

BANCA CENTRAL: AUTONOMÍA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO*

Central Banking: autonomy and economic growth

Pascual Amézquita Zárate* **

Carmen Astrid Romero***

Universidad Sergio Arboleda. Bogotá D. C.

Recepción: 4 de diciembre de 2015. Aceptación: 3 de enero de 2016.

DOI:<http://dx.doi.org/10.21017/Rev.Repub.2016.v20.a6>

RESUMEN

En los más de trescientos años de existencia de la banca central, su papel fundamental ha sido el control monetario y ser prestamista de última instancia para contribuir al crecimiento económico. Sin embargo, la emisión ha sido una alternativa de financiamiento del gobierno. Ello ocasiona confrontaciones con la banca privada al presentarse *un efecto expulsión* derivado del señoreaje y por esto, se discute que el emisor tenga que financiar el déficit público, lo que se puede entender como pérdida de independencia de la banca central. En este artículo se hace una breve discusión teórica sobre la pertinencia y la tarea misma de un banco central desde Smith y Ricardo hasta las posiciones encontradas de Keynes y Hayek. Luego se presenta la evidencia histórica en diferentes latitudes desde la Reserva Federal en los Estados Unidos hasta el Banco de Corea en la República de Corea para llegar al Banco de la República en Colombia. Estas experiencias demuestran que la independencia de los bancos centrales es relativa y cómo la función del emisor de agente fiscal fue muy importante en los procesos de nacimiento y madurez de estos bancos centrales.

Palabras clave: banca central, desarrollo económico, independencia, política fiscal.

* Artículo producto de la investigación sobre políticas públicas y competitividad internacional dentro del grupo de investigación de Competitividad y Mercados de la Escuela Internacional de Administración y Marketing de la Universidad Sergio Arboleda.

** PhD en economía. Docente e investigador, líder del grupo Competitividad y Mercados (Clasificación B, de Colciencias) de la Escuela Internacional de Administración y Marketing EIAM, de la Universidad Sergio Arboleda.

*** PhD en economía. Docente e investigadora, Escuela Internacional de Administración y Marketing (EIAM), de la Universidad Sergio Arboleda.

ABSTRACT

In the more than three hundred years of central banking their fundamental role has been to help consolidate public and private economy. Concern about monetary stability, in general, has been subject to the secular goal. This causes confrontations with private banks because there is a kind of expulsion effect and therefore is discussed about the possibility of that lend resources to the Government, what is presented as a loss of independence of the central bank. This article is a retelling of the story of central banking in some countries today economic powers and in Colombia to show these phenomena, concluding that the pursuit of development has been associated with ductile policies in the management of central banking functions.

Key words: central banking, development, independence, credit.

I. INTRODUCCIÓN

La discusión en torno a las funciones y a la independencia de la banca central ha sido materia de un buen número de trabajos desde la economía ortodoxa. Sin embargo, este debate conviene hacerse desde la perspectiva de crecimiento económico. Es decir, las preguntas sobre si el emisor debe o no ser un ministerio más del gobierno –quizá el más importante–, de si debe emitir dinero como fuente de financiación del gobierno y de si él debe entenderse con los particulares para asuntos de crédito, han de evaluarse primero a la luz de los efectos que ello traerá en el desarrollo nacional.

La hipótesis de esta investigación es que la banca central acompaña al gobierno en el propósito de consolidar la economía y esta relación tan estrecha la hace relativamente «dependiente» del mismo y además el emisor crea un efecto expulsión centrado en las ganancias del señoreaje, lo que genera inconformismo del sector privado, ya que el grueso de los beneficios de la emisión primaria van para el gobierno.

El señoreaje se presenta cuando el emisor imprime dinero ante un incremento en los saldos reales y ello permite financiar el gasto público. Esto ocurre cuando el gobierno nacional emite títulos de deuda en el mercado financiero doméstico para cubrir sus gastos; entonces, el sector privado compra tales títulos financiando la compra mediante la venta de otros títulos –si la tasa de interés que rentan los primeros es algo superior a la de los segundos–; por último, el banco central compra estos títulos al sector privado y en esta operación emite base monetaria. De esta forma, el gobierno obtiene mayor financiamiento en términos reales. Además, cuando la mayor base monetaria

presiona un aumento de precios, el sector privado tendrá que soportar una reducción en su financiamiento en términos reales. Es decir, en escenarios con inflación creciente, como el actual, los efectos del señoreaje pueden desplazar recursos del sector privado hacia el financiamiento del gasto público. Es allí donde se da la puja entre el emisor y el sector privado por efectos de la emisión primaria.

Existe relación entre ciclo económico, dinámica de la oferta de dinero y del señoreaje por emisión primaria de dinero; recuérdese que la emisión secundaria la realiza el sistema financiero. Si hay una fase del ciclo económico alto la demanda de saldos reales aumenta, la base monetaria crece y el señoreaje también lo hace. Cuando la inflación se torna creciente, sube la tasa de interés, el crédito se encarece y el señoreaje se convierte en una fuente importante para financiar el gasto público. Kiguel y Neumeyer (1989) encuentran evidencia para mostrar esta relación en los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Israel y México para los años setenta y ochenta del siglo XX. Bajo este escenario el crédito también se encarece para el sector privado pero este no cuenta con los mismos beneficios que el gobierno por la emisión primaria.

Para contrastar la hipótesis se hace un recuento histórico sobre las funciones básicas del banco central y la relación de estas con el objetivo final de desarrollo económico. También se estudia la experiencia de algunos hitos de los principales bancos centrales del mundo. Para el caso colombiano, las nuevas condiciones de independencia se dan en medio de la oleada mundial del llamado «esquema de inflación objetivo» que determina el comportamiento de la política monetaria desde una óptica ortodoxa y que ha proliferado desde las últimas décadas del siglo XX.

El trabajo presenta un esbozo sobre aspectos teóricos en discusión en relación con las funciones del banco central y el crecimiento económico, luego hace un recuento de lo que ocurrió en algunos de los bancos del mundo, para después ahondar en la historia colombiana. De ello se extraen algunas conclusiones.

II. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

¿El banco central debe ser independiente del Gobierno? En otras palabras, la política monetaria en manos del emisor debería estar supeditada a la política fiscal del gobierno o debería ser más activa para lograr el objetivo general de mayor desarrollo económico. La emisión es una alternativa de financiamiento del gobierno y supuestamente la independencia del banco central busca reducir este tipo de acceso a nuevos ingresos a los gobiernos. Con ello se reduciría una fuente importante de recursos para financiar el déficit gubernamental.

