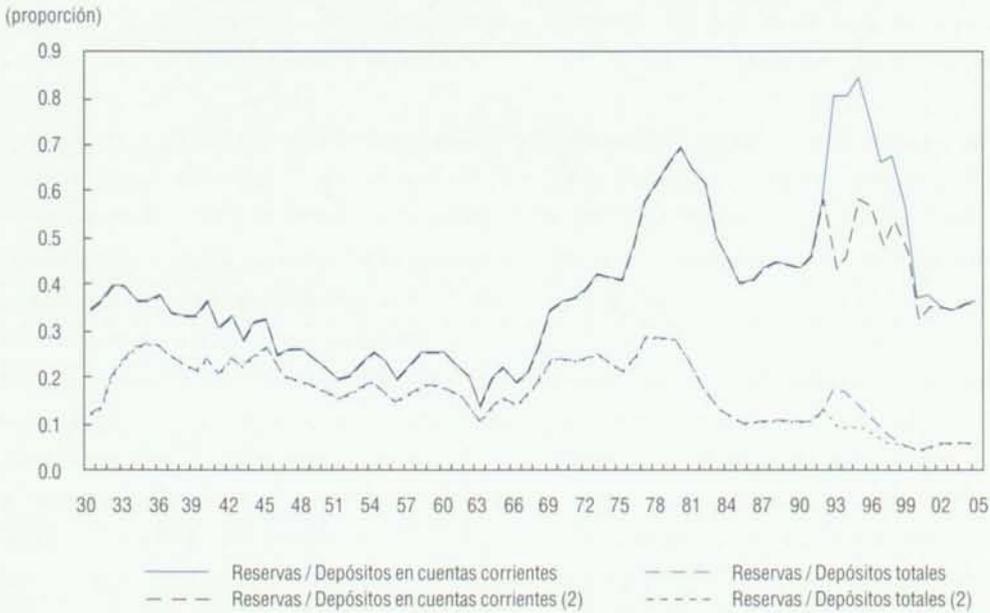
El multiplicador monetario resulta de la evolución conjugada de las relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente. En el caso de M1, sus valores iniciales se mantuvieron a ras de 1 en el primer año del sistema bancario apenas organizado, pero con el descenso de las dos relaciones citadas, especialmente de la de efectivo, en las décadas siguientes el multiplicador alcanzó niveles de 1,4 en los años treinta, de 1,60 en los cuarenta, de 1,80 en los cincuenta, y de 2,40 en la primera mitad de los sesenta. Fueron estos últimos los más altos alcanzados en el siglo XX.

Desde finales de la década de los sesenta las series siguieron sendas muy diferentes a las del pasado. Inicialmente, las innovaciones más notables ocurrieron en la relación de reservas a depósitos, a propósito de las políticas monetarias orientadas a controlar la expansión secundaria de dinero. Los niveles estables alrededor de 0,30, mantenidos por largos períodos, fueron reemplazados por niveles que se incrementaron gradualmente durante los años setenta hasta alcanzar la cifra de

0,70 al término de dicha década. Precisamente este último nivel sobresalió como el más alto registrado históricamente por la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente. Fue este el resultado de medidas sobre el encaje bancario que buscaban compensar los efectos de la expansión primaria originada en la bonanza cafetera de la época. El nivel de la relación de reservas comenzó a descender en 1980, cuando aquellas disposiciones fueron desmontadas; en la segunda mitad de los años ochenta la relación de reservas volvió al viejo nivel de 0,40 que le había sido característico. A partir de 1991 se elevó de nuevo, como resultado de medidas de control monetario, estabilizándose alrededor de 0,55 entre 1992 y 1997. En virtud de la reducción general de los encajes adoptada por las autoridades a finales de la década de los noventa, la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente cayó al nivel de 0,35, a cuya altura se mantuvo en el primer lustro de la presente década.

La evolución de las reservas bancarias como fracción de los depósitos en cuenta corriente y como fracción de los depósitos totales aparece en el Gráfico 5: puede observarse que los más altos valores de la última se alcanzaron en los años treinta y en los setenta. En el primer caso, cuando las reservas llegaron a representar el 26,4% de los depósitos entre 1934 y 1936, los encajes eran fijos, establecidos por ley, de modo que la acumulación de reservas obedeció a decisiones de los banqueros; en el segundo caso, los encajes llegaron a su máxima

Gráfico 5  
Reservas sobre depósitos en cuenta corriente  
y reservas sobre depósitos totales: Colombia, 1930-2005



Fuente: *Revista del Banco de la República e Informe anual del superintendente bancario.*

altura, 28% de los depósitos entre 1977 y 1980, cuando el instrumento de los encajes flexibles y de los encajes marginales sobre una amplia gama de depósitos estuvo a la orden del día. También puede verse que las relaciones de encaje declinaron gradualmente, a lo largo de tres décadas, entre mediados de los años treinta y mediados de los sesenta, y que tras el gran paréntesis de los setenta

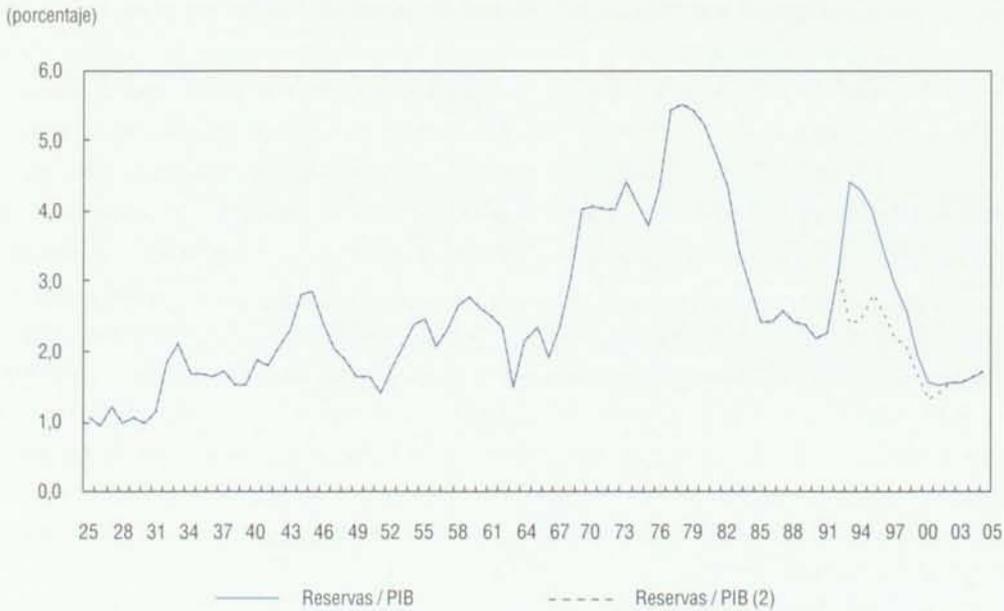
continuaron su descenso en los ochenta y noventa<sup>30</sup>.

### c. Las reservas bancarias y el ciclo económico

En el Gráfico 6 se presenta la evolución de las reservas bancarias en comparación con el PIB. Pueden divisarse varios ciclos: el primero coincidió con el auge y receso de la economía a finales de los años

<sup>30</sup> En 1994 la JDBR decidió que los encajes que las corporaciones de ahorro y vivienda guardaban en el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) desde 1972, constituyendo así un pasivo no monetario, a partir de junio de 1995 serían un pasivo monetario, como el encaje de los bancos. Al verificarse el cambio contable, la serie de reservas bancarias se elevó súbitamente, que es lo que ocurre con las trayectorias de reservas/depósitos en cuenta corriente y reservas/depósitos totales (Gráfico 5). Las trayectorias marcadas con un (2) corresponden a la antigua metodología de contabilización de las reservas y, por tanto, es la que tiene sentido en términos de la discusión histórica adelantada en este trabajo (Resolución Externa 27 de 1994 —septiembre 9—, artículo 2, y en *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1994, p. 15).

Gráfico 6  
Reservas bancarias sobre PIB: Colombia, 1925-2005



Fuente: para las reservas bancarias: *Revista del Banco de la República*, y para el PIB: Greco (2002).

veinte; hasta 1928 las reservas crecieron a una tasa anual superior a la del producto, y entre 1928 y 1930 cayeron más rápido que el producto. En los años que siguieron a la Gran Depresión hubo una acumulación ingente de reservas bancarias; de un promedio de 1% del PIB a finales de la década de los veinte, llegaron a niveles cercanos al 2% en la primera mitad de los treinta. Dicha acumulación de reservas fue el reflejo del colapso crediticio que sucedió al auge de finales de los años veinte; aunque la economía comenzó su recuperación en 1932, la cartera bancaria sólo lo hizo a partir de 1934, y en el entretanto la banca acumuló reservas. Para mediados de la década la acumulación de reservas había cesado;

le siguieron años en los cuales la relación de reservas a PIB se mantuvo estable hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial.

Un nuevo ciclo se extendió a lo largo de los años cuarenta con la fase expansiva durante la guerra, y el declive en los primeros años de la posguerra. El comportamiento del producto fue determinante en el comportamiento de la razón de reservas a PIB, ya que la fase de la guerra estuvo caracterizada por un receso económico, al contrario del primer lustro de la posguerra.

Otro ciclo cubrió los años cincuenta y principios de los sesenta: la fase de acumulación

---

de reservas coincidió con la bonanza cafetera y las políticas de estabilización adoptadas al iniciarse el Frente Nacional. Los encajes flexibles se modificaron en reiteradas ocasiones, y se acudió también a los encajes marginales.

Hacia 1965 se inició un proceso de ascenso de las reservas bancarias como porcentaje del PIB, que alcanzaría su cenit en 1980: de representar históricamente 2% del producto, las reservas llegaron a significar 5% del mismo en 1980; hubo dos fases de crecimiento empujado, la primera entre 1965 y 1970, y la otra entre 1975 y 1980, separadas por un interregno durante la primera mitad de los setenta, durante el cual las reservas constituyeron un porcentaje estable del orden del 3,5% del PIB. Entre 1965 y 1970 los encajes requeridos se elevaron significativamente; así, los constituidos sobre depósitos en cuenta corriente pasaron de 24% a 35%, y los establecidos sobre exigibilidades a más de treinta días se elevaron de 17% a 29%. También durante períodos limitados se aplicaron encajes marginales.

