



2)

Conferencia sobre Planificación y política macroeconómica en el corto plazo en América Latina, organizada conjuntamente por el Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social, el Ministerio de Planificación y Política Económica de Panamá, y el National Bureau of Economic Research.

Isla Contadora, Panamá, 31 de octubre al 2 de noviembre de 1975.

EL CONTROL MONETARIO EN UN MARCO DE ASIGNACION
DE LOS RECURSOS CREDITICIOS:
EL CASO COLOMBIANO

Antonio Hernández ^{A/}

^{A/} Universidad Externado de Colombia y el Instituto de Estudios Colombianos.

Este documento es responsabilidad de su autor, y no debe ser reproducido ni citado sin su consentimiento previo.

EL CONTROL MONETARIO EN UN MARCO DE ASIGNACION DE LOS
RECURSOS CREDITICIOS: EL CASO COLOMBIANO

Antonio Hernández *

En este trabajo se presentan los rasgos más importantes del proceso mediante el cual se genera la cantidad de dinero en la Economía Colombiana.

Dada la amplitud de las facultades legales que posee el organismo encargado de ejercer el control monetario y crediticio en Colombia y la frecuencia con que esas facultades son ejercidas, es natural que exista desde el punto de vista jurídico-legal una abundante cantidad de disposiciones sobre estas materias. En consecuencia no parecería muy útil para una adecuada comprensión del problema, la descripción detallada de esas regulaciones y por lo tanto no será ese el camino que seguiremos aquí.

Por el contrario se ha creído más pertinente elaborar un esquema abstracto sobre la forma como funciona en el control cuando la autoridad monetaria, además del objetivo de controlar el crecimiento de la cantidad de dinero, decide preasignar recursos financieros a ciertas actividades y tales recursos son fuente continua de la expansión monetaria.

Al proseguir por este camino intentaremos explicar por qué "pese a las detalladas y siempre cambiantes reglamentaciones oficiales sobre los flujos financieros en la economía, se haya quedado virtualmente sin regular la oferta monetaria". (Mackinnon R. (6) p. 1626.)

* Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Externado de Colombia, e investigador del Instituto de Estudios Colombianos.

El autor agradece a las instituciones mencionadas la ayuda otorgada para la realización de este trabajo; en igual forma agradece al Dr. César González la oportunidad que le brindó para discutir una versión preliminar de este documento; la señorita Nubia Maya realizó los cálculos que se consignan en el anexo al final, por lo cual le estoy agradecido.

Por supuesto, ninguna de estas entidades o personas es responsable del contenido del trabajo.

/Es importante

Es importante señalar además, que en el trabajo no se discute si la asignación del crédito es socialmente deseable o no, o si la autoridad monetaria logra o no sus propósitos; como tampoco se discute la importancia del dinero en la generación del ingreso monetario, o los efectos retrasados con que se presenta esa influencia. El propósito del trabajo se restringe a examinar la compatibilidad del control monetario, dada una meta de asignación del crédito.

A objeto de cumplir este propósito el trabajo se divide, entonces, en tres secciones así:

- I. El marco institucional y el esquema de control
- II. La posibilidad del control
- III. La experiencia colombiana sobre control monetario y las repercusiones del mismo sobre la movilización y asignación de los ahorros.

I. MARCO INSTITUCIONAL Y ESQUEMA DE CONTROL

Lo que nos proponemos en esta sección es generar las características fundamentales del esquema de control que surge en una economía en donde la autoridad monetaria intenta cumplir el doble objetivo de estabilizar el crecimiento monetario y al tiempo proveer recursos financieros a ciertos sectores que por factores de riesgo no son clientes atrayentes para el sistema financiero.

A estos efectos partiremos de los siguientes supuestos:

1. La inexistencia de intermediarios financieros no monetarios, y por tanto que el sistema bancario que genera depósitos en cuenta corriente constituye la única clase de intermediarios financieros.
2. La autoridad monetaria mantiene control sobre todas las tasas de interés y obliga al sistema financiero a cobrar tasas preferenciales para los usuarios de ciertas operaciones de crédito.
3. Como parte del cumplimiento de sus objetivos la autoridad monetaria asigna, con recursos del Banco Central, un presupuesto crediticio y el destino sectorial del mismo. Llamaremos a esta magnitud volumen del Redescuento (D).

/4. Por disposición

4. Por disposición legal el sistema financiero (o bancario aquí) está obligado a otorgar créditos a los sectores señalados como "prioritarios", so pena de incurrir en una disminución de su rentabilidad.

