

### **3. DE LA GRAN DEPRESIÓN A LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL (1934-1945)**

---

Hacia 1934 reinaba la sensación de navegar en aguas inciertas. El comercio internacional era apenas la sombra de lo que había sido en las décadas inmediatamente anteriores a la Primera Guerra Mundial, y el crédito externo se había desvanecido ante el colapso del patrón monetario internacional del oro, y la generalización de moratorias sobre las deudas soberanas. A la deflación que reinara desde finales de los años veinte siguió una trama de devaluaciones en cadena, de la cual no se libraron los más encumbrados protagonistas en la economía mundial. Nadie quería ser caro en un mundo barato. Floreció el proteccionismo, y la intervención estatal en la vida económica se puso a la orden del día. Hubo tiempo y espacio para reformas institucionales y sociales auspiciosas, al igual que para procesos políticos que contrariaban la herencia de valores democráticos heredados del siglo XIX.

En Colombia, tras la provisión de disposiciones extraordinarias adoptadas desde el último trimestre de 1931 hasta finales de 1933, para sortear la crisis económica y un conflicto internacional, la moneda nacional debió correr con la misma suerte del dólar para mantener la competitividad de las exportaciones cafeteras, mientras persistieran las políticas inflacionistas en los Estados Unidos. En el entretanto, se materializaron acuerdos comerciales con otros países, como los Estados Unidos, y se consideraron alcanzados los frutos de aquellas medidas de excepción. En ese momento no era dable pensar en las complejas circunstancias que habrían de enfrentarse en la década por venir.

#### **Una década de escenarios macroeconómicos cambiantes**

El Cuadro 3.1 sirve de introducción a un período en el cual, si bien fue de apenas una década, los indicadores citados sugieren que no estuvo caracterizado por la monotonía. La economía acababa de salir de la depresión universal de finales de los años veinte y principios de los treinta, y escasamente contó con un lustro para enfrentarse hacia finales de la década con una crisis cafetera y de balanza de pagos seguida de inmediato por la

irrupción de la guerra europea, la cual se transformaría en la Segunda Guerra Mundial, que en adelante se llamará, sencillamente, la Guerra.

**Cuadro 3.1**

**Indicadores generales del contexto macroeconómico, 1935-1945**

Años	(1) Crecimiento económico (porcentaje)	(2) Tasa de inflación (porcentaje)	(3) Crecimiento de la base monetaria (porcentaje)	(4) Balance externo (porcentaje de las exportaciones)	(5) Precio externo del café (US¢ por libra)	(6) Precio interno del café (pesos por carga)	(7) Tasa de cambio (pesos por 1 US\$)	(8) Balance fiscal (porcentaje del PIB)
1934	6,29	39,02	21,15	35,65	13,70	46,17	1,63	0,04
1935	2,44	-3,05	4,17	16,19	10,26	36,79	1,78	1,38
1936	5,29	12,89	12,00	14,71	11,26	40,42	1,75	0,80
1937	1,55	3,00	11,90	7,87	11,61	42,05	1,77	0,91
1938	6,51	12,41	3,19	2,44	10,97	37,71	1,79	-0,10
1939	6,13	3,43	7,21	-3,61	11,66	41,03	1,75	0,31
1940	2,16	1,51	2,88	11,73	8,38	30,99	1,75	-2,51
1941	1,67	-3,80	5,61	3,48	14,74	43,06	1,75	0,04
1942	0,21	9,44	23,89	45,30	15,87	46,00	1,75	-1,64
1943	0,41	18,27	25,71	32,92	15,87	49,92	1,75	-1,62
1944	6,76	15,00	35,80	23,16	15,87	60,47	1,75	-1,39
1945	4,69	19,71	21,76	-14,22	16,22	66,57	1,75	-0,47

Fuentes: columnas (1) y (2): datos del PIB y del deflactor implícito del PIB según la Cepal (1957); columna (3): con base en los balances de fin de año publicados en el *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, (IGBR); columna (4): corresponde a la balanza comercial como porcentaje de las exportaciones *free on board* (FOB), IGBR 1968 y 1969 segunda parte, cuadro 115; columna (5): precios promedios del café Medellín en Nueva York para cada año, *Revista del Banco de la República* (RBR); columna (6): precios promedios para cada año en Girardot para el café pilado (carga de 125 kilos), RBR. Columna (7): promedios para cada año de la tasa de cambio de pesos por dólares, IGBR 1968 y 1969 segunda parte, cuadro 71; columna (8): diferencia entre ingresos y gastos, según la ejecución presupuestal, como porcentaje del PIB.

Entre 1933 y 1945 la economía creció a una tasa geométrica anual del 3,6%. El Cuadro 3.1 revela que el crecimiento anual, cercano al 5% durante el primer lustro, se dio a trancazos: fue muy bajo en el bienio 1940-1941 (por debajo del 2%), prácticamente nulo en 1942-1943 (apenas 0,30%), y rayano en el 6% al final de la Guerra. Las tasas de inflación, que partieron en 1934 de su cima histórica más alta, evolucionaron de manera

similar a las de crecimiento anual, con avances y retrocesos, alcanzando profundidades negativas hacia 1941 y, finalmente, elevados niveles, cercanos al 18% entre 1943 y 1945.

Entre 1934 y 1945 imperó el régimen de tasa de cambio fija, con algunos períodos de operación relativamente libre. En el primer lustro la tasa nominal tendió a depreciarse, y luego a apreciarse durante todo el período bélico. Bajo el régimen citado, el balance externo comercial, que venía siendo superavitario desde 1930, se redujo continuamente hasta 1938, desembocando en un resultado deficitario en 1939; posteriormente, y hasta 1944, los saldos anuales fueron altamente superavitorios. Este comportamiento del balance externo tuvo una marcada incidencia en la emisión de dinero por el banco central, la cual presentó fuertes brincos anuales hasta 1939; entre 1938 y 1941 fue escasamente superior al 4% anual, pero en el último cuatrienio del período alcanzó un promedio del 27%.

El precio externo del café, que había sucumbido hasta sus niveles más bajos en 1933, de US\$0,11 la libra en promedio, cuando en 1926 había frizado los US\$0,30 la libra en promedio, mejoró transitoriamente en 1934, pero luego se desplomó, al retornar en los siguientes cinco años a los US\$0,11, antes de caer aún más a US\$0,084 en 1940. Con el primer acuerdo de cuotas de exportación a los Estados Unidos, el precio quedó fijado en US\$0,1587 la libra, y en 1945, con la liberalización del mercado, la cotización ascendió a los US\$0,1622, primer paso de una década de crecientes precios del grano en la plaza neoyorquina.

La ejecución presupuestal fue, en promedio, superavitaria hasta 1940, y luego deficitaria ante el descalabro de los ingresos aduaneros provocado por la venida abajo de las importaciones. Fue necesario acudir a medidas extraordinarias para elevar el ahorro de los sectores exportadores y, en general, de mayores ingresos, para financiar el déficit público. También, se requirió la adopción de disposiciones sin precedentes para ejercer el control monetario, dada la avalancha de reservas que produjera el balance externo superavitario, ante la decisión política de continuar con un régimen de tasa de cambio fija.

Superado el conflicto internacional, la economía colombiana entró en una etapa de boyantes cotizaciones externas del café, con una extraordinaria disposición de reservas internacionales forzosamente acumuladas durante las hostilidades, con tasas de crecimiento que desbordaban las históricas, pero también con alta inflación, y una tasa de cambio real fuertemente apreciada.