Con ocasión de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta, las autoridades acudieron reiterada y ampliamente a la utilización de los encajes. Se emplearon encajes diferenciales sobre los depósitos en cuenta corriente, asignando un cierto requerimiento sobre depósitos hasta un monto determinado, y otro requerimiento más alto sobre depósitos por encima de aquel monto. Así, a finales de 1979 sobre los depósitos en moneda legal en cuenta corriente y

exigibilidades a menos de treinta días se aplicaban los siguientes encajes: 18% sobre los primeros \$130 millones, y 45% sobre los depósitos por encima de tal monto. Además, se aplicaron encajes diferenciales sobre los pasivos bancarios en moneda extranjera. Adicionalmente, se establecieron encajes marginales del 100% tanto para depósitos en moneda nacional como sobre exigibilidades en moneda extranjera. En conjunto, las variaciones en las reservas requeridas adoptadas en la segunda mitad de los sesenta y de los setenta desembocaron en los más altos niveles de reservas bancarias como proporción del PIB durante el siglo XX.

Los años ochenta se iniciaron con el desmonte de los encajes marginales del 100%, cuya vigencia se extendió por tres años desde principios de 1977, y con la reducción de los encajes sobre los depósitos a término. El crecimiento de las reservas bancarias prácticamente se estancó entre 1982 y 1985 durante la crisis internacional de la deuda externa, cuyos efectos adversos alteraron el funcionamiento de los sistemas bancarios nacionales en América Latina. A pesar del bajo crecimiento económico registrado en la primera mitad de los ochenta (2,3%, contra el histórico 4,5%), la relación de reservas a PIB se descolgó bruscamente en dicho período, al pasar de niveles del orden del 5% en 1980 a niveles de un poco más del 2% en la segunda mitad de los ochenta.

La reanimación transitoria de las reservas bancarias en los primeros años de la

década de los noventa obedeció a la implantación de políticas contraccionistas; así, tras más de una década se acudió de nuevo a un encaje marginal del 100%, cuya vigencia se extendió a lo largo de 1991. Y, de manera similar a lo ocurrido en la primera mitad de los ochenta, el colapso de la relación de reservas a PIB entre 1996 y 2003 obedeció al estancamiento de las reservas en poder de los bancos: de hecho, sus saldos nominales de reservas entre enero de 1999 y mayo de 2002 se ubicaron por debajo de los alcanzados entre 1994 y 1998. Así, la razón de reservas a PIB pasó de 3,5% a 1,5%. A partir de 2000 las reservas bancarias como porcentaje del PIB registraron sus niveles históricos más bajos.

## 2. Liquidez y solvencia

En toda su historia los valores más altos de capitalización de la banca privada colombiana se alcanzaron en las primeras dos décadas de vida del sistema; así lo sugiere el Gráfico 7, en donde la capitalización se mide por medio de la relación entre capital pagado y reserva legal y los activos totales. Hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial, el capital y las reservas constituyeron, en promedio, el 25% del balance bancario. En el auge de fines de los años veinte, el porcentaje estuvo siempre por encima del 25%, llegando a superar el 29% en 1928. Al sobrevenir la Gran Depresión la relación siguió su

Gráfico 7  
Capital pagado y reserva legal sobre PIB: Colombia, 1925- 2005



Fuente: para el capital pagado y la reserva legal: *Informe anual del superintendente bancario*, y para el PIB: Greco (2000).

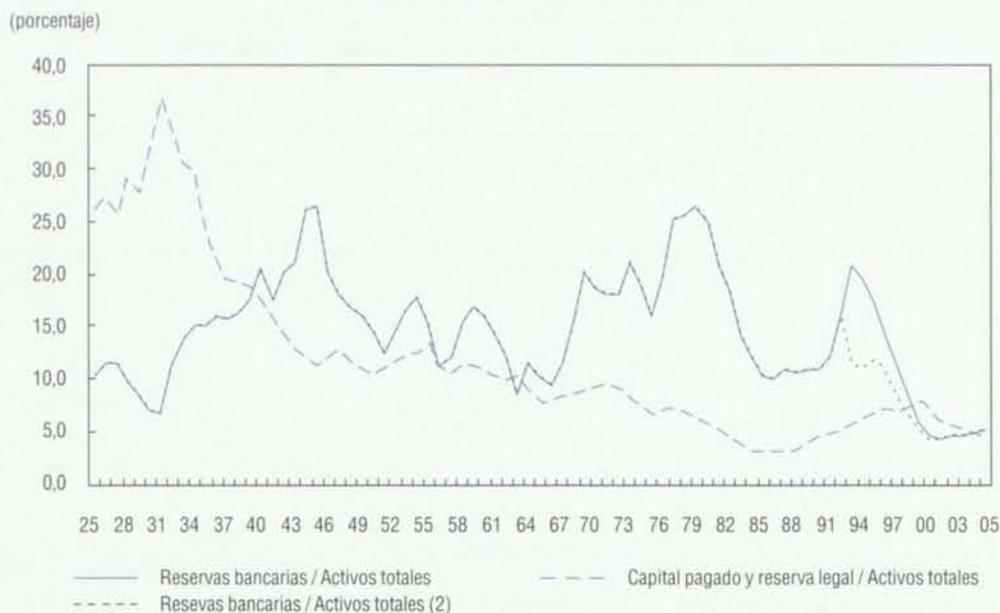
curso ascendente, al combinarse el estancamiento del valor del capital con el colapso del PIB; así, se llegó a la cifra tope de 37,1% en 1931, y de 32% para la primera mitad de los treinta. En otras palabras, el patrimonio llegó a constituir la tercera parte del balance.

En los primeros años de la posguerra, incluyendo los de la bonanza cafetera de los cincuenta, y un poco más tarde, durante la llamada edad de oro de la economía colombiana (especialmente entre 1965 y 1970), la capitalización creció al mismo ritmo de los activos. Para ese entonces la participación del capital se mantuvo al nivel del 10% de los activos;

a lo largo de los setenta y la primera mitad de los ochenta la capitalización se debilitó, llegando a su participación más baja: del orden del 3% de los activos entre 1985 y 1986. En los siguientes diez años la capitalización experimentó una recuperación sin precedentes, alcanzando cifras del orden del 8% de los activos, no vistas desde mediados de los años setenta. La crisis financiera de finales de los años noventa significó un nuevo retroceso de la capitalización, al punto de que para 2005 escasamente rebasaba el 4%.

El Gráfico 8 permite observar simultáneamente las trayectorias de las participaciones tanto de las reservas bancarias

Gráfico 8  
Capital pagado y reserva legal sobre activos totales,  
y reservas bancarias sobre activos totales,  
1925-2005, promedio anual (\*)



(\*) Entre 1925 y 1935 los datos corresponden a fin de año.

Fuente: Informe anual del superintendente bancario.

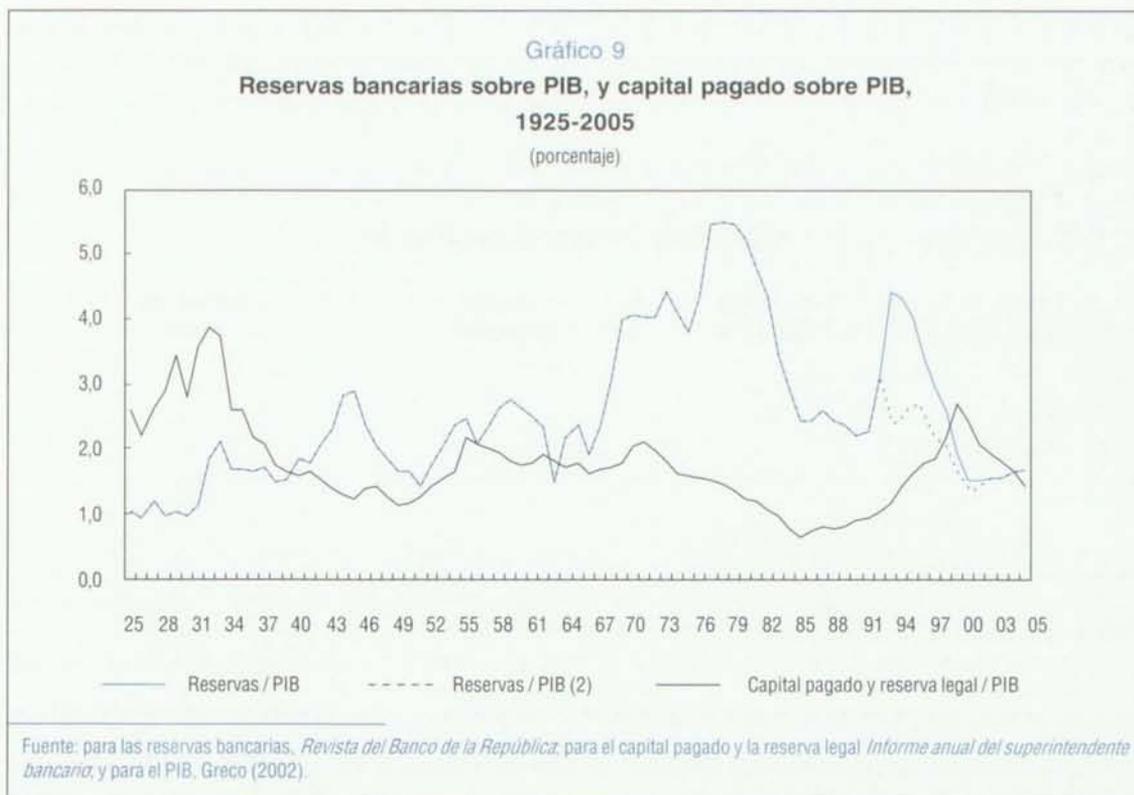
como del capital pagado y las reservas legales en el balance bancario. Las participaciones más bajas de las reservas se obtuvieron en los extremos de la serie histórica: en 1925-1930 y 2000-2005; precisamente en este último lustro alcanzaron su mínimo, alrededor del 5% de los activos. Los períodos de mayor acumulación de reservas bancarias, a saber: entre mediados de los treinta y mediados de los cuarenta, y entre finales de la década de los sesenta y finales de la de los setenta, sobresalen por su participación, superior al 20% del balance bancario.

En general, las trayectorias de las reservas y del capital evolucionaron inversamente en el período considerado. Así

lo destacan tanto el Gráfico 8, que relaciona los conceptos citados con los activos bancarios, como el Gráfico 9, que los relaciona con el PIB. Los períodos de mayor acumulación de reservas coincidieron con el desmedro del capital, y los de fortalecimiento patrimonial coincidieron con la pérdida de participación de los encajes.

### C. Ilustración del funcionamiento de los encajes a través de episodios

Para ilustrar la experiencia del encaje en diversas circunstancias, se presentan algunos episodios que en su momento fueron destacados. El factor común en los



casos discutidos es la acumulación significativa de reservas internacionales. El primer episodio es el de la afluencia de divisas durante la Segunda Guerra Mundial, lo cual sirve para ilustrar el caso extremo en que no se dispone del encaje flexible como instrumento de política. El segundo episodio es el de la bonanza cafetera de los años cincuenta: para entonces el Banco de la República contaba con la facultad para alterar los encajes y establecer encajes marginales. Y, el tercer episodio: la bonanza cafetera de los años setenta.