III. ESTRATEGIA METODOLÓGICA

La presente investigación es un estudio descriptivo e histórico, que recurre a la evidencia de fuentes secundarias (literatura económica) y algunas experiencias internacionales para caracterizar las funciones que explican la existencia de un banco central como también la discusión en torno a la independencia del emisor en algunos países y luego en el caso colombiano. El método es deductivo a partir de enfoques económicos y contrastación con casos puntuales. La técnica de investigación es la revisión de documentos, la interpretación y el análisis de los mismos.

IV. RESULTADOS

a. Discusión teórica

Se predica la autonomía de la banca central frente al gobierno nacional pero poco se estudian los efectos sobre esta independencia con la adopción de mecanismos como la puesta en marcha al interior del emisor de fondos de financiamientos o se hace depender la política monetaria del esquema de inflación objetivo. En el primer caso, se le impone al banco central dirigir recursos crediticios a sectores específicos con el consiguiente efecto monetario y, en el segundo, velar por el logro de una inflación de largo plazo, cuando el manejo del mercado de bienes está muy lejos de ser del resorte mismo de las funciones básicas de este tipo de establecimientos, las que describimos más adelante. La autonomía se puede asociar con austeridad monetaria, por ejemplo en la Historia de la Reserva Federal de Mertzl comentada por Bordo (2005) y Taylor (2010). De igual manera, poco se discute el hecho de que en Estados Unidos no se ha podido poner en marcha el mecanismo de inflación objetivo, hecho en parte explicado por el inconformismo que esto traería sobre un sistema financiero descentralizado y fuerte.

La teoría enseña que dos funciones básicas han acompañado la puesta en marcha de los bancos centrales. El monopolio de la emisión y el ser prestamista de última instancia (Timberlake, 1978). La primera permite el control y la regulación monetaria, mientras que la segunda logra estabilizar el sistema financiero en situaciones de alta turbulencia, ya que el emisor inyecta liquidez al sistema financiero y está en capacidad de auxiliar a cualquier banco público o privado mediante crédito para evitar que su situación pueda acarrear una corrida bancaria. Sin embargo, el banco central también actúa como auxiliar del gobierno y garante de sus operaciones de crédito interno o externo, papel clave para garantizar una cuota de endeudamiento externo y así adquirir recursos para garantizar el gasto público.

El ejercicio de estas funciones ha sido ampliamente discutido en la literatura especializada. Hayek hace notar: «Es quizá significativo que Adam Smith no mencione el control de la emisión de moneda dentro de los tres únicos deberes [que], de acuerdo con el sistema de la libertad natural, debe atender el soberano» (1985, p. 30). Pero es coherente tal exclusión por las críticas que hace a los monopolios feudales y al abrumador peso de las finanzas e impuestos de los reyes absolutistas. Además, si su opinión se hubiera seguido, es decir, si no existiese el banco de Inglaterra, el Imperio británico no hubiera sido posible. Cuando Smith analiza el origen del Banco de Inglaterra menciona que el gobierno debería estar muy acosado para haber aceptado entregar el monopolio de emisión monetaria a cambio de un préstamo a una tasa de interés muy alta (Smith, 1994). Y es sabido en qué se usaron esos recursos.

Para David Ricardo no es conveniente tener banca central: «Ni un Estado ni banco alguno han tenido el poder irrestricto de emitir papel moneda sin abusar» (1976, p. 266). Como de todos modos el gobierno necesitaba préstamos, «desde el punto de vista nacional no tiene importancia que el emisor de ese papel moneda bien regulado sea el Gobierno o un banco (...) sin embargo no sucede lo mismo respecto de los intereses de los individuos» (p. 269). Se debe recordar que cuando el Estado se endeuda, paga unos intereses con los impuestos, que quedan en manos del emisor y concluye: «Como el Estado representa al pueblo, este [el pueblo] se habría ahorrado el impuesto, si fuera él y no el Banco el que emitió» (p. 270). Puede concluirse cuál era la opinión de Ricardo sobre la propiedad del banco.

También analiza que hay peligro de que, si está en sus manos, el Gobierno emita más de lo debido: «Tal objeción tendría gran fuerza en el caso de un gobierno arbitrario» pero no «en un país libre, con una legislatura ilustrada» (ídem).

En el siglo XX el keynesianismo teorizó y puso en práctica lo que Hayek llamó «el perverso ayuntamiento entre la política fiscal y la monetaria» por lo que la solución de este no podía ser más drástica: «la abolición de los bancos centrales» (1985).

A partir de los escritos de Hayek fue configurándose un cuerpo teórico dirigido a desmontar esa arista de la revolución keynesiana. Políticamente corresponde a la llegada de Reagan al gobierno de EE. UU. y de Thatcher al de Gran Bretaña. Pero como hecho sintomático de algo más profundo, la devolución de la autonomía al Banco de Inglaterra solo ocurriría en 1997 y en Japón en 1998. No obstante, poco tiempo después, a raíz de la crisis de 2008, empezó a ponerse sobre el tapete la discusión sobre *el exceso de autonomía*. De acuerdo con Hilsenrath, Blackstone & Woo (2010), en la reunión de directores de bancos centrales de

Basilea de 2010 se analizó esta amenaza que para ese momento tuvo casos concretos como el de Argentina, Corea del Sur, EE. UU., Unión Europea, entre otros, donde se propuso aumentar la injerencia gubernamental.

Los temas que se discutieron para los cambios en la banca central de muchos países (similares a los ocurridos en Colombia en 1991), fueron en síntesis sobre la relación que habría entre banca central con funciones sobre el mercado de bienes y los eventuales efectos del control de la inflación, sobre la mejor forma de atraer la inversión extranjera, del efecto de la banca de fomento con la aparición de una capa rentista, en relación con el creciente déficit fiscal que estaría alimentado por una banca menos independiente del gobierno y sobre el efecto expulsión por el señoreaje arriba explicado.

Ahora bien, dado que otra de las funciones que hoy tiene un banco central es administrar las reservas internacionales con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad conforme al interés público, en beneficio de la economía y para facilitar los pagos del país en el exterior, sin duda, el manejo cambiario se le otorgó desde su misma creación bajo el sistema de patrón oro con tasas de cambio fijas alrededor de la libra esterlina y luego esta función prevaleció bajo diferentes regímenes cambiarios.