### **Instrumentos de política económica**

El período en consideración fue rico en la adopción de instrumentos de política económica, en ámbitos como el monetario, el cambiario, el comercial, el cafetero y el de fomento. Los diferentes escenarios por los que tuvo que transitar la economía permitieron el surgimiento de dichos instrumentos. En el trasfondo siempre estuvo el control de cambios, el cual se mantuvo con algunos ajustes a lo largo del período. En el área comercial pueden mencionarse medidas para el fomento de exportaciones no tradicionales, el establecimiento de controles directos a las importaciones, y la asignación de turnos para efectuar importaciones, según su importancia para la economía. En lo cambiario pueden citarse

los remates en la bolsa de cambios extranjeros para estabilizar la tasa de cambio, el requerimiento de depósitos previos en el Banco de la República para solicitar licencias de importación, la expedición de certificados en moneda extranjera a cambio de divisas, y la reglamentación de la posición propia de los bancos.

En lo monetario hay que señalar la apertura de depósitos del Emisor en la banca comercial, la constitución de depósitos del Gobierno en el Banco de la República, y la emisión de certificados de depósito no negociables, por parte del Banco. El manejo cafetero exigió la creación esporádica de primas fiscales, la implementación de sistemas de licencias de exportación, la definición de precios mínimos para los cafés exportados, y los gravámenes por saco exportado; una variedad de instrumentos cafeteros tuvo su origen en la vinculación del país a los pactos de cuotas de exportación. Una preocupación permanente fue el fomento, la cual inspiró la creación de entidades y de los instrumentos relacionados para el desarrollo de la agricultura, la industria y la construcción. Se instituyó la destinación de parte de los encajes del sistema financiero para fines de fomento, se creó el bono industrial como mecanismo de financiación de créditos de amortización gradual, y se canalizó crédito externo para fortalecer el patrimonio de instituciones financieras oficiales.

## **Organización del capítulo**

El capítulo consta de seis secciones principales: la primera se refiere al contexto económico internacional del período. La segunda se ocupa de aspectos relevantes del ciclo económico en Colombia; sus principales temas son los indicadores de producción, los índices de precios, y los relacionados con la economía cafetera. La tercera se relaciona con el régimen cambiario de la época. La cuarta explora los desarrollos fiscales del período con énfasis en la tributación y en el manejo de la deuda pública. La quinta trata los aspectos monetarios del período, teniendo como eje la evolución de los componentes del balance del banco central. La última constituye el enlace con los temas del capítulo siguiente, el cual estudia los primeros tres lustros de la posguerra.

### **I. EL CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL**

#### **A. El crecimiento**

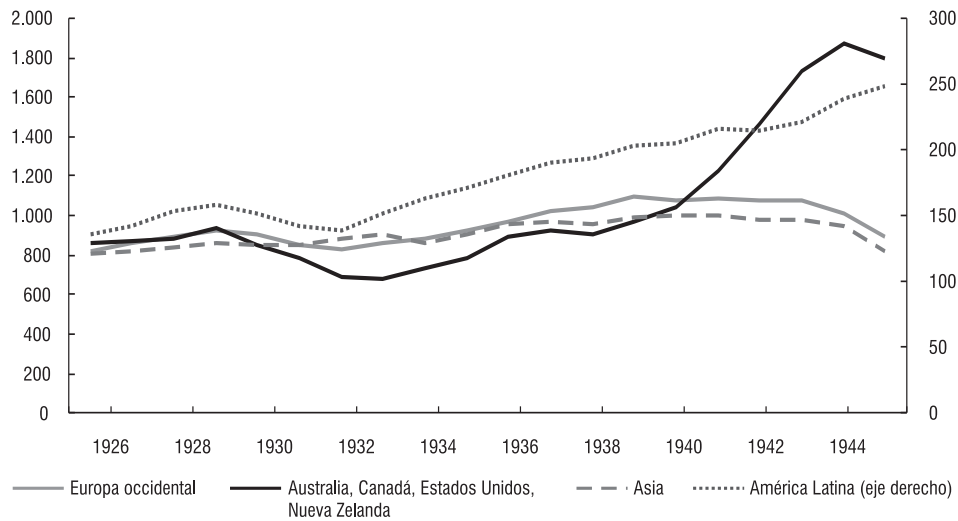
La perspectiva del crecimiento mundial por regiones, entre mediados de los años veinte y mediados de los cuarenta, se ilustra en el Gráfico 3.1<sup>1</sup>. La depresión incoada a finales de los veinte y el estallido de la Guerra mundial una década después marcaron las trayectorias del crecimiento, con efectos diferentes sobre cada una de las regiones. Europa Occidental vio caer su producto en 10,6% entre 1929 y 1932, y creció luego de manera continua hasta 1939 al iniciarse las hostilidades; el crecimiento entró en barrena durante el lustro siguiente y se desplomó en 1945. Las economías descendientes de Europa

<sup>1</sup> Esta sección se basa ampliamente en las series estadísticas publicadas en Maddison (1995).

Occidental (Australia, Canadá, Estados Unidos y Nueva Zelanda) cayeron en 27,4% entre 1929 y 1933, entraron en un período de franca recuperación en los años siguientes, el cual se interrumpió temporalmente entre 1937 y 1938; en los seis años siguientes, coincidiendo con la conflagración internacional, dichas economías crecieron vertiginosamente, de modo que para 1944 su tamaño rebasaba el doble del alcanzado en 1938. Finalmente, en 1945 el crecimiento del grupo cayó en 4%.

**Gráfico 3.1**  
**Crecimiento mundial: PIB por regiones, 1926-1945**  
**(año base: 1990)**

(miles de millones de dólares)

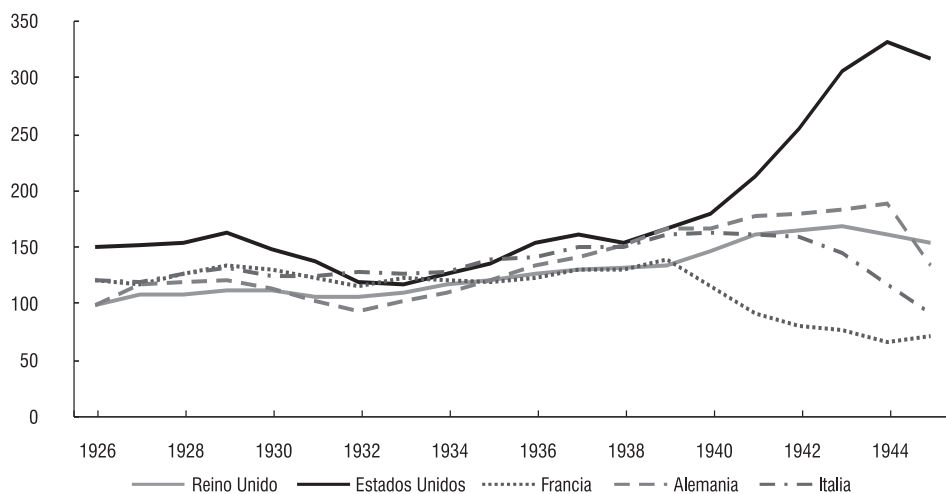


Fuente: Maddison (1995).

El descenso del producto en América Latina entre 1929 y 1932 fue del 12,8%; posteriormente creció a una tasa media del 5% anual hasta 1941, cuando se estancó, y luego experimentó un ligero descenso durante el año siguiente; entre 1942 y el final de la guerra, América Latina fue la única región que alcanzó un crecimiento continuo. En cuanto a Asia, al contrario de las otras regiones, durante la depresión universal el crecimiento escasamente se estancó en 1930, y luego prosiguió hasta 1941 con recesiones temporales en 1934 y 1938; se estancó en el bienio 1942-1943 y sucumbió en los dos años siguientes.

En el Gráfico 3.2 se presentan las trayectorias de crecimiento de cinco economías de primera relevancia en el escenario internacional. Se destaca el contraste entre el colapso de los Estados Unidos y la economía europea durante la depresión, así como su crecimiento vertiginoso durante la guerra, al tiempo que se estancaban, y finalmente desplomaban las economías de Europa Central y en mucha menor proporción la del Reino Unido.

**Gráfico 3.2**  
**Índices de crecimiento de algunos países desarrollados, 1926-1945**  
**(1913 = 100)**



Fuente: Maddison (1995).