### 1. *La afluencia de divisas tras la entrada de los Estados Unidos en la Segunda Guerra Mundial*

Al entrar los Estados Unidos al conflicto internacional (enero de 1941), los precios del café quedaron congelados; así, el colombiano se cotizó a 15,9 centavos

de dólar la libra entre julio de 1941 y octubre de 1945 (Cuadro 4). Dadas las restricciones al comercio exterior impuestas por los beligerantes, las desvanecidas importaciones se tradujeron en acumulación de reservas internacionales (Cuadro 5). De manera similar al resto de América Latina, Colombia decidió sostener la tasa de cambio, independientemente de la magnitud del aluvión de divisas. Tras varios años de muy baja inflación, en 1942 ya se rebasaba la inflación de un dígito. Con el propósito de preservar la tasa de cambio y controlar las presiones inflacionarias que se derivarían del inopinado crecimiento monetario, el Gobierno adoptó decisiones sin precedentes<sup>31</sup>.

Una medida principal consistió en autorizar al Banco de la República para expedir certificados en dólares con el propósito de esterilizar parte de los efectos monetarios de la acumulación de reservas externas.

Cuadro 4  
Indicadores económicos, 1941-1945

Año	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (porcentaje)	Precio del café (US¢/lb)
1941	1,7	(3,8)	16,0
1942	0,2	9,4	15,9
1943	0,4	18,3	15,9
1944	6,8	15,0	15,9
1945	4,7	19,7	18,9

Fuente: Banco de la República.

<sup>31</sup> Según el Decreto 1148 de 1943, y en la *Revista del Banco de la República*, junio de 1943, p. 224. En parte de sus considerandos, el texto del decreto rezaba así: "Que las condiciones anormales del comercio internacional están produciendo una constante acumulación de monedas extranjeras, que pone en peligro el mantenimiento del tipo actual de cambio[...] Que el aumento del medio circulante determinado por esa acumulación de monedas extranjeras está contribuyendo además al alza continua de los precios, por lo cual es necesario restringir la excesiva emisión de billetes del Banco de la República[...]".

Cuadro 5  
Indicadores financieros, 1941-1945

	Precio del café (US\$/lb)	Reservas internacionales (millones de dólares)	Pasivos no monetarios (millones de dólares)	Reservas bancarias (millones de dólares)	Reservas bancarias / depósitos totales (porcentaje)	Crecimiento de M1 (porcentaje)	Crecimiento de la cartera bancaria (porcentaje)
1941							
Marzo	13,47	27	69	34	22,0	11,6	14,5
Junio	15,93	30	63	34	21,8	15,7	11,5
Septiembre	15,88	23	72	32	20,1	15,5	19,2
Diciembre	16,00	23	72	29	19,5	11,2	17,9
1942							
Marzo	15,87	27	68	30	19,0	12,9	10,2
Junio	15,87	38	68	39	23,7	11,6	7,0
Septiembre	15,87	52	69	49	27,6	24,4	-4,8
Diciembre	15,87	62	70	47	26,0	31,8	-2,6
1943							
Marzo	15,87	75	84	59	26,7	41,8	13,5
Junio	15,87	88	102	52	23,4	41,2	39,4
Septiembre	15,87	102	114	54	21,7	34,1	43,9
Diciembre	15,87	113	121	51	19,5	34,8	42,4
1944							
Marzo	15,87	129	134	67	22,0	30,8	31,6
Junio	15,87	147	138	80	25,0	37,4	11,0
Septiembre	15,87	157	133	95	28,7	39,9	6,7
Diciembre	15,87	158	142	87	27,2	30,1	18,2
1945							
Marzo	15,87	155	110	136	38,8	24,8	24,5
Junio	15,87	158	127	97	27,1	15,2	29,8
Septiembre	15,87	168	148	98	25,1	11,8	44,0
Diciembre	18,87	177	146	92	23,7	16,2	37,4

Fuente: Banco de la República.

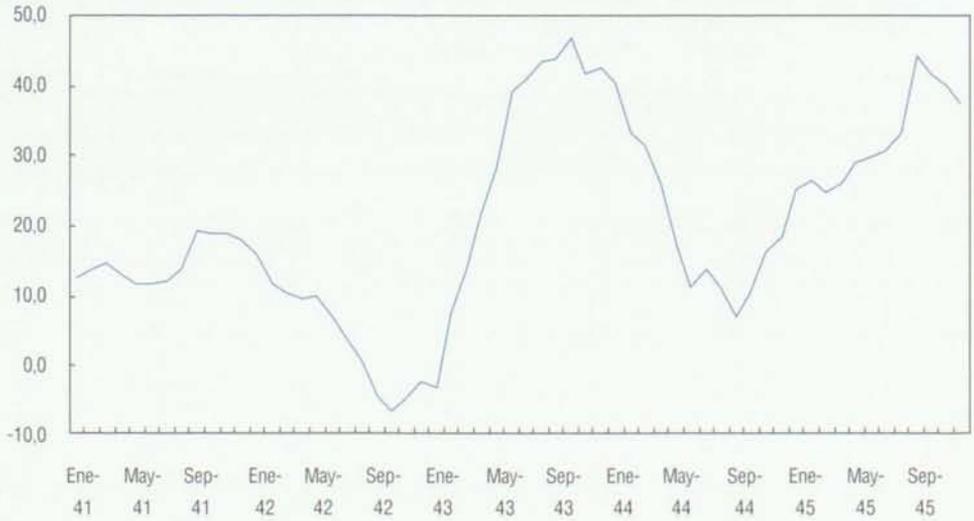
También se elevaron los encajes bancarios en un 100%, pero con el propósito de invertir tales fondos en los nuevos certificados emitidos por el Banco de la República; es decir que los agentes tenedores de divisas y los bancos deberían adquirir pasivos no monetarios del Banco de la República.

La vigencia de las medidas se extendió desde mediados de 1943 hasta comienzos del último trimestre de 1944. En este lapso el Banco de la República alcanzó a vender certificados por una suma equivalente al 38% del aumento de las reservas internacionales. En el momento de expedirse las medidas, M<sub>1</sub> y la cartera

estaban creciendo al 40% anual; año y medio más tarde lo estaban haciendo a tasas más bajas, del orden del 25%. M1 continuó su decrecimiento a lo largo de 1945, mientras que el crecimiento de la cartera volvió a elevarse: de hecho, el Banco de la República había reiniciado en escala apreciable sus redescuentos a los bancos en el último trimestre de 1944, restableciendo la capacidad crediticia de la banca (Gráficos 10 y 11).

En resumen, con una tasa de cambio fija, y sin el recurso del encaje como instrumento de política monetaria, el Gobierno dispuso que ante la avalancha de divisas

**Gráfico 10**  
**Crecimiento porcentual anual de la cartera bancaria comercial, 1941-1945**



Fuente: Informe anual del superintendente bancario.

**Gráfico 11**  
**Crecimiento porcentual anual de M1, 1941-1945 (porcentaje)**



Fuente: Revista del Banco de la República.

ocurrída durante la Segunda Guerra Mundial el Banco de la República emitiera obligaciones que contribuyeran a esterilizar temporal y parcialmente su impacto monetario. Al menos durante la vigencia de las medidas, los resultados en términos de menor crecimiento de la oferta monetaria parecieron haberse conseguido.

## 2. Los encajes en la bonanza cafetera de los años cincuenta

La cotización externa del café desempeñó un papel crucial en los cincuenta. De un promedio de US\$0,56 por libra en 1950-1952 pasó a US\$0,70 en 1953-1956; en los puntos álgidos de la bonanza, alcanzados en 1954, el precio promedio fue de US\$0,81 la libra. La economía colombiana tuvo arresos para crecer al 5% en promedio entre 1952 y 1959; de hecho, en plena bonanza durante 1953-1954, la economía creció al 6,2% (cuadros 6 y 7).

Las reservas internacionales pasaron de un promedio de US\$145 millones en

1952 a uno de US\$236 millones en 1954, pero ya para 1955 se encontraban de nuevo al nivel de 1952. El crecimiento de la cartera bancaria se intensificó durante los años de entradas extraordinarias de divisas, pero continuó a lo largo de 1955 y 1956, cuando ya los recursos externos no eran la fuente del financiamiento acelerado del crédito.

El ritmo de expansión de la cartera bancaria bordeó el 25% anual en 1955 y 1956; a su turno, la oferta monetaria creció rápidamente a lo largo de 1956, alcanzando niveles superiores al 25% a principios de 1957. Para entonces, la economía ya aquejaba un menor crecimiento (4% en 1955-1957); el balance fiscal había abandonado su posición superavitaria de 1953 a 1955, y ya arrojaba un déficit superior al 2% del PIB, y la cuenta corriente externa, que se había mantenido muy cerca del equilibrio durante la bonanza, alcanzó un déficit del orden del 2,5% del PIB.

Cuadro 6  
Indicadores económicos, 1953-1959

Año	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (porcentaje)	Cuenta corriente (millones de dólares)	Precio del café (US\$/lb)
1953	5,1	4,9	(15,2)	66,4
1954	7,2	11,2	(61,4)	72,7
1955	4,0	(0,1)	(136,7)	64,3
1956	4,8	7,8	(17,0)	70,3
1957	3,4	17,2	122,6	58,2
1958	1,9	13,3	63,2	46,1
1959	7,2	6,6	62,7	44,0

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 7  
Indicadores financieros, 1953-1959

	Precio del café (US¢/lb)	Reservas internacionales (millones de dólares)	Pasivos no monetarios (millones de dólares)	Reservas bancarias (millones de dólares)	Reservas bancarias / depósitos totales (porcentaje)	Crecimiento de M1 (porcentaje)	Crecimiento de la cartera bancaria (porcentaje)
1953							
Marzo	59,10	187	355	229,4	18,7	15,5	14,1
Junio	56,15	187	343	210,4	17,1	13,5	16,5
Septiembre	63,92	181	344	204,7	15,6	7,5	13,3
Diciembre	66,43	203	283	213,9	15,9	18,3	13,3
1954							
Marzo	91,40	201	350	280,6	18,1	18,5	17,5
Junio	84,73	265	401	329,2	20,6	27,3	19,1
Septiembre	74,37	209	454	315,4	19,0	22,1	23,9
Diciembre	72,70	270	438	335,1	19,3	19,3	25,1
1955							
Marzo	59,27	140	619	302,3	17,1	8,6	25,6
Junio	62,45	154	644	340,0	18,5	4,9	21,1
Septiembre	72,03	145	610	316,5	16,3	9,1	22,8
Diciembre	64,30	153	556	276,3	14,9	4,7	23,1
1956							
Marzo	70,75	144	562	307,8	14,7	16,3	20,4
Junio	76,65	152	574	292,3	13,5	18,1	25,0
Septiembre	81,08	110	778	245,1	10,6	20,1	25,7
Diciembre	70,30	144	670	334,3	14,3	24,9	22,6
1957							
Marzo	68,14	129	990	418,1	15,9	25,1	18,8
Junio	67,13	166	1.122	437,5	16,8	27,5	14,5
Septiembre	58,85	142	1.172	444,4	16,5	20,7	7,1
Diciembre	58,20	157	1.505	300,6	11,9	13,6	4,9
1958							
Marzo	54,18	129	1.695	458,7	16,0	13,5	4,6
Junio	53,85	122	1.763	482,1	16,4	10,6	1,4
Septiembre	50,25	150	1.772	635,1	19,7	19,4	5,1
Diciembre	46,08	173	1.720	462,9	15,3	20,9	6,6
1959							
Marzo	45,08	194	1.786	698,4	20,0	20,9	5,4
Junio	44,30	206	1.774	429,3	12,0	20,7	14,3
Septiembre	45,83	196	1.916	762,6	20,3	14,4	8,6
Diciembre	43,95	230	1.919	455,9	13,1	12,0	9,8

Fuente: Banco de la República.