Todos estos temas han merecido estudios analíticos. Pero conviene mirar el asunto desde el ángulo histórico, el papel cumplido por la banca central en los países desarrollados de hoy, no sin antes advertir que estos, por ser desarrollados, pueden hoy estar haciendo otra cosa muy diferente a lo que hicieron en el pasado. Diferente grado de desarrollo hace suponer la existencia de diferentes políticas.

b. Los bancos europeos

La creación de la banca central fue un antecedente del uso del financiamiento a través de la deuda pública, pero muy en concordancia con el papel que juega el crédito en el crecimiento económico. El origen mismo de la banca central –es decir, la razón por la cual las economías de mercado establecieron un banco de bancos– da luces al respecto. En el caso del banco de Inglaterra (1694) y de Francia (1800), Aguirre informa:

Resulta evidente que el móvil que llevó a su establecimiento [del banco de Inglaterra] fue la necesidad del gobierno, carente de otras alternativas, de conseguir financiación para la atención de sus diversos requerimientos (...) Al examinar el caso [del Banco de Francia] podemos observar que aquí (...) igualmente las particulares necesidades financieras del gobierno pueden ser consideradas como causa fundamental del acto mismo de creación (...) resultaba evidente para el recién establecido gobierno de Napoleón la necesidad

de organizar una entidad emisora que sirviera de base para la obtención de financiación (1991, p. 30).

Así, la constitución del banco central no ocurrió como resultado final de un proceso evolutivo sino que surgió como necesidad política ante unas circunstancias históricas concretas. Debe destacarse además que por la misma razón era impensable que fuera independiente del gobierno que impulsó su creación para satisfacer sus propios requerimientos. Es decir, la banca central, siendo herramienta financiera fundamental del gobierno, debía estar bajo su dirección.

Ahondando sobre las características del Banco de Francia, Aguirre explica: «Pese a que (...) era manifiesto el propósito de que el Banco tuviera un cierto grado de autonomía, lo cierto es que esto es algo bien difícil de encontrar en la práctica, y mucho menos en las etapas iniciales de un banco emisor» (1991, p. 32).

El caso del Banco Central de Prusia es igualmente importante, máxime si se tiene en cuenta el retraso de la región del Rin frente a Inglaterra y Francia a mediados del siglo XIX:

Si bien la propiedad del Banco pasa a ser compartida, e inclusive mayoritariamente privada (se llega a reducir hasta 1/11 del capital la participación estatal) esto no se refleja en el poder de dirección y manejo del Banco, el cual se mantiene, y aun se afianza, en cabeza del Estado; en efecto, no solamente es dirigido por funcionarios oficiales, sino que, a partir de 1851, se dispone que el propio Primer Ministro de Prusia será la máxima autoridad del mismo (Aguirre, 1991, p. 35).

Así, la creación del banco central en estos países que se constituyeron en potencia fue una decisión más política que otra cosa. Un hecho significativo en esta orientación fue la nacionalización del banco de Inglaterra y el de Francia terminada la II Guerra Mundial, para usarlos como palanca en la reconstrucción, y aun posteriormente, cuando ya había sido superada la fase más crítica de la posguerra.

En general, la creación de la banca central corrió paralela al fortalecimiento político de la burguesía, gracias a sus luchas en pro de la democracia. En Inglaterra el banco surgió después de la Revolución de 1648, cuando el Parlamento logró limitar el absolutismo, y el francés luego de la toma de la Bastilla. Nótese que aún con el control que la burguesía ejercía en los órganos legislativos, como le bastaba a David Ricardo, el gobierno ejercía control sobre el banco.

Hay otra conclusión implícita: la burguesía, ante todo la comercial (que fue la que aceptó que el negocio bancario quizá más importante de la época, prestar

al gobierno, cayera bajo la órbita del gobierno a través del relativo control sobre el banco central) transó parte de su libertad de empresa a cambio del fortalecimiento del Estado, que la beneficiaba con la armada, la infraestructura, los consulados. Se arrogó la fiscalización del banco central por otro medio; en el caso inglés a través del parlamento, solución que se convirtió en la óptima en cuanto al tipo de control que el gobierno y la sociedad han de tener sobre tan vital entidad.

c. Estados Unidos

En EE. UU. fue Alexander Hamilton –también defensor de otra política en el origen de las potencias, el proteccionismo– quien promovió la creación del primer banco nacional, pero este fue cerrado poco después por inconstitucional, pues daba al sector privado el privilegio de emitir moneda, siendo este un atributo del Congreso.

Durante el siglo XIX siguió la discusión sobre la necesidad del banco central y sobre quién debería dirigirlo. En 1816 se creó otro banco central autorizado para hacer operaciones de descuento con papeles del gobierno, hasta que los banqueros privados lograron su cierre. Sería en medio de una crisis financiera de comienzos del siglo XX cuando reapareció el sistema de banca central llamado Reserva Federal (Fed) en 1913, cuyas características y funciones han variado en algunos aspectos. A diferencia del anterior banco y del banco de Inglaterra, la Fed no podía descontar papeles del gobierno, restricción que fue desatendida durante la I Guerra Mundial (excepción similar hizo el banco de Inglaterra durante la guerra contra Napoleón).

Suele culparse a la Fed por la Crisis del 29 por su política de constricción monetaria y por no enfrentar la situación después de octubre de ese año (Bordo, 2005; Bernanke, 1994). Luego, con los postulados de Keynes, las herramientas monetarias fueron el punto de apoyo del gobierno Roosevelt para atacar la crisis. Solo en 1951 se aprobaría un Acta a través de la cual se volvió a independizar la política fiscal de la monetaria (Bordo, 2005) por cuenta del director W. Martin (designado por el presidente Truman, quien atacaba la independencia de la Fed). No obstante, Martín acuñó la expresión «independiente dentro del gobierno» y cuestionó que la Fed se arrogara el derecho a decidir sobre la cuantía y la manera de financiar el déficit, lo cual corresponde es al Congreso (Taylor, 2010). Es decir, implícitamente aceptaba la subordinación de la política monetaria a la fiscal.

Después, Kennedy firmó una orden en 1961 autorizando al Tesoro para emitir numerario respaldado en plata (similar a lo hecho por Lincoln para financiar el ejército norteamericano durante la Guerra Civil), pero su asesinato impidió

saber qué se proponía y ninguno de sus sucesores ha usado la prerrogativa vigente.