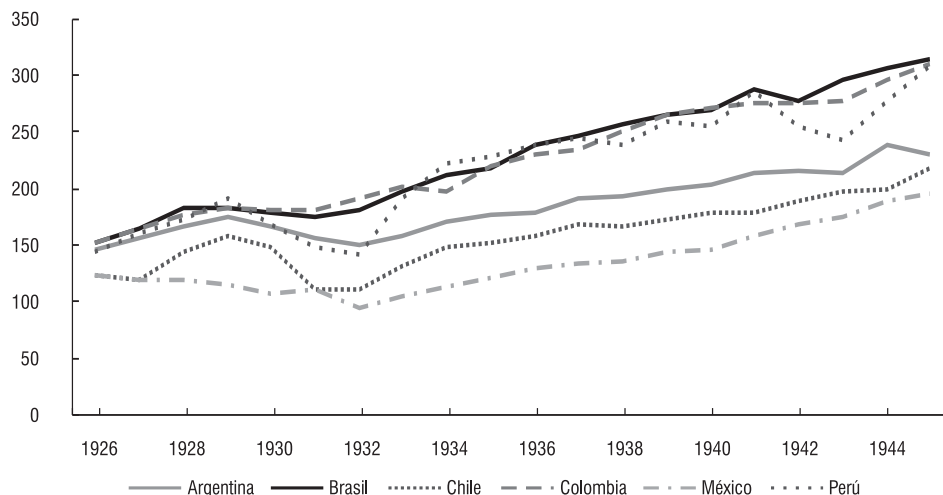
El índice de crecimiento de los Estados Unidos se precipitó en 28,5% entre 1929 y 1933; la recuperación fue la característica de los tres años siguientes, con una tasa anual del 8%, y tras una caída del 4% entre 1937 y 1938, se inició el ascenso pronunciado, a una tasa anual media del 12,7%. El Reino Unido creció a una tasa anual compuesta del 3% entre 1926 y 1945. Con anterioridad al hundimiento del mercado de valores en Nueva York la economía creció pesadamente al 1,9% entre 1927 y 1929; y tras un declive del 5,8% entre 1929 y 1931, la economía creció sin solución de continuidad hasta 1943.

Suerte distinta corrieron las economías alemana, francesa e italiana. La primera, que ya había iniciado su receso en 1928 y 1929, al crecer a tasas del 2% y 1%, respectivamente, afrontó un colapso del 23,5% entre 1929 y 1932, antes de iniciar un crecimiento continuo del 6% anual hasta 1944. El declive francés, entre 1929 y 1932, fue del 14,7%, seguido por un crecimiento anual de 3,4% hasta 1935; el repunte se inició en 1936, de modo que la economía creció al 4% anual hasta 1939, víspera de la ocupación alemana que se tradujo en la reducción del tamaño de la economía a la mitad en el curso de los siguientes seis años. La economía italiana descendió el 5,5% entre 1929 y 1931, con una exigua recuperación del 1% anual en los siguientes tres años, y un crecimiento más vigoroso y continuo entre 1935 y 1940 del 4% anual.

La experiencia de América Latina se describe mediante las curvas de crecimiento de una muestra de países en el Gráfico 3.3. Las trayectorias sugieren la existencia de dos grupos de países, integrados uno por Brasil, Colombia y Perú, y el otro por Argentina, Chile y México. A lo largo de dos décadas, Brasil, Colombia y Perú siguieron trayectorias similares, en especial los dos primeros. Pero a diferencia de aquellos, el Perú sufrió fuertes caídas de crecimiento entre 1929 y 1931, y entre 1941 y 1943, del 25,8% y del

14,6%, respectivamente. En los mismos períodos, la precipitación del crecimiento en Brasil y Colombia fue ostensiblemente inferior. En Brasil el producto cayó 4,4% entre 1929 y 1931, al tiempo que en Colombia lo hizo en 1,5%%; durante la coyuntura de la guerra el crecimiento brasileño disminuyó en 3,7% entre 1941 y 1942, y el colombiano apenas creció en 0,2%.

**Gráfico 3.3**  
**Índices de crecimiento de algunos países de América Latina, 1926-1945**  
**(1913 = 100)**



Fuente: Maddison (1995).

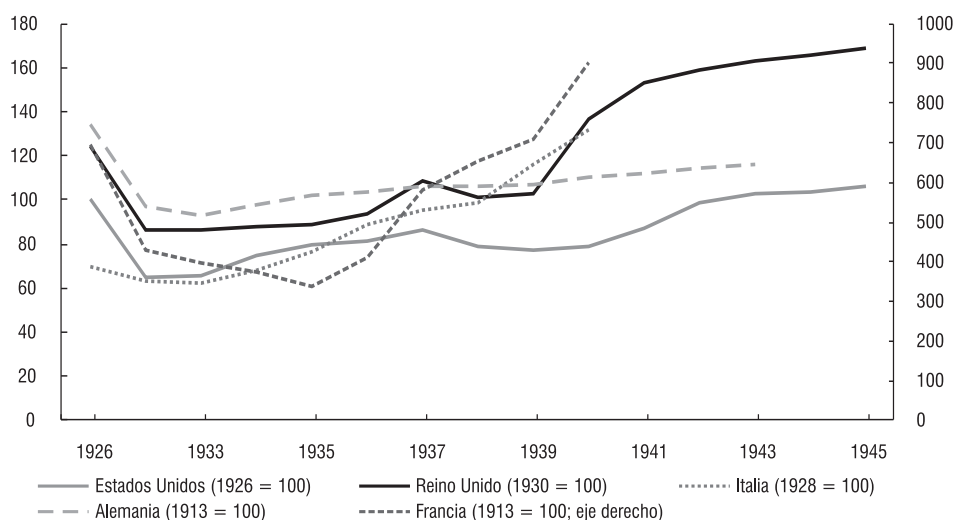
Además, el Brasil, que entre 1926 y 1928 había crecido a una tasa media del 9,4%, en 1929 apenas creció el 0,2%, y Colombia, que en aquel bienio había crecido al 8,2%, terminó haciéndolo al 3,6% en 1929; o sea que, con mucha mayor contundencia en el caso del Brasil, comparado con el de Colombia, el ciclo recesivo ya se había instalado en la economía con anterioridad al colapso del mercado de valores neoyorquino de fines de octubre de 1929. En conjunto, para el período 1931-1945 Brasil y Colombia crecieron a tasas del 4,2% y 3,9%, respectivamente, y para el período 1932-1945 Perú lo hizo a una cifra rayana del 6,0%.

Cuando México vio decrecer su economía en 17,7% entre 1929 y 1932, simplemente continuó el movimiento depresivo que ya se había iniciado en 1926; otra historia fue la de Chile, que tras crecer a la tasa excepcional del 15,4% anual entre 1927 y 1929, vio rodar su fortuna entre 1929 y 1932, al descender su producto en 30%. Por su parte, el ciclo recesivo en Argentina entre 1929 y 1932 se tradujo en la caída de la economía en un 13,7%. Después de 1932, mientras Argentina creció al 3,3%, Chile lo hizo al 5,2% y México al 5,6%.

## B. La inflación

Con la excepción de Italia, cuya caída de precios entre 1926 y 1932 fue del 10%, la muestra de países exhibe experiencias nacionales con deflaciones del 28% en el caso de Alemania, del 30% en el Reino Unido, del 35% en los Estados Unidos y del 39% en Francia (Gráfico 3.4).

**Gráfico 3.4**  
Índices de precios de algunos países desarrollados, 1926, 1932-1945



Fuente: datos del FRB, febrero de 1946.