El Banco de la República había acudido ya a encajes adicionales en varias ocasiones desde 1952, por períodos de tiempo muy limitados. Solamente a partir de la coyuntura macroeconómica, enfrentada a principios de 1957, se optó por encajes marginales elevados, del orden de 80% y 100%, y por períodos más extensos: de hecho, el encaje marginal del 100% estuvo vigente entre 1958 y 1960.

A las disposiciones sobre encajes se sumaron otras que buscaban elevar los pasivos no monetarios, especialmente mediante la constitución de depósitos sobre las importaciones.

Los balances del Banco de la República muestran cómo entre enero de 1957 y enero de 1960 sus pasivos no monetarios prácticamente se triplicaron, al pasar de

\$670 millones a \$1.920 millones, de los cuales el 52% correspondió al aumento de los depósitos sobre importaciones; igualmente, el balance consolidado de la banca comercial enseña que el saldo promedio de reservas bancarias se duplicó, al cambiar de \$295 millones en 1956 a \$586 millones en 1959, y que la relación media de reservas a depósitos totales varió de 13,8% en 1956 a 20,0% en 1959.

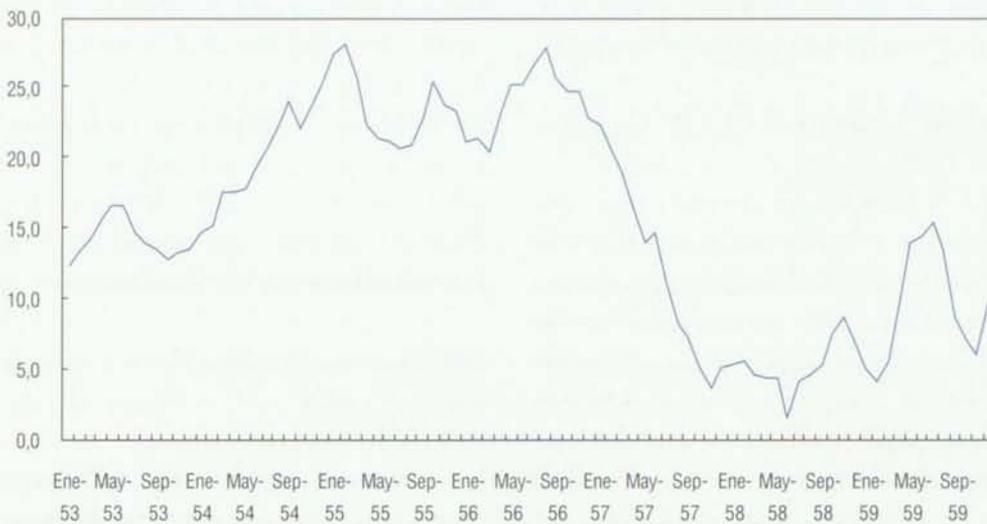
Las medidas citadas lograron abatir el crecimiento monetario y de la cartera bancaria durante los tres años de su vigencia: en el caso de la cartera, el promedio de sus tasas anuales de crecimiento mes tras mes no llegó al 7%, cuando lo normal durante la bonanza había sido el 25%; igualmente, el crecimiento monetario,

que a fines de 1956 superaba el 25%, a comienzos de 1960 estaba por debajo del 5% (Cuadro 7 y gráficos 12 y 13).

### 3. *La utilización de los encajes en la bonanza cafetera de los años setenta*

Al promediar los años setenta la economía colombiana estaba sometida a controles de capital, con un esquema de tasas de cambio múltiples y ajustables, en el cual el banco central era el único tenedor autorizado de divisas, ya que actuaba bajo el régimen cambiario establecido mediante el Decreto 444 de 1967. El encaje se usaba ampliamente como instrumento de política monetaria y también de fomento económico. Por

Gráfico 12  
Crecimiento porcentual anual  
de la cartera bancaria comercial, 1953-1959



Fuente: Informe anual del superintendente bancario.

Gráfico 13  
Crecimiento porcentual anual de M1,  
1953-1959



Fuente: *Revista del Banco de la República.*

ese entonces los niveles de inflación habían rebasado el 20%.

La tasa media de crecimiento de la economía en la segunda mitad de los años setenta fue del 6,0%. La tasa más alta, de 9,1%, se alcanzó en 1978, y la más baja, de 4,8%, en 1980; esta última hizo parte del declive de crecimiento que continuaría hasta 1982, cuando el crecimiento fue de 1,6%. El auge y posterior descenso de las cotizaciones cafeteras internacionales tuvieron un papel protagónico en el comportamiento del ciclo económico. Los precios externos del café se elevaron verticalmente en 1976, al pasar de US\$1,00 por libra en enero a US\$2,10 en diciembre; a principios de 1977 los precios continuaron su carrera

ascendente y, de hecho, en marzo y abril el café colombiano se cotizó alrededor de US\$3,15. Los precios se precipitaron rápidamente, pero se estabilizaron alrededor de US\$1,80 en el año cafetero de 1977-1978. Tras una helada en mayo de 1979, las cotizaciones se reanimaron, pero ya en la segunda mitad de 1980 se inició un nuevo declive que llevó las cotizaciones al nivel promedio de US\$1,20 a mediados de 1981 (cuadros 8 y 9).

Las reservas internacionales se duplicaron y cruzaron el umbral de los US\$1.000 millones durante el año cafetero de 1975-1976, y dos años más tarde alcanzaron los US\$2.500 millones. El acervo de las reservas volvería a duplicarse en los dos años siguientes, pero

**Cuadro 8**  
**Indicadores económicos, 1974-1980**

<b>Año</b>	<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	<b>Inflación (porcentaje)</b>	<b>Cuenta corriente (millones de dólares)</b>	<b>Precio del café (US\$/lb)</b>
1953	6,4	25,4	(405)	60,78
1954	3,1	22,8	(127)	85,25
1955	5,4	25,5	189	209,11
1956	4,9	29,2	390	204,82
1957	9,1	17,1	330	133,07
1958	6,0	24,0	512	196,28
1959	4,8	27,6	104	123,21

Fuente: Banco de la República.

**Cuadro 9**  
**Indicadores financieros, 1974-1980**

	<b>Precio del café (US\$/lb)</b>	<b>Reservas internacionales (millones de dólares)</b>	<b>Pasivos no monetarios (millones de dólares)</b>	<b>Reservas bancarias (millones de dólares)</b>	<b>Reservas bancarias / depósitos totales (porcentaje)</b>	<b>Crecimiento de M1 (porcentaje)</b>	<b>Crecimiento de la cartera bancaria (porcentaje)</b>
1974							
Marzo	73,46	590	13.070	13.803	24,5	29,4	35,0
Junio	74,11	537	10.583	14.003	24,1	22,5	36,4
Septiembre	56,61	436	11.570	13.440	22,7	20,5	32,7
Diciembre	60,78	448	11.549	12.554	20,9	19,7	34,5
1975							
Marzo	52,05	386	12.410	14.682	20,3	19,8	46,2
Junio	57,93	396	10.557	16.671	22,3	20,7	53,7
Septiembre	82,88	405	13.506	16.213	19,6	26,2	48,9
Diciembre	85,25	553	12.497	16.409	20,6	27,8	33,7
1976							
Marzo	101,60	627	16.405	21.740	22,9	28,4	27,3
Junio	151,58	813	15.342	25.034	25,4	29,9	16,3
Septiembre	161,36	857	16.556	25.314	23,4	26,9	20,8
Diciembre	209,11	1.172	18.062	24.530	21,9	34,7	16,4
1977							
Marzo	306,17	1.464	29.232	36.853	27,2	33,6	33,4
Junio	264,09	1.683	28.766	40.378	27,5	44,1	43,2
Septiembre	192,05	1.737	35.695	41.666	27,2	38,9	43,9
Diciembre	204,82	1.836	38.044	46.778	32,4	30,4	59,5
1978							
Marzo	177,10	1.978	53.413	48.374	27,6	29,3	34,1
Junio	170,50	2.113	54.430	51.774	27,0	25,5	35,0
Septiembre	157,33	2.145	53.178	59.150	28,7	31,9	26,1
Diciembre	133,07	2.493	59.612	47.924	24,7	30,3	21,6
1979							
Marzo	132,31	2.659	67.165	63.646	28,1	23,0	19,8
Junio	195,18	3.401	73.084	65.989	27,5	25,0	12,8
Septiembre	209,20	3.629	80.209	74.792	28,8	23,9	12,6
Diciembre	196,28	4.113	83.558	65.298	26,1	24,3	12,9
1980							
Marzo	186,38	4.427	60.888	83.498	28,7	30,4	15,1
Junio	183,41	4.616	69.666	88.856	28,6	23,8	20,2
Septiembre	127,88	5.160	74.966	90.891	27,8	17,3	19,9
Diciembre	123,21	5.420	77.925	91.680	23,0	29,3	57,4

Fuente: Banco de la República.