Finalmente, en este recuento sobresale Bernanke (1994), quien habiendo escrito que la Crisis del 29 tuvo su origen en la política de contracción monetaria de la Fed, en medio de la recesión de 2008 inició una política sin antecedentes de emisión en coordinación con el Tesoro, situación que podía entenderse como una claudicación de la independencia ganada, fundamentalmente, por Volcker (Taylor, 2010). Así, en contra de la misma política de la Fed, ante la profundidad de la crisis, volvió a ejercer la función de prestamista de última instancia, función clásica de la banca central y que había sido abandonada por la Reserva desde hace décadas.

d. República de Corea

La historia de la banca central en la República de Corea es el ejemplo más reciente para mostrar, junto al de China, su papel insustituible en el crecimiento. El Estado coreano en la década de 1950 vendió los bancos que había expropiado a finales de los años 40, siendo adquiridos por los *chaebol*, pero en 1961 volvió a nacionalizarlos, quedando así bajo la tutela estricta del Estado (algo similar ocurrió en otro *milagro* asiático, Taiwán). A partir de entonces se dedicaron a prestar a los amigos del gobierno sin muchos límites, con intereses subsidiados y, aspecto esencial, aseguramiento estatal –a pesar de la oposición del FMI–, auspiciando el llamado capitalismo «amiguista» (*crony*), con acuerdos lícitos e ilícitos entre el sector privado y el público para la marcha de las empresas (Sohn, 2003).

La banca comercial encontraba en el Banco de la República de Corea (BRC) un sólido soporte, como lo muestran las cifras de la tabla 1. Por ejemplo para 1973-1981 el 89,1% del crédito a exportadores era obtenido por los bancos a través del BRC. Solo hasta 1994 el gobierno empezó a tomar medidas fuertes para restringir las actividades del BRC.

Esa política expansionista acarreó alta inflación, que puso a Corea entre los países de mayores índices: para 1960-70 en promedio del 13,8%; 1970-80: 16,3%; 1980-90: 6,3%; 1990-2000: 5,1 % (Koh, 2010, p. 56), superando a muchos latinoamericanos. Pero mientras tanto la tasa de crecimiento del PIB era alta, lo que permite mostrar, contra la ortodoxia monetaria, que no siempre hay causalidad entre tasas altas de inflación y bajo crecimiento del PIB.

El sector financiero, uno de los que suele verse afectado en mayor medida con la inflación alta, al ser público en los años 70 transfería sus eventuales pérdidas al presupuesto del BRC o del Estado, pero así mismo la inflación hacía que las tasas de interés reales a los productores fueran mucho más bajas que las nominales.

Tabla 1. Préstamos del banco central a sociedades monetarias de depósito (%)

	1965-1972	1973-1981	1982-1986	1987-1993
Créditos a la exportación de bancos creadores de dinero	75,4	89,1	65,6	44,2
Descuentos de letras comerciales de bancos creadores de dinero	22,5	51,3	47,7	44,6
Créditos de bancos creadores de dinero	11,3	20,2	23,7	16,7
Créditos dirigidos de bancos creadores de dinero	...	32,5	40,1	29,3

Fuente: Koh, 2010, p. 55.

e. Otras evidencias históricas

Este recuento de la historia de la banca central sirve para reafirmar la tesis que se está desarrollando en este documento: en el origen de las actuales potencias está a su turno el nacimiento de la banca central, supeditada a las necesidades financieras del gobierno. O, si se quiere, en su consolidación como potencias los países crearon un mecanismo para financiar su déficit. Y siguen recurriendo al mismo cuando es necesario.

Es claro que los ingresos por emisión son importantes. Ante todo está la simple emisión de billetes. Para el año 2014 «el Sistema de la Reserva Federal de EE. UU. gastará US\$826,7 millones para producir 7.800 millones de billetes con un valor real total de US\$297.100 millones» (WSJ, 21 de abril de 2014). Es decir, el costo sería de 11 centavos por cada billete. La ganancia en esta operación, es decir, el señoreaje, es de algo más 296.000 millones de dólares.

Pero además está el efecto que tiene la aplicación de cuantiosos recursos estatales a la economía sin el costo que ocasionaría si los recursos se obtuvieran en el mercado financiero, y el consiguiente ahorro de impuestos como lo percibió Ricardo, según queda anotado. Basta suponer lo que le hubiera costado a la economía estadounidense los más de tres billones de dólares emitidos para

comprar papeles por la Fed desde la crisis de 2008 si en cambio se hubieran obtenido en préstamo. O el costo (realmente desahorro) que habría traído para los productores coreanos haber recurrido a la banca privada para fondearse.

Cuando hay déficit fiscal la opción gubernamental es endeudarse, aparte de la común que es hacer un ajuste fiscal por el lado del gasto o del ingreso. Pero la decisión de endeudarse trae un costo financiero público (pagadero con impuestos) y un ganador financiero, que puede ser el mismo Estado, si se autofinancia, o el sector privado si hay prohibición de endeudamiento a través de emisión. Es decir, con la prohibición de que el gobierno se endeude con el banco central se abre la puerta para una fuente de ganancia del sector financiero privado.

En ambas opciones, con emisión del banco central o con préstamos de la banca privada, la presión inflacionaria será la misma, pues ante una necesidad financiera dada, cubierta con cierta cantidad de dinero, en ambos casos se habrá aumentado la capacidad de compra de la economía –que es lo que define el señoreaje (Banco de la República, 2000)– en idéntica proporción por la expansión monetaria que en ambos casos ocurre.

Ahora bien, aunque durante los años 80 el gobierno Reagan no se caracterizó propiamente ni por la austeridad ni por el equilibrio fiscal, si puede verse como punto de inflexión para las prácticas bancarias en el mundo, pues a partir de entonces tomó fuerza la idea de volver autónomos los bancos centrales y de restringir su capacidad para otorgar préstamos al gobierno. Pero esa nueva oleada de *sadomonetarismo*, para usar el término acuñado por Krugman (2013), ha tenido resultados como el padecido por Japón durante más de una década y parte importante de la actual situación económica de la Unión Europea.