Las políticas reflacionistas puestas en marcha en Gran Bretaña en 1931 y en los Estados Unidos en 1933 auspiciaron el retorno a trayectorias de crecimientos positivos de los precios, aunque con recaídas entre 1938 y 1939; el Reino Unido recuperaría el nivel de precios antecrisis en la segunda mitad de la década, y los Estados Unidos deberían esperar hasta el momento de su entrada en la guerra. La experiencia de Francia y sus restantes colegas del Bloque de Oro (Bélgica, Italia, Países Bajos y Suiza) fue diferente, al persistir en políticas deflacionistas y enfrentar un contexto internacional empeñado en políticas reflacionistas; tras la devaluación del franco en 1936, los precios iniciaron un camino ascendente a tasas promedio superiores a las del Reino Unido y los Estados Unidos. Alemania, sin incurrir en una devaluación explícita de su moneda, pero echando mano de otros instrumentos cambiarios y comerciales, además de políticas expansionistas internas, avanzó en el proceso reflacionista a partir de 1934. Por último, aunque oficialmente parte del Bloque de Oro, Italia adoptó políticas comerciales y cambiarias semejantes a las alemanas, lo que le permitió iniciar su reflación a partir de 1934.

Una variedad de factores como la recuperación de los términos de intercambio, el abandono del patrón oro, la moratoria de la deuda externa y la adopción de políticas contra cíclicas, despejaron el paso para que América Latina saliera de la situación

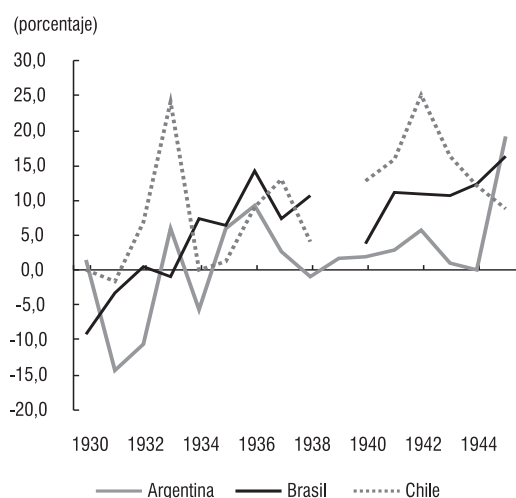


deflacionaria que la postraba a principios de los años treinta. Los turnos fueron diferentes: países como Chile, Brasil y Colombia remontaron la deflación antes que otros, como Perú y Argentina (Gráfico 3.5, paneles A y B). A la recuperación de los precios en la segunda mitad de la década le seguiría un ciclo inflacionario que coincidiría con la Segunda Guerra Mundial.

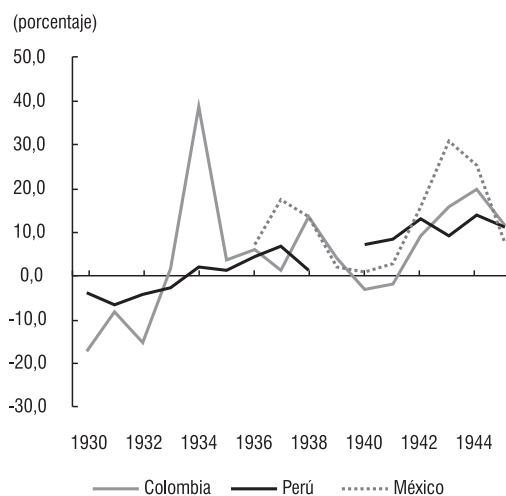
**Gráfico 3.5**

**Tasa de inflación (IPC) de algunos países latinoamericanos, 1930-1945**

**A. Argentina, Brasil y Chile**



**B. Colombia, Perú y México**



Fuente: Mitchell (2003).

**C. El comercio internacional y la acumulación de activos externos**

Desde principios de los años treinta la Sociedad de Naciones registró con alarma lo que sus informes denominaron la *espiral de contracción del comercio mundial*, ya que cada mes se obtenía una suma de dicho comercio inferior a la registrada en el mismo mes del año anterior —*World Economic Survey*, 1932-1933; citado por Friedlaender y Oser (1957: 507), y *Monthly Bulletin of Statistics*, febrero de 1934, citado por Kindleberger (1985: 208)—. Algunas estimaciones indicaban que el volumen del comercio mundial a finales de 1932 habría descendido en un 30%, en comparación con la cifra alcanzada en 1929, y que los precios entre las mismas fechas habrían descendido en un 50%; así las cosas, el valor del comercio mundial habría caído al 35% del observado en 1929 —*RBR-57* (julio de 1932: 231); *RBR-72*, (octubre de 1933: 360); *RBR-107* (septiembre de 1936: 316)—. En todo caso, según la comisión preparatoria de la Conferencia Económica de Londres, la reducción en el volumen de comercio mundial entre las fechas mencionadas habría sido al menos del 25% (*RBR-68*, junio de 1933: 202). La recuperación de los niveles alcanzados

por el comercio internacional a finales de los años veinte solo se lograría hacia mediados del siglo<sup>2</sup>.

El colapso del comercio mundial se cifró en especial en la caída del comercio de bienes manufacturados, la cual llegó a ser del 42% entre 1929 y 1932, al tiempo que el comercio de bienes primarios solo descendió en 13% (Lewis, 1952; citado por Findlay y O'Rourke, 2007: 459). Más aún, el volumen exportado por América Latina, África y Australia apenas descendió en 5% entre 1929 y 1932, y ya en 1937 estaba un 25% por encima del nivel alcanzado en 1929 (Findlay y O'Rourke, 2007: 451). En contraste, las cantidades exportadas por Europa y América del Norte estaban en 1937 todavía un 15% por debajo del nivel obtenido en 1929<sup>3</sup>. Dicha evolución del comercio se manifestaría en los resultados de la balanza comercial de América Latina hasta el final de la Guerra.

El restablecimiento del comercio exterior latinoamericano desde mediados de los años treinta se revela en el Cuadro 3.2. Se destaca el crecimiento sustancial de las exportaciones y del superávit de comercio durante el período bélico.

**Cuadro 3.2**  
**Comercio exterior de América Latina, 1925-1945**  
(millones de dólares)

Quinquenios <sup>a/</sup>	Exportaciones (c)	Importaciones (c)	Saldo comercial (c)	Exportaciones (n)	Importaciones (n)	Saldo comercial (n)
1925-1929	2 782,90	2 332,70	450,2	4 712	3 949,70	762,3
1930-1934	1 444,90	1 031,70	413,2	2 149,50	1 550,20	599,3
1935-1939	1 916,20	1 441,80	474,4	1 916,20	1 441,80	474,4
1940-1945	2 365,10	1 624,30	742,7	2 367,10	1 624,30	742,7
Crecimientos <sup>b/</sup> (porcentaje)						
1930-1934	-48,1	-55,8	-8,2	-54,4	-60,7	-21,4
1935-1939	32,6	39,7	14,8	-10,8	-7,0	-20,8
1940-1945	23,5	12,6	56,5	23,5	12,6	56,5

a/ Promedios quinquenales.

b/ Crecimientos entre quinquenios.

(c) dólares corrientes; (n) dólares nuevos.

Fuente: Naciones Unidas (1967).

Las trayectorias del comercio internacional de América Latina a lo largo de las dos décadas transcurridas entre 1925 y 1945, y que ejercieron una influencia notable en sus políticas, se despliegan en el Gráfico 3.6. El comercio continental corrió, a grandes rasgos, la suerte de la economía mundial. Las exportaciones cayeron en 71,5% entre su

<sup>2</sup> En su ejercicio de monitoría de la economía internacional, Maddison (1995: 68) señala que “el volumen del comercio mundial cayó en más de una cuarta parte, y el pico obtenido en 1929 no pudo alcanzarse de nuevo sino hasta 1950”.