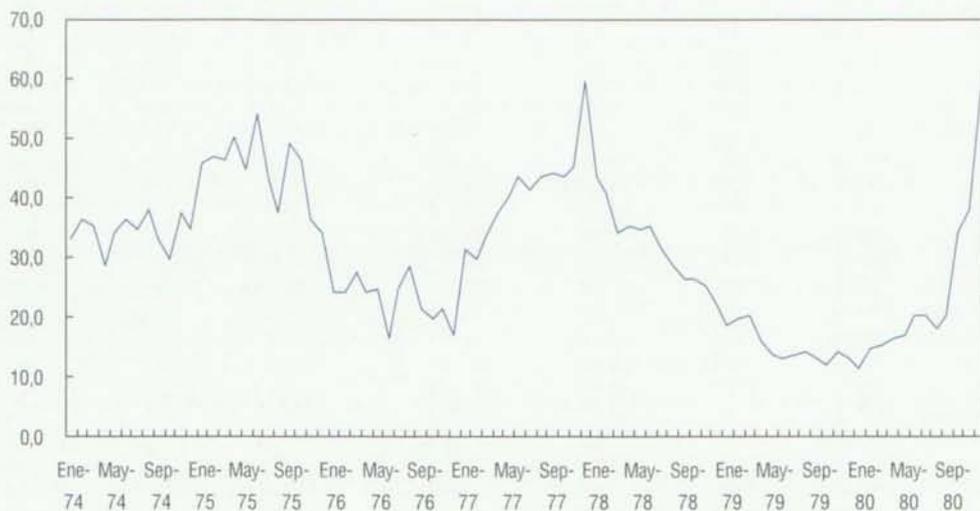
para entonces su acumulación dependería principalmente del financiamiento externo. En la segunda mitad de los años setenta el peso se sobrevaluó continuamente: la tasa de cambio real cayó en 25% entre 1975 y 1980.

En los inicios de la bonanza cafetera las autoridades optaron por acumular reservas internacionales, y enfrentar la avalancha monetaria que resultaría de tal decisión. Se estaba ante un influjo extraordinario de divisas que las autoridades decidieron ahorrar, corriendo el riesgo de niveles inflacionarios más altos, cuando precisamente ya se había

sobrepasado la barrera del 20%. Se acudió, entonces, a una combinación de medidas que buscaba esterilizar parcialmente los efectos monetarios del aumento de reservas en el Banco de la República, y reducir la expansión secundaria de dinero<sup>32</sup>.

El crecimiento de la cartera bancaria y de la oferta monetaria se acentuó con el correr de la bonanza. La cartera pasó de crecer al 20% en 1976, al 45% en 1977 (Gráfico 14 y Cuadro 9) y los medios de pago crecieron al 30% en 1976 y al 37% en 1977 (Gráfico 15). A tales ritmos de expansión financiera se

Gráfico 14  
Crecimiento porcentual anual  
de la cartera bancaria comercial, 1974-1980



Fuente: Informe anual del superintendente bancario.

<sup>32</sup> Discusiones generales sobre la política monetaria de la época se encuentran, por ejemplo, en Montes (1977), Jaramillo (1977) y Sarmiento (1978); y la visión de la banca sobre el manejo de la bonanza y sus implicaciones sobre el sector financiero, en Wiesner (1978) y Cabrera (1980).

Gráfico 15  
Crecimiento porcentual anual de M1,  
1974-1980



Fuente: *Revista del Banco de la República*.

opondría una variedad de decisiones sobre las reservas de los bancos, medidas que se hicieron especialmente rígidas desde comienzos de 1977. Por medio de la Resolución 2 de 1977 la Junta Monetaria impuso el encaje marginal del 100% sobre los saldos de los depósitos en cuenta corriente y a término, disponibles al 31 de enero de dicho año; mediante la Resolución 3 de la misma fecha se elevó el encaje bancario sobre los depósitos en moneda extranjera, del 6% al 18%, y mediante las resoluciones 15 y 20 de marzo de 1977 se determinó el traslado al Banco de la República de los depósitos a término y de ahorro que los establecimientos públicos nacionales tuvieran en los intermediarios financieros. Poco después, el encaje ordinario, cuyo

porcentaje era del 34% al iniciarse el auge cafetero, y que se había estado ajustando en los siguientes dos años, alcanzó la cifra de 46,5% (Resolución 42 —junio—, Junta Monetaria). Posteriormente, la Resolución 53 (agosto) de la Junta Monetaria elevó el encaje sobre los certificados de depósito a término del 10% al 20%. Algunas medidas posteriores, adoptadas en 1978 y 1979, introdujeron variaciones en la normatividad citada, pero el esquema general se mantuvo (Aguilar, 1980; Montes, 1977).

Los encajes efectivos no gravaron tanto como lo sugiere la letra de las resoluciones: en efecto, la banca podía excluir de la congelación aquellos recursos propios que aportaran al crédito de fomento, a

---

tono con la tradición de orientación del crédito que ya para entonces completaba dos décadas. Así las cosas, en 1977 el encaje marginal efectivo se redujo a sólo el 45% (Montes, 1977, p. 48).

Tal como ocurriera en la bonanza de los años cincuenta, la política monetaria se basó en una combinación de instrumentos que limitara tanto la expansión primaria como la secundaria de dinero. En consecuencia, a las decisiones relacionadas con los encajes vinieron a sumarse determinaciones que buscaban elevar los pasivos no monetarios en el balance del Banco de la República; al igual que ocurriera con los certificados de depósito no negociables, representativos de oro físico o de dólares, durante la Segunda Guerra Mundial, o con los depósitos previos sobre las importaciones durante el ciclo de los precios del café en los años cincuenta, en los setenta se acudió a la emisión de títulos del Banco de la República conocidos como certificados de cambio, de larga tradición en el manejo cambiario del país (Díaz, 1976).

La Resolución 25 de 1977 (abril 13) de la Junta Monetaria reglamentó la forma como el certificado de cambio debería contribuir a la estabilización monetaria<sup>33</sup>; así, a través de dicho título se buscaría postergar el efecto que sobre la emisión primaria de dinero tendría la adquisición de reintegros originados en las exportaciones de café y otros productos por parte

del Banco de la República. Los efectos de esterilización monetaria de la medida fueron evidentes: entre abril de 1977 y abril de 1978 la expedición de certificados de cambio logró compensar la mitad del incremento de las reservas internacionales en el balance del Banco de la República.

En conjunto, las disposiciones de control monetario adoptadas en 1977, y cuya vigencia se extendió, en general, hasta finales de 1979, lograron domeñar el crecimiento de los agregados del dinero y del crédito: entre 1977 y 1980 la base monetaria creció más rápidamente que los medios de pago y que la oferta monetaria ampliada, y los multiplicadores correspondientes cayeron del orden de 1,6 a 1,2. Como resultado de estos comportamientos, los medios de pago y la cartera bancaria, que en 1977 crecieron al 37% y 45%, respectivamente, en 1979 crecieron al 24% y al 13% (Cuadro 9).

## CONCLUSIONES

Colombia entró en la era de los encajes flexibles a mediados del siglo XX. Para entonces, hacía ya dos décadas que en otras economías se le consideraba como parte integral de los instrumentos de la política monetaria. Las autoridades acudieron al encaje como instrumento de control monetario, pero desde muy temprano fue empleado como un mecanismo de asignación crediticia. Al tiempo

---

<sup>33</sup> En su artículo 1, la Resolución 25 establecía que "El Banco de la República expedirá Certificados de Cambio contra entrega de la totalidad de las divisas adquiridas por este[...]" (*Revista del Banco de la República*, abril de 1977, p. 540).

---

---

que se intentaba orientar el financiamiento hacia actividades consideradas prioritarias, se ofrecía a la banca el incentivo de una remuneración parcial de sus reservas.

Hasta mediados de los sesenta la participación promedio de las reservas bancarias en los activos totales fue del orden del 15%; dicha participación se elevó al 20% entre mediados de los sesenta y mediados de los setenta, y al 25% en la segunda mitad de esta última década. A partir de 1980 declinó continuamente y, exceptuando un aumento transitorio a principios de los noventa, llegó a ubicarse alrededor del 5% desde 1999.

Con frecuencia histórica la normatividad colombiana ha tratado conjuntamente los temas de solvencia y liquidez de la banca, reconociendo su interdependencia.

La revisión estadística sugiere que, en general, los períodos de mayor acumulación de reservas bancarias coincidieron con los de menor capitalización, y al contrario.

Algunos episodios destacados en la historia de la política monetaria en Colombia sugieren que para enfrentar eventos extraordinarios de expansión monetaria, las autoridades acudieron al empleo intensivo de los encajes como instrumento de control: normalmente el encaje hizo parte de un arsenal de instrumentos entre los cuales también se contaron diversas operaciones del banco central con el público. En los casos revisados en este documento, el empleo conjunto del encaje y las operaciones con el público fue exitoso, al menos en términos de moderar los crecimientos del dinero y el crédito bancario.

---

## REFERENCIAS

- Aguilar, L. I. "Comportamiento del sistema bancario 1974-1979", en Cabrera, M. (ed.), *Sistema financiero y políticas antiinflationarias, 1974-1980*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá: Servigraphic, 1980.
- Andersen, L. "Three Approaches to Money Stock Determination", documento de trabajo, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1961.
- Bagehot, W. *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, México: FCE, 1968 [1873].
- Baltensperger, E. "Reserve Requirements and Economic Stability", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, 1982.
- Banco de la República-Unidad Técnica. "La estructura óptima de encajes en Colombia", documento interno núm. 0495-011, 1995a.
- Banco de la República-Unidad Técnica. "Una propuesta para reducir la dispersión de los encajes", documento interno núm. 0495-010, 1995b.

- 
- Banco Mundial. "Bases de un programa de fomento para Colombia. Informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento", Imprenta del Banco de la República, Bogotá, 1950.
- Borio, C. "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries", documento de trabajo núm. 40, Bank for International Settlements-Monetary and Economic Department, Basle, 1997.
- Botero de los Ríos, G. "Breve exégesis de las funciones monetarias del Banco de la República", *Revista del Banco de la República*, agosto, 1963.
- Burger, A. *The Money Supply Process*, Belmont, California: Wadsworth Publishing Company, Inc., 1971.
- Cabrera, M. (ed.). *Sistema financiero y políticas antiinflacionarias, 1974-1980*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá: Servigraphic, 1980.
- Calhoun, G. "De los cambistas a los banqueros", en Franco, G. (ed.), *Historia de la economía por los grandes maestros*, 1926.
- Carrasquilla, A.; Zárate, J. P. "Regulación bancaria y tensión financiera: 1998-2001", en *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Bogotá: Anif, 2002.
- Chandler, L. *The Economics of Money and Banking*, quinta edición, London: Harper and Row publishers, 1969.
- Chipatecua, O. "Evolución del sistema de encajes durante la última década, período 1990-2001", documento interno, Banco de la República, Bogotá, 2001.
- Colombia. *Leyes Financieras presentadas al Gobierno de Colombia por la Misión de expertos americanos en los años de 1923 y 1930 y exposición de motivos de éstas*, Bogotá: Editorial Cromos, 1931.
- De Long, J. B. "The triumph of Monetarism", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, winter, 2000.
- Díaz, A. C. *Colombia: Foreign Trade Regime and Economic Development*, Columbia: Columbia University Press, 1976.
- Echeverri H., J. "El Decreto 756 de 1951", boletín núm. 159, Superintendencia Bancaria de Colombia, Bogotá, 1953.
- Echeverri H., J. "Del crédito en Colombia", *Economía Colombiana*, vol. 3, Contraloría General de la República, Bogotá, diciembre, 1954.
- Feinman, J. "Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform", *Federal Reserve Bulletin*, junio, 1993.
- Fousek, P. *Foreign Central Banking: The Instruments of Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York, 1957.
- Franco, G. (ed.) *Historia de la economía por los grandes maestros*, Madrid: Aguilar, 1965.
- Friedman, M. *Un programa de estabilidad monetaria y reforma bancaria*, Bilbao: Ediciones Deusto, S. A., 1962.
- Galbraith, K. *Money: Whence it Came, where it Went?*, Middlesex, England: Penguin Books, 1975.
- García, A. "Estructura de la banca y reforma bancaria", *Economía Colombiana*, vol. 3, Contraloría General de la República, Bogotá, diciembre, 1954.
- Garvy, G. "Requerimientos de encaje en el exterior", *Banca y Finanzas*, núm. 152, Asociación Bancaria de Colombia, 1975.
- Gertler, M. "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, 1988.
-