No es este el lugar para ahondar en las causas del viraje puesto en marcha en la década de 1980 («el gobierno no es la solución, es el problema», diría Reagan), pero conviene tener en cuenta algunos elementos: el gobierno de políticas keynesianas es muy costoso y los recursos salían de los grandes capitales, vía impuestos, en el entendido de que en ese momento primaban, con mucho, los impuestos directos y progresivos. Los afectados, como lo documenta Krugman (2008), hicieron valer en el Congreso estadounidense su poder económico y desmontaron el viejo sistema tributario. De otra parte, el portentoso desarrollo del sector financiero lo convirtió en una institución capaz de imponer sus criterios por encima de otros sectores como el industrial o el agrícola. El keynesianismo era el efecto expulsión hecho gobierno, pues la banca privada veía evaporarse la posibilidad de hacer su principal negocio, el préstamo de dinero, al agente económico más importante y más fiable, el Estado.

Finalmente, los bancos de fomento, públicos o mixtos, constituían una competencia desleal contra los intereses del sector bancario privado, pues la magnitud que alcanzó su injerencia económica a través de esas formas de crédito distorsionado hacía imposible competir, máxime cuando ello se lograba a costa de soportar fuertes tasas de encaje para darle liquidez al banco central. Pero al igual que en el caso del relajamiento cuantitativo de la Fed, hay una fuerte tendencia al resurgimiento de bancos de fomento, aún en EE. UU., a riesgo de fortalecer el Leviatán (Musacchio & Lazzarini, 2012).

El alto costo del keynesianismo explica por qué se disminuyó el radio de acción del banco central como agente crediticio para particulares y gobiernos y por qué la insistencia en que sea independiente. Pero, como afirma Cuevas, muy a tono con lo anotado atrás con North sobre el papel del Estado:

Es necesario dejar a un lado la ingenua pretensión, o la pretensión de ingenuidad, en el sentido de que la institución con el poder para distribuir los enormes beneficios del bien público constituido por el dinero y la fiducia puede ser aislada de las fuerzas sociales. Quizá pueda imaginarse un [banco central] autónomo del poder legislativo y hasta del ejecutivo, pero no existen bancos centrales autónomos de los intereses sociales, los cuales por fortuna no son homogéneos (Cuevas, 2001).

Finalmente, en el caso de América Latina la década de los años veinte del siglo pasado, el importante movimiento de capitales a nivel mundial y el deseo de acceder a estos recursos por parte de los gobiernos de la región, como también, el papel del profesor Kemmerer como asesor financiero, contribuyeron a la creación de algunos de los bancos centrales. Perú (1922), Colombia (1923), México (1925), Chile (1925), Ecuador (1927) y Bolivia (1928), todos visitados y asesorados por Kemmerer. Mientras que Argentina, un país tradicionalmente más liberal en su economía, solo formalizó la creación de su banco emisor en 1935.

f. La banca central en Colombia

La puesta en marcha de la banca central en Colombia, según Meisel (1990), fue motivada por una razón más fiscal que otra cosa. El país necesitaba mostrar una relativa organización en las instituciones económicas para hacerse elegible y poder acceder a los préstamos de los inversionistas norteamericanos en los años veinte. Sin duda esta táctica facilitó la entrada masiva de capital en especial en la segunda mitad de los años veinte, situación que logró combinar también el importante movimiento de capital de los Estados Unidos hacía la región.

En el mercado financiero colombiano no se presentaron situaciones graves de pánicos bancarios durante los años en los que la banca comercial manejó la

base monetaria (banca libre 1870-1885) y luego descentralizada (1885-1922). Este problema no fue nunca el argumento central para crear un banco de bancos. Cabe señalar que la circunstancia particular de la crisis del Banco López fue utilizada por Kemmerer para acelerar la formación del Banco de la República, pero nunca se presentó una situación en la cual estuviera en peligro la estabilidad del sistema financiero. Por el contrario, algunos bancos regionales habían manejado con mucha prudencia sus operaciones de préstamos y depósitos e incluso ofrecieron crédito a los exportadores de café como fue el caso del Banco de Colombia.

En relación con la primera función clave, durante los primeros años de vida del Banco de la República, las exigencias del patrón oro y luego con las dificultades del período entre guerras, la política monetaria fue bastante pasiva. La herramienta básica para actuar fue la tasa de redescuento y sólo después de las reformas de los cincuenta el encaje bancario comenzó a operar con mayor dinámica. El uso del mecanismo de esterilización monetaria conocido como operaciones de mercado abierto (OMAS) fue utilizado en forma activa por el emisor con la creación de la Junta Monetaria y ante los picos de los ciclos exportadores de café de los años setenta, y después de las reformas de los años noventa se opera con OMAS pero de corto plazo (Meisel et al., 1990).

La segunda función, prestamista de última instancia, fue puesta en marcha por el emisor en situaciones como la escasez de divisas durante la segunda mitad de los cincuenta o la primera mitad de los sesenta y la crisis financiera que se inició en 1982. En esta última la intervención se realizó sobre seis bancos -uno de los cuales fue liquidado- y ocho compañías de financiamiento comercial. Durante esta coyuntura se decidió dividir la función tradicional de prestamista de última instancia de la siguiente forma: el Banco de la República mantuvo la rienda de la liquidez del sistema financiero pero cedió la función de rescatar a cualquier entidad del sistema financiero en caso de necesitarlo, tarea que fue asumida por el Fondo de Garantías para las Entidades Financieras (Fogafín) en 1985, entidad encargada de proveer de recursos al sistema financiero en caso de insolvencia. La crisis de 1998 fue una interesante prueba para observar en la práctica esta nueva manera de ofrecer apoyo al sistema y los resultados muestran que se logró ahuyentar una corrida financiera.

De otro lado, la labor que ha desempeñado el Banco de la República como auxiliar del gobierno ha cambiado con el tiempo. Si bien esta fue una razón fundamental a la hora de ponerse en marcha en 1923, resultó ser una labor muy activa en coyunturas como el período entre guerras y los años ochenta del siglo pasado, cuando se realizaba a través de crédito. La reforma de los noventa restringió esta posibilidad a situaciones especiales y bajo la unanimidad de todos los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República.

¿La economía colombiana estaba en condiciones de dar el paso hacia una banca central vedada para actuar como palanca de crédito estatal y fomento de la actividad privada, es decir, si estaba en capacidad de renunciar a esta palanca de su propio desarrollo, a un costo de oportunidad adecuado? Algunos hechos arrojan luces al respecto. En la creación del Banco de la República (BR), Kemmerer se reunió con personajes del gobierno y del sector privado, dejando evidencia de estas reuniones. De una de ellas, cuyo contertulio no identifica, dejó escrito:

Numerosos congresistas poseen acciones de los bancos y tratarán de bloquear cualquier legislación que le permita al BR efectuar transacciones con particulares. Es posible hacer préstamos a particulares pero los bancos se opondrán a esta medida por considerarla perjudicial para sus negocios (por lo menos así lo piensan) (Meisel et al., 1994, p. 195).