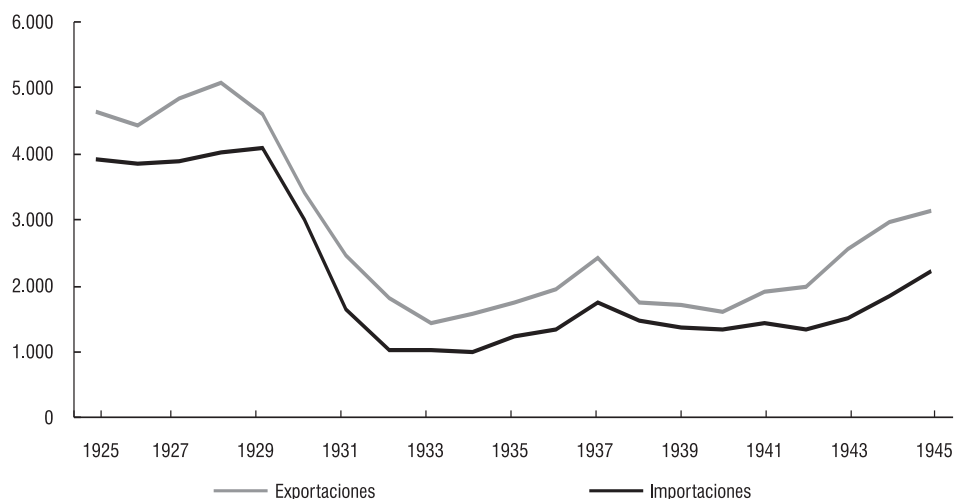
<sup>3</sup> Findlay y O'Rourke (2007: 451).

punto más alto en 1928 y el más bajo en 1933; y las importaciones lo hicieron en 75,1 % entre su punto más elevado en 1929 y el más bajo en 1934. Luego, tanto las unas como las otras se recuperaron *pari passu* hasta 1937, antes de declinar una vez más en el período de 1938 a 1940. Luego, las importaciones se estancaron en 1941 y 1942, cuando ya las exportaciones habían empezado a crecer aceleradamente; para el período 1940-1945 el crecimiento de las exportaciones llegó al 97%, muy superior al 67% logrado por las importaciones. En este mismo lapso el comercio total creció en un 84%, pero aun así el nivel alcanzado en 1945 apenas representó el 59% del conquistado en 1928.

En un informe preparado por la Comisión Arancelaria de los Estados Unidos sobre el estado del comercio latinoamericano en 1940, se mostró que para 1938 el 79% de las importaciones del continente las había negociado América del Sur, y México junto con las Antillas participaron con el 10%. Además, solo siete países concentraban el 85% tanto de las exportaciones como de las importaciones, en este orden: Argentina (30% del valor total de las importaciones latinoamericanas), Brasil (20%), México, Cuba, Venezuela y Chile (cada uno con el 7%, para un total del 28%), y Colombia el 6%. Este último país habría mejorado su participación en las importaciones, del 5% en 1929 al 6% en 1938<sup>4</sup>.

**Gráfico 3.6**  
**América Latina: comercio exterior, 1925-1945**

(millones de dólares)



Fuente: Naciones Unidas (1967).

Con el estallido de las hostilidades bélicas en Europa y el ingreso de los Estados Unidos en la guerra a finales de 1941, las condiciones del comercio exterior de América Latina variaron de manera sustancial. Los Estados Unidos asumieron la posición de comprador casi exclusivo y proveedor principal de dicho continente, en especial a partir de

<sup>4</sup> Comisión Arancelaria de América Latina, 1940 (*RBR*-158, diciembre de 1940: 484-486 y 516).

1942. Un informe de su Departamento de Comercio, destacó así el cambio en las relaciones comerciales con América Latina, surgido en el año mencionado:

En muchos de sus aspectos el año de 1942, de todo el lapso de la guerra, fue un período crítico en las relaciones comerciales de los Estados Unidos y las demás repúblicas americanas. [...] Con los países de la Europa Continental y los del Extremo Oriente eliminados casi por completo como fuentes de abastecimiento; y con una estricta limitación de las importaciones procedentes del Reino Unido ocasionadas por la escasez de artículos en general, por la falta de vapores y por ciertas restricciones especiales derivadas de los compromisos sobre préstamos y arrendamientos, casi toda la carga de abastecer a los países latinoamericanos de una gran diversidad de artículos que necesitaban recayó sobre los Estados Unidos, precisamente en el momento en que se estaba haciendo más aguda la falta de materias y la escasez de transportes marítimos. Por otra parte, este país vino a ser casi el único mercado restante para muchos de los productos de esos países, que a la vez se habían convertido en fuente de vital importancia de ciertas materias primas esenciales para la prosecución de la guerra<sup>5</sup>.

A las restricciones citadas se unirían después otras derivadas de las circunstancias de la guerra, como las impuestas sobre los embarques y las exportaciones, así como los precios máximos y los racionamientos del consumo que pesaron sobre las exportaciones latinoamericanas, como el café.

En el Cuadro 3.3 se muestra el cambio en la balanza comercial de los Estados Unidos con América Latina a partir de su entrada en la guerra; de superavitaria, en vísperas de la ruptura de hostilidades, pasó a deficitaria en 1941 (12 % de las exportaciones) y 1942 (36,2 % de las exportaciones). En este último año, el déficit comercial con América del Sur fue del 75 % de las exportaciones. Con América Central, México y Venezuela se conservaron balances superavitarios en los tres años considerados. En el caso de Colombia la balanza de los Estados Unidos pasó de deficitaria en 1938 (20,7 % de las exportaciones) a superavitaria en 1941 (19,5 % de las exportaciones) y a altamente deficitaria en 1942 (156 % de las exportaciones).

Concluida la guerra, quedaba claro que las corrientes del comercio de los Estados Unidos con América Latina habían sido profundamente afectadas. Si con anterioridad a la guerra las exportaciones de esta región constituían menos de la cuarta parte de las importaciones estadounidenses, en 1945 ya bordeaban el 40 %. Y si antes del conflicto las compras latinoamericanas apenas llegaban al 16 % de las exportaciones estadounidenses, en 1945 se aproximaban al 30 % (Wythe, 1947; en *RBR-234*, abril).

Los cambios ocurridos en el comercio exterior durante el período bélico tenían que reflejarse en los activos internacionales del continente. Con regímenes que buscaban la estabilidad cambiaria alrededor de nuevas paridades con el oro, apoyados en la activa intervención de los bancos centrales y fondos de estabilización, la afluencia de divisas al continente después de 1941 fue masiva.

<sup>5</sup> Departamento de Comercio de los Estados Unidos (1944) (*RBR-205*, noviembre de 1944: 424).

**Cuadro 3.3**  
**Estados Unidos y su comercio con América Latina**  
**(años seleccionados)**  
(millones de dólares)

Países y regiones	E (1938)	I (1938)	E (1941)	I (1941)	E (1942)	I (1942)
Argentina	86,8	40,7	109,3	166,6	71,9	149,9
Brasil	62,0	97,9	147,9	183,9	105,0	165,2
Chile	24,6	28,3	57,5	111,7	41,2	139,9
Colombia	40,9	49,4	65,6	52,8	30,4	77,8
Cuba	76,3	105,7	125,8	181,1	133,2	161,9
México	62,0	49,0	159,1	98,4	147,7	123,9
Perú	16,9	12,8	31,8	23,7	27,5	20,6
Uruguay	5,10	4,80	18,4	39,8	17,3	20,6
América del Sur	297,8	258,7	520,1	666,1	362,1	631,9
América Latina	480,6	452,9	902,0	1 008,0	717,9	977,5

Notas: E: Exportaciones. I: Importaciones. América Latina: veinte repúblicas.

Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos (1944).

El acervo de reservas internacionales del continente estuvo a punto de quintuplicarse durante el período de guerra (Cuadro 3.4). En 1937 Argentina contaba con cerca del 70% de las reservas; en 1945 dicho porcentaje fue compartido por el mismo país junto con Brasil y México. El predominio del Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) en la tenencia continental de activos externos pasó del 81% al 53% entre las dos fechas comentadas. Cuba aumentó extraordinariamente sus reservas a partir de un nivel ínfimo en 1937. Brasil y México multiplicaron su inventario de reservas en más de trece veces, Colombia en cerca de nueve veces, y Uruguay y Chile en tres y media veces.