5. Por razones de riesgo y rentabilidad los bancos sólo otorgan el crédito a las tasas preferenciales en cuantía que es estrictamente proporcional al volumen de los redescuentos.

6. La oferta total de reservas al sistema bancario (R) se compone además del redescuento (B) de las obtenidas únicamente de la financiación monetaria del déficit fiscal y de las obtenidas a través del saldo en la balanza cambiaria. La suma de estas dos últimas partidas la llamaremos reservas bancarias no adquiridas en préstamo (U).

7. Como los dos objetivos de la autoridad monetaria son el control monetario y la asignación del crédito el elemento U crece a una tasa anual exógena que está fuera del control directo de quienes ejercen el control financiero.

8. Los dos únicos activos del sistema bancario son las reservas (R) y el crédito (C) y son sus dos únicos pasivos los depósitos en cuenta corriente (D) y los redescuentos (B). De tal manera que el balance del sistema bancario se representa por la definición

$$R + C = D + B \quad (1)$$

9. La relación entre efectivo en poder del público (E) y los depósitos en cuenta corriente es constante, o sea que el público no ejerce, a través de sus preferencias, influencia sobre la cantidad de dinero.

10. El sistema bancario no demanda reservas en exceso de lo establecido legalmente.

11. La "esterilización" de reservas se efectúa a través de la política de encajes, lo que hace que exista una relación directa entre la tasa de crecimiento de las reservas bancarias (r) y la tasa de crecimiento de U; esta función, conjuntamente con el volumen del Redescuento define el esquema de control monetario. De igual manera la función

/implícita en

implícita en los supuestos 3 y 4 define el objetivo cuantitativo en materia de asignación del crédito.

II. LA POSIBILIDAD DEL CONTROL

A. El control monetario

Bajo las condiciones anteriores es compatible en el corto plazo la política de controlar la cantidad de dinero con una "mejor distribución del crédito"? Y si tales metas son compatibles surgen, en el largo plazo, obstáculos que potencialmente atenten contra ese esquema de control?

Vamos a tratar ahora de resolver estos interrogantes, para lo cual asumiremos adicionalmente que la autoridad monetaria persigue como objetivo de su política una meta (m) de crecimiento de la cantidad de dinero.

Debido al supuesto 9 la tasa de crecimiento del dinero es igual a la tasa de crecimiento de los depósitos en cuenta corriente; pero por el supuesto 10

$$D = \frac{R}{r} \quad (2)$$

y por lo tanto

$$D^* = R^* - r^* \quad (3)$$

Sin embargo $R = U + B$ (supuesto 7) y R^* depende de los crecimientos de B y U ; o sea que:

$$D^* = aB^* + (1 - a)U^* - r^* \quad (4)$$

Donde aB^* es la contribución de B a D^* , $(1 - a)U^*$ es la contribución directa de U a D^* y donde $a = B/R$; pero bajo el supuesto 11 $r^* = f(U^*)$ y más precisamente $r^* = \psi u^{*1/}$, por lo cual

* El asterisco indica la tasa de crecimiento de la respectiva variable.

1/ Obsérvese que ψU^* es la contribución indirecta de U , vía la política de encajes, a la formación de D^* .

$$/D^* = aB^* +$$

$$D^{\star} = aB^{\star} + (1 - a)U^{\star} - \psi U^{\star}$$

Ahora bien $D^{\star} = m$, conlleva el cumplimiento de la meta fijada en materia de control monetario; o sea que

$$m = AB^{\star} + (1 - a - \psi)U^{\star}$$

Por razones de simplificación, y porque se ajusta, particularmente en el largo plazo a la situación colombiana, asumiremos que la contribución de B a la formación de $D^{\star}$ es suficiente para generar la tasa de crecimiento de los medios de pago deseada por la autoridad monetaria; dicho en otra forma, la contribución total de U a la formación de D debería ser cero si la política de control monetario ha de ser exitosa. Pero si $(1 - a - \psi)U^{\star} = 0$, entonces o bien $(1 - a - \psi) = 0$ ó $U^{\star} = 0$. Para que esto último ocurriera se requeriría que la política fiscal y la política cambiaria tomadas en conjunto fueran neutrales desde el punto de vista monetario; lo cual supone o neutralidad de cada una de ellas, o un desequilibrio fiscal compensador de un desequilibrio cambiario. En este último caso la estabilidad es posible en el corto plazo, pero no a la larga en presencia de por lo menos dos desequilibrios.