En efecto, el primer problema de una banca central de fomento es enfrentar a la banca privada. Por eso, la solución coreana de la nacionalización para enfrentar la oposición a esta manifestación del efecto expulsión.

Nótense dos afirmaciones de Kemmerer que sustentan la hipótesis de esta investigación: la primera, que el gobierno debe tener fuerte presencia en la Junta Directiva de la entidad. En 1930 había tres representantes cuyo número estaba en discusión. La segunda, que pone como ejemplo a seguir lo que es común en el mundo en ese momento, pues era evidente que la Crisis del 29 evidenció la necesidad de contar con un banco central que financiara al gobierno.

¿Por qué en el diseño de la Junta de 1923 la participación del gobierno era más reducida de la que Kemmerer traía en mente? Un texto de 1930 defendiendo la reforma explica que cuando llegó la primera Misión, el país estaba muy prevenido contra el manejo que los gobiernos habían dado a la banca central en las décadas anteriores y «por eso Kemmerer no tenía otro recurso que limitar la acción del gobierno» (Meisel et al., 1994, p. 672).

A renglón seguido se recuerda que la primera Misión además del Banco creó otras instituciones (la Superintendencia Bancaria y a la Contraloría General de la República), las cuales ya estaban consolidadas para el momento de la segunda Misión, que servirían para controlar la actividad del gobierno en la Junta Directiva del Banco. El texto reafirma en referencia a la ley de reforma del Banco:

La medida adoptada en esta ley abre campo a una mayor protección de los intereses generales. Un banco formado para regular, defender y estabilizar la moneda, tiene que preocuparse con empeño entusiasta por los intereses na-

cionales, y mal puede estar dirigido casi por exclusividad, o por la abrumadora mayoría de un grupo de intereses particulares (...) Anota el profesor Kemmerer que la intervención [del gobierno] debe ser intensa y extensa en la marcha de la institución, como sucede en muchos países del mundo (Meisel et al., 1994, p. 673).

La ley finalmente aprobada en los 30 mantuvo el número de representantes del gobierno, y precisó que dos de ellos serían ministros del despacho, pero aumentó en dos la composición total para dar cabida a representantes del comercio, la agricultura y la industria, con lo que el poder de los banqueros se reducía. Además, aunque un tanto tímidamente se dieron ciertas autorizaciones para actuar como banca de crédito a los particulares. Puede concluirse entonces que la reforma orgánica al BR emprendida en 1930 apuntaba a darle un contenido más de palanca de desarrollo de las políticas del gobierno.

Otros hitos en la historia de la banca central fueron la reforma de 1951 y la creación de la Junta Monetaria en 1963. Del sistema que se estableció en 1923 se pasó a uno mucho más activo en 1951, cuando el BR asumió objetivos de fomento económico, asignando crédito a sectores específicos a tasas preferenciales. Ello obedeció a las recomendaciones hechas por la Misión de la Fed de Nueva York dirigida por D. Grove que vino al país. Al mismo tiempo, se crearon tres bancos oficiales de fomento sectorial: el Popular (1950), el Cafetero (1953) y el Ganadero (1959), que se sumaban a la Caja Agraria y al Banco Central Hipotecario, que contaban con cupos de redescuento para ciertos sectores económicos.

Al igual de lo que ocurrió en los países desarrollados, en Colombia, durante la década del 60, la política crediticia se usó como sucedáneo de la formación de capital, y otro tanto se hizo con el manejo de la inflación, la cual, aunque no fue alta para los estándares de la región, de acuerdo con Bejarano se convirtió «conforme a las teorías entonces en boga, en un instrumento de desarrollo» (1998, p. 247), pues a través de ella se desestimula a los captadores de rentas fijas mientras se premia la inversión, la renta variable.

Oscar Alviar, quien fuera director ejecutivo del Banco Mundial, comenta esta evolución: «En 1923 el énfasis se acentúa en lograr la estabilidad monetaria; en 1951 el objetivo de la política monetaria se subordina a obtener crecimiento económico, pasando a segundo plano el de mantener la estabilidad de su valor» (1974, p. 40). Debe advertirse que a Alviar no se le escapa señalar que no se puede sustituir la falta de capital con emisión pura y simple, pues ello golpea a los sectores de menores ingresos, por lo cual calcula que un crecimiento adecuado de los medios de pago sería de 10% a 15% si la economía crece un 5% anual (Ibíd.).

En 1963 se creó la Junta Monetaria -la cual asumió el manejo monetario, cambiario y crediticio que venía ejerciendo la Junta Directiva del BR- conformada por los ministros de Hacienda, Fomento y Agricultura, el jefe del Departamento Nacional de Planeación, el gerente del BR y, desde 1968, el director del Instituto de Comercio Exterior. Es decir, se constituyó una agencia enteramente dirigida por el gobierno que tenía bajo su control al BR. Así completó el reconocimiento a la importancia del control de los asuntos monetarios por el gobierno, siguiendo otra vez las tendencias mundiales (Sánchez, Fernández & Armenta, 2005).

El cupo de crédito que el BR abría a favor del gobierno no lo fijaba la Junta Monetaria sino el Congreso a través de la ley anual de presupuesto, forma democrática de controlar el endeudamiento público. Según Alviar, el uso que hizo el gobierno de esta atribución fue «bastante austero», de manera que el crédito neto disminuyó tanto en precios corrientes como reales (1974, p. 19).

A través de las herramientas listadas se materializaban el crédito y la política de fomento. El BR, y después la Junta Monetaria, definía unos porcentajes de la cartera que debían dedicarse al fomento, ofreciendo cupos especiales de redescuento a las entidades que superaran los topes y penalizando con encajes más altos a las que no los alcanzaban. Para 1970, la participación de los intermediarios financieros en la economía duplicaba la de 1950. Los nuevos bancos oficiales y las corporaciones financieras (que canalizaban recursos de fomento de largo plazo) explicaban el 60% de este crecimiento. En la década del 60, el crédito dirigido representaba el 90% de la base monetaria (Alviar, 1974).