**Cuadro 3.4**  
**Reservas monetarias brutas de América Latina, 1937 y 1945**  
(millones de dólares)

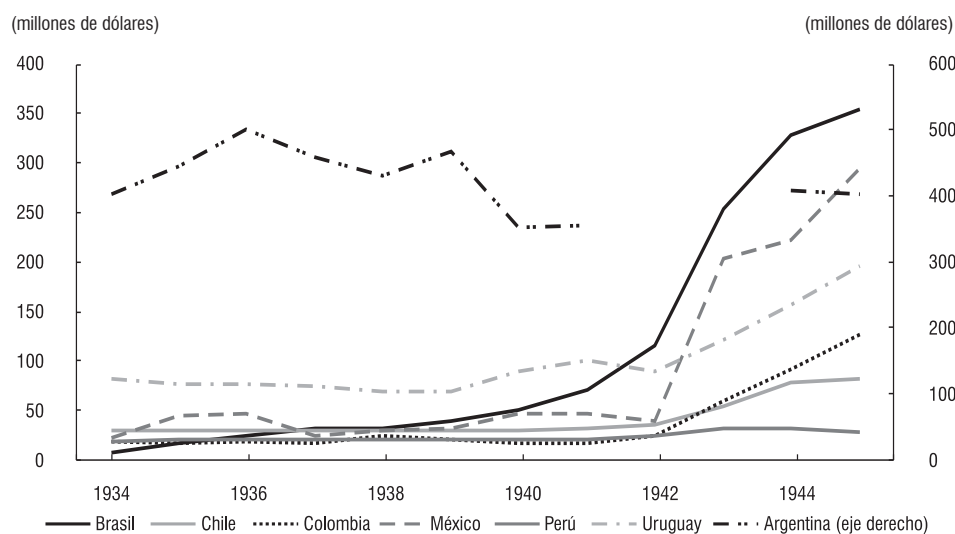
País	1937	1945
Argentina	558,0	1 663,0
Brasil	50,0	666,0
Colombia	20,0	177,0
Chile	31,7	110,0
Cuba	1,0	232,0
México	25,0	344,0
Perú	25,5	38,1
Uruguay	72,0	252,0
Venezuela	s.d.	190,0
Otros países	30,8	172,0
Total	814,0	3 844,1

s.d.: sin datos

Fuente: Naciones Unidas (1967).

La acumulación de oro en algunos países latinoamericanos a lo largo del período considerado se exhibe en el Gráfico 3.7. A diferencia de Argentina, el gran tenedor de reservas, los países restantes acumularon activos en oro desde 1941-1942; los casos más sobresalientes fueron los de Brasil, México y Uruguay. Chile, Colombia y Perú compartieron una evolución muy semejante la mayor parte del tiempo, pero en los dos últimos años Colombia aventajó a los otros dos países en su acumulación de oro.

**Gráfico 3.7**  
**América Latina: reservas de oro en poder de bancos centrales y gobiernos (países seleccionados), 1934-1945**



Fuente: FRB, junio de 1939 y junio de 1946.

A su turno, la acumulación de pasivos de largo plazo del continente disminuyó en 38,3% entre 1935 y 1945 (Cuadro 3.5); prácticamente la totalidad de esta reducción la protagoniza Argentina y Brasil. Algunas variaciones en el endeudamiento de los países se compensaron, como en los casos de México y Chile. Aunque el monto de la deuda colombiana solo se redujo en un 5%, la caída significativa del total adeudado por la región la llevó de representar el 11% de la deuda continental en 1935, al 6,2% al final de la guerra.

#### D. Las instituciones económicas

Numerosas instituciones económicas adoptadas durante la Primera Guerra Mundial, como extremas y transitorias, subsistieron en los años veinte, cobraron nuevo vigor y se extendieron de manera universal a partir de la crisis de 1929. Entre ellas, las que limitaban el libre comercio y el movimiento de los cambios internacionales. El comercio mundial que había florecido con amplia libertad hasta el estallido de la guerra debió enfrentar una variedad de obstáculos: aranceles, tarifas preferenciales, contingentes de comercio, tasas

de cambio múltiples, embargos de capitales y controles cambiarios, entre otros. El multilateralismo y la vigencia del principio de la nación más favorecida cedieron el paso al bilateralismo y, en general, al nacionalismo económico<sup>6</sup>.

**Cuadro 3.5**  
**Deuda externa pública de largo plazo de América Latina, 1935 y 1945**  
(millones de dólares)

País	1935	1945
Argentina	1 281,0	308,2
Brasil	1 186,1	712,4
Colombia	156,7	148,7
Chile	433,9	261,2
Cuba	88,9	95,8
México	362,9	541,5
Perú	107,3	99,3
Uruguay	138,4	104,4
Otros países	161 1	146 0
Total	3 916,3	2 417,5

Fuente: Naciones Unidas (1967)

### 1. *El proteccionismo: la Conferencia Económica de Londres*

Reuniones internacionales, como la Conferencia Económica de Ginebra, reunida en 1927, y la Conferencia Económica de Londres de 1933, fueron convocadas con el propósito de lograr acuerdos que permitieran remover a los obstáculos que impedían el libre curso de las transacciones internacionales. En medio de la Segunda Guerra Mundial, la Sociedad de Naciones, principal promotora de aquellas conferencias, reconoció su fracaso ante la divergencia entre sus recomendaciones y las políticas comerciales de la época:

Las conferencias internacionales unánimemente recomendaron, y la gran mayoría de Gobiernos repetidamente proclamaron su intención de aplicar políticas diseñadas para crear condiciones de un comercio más libre y equitativo; sin embargo, nunca antes en la historia fueron las barreras al comercio elevadas tan rápidamente ni la discriminación practicada de manera tan generalizada (citada por Findlay y O'Rourke, 2007: 444).

No pocas expectativas se cifraron en la conferencia londinense. La comisión preparatoria de su agenda calificó la red de restricciones al comercio como un “estado de

<sup>6</sup> Acerca del auge de los pactos bilaterales de comercio a principios de los años treinta, la *Revista* publicó el artículo “Los pactos bilaterales de comercio” escrito por Etienne Fougere del Consejo de la Cámara de Comercio Internacional, y previamente publicado en el *Boletín de la Confederación Argentina de Comercio* (RBR-107, septiembre de 1936: 315-316).



guerra económica”, cuya solución sería el “desarme económico”<sup>7</sup>. Y tal desarme exigiría restablecer la libertad de comercio, empezando por la supresión de trabas excepcionales creadas durante la guerra y extendidas indefinidamente<sup>8</sup>; además, habría que derogar los controles cambiarios y establecer un patrón monetario internacional, el cual pudiera ser acogido por los países que habían abandonado el patrón oro.

La consecución de un acuerdo general para bajar los aranceles parecía a todas luces inaccesible. Hacía menos de tres años que los Estados Unidos habían elevado sus aranceles mediante la ley conocida como Smoot-Hawley Act, y menos de un año desde la implementación de un arancel protector en el Reino Unido (Imperial Preference System), eventos que generaron una nueva oleada de proteccionismo entre las naciones. Comentaristas internacionales cercanos a la conferencia de Londres sugirieron una “tregua aduanera”, mediante la cual no se elevarían aranceles por un tiempo, y antes bien se favorecería la realización de acuerdos futuros entre naciones en pro de algunas rebajas efectivas (Prebisch 1933: 164). La reducción de derechos y la tregua aduanera ya habían sido solicitadas por la conferencia de 1927; pero, como entonces lo señalara el director de la oficina de investigaciones del Banco de la Nación Argentina de Buenos Aires, Raúl Prebisch (1933: 169) tales recomendaciones terminaron siendo “piadosas aspiraciones que los hechos defraudaron”.