Que $(1 - a - \psi) = 0$ requiere que la autoridad monetaria "esterilice" peso a peso la oferta de U disponible para el sistema bancario. Este evento es, bajo ciertas condiciones, difícil de presentarse en el corto plazo. Pero para ver la razón de esta afirmación debemos examinar la distribución del crédito.

B. La distribución del crédito

1. Neutralidad de las reservas no adquiridas en préstamos ($U^{\star} = 0$)

Si año tras año existiese estabilidad cambiaria y si además de ello el sector gubernamental no incurriese en una oferta de reservas bancarias para financiar su déficit, entonces $U^{\star} = 0$ y por tanto $r^{\star} = 0$, lo cual significa un coeficiente de reservas bancarias estable en el tiempo, cómo evolucionaría la distribución de los recursos crediticios en esta eventualidad?

/De acuerdo

De acuerdo a los supuestos de la sección I el volumen del crédito (C) se compone del crédito preferencial (C¹) y del crédito ordinario (C²); y en particular

$$C^1 = \frac{1}{\alpha} B^1$$

siendo α constante por el supuesto 5

En consecuencia $C^1^* = B^1^*$; o en nuestro caso $C^1^* = \frac{n}{a}$, lo cual señala, de manera por lo demás obvia, que los beneficiarios del crédito preferencial tendrán, desde el punto de vista de los recursos crediticios a ellos ofrecidos, especial interés en que se adopte una meta elevada para el crecimiento de los depósitos en cuenta corriente.

En este caso la autoridad monetaria al fijar el crecimiento del redescuento fijaría la meta de crecimiento de los medios de pago y al fijar α estaría fijando la distribución de los recursos crediticios. Un decrecimiento de α conllevaría, bajo estas condiciones, un crecimiento relativamente más alto de los recursos crediticios hacia los sectores considerados prioritarios; no hay que olvidar sin embargo que la escogencia de α afecta directamente la rentabilidad bancaria en la medida en que la tasa marginal de rentabilidad de los recursos propios del sistema bancario canalizados hacia los sectores prioritarios ($C^1 - B$) vendría dada por $\frac{i - re \cdot \alpha}{1 - \alpha}$, en el supuesto que los costos marginales de la administración de ese tipo de préstamo fuera cero, y donde i es la tasa de interés que cobran los bancos y re la tasa de interés que paga el sistema bancario por el uso del crédito del Banco Central. Suponiendo que $u^* = 0$ tendríamos entonces que la única dificultad que afrontaría nuestro esquema de control sería la de la rentabilidad bancaria.

2. Expansión de las reservas no adquiridas en préstamo ($U^* > 0$) y neutralización de la política de encajes

Como ya hemos visto, en caso de $U^* > 0$ y la autoridad monetaria se empeña en hacer control a través del encaje, la condición de control requiere que $(1 - a - \psi) = 0$.

Bajo estas condiciones entre mayor sea la contribución directa de U a la formación de D , menor será el crédito ordinario, intuitivamente el argumento se desarrolla en la siguiente forma: los depósitos primarios (o sea U) crecen, pero como no crecen los depósitos secundarios por la restricción del encaje que elimina peso a peso el influjo de tales reservas, ello significa, por este concepto, y de acuerdo a la ecuación 1, una baja en el crédito total, que sólo se manifiesta en una baja en el crédito ordinario. Pero todavía más, si $U^* > 0$ y si cumplen la relación

$$m < \frac{r(1 - a)u^*}{\alpha - r}$$

el crédito "ordinario" crecerá a tasas negativas.

Esta relación es particularmente importante porque una vez fijado el m y a medida que se hace política de encajes (en la medida en que r es más alto) nos encontraríamos con una situación en la cual los sectores que no tienen acceso al crédito preferencial condenarían por este solo factor el control monetario y propugnarían porque se fijase una meta más elevada para el crecimiento de los medios de pago.

De otra parte en cuanto menor sea el r inicial más se facilita la política de asignación crediticia.

En este contexto $U^* > 0$ indica, por un lado, desequilibrios en otros sectores como tendencia de largo plazo y, por otro, que el objetivo del control monetario sea incompatible con la preasignación del crédito. Y este resultado nos lleva a discutir las posibles repercusiones de este esquema de control; obsérvese que hemos supuesto implícitamente que se opera únicamente en base al instrumento del encaje y que por tanto no existe un mecanismo de operaciones de mercado abierto.