El manejo de los recursos presupuestales servía para fondear al BR. La ley establecía que todos los arbitrios de los entes públicos debían depositarse en el BR (en esa época operaba también como banco de primer piso). La Junta Monetaria podía hacer excepciones teniendo en cuenta que alguna entidad pudiera obtener beneficios por depositar sus recursos en un banco privado, por ejemplo líneas de crédito creadas voluntariamente por el banco consignado. Lo más importante de este engranaje es que dados los ingentes recursos públicos, tenerlos en el BR era una forma de apalancar más recursos de crédito sin recurrir a la emisión y usar el manejo de las tesorerías de las entidades como forma de hacer políticas contractivas o expansivas de la moneda.

Gracias al reordenamiento económico del Estatuto Cambiario, Decreto 444 de 1967, el comercio exterior se revitalizó y las reservas internacionales aumentaron, lo que impulsó una expansión acelerada de la base monetaria. Para evitar que se desbordara la inflación, la Junta Monetaria aumentó agresivamente los encajes y contrajo el crédito interno concedido por el BR, el cual, como porción

de la base monetaria, bajó de 150% en marzo de 1967 a 88% en diciembre de 1969. Evaluando todo el proceso, Sánchez et al. indican:

Los medios de pago mantuvieron un crecimiento anual promedio de 16% en los cinco años posteriores a la implantación del nuevo régimen cambiario en 1967 a pesar de la considerable expansión de la base monetaria cuyo promedio en ese mismo periodo fue de 23%. Más aún, su desviación estándar se redujo significativamente al pasar de 9,1% a 2,9%, señal de que el nuevo régimen cambiario permitió un mayor control del crecimiento monetario (Sánchez et al., 2005 p. 84).

La inflación a finales de la década de 1960 fue baja en comparación con la hiperinflación del Cono Sur derivada de la conversión a moneda nacional de las divisas recibidas en la región por comercio e inversión y endeudamiento externo.

Analizando la política monetaria del período 1966-1971, Alviar (1974) resalta la marcada estabilidad monetaria y el crecimiento de las reservas internacionales. Destaca que mirando las cifras del período, el crédito del BR fue contractivo, pero que al desglosarlo por los principales usuarios fue de restricción monetaria para el gobierno y los bancos privados, y de expansión para las entidades de fomento.

Pero más allá de los efectos monetarios de la política del BR luego de 1951 y de la Junta Monetaria entre 1963 y 1991, importa subrayar la tasa de crecimiento del PIB, que alcanzó picos sin precedentes bajo los gobiernos de Lleras Restrepo y de López Michelsen. Luego de estos logros, solo hacia el 2005 se alcanzó una tasa similar por un año. El resultado general es más evidente cuando se tienen en cuenta las tasas de crecimiento del sector industrial, cuyos picos en la etapa posterior a 1991 nunca han llegado a los alcanzados antes.

No obstante, en la Constitución de 1991 se cambió el objetivo central del BR, ahora dirigido a garantizar moneda sana. ¿Por qué se hizo la reforma? Se ha indicado que es tendencia mundial y así se puede constatar, pero es bueno tomar nota de que durante la década de los 90 hubo un intento para reformar la Fed en el mismo sentido –cuyos objetivos según la Federal Reserve Act, son maximizar el empleo, estabilizar los precios y regular las tasas de interés de largo plazo (Buitier, 2004)– pero el presidente Clinton se opuso recordando que también están las funciones del empleo y el crecimiento (Stiglitz, 2003).

En Colombia, antes de la Constitución de 1991 ya se había dado un paso muy importante, un tanto desapercibido, a través de la Ley 51 de 1990 que estableció: «El Gobierno Nacional podrá afectar el cupo autorizado con la emisión de

títulos de deuda pública interna, los que en ningún caso podrán ser colocados en el Banco de la República» –es decir, prohibió al BR descontar papeles del gobierno– y suspendió los cupos de crédito de la nación en el BR.

De manera que en las definiciones constitucionales de 1991 jugaron factores extraeconómicos, pues por ley ya se había disuelto el «perverso ayuntamiento». De acuerdo con César González Muñoz, la pequeña historia del banco central independiente es bien particular:

El ministro de Hacienda de la administración Gaviria declaró públicamente hace casi dos años, y lo reiteró más recientemente, que una de las razones por las cuales el gobierno anterior impulsó la instalación constitucional de un BCI [banco central independiente] fue, palabras más, palabras menos, que se venía un gobierno irresponsable, populista, etc., al que había que ponerle un freno. Esta es una enorme confesión de motivos, muy reveladora de la manera como se pudo «construir» una Constitución –bitácora para décadas– por razones políticas coyunturales (...) Es bueno que la ciudadanía tenga claro, entonces, que los orígenes intelectuales del BCI colombiano son bien modestos (González M., 1997, p. 5).

De otra parte, el Consenso de Washington, dirigido a enfrentar los problemas que agobiaban a la región luego del desbarajuste de la deuda externa, creyó encontrar el problema en el laxo manejo de la moneda y el gasto y en consecuencia se indicó la necesidad de quitar el manejo de política monetaria al gobierno. Pero esa es otra historia (cfr. Amézquita, 2009).

Más allá de la justificación antipopulista, dada *ex post* si se cuenta la Ley 51, lo cierto es que el gobierno colombiano, responsable en un sistema democrático, contrariando la evidencia histórica perdió esa herramienta para el manejo de la política pública, lo cual ha ocasionado no solo dificultades de orden estrictamente económico sino hasta problemas de gobernabilidad.

Luego de la profunda recesión que sufrió el país en 1999, la Misión Alesina propuso aún una mayor autonomía y centralización del Banco suprimiendo la presencia del Ministro de Hacienda y reduciendo el número de miembros de la Junta Directiva (Alesina, 2000). Pero, como bien lo puntualiza Cuevas:

Todo exfuncionario político reciente, en particular del gobierno, sería sospechoso de llegar al Emisor a distorsionar el cumplimiento de sus funciones en favor de intereses especiales. Entre tanto, los exfuncionarios recientes de conglomerados financieros, de acreedores internacionales o voceros de tales puntos de vista se presuponen libres de toda sospecha (Cuevas, 2001).