El Banco de la República siguió con atención la preparación y el trámite de la conferencia de Londres. Con motivo de su inauguración destacó que en ella “está puesta la esperanza de la humanidad, agobiada hoy por dificultades de magnitud antes no conocida”, sin ignorar las dificultades relacionadas con “la multiplicidad y trascendencia de los problemas que habrán de ser resueltos, las diversas condiciones de los distintos países, sus encontrados intereses, sus mutuas rivalidades” (*RBR-68*, junio de 1933: 196). Un mes más tarde, ante los desalentadores desarrollos de la conferencia, el Banco se refirió a su posible fracaso, “ante el conflicto de los poderosos intereses antagónicos que luchan en el seno de la gran Asamblea”. Y como posibles salidas mencionó la de “acudir a los propios medios” o la de “buscar en agrupaciones parciales la defensa común”. Según el editoria- lista, a esta última parecerían querer “acudir los Estados Unidos, por medio de tratados comerciales con los países latinoamericanos” (*RBR-69*, julio de 1933: 237).

En consonancia con lo advertido por la *Revista*, con posterioridad a la fracasada conferencia de Londres, y hasta la iniciación de la Segunda Guerra, se vivió un interregno en el cual surgieron iniciativas orientadas a estimular el comercio con base en el concepto de reciprocidad. La búsqueda de convenios internacionales entró a ocupar un lugar privilegiado en la agenda de los países. En cuanto a las relaciones entre los Estados Unidos y Colombia, la inminente negociación de un tratado comercial fue anunciada en la *Revista* apenas un mes después de concluida la reunión en Londres<sup>9</sup>. Los negociadores de los dos países concluyeron los términos del acuerdo comercial en enero de 1934 (*RBR-75*, enero de 1934: 4).

<sup>7</sup> “La Conferencia Económica de Londres: programa redactado por la Comisión Preparatoria” (*RBR-68*, junio de 1933: 203).

<sup>8</sup> “Cada país ensaya la defensa de su economía imponiendo restricciones a las importaciones, con lo que hace que se resientan finalmente sus mismas exportaciones. Cada uno quiere vender sin comprar” (“La Conferencia Económica de Londres: programa redactado por la Comisión Preparatoria”; *RBR-68*, junio de 1933: 204).

<sup>9</sup> El editorialista comenta que a la nación del Norte le interesa la negociación como parte del plan de abrirse nuevos mercados, pero se pregunta qué va a pasar del lado de Colombia con una política “tan intensamente proteccionista” (*RBR-70*, agosto de 1933: 276).



De gran significación para las negociaciones de tratados por parte de los Estados Unidos fue la promulgación de la llamada US Reciprocal Trade Agreements Act. en junio de 1934. Mediante este acto legislativo se autorizó al Gobierno de los Estados Unidos para celebrar tratados de comercio con otros países, basados en concesiones comerciales mutuas, que en últimas se tradujeran en mercados más amplios para las exportaciones de dicho país<sup>10</sup>. Dentro de este contexto institucional en Washington se firmó el tratado comercial entre Colombia y los Estados Unidos en septiembre de 1935<sup>11</sup>. En vísperas de la guerra ya se habían celebrado veinte tratados que representaban el 60 % del comercio de los Estados Unidos (Findlay y O'Rourke, 2007: 455); y aun en plenas hostilidades se continuaron las negociaciones, de modo que para 1945 se habían firmado acuerdos bilaterales con 27 naciones. En promedio, las tarifas se redujeron al 44 % de los aranceles vigentes en 1934 (Van der Wee, 1986: 408)<sup>12</sup>.

## 2. *El contexto monetario internacional*

Las esperanzas de que la conferencia de Londres acogiera un patrón monetario internacional se desvanecieron al deslindarse las posiciones de los principales protagonistas. En mensaje enviado a la asamblea, Roosevelt dio la prioridad a las condiciones internas de su país. “El mundo no será engañado por mucho tiempo por la falacia de obtener una estabilidad temporal, y probablemente artificial, del cambio extranjero por parte de unos pocos grandes países únicamente. La sólida situación económica interna de una nación es un factor más importante de su bienestar que el precio de su moneda [...]” (Kindleberger, 1985: 261). A su turno, los países miembros del imperio británico formaron el área de la esterlina, y otro grupo de naciones, integrado por Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Suiza y la entonces Ciudad Libre de Danzig, el llamado bloque del oro<sup>13</sup>. Todos estos eventos eran registrados con atención por la *Revista*, pero en especial los

<sup>10</sup> Con el arancel Smoot-Hawley, la tasa de protección pasó de una media del 38 % en el período 1922-1929 a una del 53 % en el período 1930-1933 (Van der Wee, 1986: 407).

<sup>11</sup> El tratado fue firmado el 13 de septiembre por el secretario de Estado, Cordell Hull, y el ministro colombiano, Pedro López Pumarejo. En las notas editoriales de la *Revista* se hizo la siguiente consideración: “Bien sabido es que Colombia exporta la casi totalidad de sus productos a los Estados Unidos, donde entran y se venden libres de gravámenes y trabas, al paso que en Europa cada día crecen y se intensifican las dificultades al comercio de esos mismos productos. El tratado que acaba de firmarse asegura a Colombia esa privilegiada situación, y no es sino justo y razonable que en cambio se haya aceptado por nuestro país alguna prudente reducción aduanera para determinados artículos que de la gran nación amiga importamos nosotros y que no se fabrican en Colombia” (*RBR-95*, septiembre de 1935: 303).

La Cámara de Representantes aprobó el tratado de comercio con los Estados Unidos en febrero de 1936 (*RBR-100*, febrero de 1936: 43).

<sup>12</sup> A finales de 1943 se habían firmado contratos de reciprocidad comercial entre los Estados Unidos y 15 países del continente que, en conjunto, representaban más del 90 % del comercio de aquel país con América Latina antes de la Guerra (Chalmers (1943) en *RBR-194*, diciembre de 1943).

<sup>13</sup> Determinados a permanecer bajo el patrón oro, los integrantes del bloque formalizaron su constitución durante la conferencia londinense en julio de 1933, y en una reunión posterior en Ginebra, en septiembre de 1934, ratificaron el compromiso original, aun cuando la recuperación económica ya se hubiera iniciado en otras naciones (Yeager, 1968: 312). Posteriormente, en abril de 1935, Bélgica decidió abandonar el patrón oro y reducir el contenido en oro de su moneda en un 28 % (*RBR-90*, abril de 1935: 120).

acaecimientos financieros estadounidenses desde la posesión de Roosevelt. Así lo señaló el gerente en una de sus notas editoriales: “Al considerar los factores que están influyendo en la situación de los negocios del país, es necesario poner en primer término la política que en materias financieras y económicas viene siguiendo el Gobierno de los Estados Unidos” (*RBR-73*, noviembre de 1933: 387).

a. *La devaluación del dólar*

Una serie de medidas arbitradas en abril y mayo de 1933 se tradujeron en la devaluación del dólar con respecto al oro. Se impuso el embargo a todas las transacciones en oro, con excepción de las autorizadas por la Tesorería, se anuló la cláusula de oro que regía sobre las obligaciones públicas y privadas, y se autorizó al Ejecutivo para reducir el valor en oro del dólar hasta en un 50% (FRB, mayo de 1933: 270-271). En los siguientes cinco meses el dólar cayó en un 30%, pero los síntomas de reanimación económica eran aún muy débiles; entonces, se consideró que “los Estados Unidos deberían tomar firmemente en sus manos el control del valor en oro del dólar”<sup>14</sup>. Así, el 26 de octubre se iniciaron compras de oro por parte del Gobierno en el mercado abierto, las cuales partieron de una cotización de US\$ 31,36 la onza, escasamente por encima de la vigente en el mercado libre del oro en Londres; para principios del año siguiente la cotización se ubicaba en US\$ 35 la onza y la devaluación era ya del 40%. Entonces, se acordó estabilizar el precio del oro al nivel de dicha cotización.