/Supongamos que

Supongamos que se hiciese uso de ese instrumento; en el marco institucional descrito, las operaciones de mercado abierto producirían los mismos resultados en cuanto a la distribución crediticia ^{1/}, con el agravante que el sistema bancario colocaría la oferta de U en el Banco Central a tasas de interés nominales positivas, lo cual sería más rentable que la política de encajes, y naturalmente presionaría por una ampliación de las condiciones y cuantías del redescuento; allí encontramos una de las principales razones para que bajo este esquema de control no surja este mecanismo de control puesto que el mismo sólo implicaría una disminución de las utilidades del Banco Central.

Esta es, entonces, una razón adicional para que el sistema bancario no encuentre interés alguno en apoyar la política monetaria; con la política de encajes aquí descrita el sistema bancario se encontraría con un costo de administración creciente para el manejo de los depósitos primarios (U) cuyo beneficio marginal sería igual a cero, y por lo tanto el esquema de control estudiado determinaría un deterioro progresivo de la rentabilidad del sector bancario. (Este deterioro se evitaría si se adoptasen formas diferentes de control, como los depósitos de importación, con lo cual sectores diferentes al bancario estarían pagando el costo del control monetario.)

Pero además de ello la existencia de la preasignación del crédito, con independencia de los factores económicos, tendería a provocar otras situaciones no menos importantes. Entre ellas:

a) Una presión creciente sobre el Banco Central para que nuevos sectores queden incorporados en el presupuesto de asignación crediticia; una vez esto ocurre se eleva la oferta de reservas al sistema bancario y se dificulta aún más el cumplimiento de la meta monetaria.

1/ El supuesto implícito es que bastaría que el Banco Central estuviese dispuesto a pagar en las operaciones de mercado abierto tasas de interés iguales o superiores a las tasas de interés (controladas) del crédito ordinario, para que las operaciones de mercado abierto fueran tan efectivas como el encaje.

b) La dificultad para el surgimiento de instituciones financieras diferentes a las bancarias, como intermediarios en el mercado de capitales, por la razón de que su creación presupondría capacidad para atraer recursos del ahorro a tasas más altas que las controladas y por lo tanto las harían menos atractivas como colocadores de fondos que las instituciones crediticias tradicionales. En este sentido de la movilización y asignación de los ahorros el esquema de control monetario-crediticio, hasta aquí desarrollado en abstracto, inhibe el surgimiento del mercado de capitales.

/III. EL MANEJO

crecimiento de 19.3 por ciento en los depósitos en cuenta corriente en los últimos 12 años ^{1/}; esto es, si todos los factores que contribuyen a la expansión monetaria hubieran sido neutrales, excepto el redescuento, se habría producido un crecimiento promedio en los medios de pago que habría superado al crecimiento real en más de doce puntos porcentuales. El uso de los recursos del redescuento estaría condicionado a que los bancos mostraran una composición de su cartera en donde la participación de los sectores prioritarios fuera por lo menos igual a la predeterminada por la J.M. (en Hernández A.(5), se encuentra un análisis de la política de redescuento desde 1950).

Como en general, los sectores más riesgosos y al mismo tiempo más costosos en cuanto al manejo del crédito otorgado por el sistema bancario eran los sectores agrícolas y ganaderos, y ante la carencia de instituciones financieras dispuestas a tomar ese riesgo a tasas de interés moderadas, el crédito se intentó dirigir hacia esos sectores. Sin embargo en el proceso nuevos sectores fueron adquiriendo el derecho a que sus operaciones calificaran como de fomento y por lo tanto lograran acceso directo al Banco de la República; pero sobre la causa de esto se volverá más adelante.

Bajo la influencia de la idea que la acumulación de capital genera el crecimiento, la J.M. intentó guiar los préstamos hacia la adquisición de equipo fijo y a la mejora de la infraestructura de las fincas, para lo cual se obligó al sistema bancario a otorgar crédito de largo plazo, en forma tal que la cartera de largo plazo del sistema bancario pasó del 3.7 por ciento en 1962 a 12.7 por ciento en 1973.

El sistema bancario fue inducido a acometer esas operaciones, ya que los bancos que no cumplieran las disposiciones relativas a la distribución de la cartera, se verían obligados no sólo a mantener encajes marginales más elevados que los encajes medios establecidos por las disposiciones generales de la J.M., sino a renunciar a algunos de los recursos del redescuento. Esto de paso generó un complicado

1/ En sólo dos de los años analizados (1966 y 1972) el redescuento contribuyó negativamente a la formación de Dst.