- 
- Goodfriend, M. "Monetary Policy Comes of Age: a 20th Century Odyssey", *Economic Quarterly*, vol. 82, núm. 1, Federal Reserve Bank of Richmond, 1997.
- Goodhart, C. A. E. *Monetary Theory and Practice: the UK Experience*, London: Macmillan education Ltd., 1987.
- Harf, M. "Estudio del encaje bancario en Colombia, 1923-1977", *Universitas Económica*, Universidad Javeriana, Bogotá, 1977.
- Jaramillo O., H. "Función del encaje en la orientación del crédito", *Economía Colombiana*, vol. 3, Contraloría General de la República, Bogotá, diciembre, 1954.
- Jaramillo, J. C. "Sector externo", en LIV Informe anual del Gerente a la Junta Directiva (segunda parte), Banco de la República, 1977.
- Kaminow, I. "Required Reserve Ratios, Policy Instruments, and Money Stock Control", *Journal of Monetary Economics*, vol. 3, 1977.
- McCallum, B. *Monetary Economics. Theory and Policy*, Maxwell, 1989.
- Meulendyke, A. M. *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, Federal Reserve Bank of New York, New York, 1998.
- Montes, F. "Situación y política monetaria", en LIV Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva (segunda parte), Banco de la República, 1977.
- Orr, D.; Mellon, W. G. "Stochastic Reserve Losses and Expansion of Bank Credit", *American Economic Review*, vol. 51, septiembre, 1961.
- Phillips, C. A. *Bank Credit*, New York: Macmillan [1920], citado por Orr, D.; Mellon, W. G. (1961).
- Sarmiento, E. "Estabilización de la economía colombiana, diciembre de 1976-junio de 1978", *Revista del Banco de la República*, agosto, 1978.
- Sellon, G.; Weiner, S. "Monetary Policy without Reserve Requirements: Analytical Issues", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996.
- Tolley, G. S. "Providing for Growth of the Money Supply", *Journal of Political Economy*, vol. 65, 1957.
- Torres, A. "El sistema legal de encaje de los bancos en Colombia", *Revista del Banco de la República*, abril, 1939.
- Trujillo, E.; Posada, C. E. "El encaje óptimo", *Archivos de Economía*, núm. 11, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, 1993.
- Van Damme, E. "Banking: a Survey of Recent Microeconomic Theory", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, 1994.
- Villar, L.; Salamanca, D.; Murcia, A. "Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003", *Borradores de Economía*, núm. 322, Banco de la República, Bogotá, 2005.
- Villaveces, C. "Política anticíclica", *Revista del Banco de la República*, diciembre, 1949.
- Villaveces, C. "Bancos centrales de emisión" *Revista del Banco de la República* (separata), noviembre, 1950.
- Wiesner, E. *Política monetaria y cambiaria en Colombia*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá: Editorial Presencia, 1978.
-

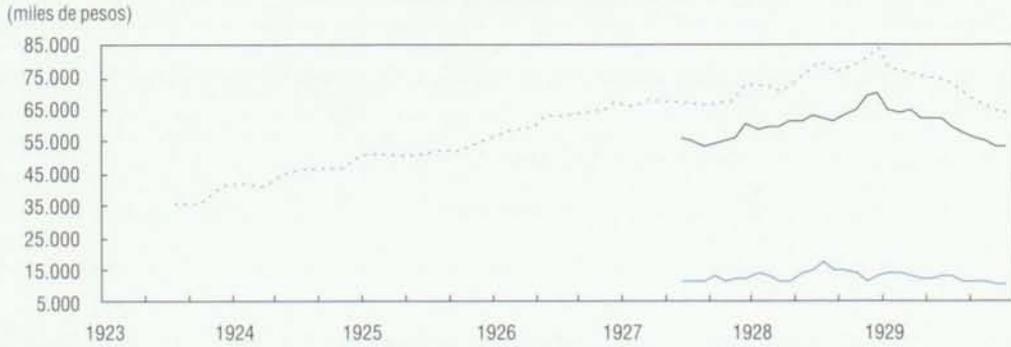
# Anexo 1

## Reservas bancarias y agregados macroeconómicos

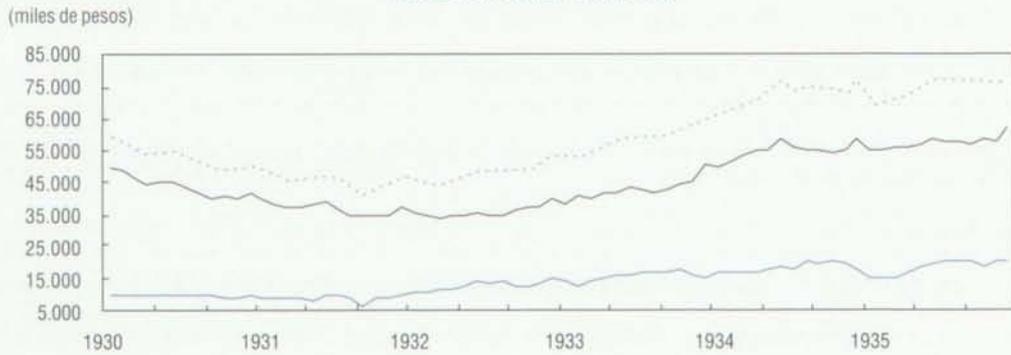
Gráfico A1.1

### Base monetaria: Colombia, 1923-2007

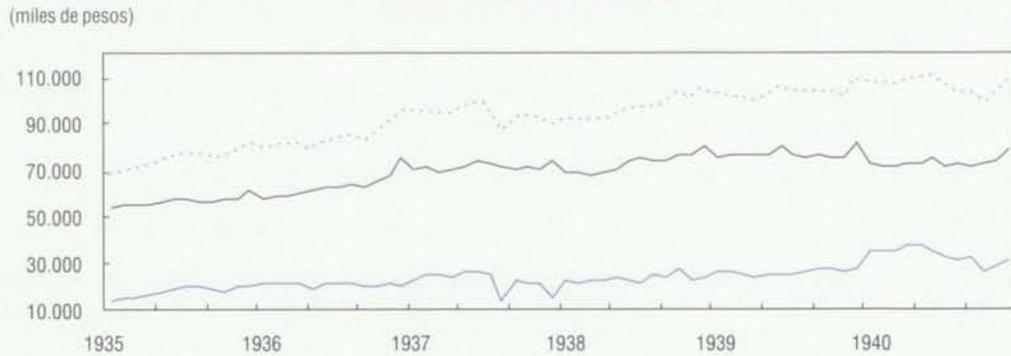
#### Base monetaria: 1923-1929



#### Base monetaria: 1930-1935



#### Base monetaria: 1935-1940

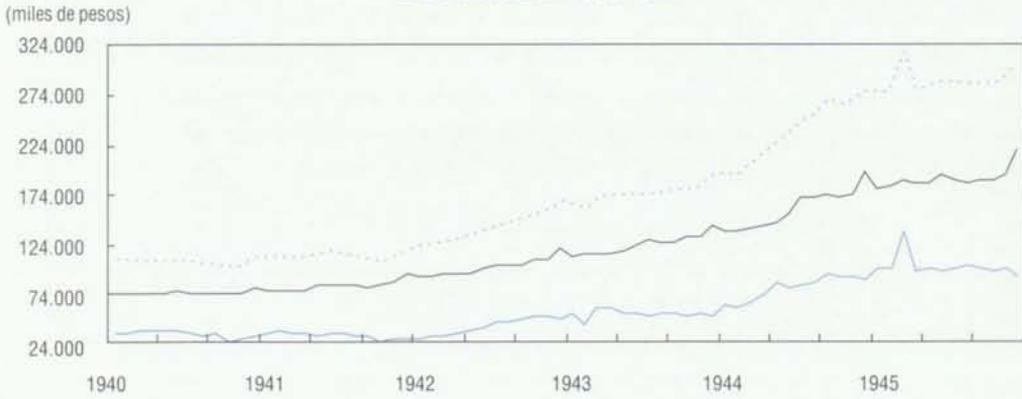


— Efectivo en poder del público — Reservas - - - Base monetaria

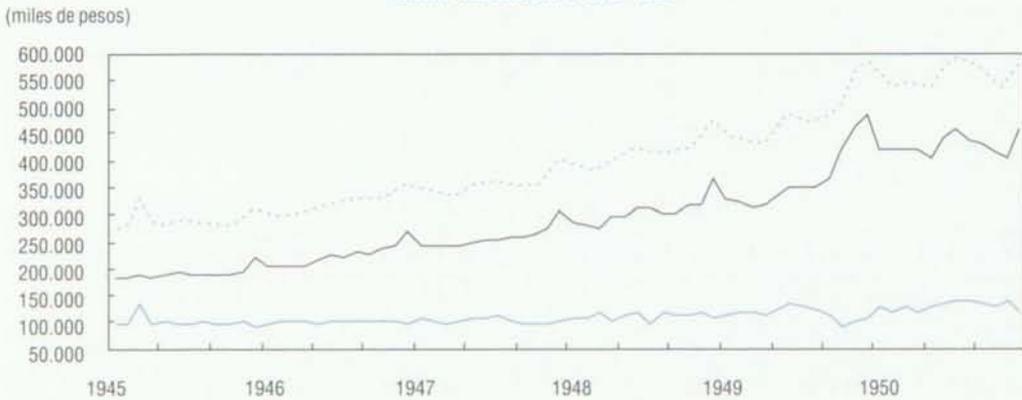
Fuente: *Revista Banco de la República*.