De otro lado, en el caso colombiano el señoreaje primario según Becerra (2015) o producto de la emisión primaria pasó de 160 miles de millones de pesos (del 2005) en 1999 a 4. 936 miles de millones en 2013, es decir, cerca del 6,7% del PIB, mientras que el señoreaje secundario o por la creación secundaria de dinero representaba cerca del 1% del PIB en 2013. Estas cifras permiten dar una idea de lo importante que resulta este indicador para financiar el gasto público. Con lo cual la puja con el sector privado por el acceso a esos recursos sigue siendo importante.

V. CONCLUSIÓN

Como síntesis de lo anotado, la historia y la teoría permiten resaltar estas ideas:

- La discusión de fondo en el manejo de la banca central es si se subordina la política monetaria a la fiscal. Es decir, si el gobierno debe manejar el rumbo monetario de acuerdo con las necesidades del conjunto de la economía o, por el contrario, la moneda se maneja por consideraciones puramente financieras.
- En la historia de las potencias, la banca central se estableció más por condiciones históricas concretas y por necesidades fiscales, o para enfrentar situaciones especialmente críticas que amenazaban la estabilidad del sistema financiero general. Los casos más recientes son Corea y China, en donde el banco central está subordinado a las políticas de desarrollo.
- A raíz de la crisis de 2008 fue evidente que las autoridades monetarias de EE. UU. pusieron, una vez más, por encima de la preocupación sobre la estabilidad monetaria la necesidad de reactivar la economía.
- En Colombia, caracterizada en el siglo XX por su sobrio manejo monetario, las etapas de mayor crecimiento ocurrieron cuando las actividades de la banca central estaban más o menos subordinadas al gobierno, pero aun así se estableció la independencia.

REFERENCIAS

- AGUIRRE, E. (1991). *La génesis de la Banca Central*. Bogotá: Banco de la República.
- ALESINA, A. (2000). Institutional reforms in Colombia. Fedesarrollo, *Documentos de trabajo*, núm. 21.

- ALVIAR, O. (1974). *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*. 3.^a edición. Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- AMÉZQUITA, P. (2009). *Gasto público, déficit fiscal y desarrollo*. Bogotá: Universidad Sergio Arboleda.
- BANCO DE LA REPÚBLICA (1994). *La Banca Central en Colombia*, Norma Básica, Bogotá: Editorial Banco de la República.
- BANCO DE LA REPÚBLICA (2000). Señoreaje, impuesto inflacionario y utilidades brutas del Banco de la República. *Reportes del Emisor*, núm. 15.
- BECERRA GARZÓN, M. (2015). Evolución del señoreaje en un período de profundas transformaciones económicas, *Revista Equidad & Desarrollo* (2), pp. 187-222.
- BEJARANO, J. A. (1998). Industrialización y política económica 1950-1976. En: Melo, J. O. (comp.). *Colombia hoy: perspectivas hacia el siglo XXI*. Bogotá: Imprenta Nacional.
- BERNANKE, B. (1994). The Macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach, NBER, *Working Paper* 4814, August 1994.
- BORDO, M, y REDISH, A. (1987). Why did the bank of Canada emerge in 1935, *Journal of Economic History*, vol. 47, núm. 2, junio, pp. 405-417.
- BORDO, M. (2005). Review of A History of the Federal Reserve. Vol. 1 (2003) by Allan H. Meltzer. NBER *Working Paper* núm. 11714.
- BUITER, W. H. (2004). A small corner of intertemporal public finance. New developments in monetary economics: two ghosts, two eccentricities, a fallacy, a mirage and a mythos. NBER *Working Paper*, núm. 10524.
- CUEVAS, H. (2001). La autonomía extrema del Banco Central en Colombia. *Revista de Economía Institucional*, vol. 3, núm. 5, pp. 220-227.
- GONZÁLEZ, C. (1997). ¿Atentado a la independencia?, *La República*, 25-1-1997.
- GOODHART, C. (2005) Financial regulation, credit risk and financial stability. *National Institute Economic Review*, núm. 192, abril, pp. 118-1927.
- HAYEK, F. (1985). *La desnacionalización del dinero*. Barcelona: Ed. Orbis S. A.
- HILSEN RATH, J., Blackstone, B. & Woo, J. (2010). Los bancos centrales defienden su autonomía. *Wall Street Journal*, 18 de enero.

- KIGUEL, M. y NEUMEYER, P. (1989). Inflation and Seigniorage in Argentina, Working Papers 289, Banco Mundial, Octubre.
- KOH, Y. (2010). El crecimiento de la economía coreana y el papel del gobierno. En Il SaKong, & Youngsun Koh, (ed.). *La economía coreana. Seis décadas de crecimiento y desarrollo*. (p. 23-110). Korea Development Institute-Cepalý.
- KRUGMAN, P. (2008). *Después de Bush. El fin de los «neocons» y la hora de los demócratas*. Barcelona: Crítica.
- KRUGMAN, P. (2013). The Intellectual Contradictions of Sado-Monetarism. *The New York Times*, abril 8.
- MEISEL, A., LÓPEZ, A. & RUIZ, F. (comp.) (1994). *Kemmerer y el Banco de la República, Diarios y Documentos*. Bogotá: Banco de la República.
- MEISEL, A. (1990) La creación del Banco de la República y las teorías sobre Banca central ¿Por qué 1923? En: Meisel, A. [et al.] *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial del B de la R.
- MUSACCHIO, A. & LAZZARINI, S. (2012). Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance. HBS Working Paper 12-108.
- NORTH, D. (1984). *Estructura y cambio en la historia económica*. Madrid: Alianza.
- RICARDO, D. (1976). Principios de economía política y tributación. México: FCE.
- SÁNCHEZ, F., FERNÁNDEZ, A. & ARMENTA, A. (2005). Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: Grandes tendencias y episodios relevantes. *CEDE*, núm. 30.
- SMITH, A. (1994). *La riqueza de las naciones*. Madrid, España: Alianza.
- SMITH, V. (1990). *The Rationalite of Central Banking*, Indianapolis, Liberty Press.
- SOHN, C. H. (2003). La reciente política de industrialización de Corea del Sur. *Diálogo Político*, 149-169.
- STIGLITZ, J. (2003). *Los felices 90. La semilla de la destrucción*. Bogotá: Ed. Taurus.
- TAYLOR, J. (2010). Review: Allan H. Meltzer's A History of the Federal Reserve, vol. 2, University of Chicago Press, 2009. *Journal of Monetary Economics*.
- TIMBERLAKE, R. (1978). *The origins of central banking in the United States*, Harvard University press, London.