Los primeros sectores a quienes se les abrieron esas puertas fueron los que recibían crédito de las entidades públicas o semipúblicas dedicadas a la canalización de fondos hacia la compra de vivienda urbana, puesto que algunas de las inversiones del sistema bancario en los papeles por ellas emitidos empezaron a computarse como encaje en la forma descrita en el literal A de esta sección.

Como se trataba de inversiones cuyo rendimiento marginal era elevado, comparado con la alternativa de mantener encajes en efectivo a tasa cero de interés, el sistema bancario demandaba dichos papeles, máxime cuando el rendimiento de esas inversiones estuvo exento del impuesto de renta hasta 1974. Así, se proseguía una política de asignación crediticia que no obligaba a estas entidades a ofrecer tasas de interés atractivas para el ahorrista privado, al tiempo que no se tenía que incurrir en erogaciones presupuestales directas para cubrir el subsidio que se otorgaba a los beneficiarios del crédito destinado a la compra de vivienda urbana, cuya tasa de interés real era negativa o muy cercana a cero. En igual forma, se legisló para que las inversiones en documentos de deuda pública fueran computables como encaje. Así se observa que más del 95 por ciento de la deuda gubernamental a los bancos comerciales era una "inversión forzosa". (Spindler Z. (9), especialmente páginas 50 y siguientes.)

Por otra parte, ante el costo que representaba para el sistema bancario la vigilancia del uso del crédito, éste empezó a dedicarle menos recursos a esa labor y según muchos indicios, en la mayoría de las veces los créditos se contabilizaban como de "fomento", pero a sabiendas de que se usarían para fines diferentes a los estipulados en la ley; en esta forma la institución bancaria no tenía ni que vigilar el uso del crédito, ni se veía obligada a cobrar las tasas preferenciales de interés, todo lo cual mejoraba su rentabilidad.

Este último desarrollo condujo a la J.M. a controlar en forma más directa el uso de los recursos crediticios y para ello creó unas instituciones adscritas y controladas directamente por el Banco de la República; es así como surgen el Fondo Financiero Agrario (FFA) en

/1966, el

Así para 1973 existían "por lo menos cuarenta tipos distintos de préstamos para diversos usos y diversas entidades, para los cuales la Junta Monetaria fija diferentes tasas de interés" (Currie L. (2) p. 29).

Con la competencia que les crea el Banco Central y los papeles gubernamentales, cuyo rendimiento está libre de impuestos y gozan de un precio fijo garantizado por el Banco de la República, no es de extrañar que los intermediarios financieros no monetarios ejerzan, hasta 1972, escasa o ninguna influencia en el mercado de capitales, en cuanto a la captación y colocación del ahorro interno. Y es así como este tipo de intermediarios (constituido básicamente por las corporaciones financieras) también deba reunir al Banco Central para financiar sus programas (Gómez O.H., (3)). Pero desde finales de 1972 se gesta un cambio importante en el mercado de capitales al crearse el sistema de ahorro y vivienda. Por primera vez en el período analizado se crean unos intermediarios financieros que garantizan una tasa de rendimiento real al ahorrista, independientemente de la tasa de inflación, al instituirse un sistema de valor constante (indexing).

El nuevo sistema es recibido con cierto escepticismo, en la medida en que se juzga que difícilmente podrá colocar los recursos del ahorro a tasas de interés nominales elevadas; este argumento olvidaba sin embargo el hecho de que los préstamos del sistema estarían destinados a la compra de vivienda urbana, cuyos precios nominales también se habían venido elevando con la inflación; inicialmente por la novedad del sistema y la lentitud de los procesos legales para la constitución de hipotecas, las corporaciones efectivamente mostraron exceso de liquidez que colocaron en el Banco Central a través del nuevo Fondo creado para estos efectos (FAVI), pero progresivamente dicha liquidez fue desapareciendo. La forma en que se diseñó el sistema de valor constante hace que los papeles emitidos por los nuevos intermediarios sean un sustituto cercano del dinero y todo aconseja que, frente a la previsible disminución en la demanda

/por dinero

la Junta Monetaria que con el correr de los años, como ya se dijo, se habían convertido en autoridades del control crediticio y que en atención a la política de encajes proseguida desde 1966 en adelante, y frente a la estructura del redescuento, tenían escaso poder para controlar la cantidad de dinero, debido al cuantioso déficit fiscal (generador de reservas bancarias) y al hecho de que por primera vez en muchos años la balanza cambiaria era una fuente adicional de expansión de dichas reservas.