Gráfico A1.1 (continuación)  
**Base monetaria: Colombia, 1923-2007**

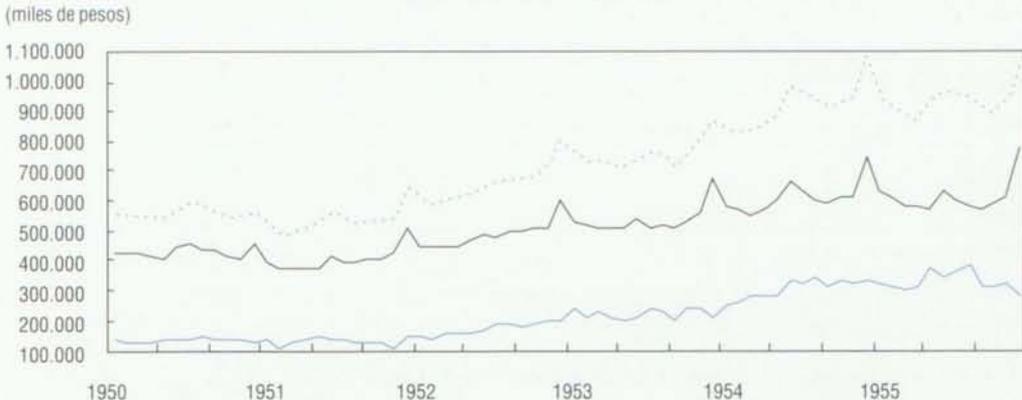
**Base monetaria: 1940-1945**



**Base monetaria: 1945-1950**



**Base monetaria: 1950-1955**



— Efectivo en poder del público    — Reservas    - - - Base monetaria

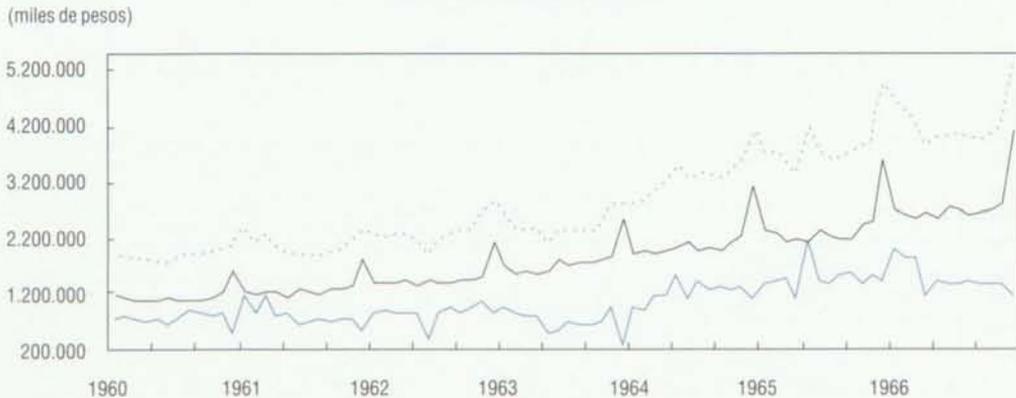
Fuente: *Revista Banco de la República*.

Gráfico A1.1 (continuación)  
**Base monetaria: Colombia, 1923-2007**

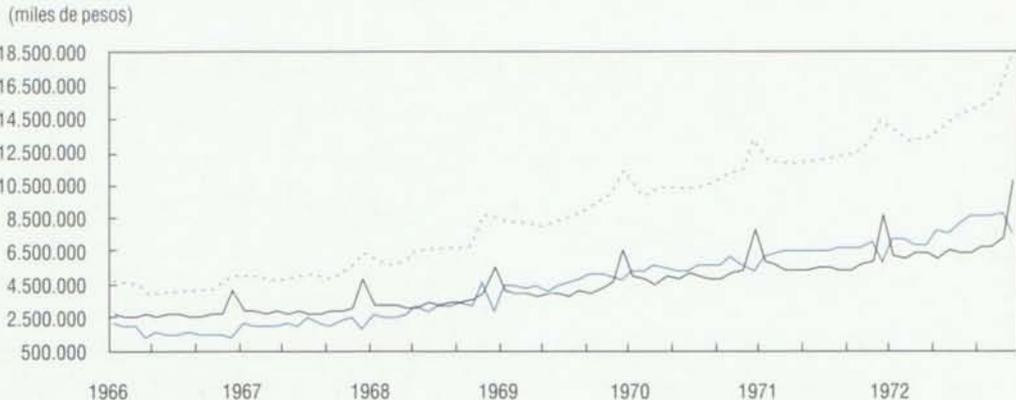
**Base monetaria: 1955-1960**



**Base monetaria: 1960-1966**



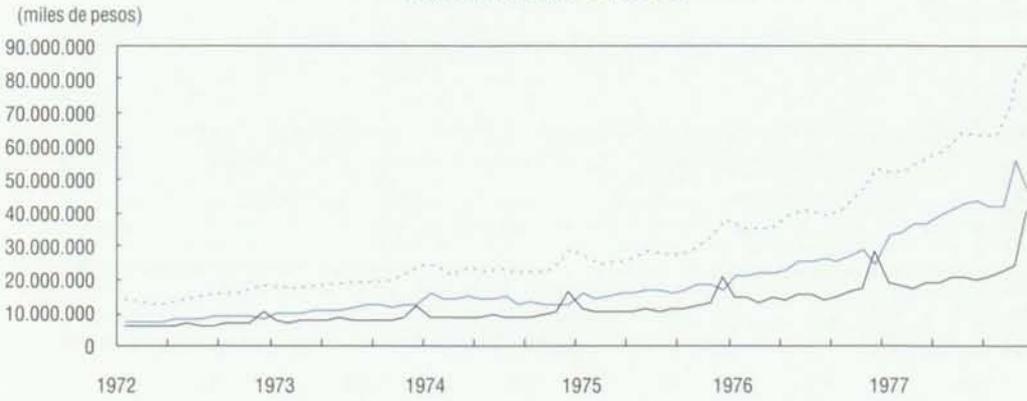
**Base monetaria: 1966-1972**



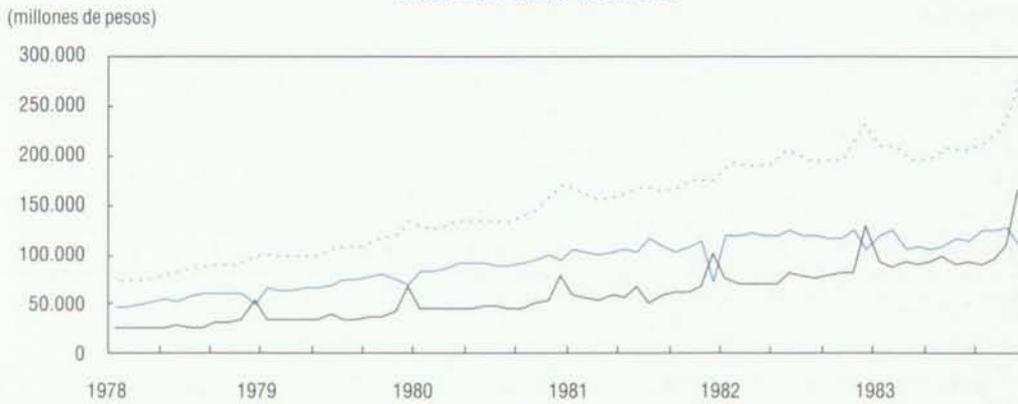
— Efectivo en poder del público — Reservas - - - Base monetaria

Fuente: *Revista Banco de la República*.

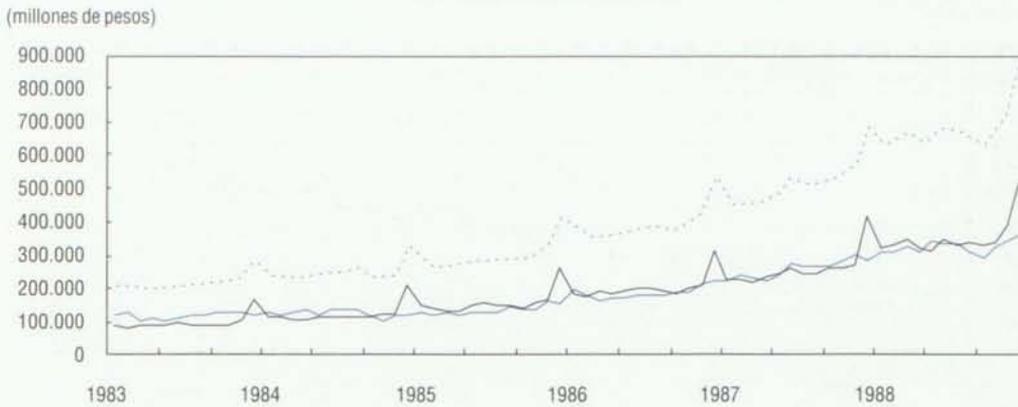
Gráfico A1.1 (continuación)  
**Base monetaria: Colombia, 1923-2007**  
**Base monetaria: 1972-1977**



**Base monetaria: 1978-1983**



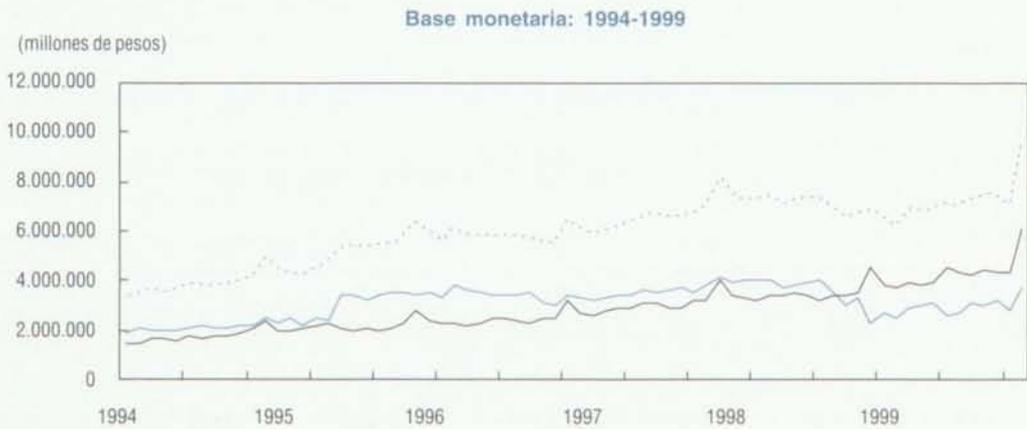
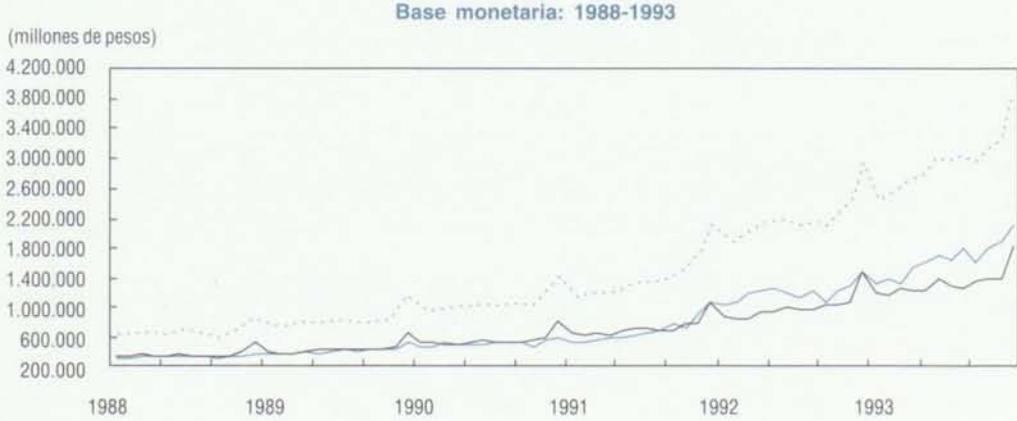
**Base monetaria: 1983-1988**



— Efectivo en poder del público    - - - Reservas    . . . Base monetaria

Fuente: *Revista Banco de la República*.