Cuando este hecho fundamental quedó aclarado ^{1/} transcurrían los últimos meses de la administración que entregaría el poder en agosto de 1974, de tal suerte que la iniciación de la reforma financiera quedó en manos del nuevo gobierno, el cual se empeñó en un programa de estabilización cuyo pilar fundamental fue una reforma tributaria encaminada a resolver ciertas inequidades en el sistema tributario y a fortalecer la participación del sector público en PIB que se había venido deteriorando en los últimos años.

Pero además de ello en la reforma tributaria se consignaron medidas importantes que han venido facilitando, y es de esperarse que facilitarán más en el futuro, la implantación de una reforma financiera y crediticia que contribuya a una eficiente canalización de los ahorros y a una relativa estabilidad en el nivel general de precios.

^{1/} A principios de 1974 se publicaron en la Revista de Planeación y Desarrollo 4 trabajos: Barro R. (1), Currie L. (2), Hernández A. (5) y Rosas L.E. (8) que habían sido preparados desde mediados de 1973 y encaminados todos a discutir el problema del control monetario. (Aun cuando este número de la Revista tiene fecha abril-junio de 1973, en realidad fue impresa en febrero de 1974).

A estos trabajos habrían de seguir el Memorando de McKinnon (7) que circuló privadamente desde principios de 1974, el trabajo de Hernández (6) y finalmente de Gómez Otálora (7), todos los cuales señalan las dificultades del control monetario en las condiciones institucionales predominantes hasta entonces.

Es claro que en las materias financieras, propiamente dichas, también se han dado pasos importantes, como son: la progresiva simplificación y elevación de las tasas nominales de interés y la eliminación de la exención impositiva, la supresión de algunos de los fondos financieros, la simplificación del sistema de encajes, y más importante aún que se hubiera consignado en letra y en espíritu que el redescuento de los bancos es un recurso temporal, que el uso del mismo estará condicionado a una supervisión del Banco de la República y que la tasa de redescuento estará, por lo general, por encima de la tasa de interés ordinaria. Todas estas regulaciones proveen las condiciones necesarias, pero no son suficientes para la reforma financiera; las nuevas autoridades se han encaminado, desde agosto de 1974, no sin cierto serpenteo, hacia el logro de esa reforma ^{1/}.

^{1/} Cuando este escrito se encontraba finalizado se ha conocido el alza acelerada en los precios internacionales del café; bajo un esquema de control monetario diferente al que aquí se ha analizado, esa mejora en la relación de intercambio sería a todas luces favorable; pero ya se empieza a discutir si tal alza, por sus efectos monetarios, atenta o no contra el programa de estabilización, discusión que revela de una parte cuánto falta por avanzar en la reforma financiera y cuánta falta nos hace todavía clarificar aún más las dificultades que impone el esquema parcialmente vigente de control.

Referencias

1. Barro, Robert "El dinero y la base monetaria en Colombia 1967-1972". Revista de Planeación y Desarrollo. DNP. Vol. VI, núm. 2, abril-junio de 1973.
2. Currie, Lauchlin "La política monetaria y el nivel de precios". Revista de Planeación y Desarrollo, op. cit., pp. 20-45.
3. Gómez, Hernando "Fuentes de recursos de las Corporaciones Financieras". Editores Publicaciones Bogotá, junio de 1975.
4. Gómez, Hernando; Pieschacón, Francisco y Carrizosa, Mauricio "Instrumentos financieros, Inflación, Producción y Empleo". Mimeo. Cali, octubre de 1974.
5. Hernández, Antonio "La política de redescuento, 1950-1970". Revista de Planeación y Desarrollo, op. cit., pp. 46-67.
6. Hernández, Antonio "Déficit fiscal, política monetaria y distribución del crédito". Asobancaria, Bogotá, julio de 1974.
7. McKinnon, Ronald "Política monetaria y financiera en Colombia", Revista Banco de la República, pp. 1686-1691, Bogotá, diciembre de 1974.
8. Rosas, Luis E. "La política monetaria". Revista de Planeación y Desarrollo, op. cit., pp. 8-19.
9. Spindler, Zane "Debt Management in Colombia". DNP, Mimeo, septiembre de 1972.