Gráfico A1.1 (continuación)  
**Base monetaria: Colombia, 1923-2007**



Fuente: *Revista Banco de la República*.

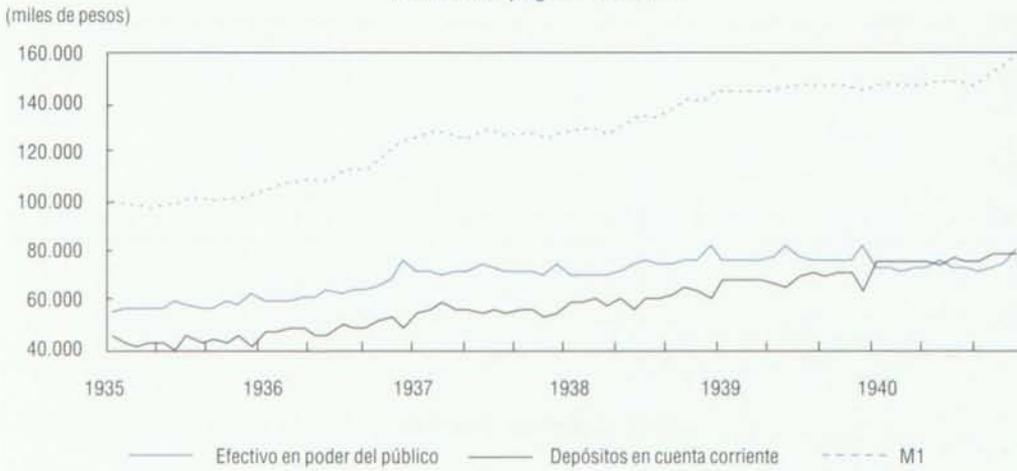
Gráfico A1.2

Medios de pago y sus componentes: Colombia, 1923-2007

Medios de pago: 1930-1935



Medios de pago: 1935-1940



Fuente: *Revista del Banco de la República. Informe anual del superintendente bancario.*

Gráfico A1.2 (continuación)  
**Medios de pago y sus componentes: Colombia, 1923-2007**

**Medios de pago: 1940-1945**



**Medios de pago: 1945-1950**



**Medios de pago: 1950-1955**

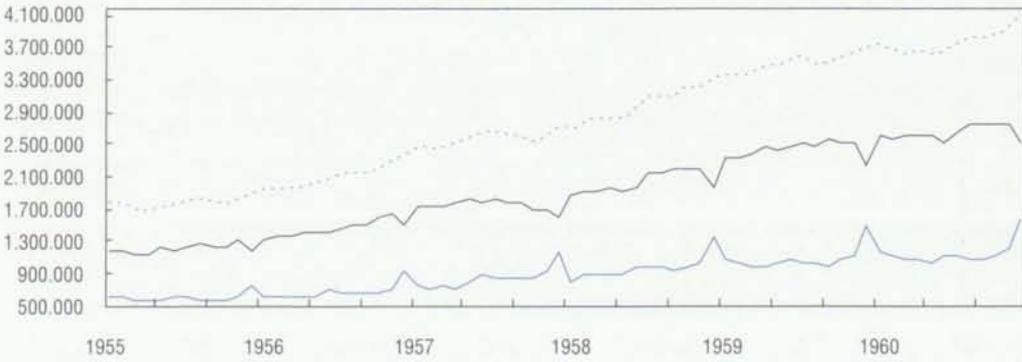


Fuente: *Revista del Banco de la República*, Informe anual del superintendente bancario.

Gráfico A1.2 (continuación)  
Medios de pago y sus componentes: Colombia, 1923-2007

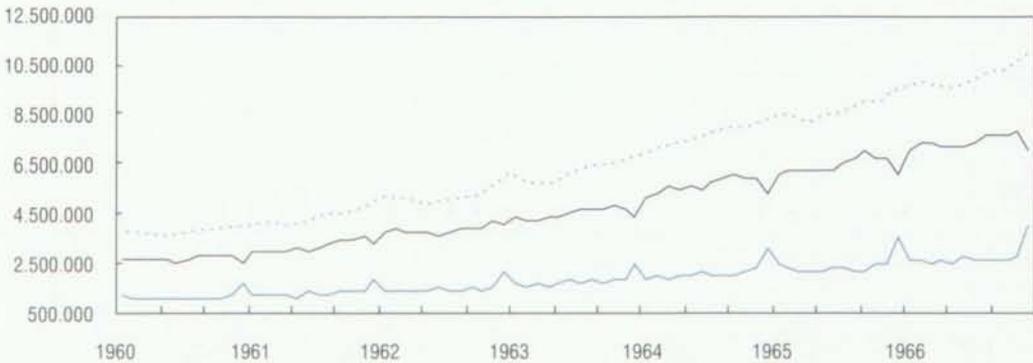
Medios de pago: 1955-1960

(miles de pesos)



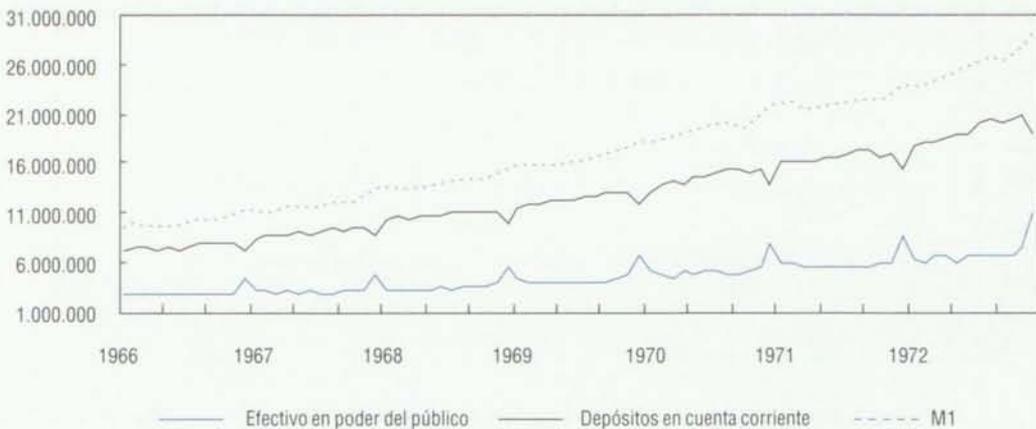
Medios de pago: 1960-1966

(miles de pesos)



Medios de pago: 1966-1972

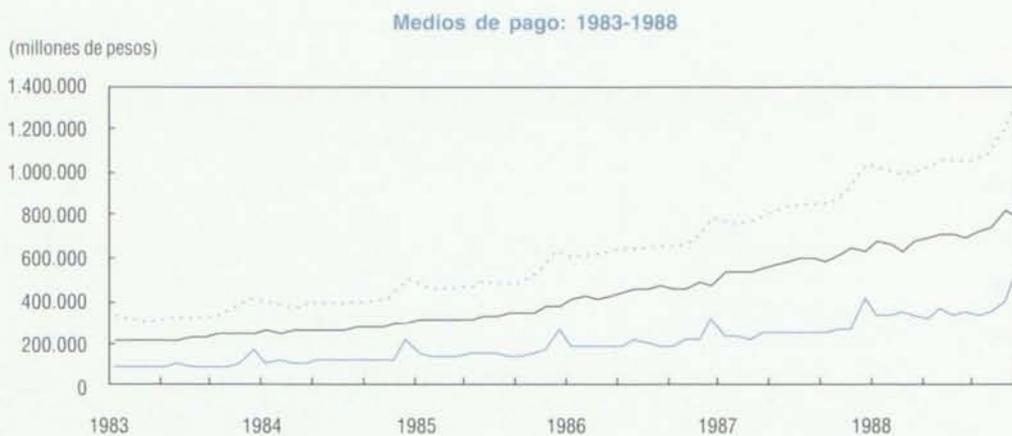
(miles de pesos)



— Efectivo en poder del público — Depósitos en cuenta corriente - - - M1

Fuente: Revista del Banco de la República e Informe anual del superintendente bancario.

Gráfico A1.2 (continuación)  
Medios de pago y sus componentes: Colombia, 1923-2007



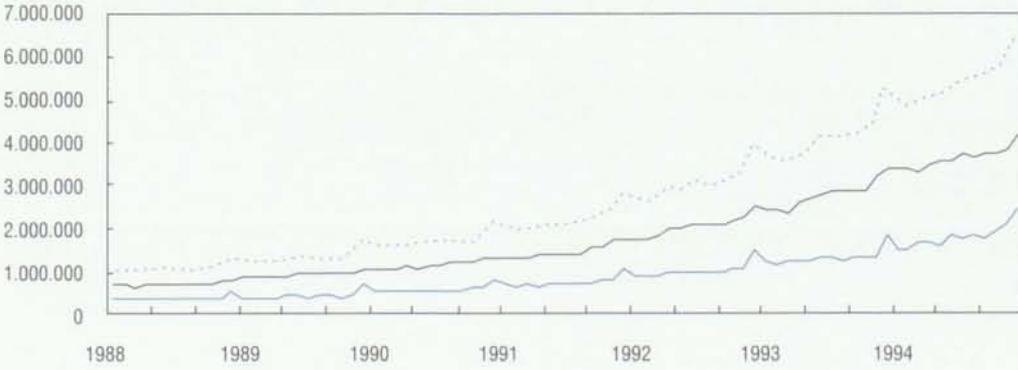
— Efectivo en poder del público — Depósitos en cuenta corriente - - - M1

Fuente: Revista del Banco de la República e Informe anual del superintendente bancario.

Gráfico A1.2 (continuación)  
**Medios de pago y sus componentes: Colombia, 1923-2007**

**Medios de pago: 1988-1994**

(millones de pesos)



**Medios de pago: 1999-2005**

(miles de millones de pesos)



Fuente: *Revista del Banco de la República e Informe anual del superintendente bancario.*