La Gold Reserve Act del 30 de enero de 1934 autorizó al Gobierno para devaluar el dólar hasta en un 60%, y en una decisión tendiente a fortalecer el papel de la Tesorería para intervenir en el mercado del oro, pero que comprometía la autonomía del Sistema de Reservas Federales, le exigió a este último que entregara sus reservas de oro a la Tesorería a cambio de certificados de oro. Revestida de nuevas facultades, la Tesorería anunció que compraría y vendería oro a US\$ 35 la onza<sup>15</sup>. La devaluación del dólar elevaría el precio relativo del oro y estimularía su producción mundial hasta el advenimiento de la Segunda Guerra Mundial<sup>16</sup>.

Tanto Edwin W. Kemmerer, como H. Parker Willis, quien fuera nominado en 1922 como posible asesor del Gobierno colombiano para la reforma financiera de la época, y otros académicos, descartaron en audiencias ante el Congreso que el patrón oro hubiera contribuido a la depresión y a la deflación, controvirtieron el traslado del oro a la Tesorería, rechazaron la abrogación de la cláusula de oro, y, en general, denunciaron las políticas puestas en marcha por Roosevelt. Según ellos, aunque con algunas diferencias, la suspensión permanente del patrón oro abriría las puertas a la inflación y a la incertidumbre (Studenski y Krooss, 1963: 385; Meltzer, 2003: 458).

<sup>14</sup> Frase tomada de una exposición de Roosevelt, citada por Ahamed (2009: 471).

<sup>15</sup> FRB, Febrero de 1934: 61, 63 y 68. La devaluación llevó el dólar al 59,06% de su valor original. O sea que la devaluación fue del 40,94%. El nuevo dólar contenía 15,2381 granos de oro en comparación con los 25,8 granos del viejo dólar. *RBR-76*, febrero de 1934: 46-47.

<sup>16</sup> La tasa estimada de crecimiento anual de la producción mundial de oro pasó del 5,2% anual entre 1929 y 1933 al 7,9% anual entre 1934 y 1938 (FRB, junio de 1939: 528).

La *Revista* no podía ser ajena al seguimiento de los sucesos financieros internacionales, especialmente a los que con gran velocidad se produjeron en los Estados Unidos a lo largo de 1933. El tono del editorialista no fue solamente descriptivo, sino vigilante y crítico, de una política financiera que por momentos se consideró arriesgada. Al iniciarse las compras de oro por parte del Gobierno estadounidense las notas editoriales sentaron la siguiente posición:

El Presidente Roosevelt parece cifrar su mayor empeño en elevar el nivel de los precios a la altura que tenían en 1926, y para ello busca a todo trance la desvalorización del dólar. A ese fin obedece una de las más recientes y trascendentales de aquellas medidas: la de entrar a comprar oro en los mercados extranjeros, a precios en continua alza, lo que ha llevado la cotización de las monedas europeas respecto del dólar a tipos antes nunca registrados. Hoy el dólar no representa, teniendo en cuenta esas cotizaciones, ni 60 centavos del dólar oro. Va tomando cuerpo la duda de que el Gobierno americano pueda conservar el control de la situación y evitar el que ésta degeneren en violentos movimientos de especulación y de pánico.

Sucesos tan graves como los que vienen desarrollándose en los Estados Unidos, que afectan a todos los países que con éstos mantienen relaciones comerciales, tienen que repercutir con especial intensidad en aquellos que, como Colombia, dirigen la casi totalidad de sus exportaciones a aquella nación y mueven su economía, por esta razón, sobre la base del dólar (*RBR-73*, noviembre de 1933: 387).

La expedición de la Gold Reserve Act fue comentada en la *Revista* como una manifestación más de la “atrevida política monetaria” seguida en la Unión Americana, y como un “rudo golpe” contra la banca central:

Motivo de vivo interés y de variados comentarios sigue siendo la atrevida política económica y monetaria que viene persistentemente desarrollando en los Estados Unidos el presidente Roosevelt y cuyo final resultado es aun muy dudoso, bien que su inmediato efecto en la situación de aquel país ha sido por varios aspectos favorable. Entre las medidas adoptadas debemos destacar, por su carácter drástico y la influencia que han de tener no solo en aquella nación sino en el mundo entero, la desvalorización legal del dólar, en un 40,94% y la expropiación de las reservas de oro de los bancos de las Reservas Federales, con la que se ha dado un rudo golpe al prestigio y a la eficacia de esa gran institución de crédito, que tan considerables servicios ha prestado a la economía americana (*RBR-76*, febrero de 1934: 39).

Y es que el manejo cambiario no podía seguir otros cauces que los señalados por la política monetaria en los Estados Unidos:

La tremenda crisis de los Estados Unidos, que tan de cerca nos afecta, y la política inflacionista que el Gobierno de aquel país adoptó, las sentimos de lleno, por haber tenido que seguir con nuestra moneda la suerte del dólar, para salvar la industria cafetera, lo que llevó el cambio con las naciones europeas a enorme altura, con grave quebranto para el comercio, y con un encarecimiento de la vida que afecta a la nación entera (*RBR-75*, enero de 1934: 3).

Una de las primeras decisiones del Banco de la República fue la de adoptar para sus compras de oro físico (monedas de oro y barras de metal) los precios fijados en los Estados Unidos; así los precios de compra comenzaron a fluctuar según las cotizaciones del dólar (*RBR-77*, marzo de 1934: 76).

*b. El Acuerdo Monetario Tripartito*

Precisamente la “enorme altura” alcanzada por el cambio con las naciones europeas hizo que la *Revista* siguiera con atención las crisis reiteradas del bloque del oro, en especial de su líder, Francia. A mediados de 1935 el editorialista refirió que “persiste la duda muy general en el mundo de los negocios de que pueda la política del patrón oro mantenerse por mucho tiempo” (*RBR-92*, junio de 1935: 191). Sería por un poco más de un año, ya que en octubre de 1936 se produjo el reajuste del franco y el surgimiento del llamado Acuerdo Monetario Tripartito, conformado por Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña. El editorialista registró los hechos en los términos siguientes:

Un acontecimiento de trascendencia mundial, que anunciado y previsto desde hace tiempos, había venido aplazándose, el abandono del patrón de oro por Francia y las otras naciones que con ella formaban el llamado ‘bloque del oro’, se ha realizado. Él ha traído como consecuencia inmediata la desvalorización de las monedas de tales países en una proporción alrededor del 30%, y está llamado a producir en las relaciones comerciales del mundo, perturbaciones que no es fácil prever en todo su desarrollo, pero cuyos resultados se espera que sean finalmente benéficos, siempre que este sea un primer paso para llegar a un acuerdo entre las grandes naciones que facilite el restablecimiento del comercio internacional, hoy tan profundamente abatido. La medida, que repugnaba vivamente al sentimiento público francés, encontró una larga resistencia en ese país, que se prolongó por más de cinco años y costó al Banco de Francia la pérdida de la mitad de sus ingentes reservas de oro (*RBR-108*, octubre de 1936: 343)<sup>17</sup>.

Aunque el Acuerdo establecía tasas de cambio fijas entre el dólar, la libra y el franco, el aumento más rápido de los precios en Francia dejó sin piso la relevancia de las tasas nominales originalmente establecidas (Meltzer, 2003: 538-541)<sup>18</sup>. El franco pudo flotar libremente desde mediados de 1937, y desde mayo de 1938 fue estabilizado en relación con la libra esterlina hasta el comienzo de la guerra<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Las reservas en oro del Banco de Francia, que a diciembre de 1934 frisaban los US\$ 5.450 millones, a diciembre de 1936 sucumbían a US\$ 2.995 millones (FRB, junio de 1939: 528).

<sup>18</sup> Aunque las tasas nominales podían revisarse y ajustarse día a día, no existía una clara percepción de la diferencia entre tasas nominales y reales de cambio. Entre noviembre de 1936 y febrero de 1937 las monedas europeas en el mercado de Nueva York se mantuvieron muy estables, lo cual contribuyó al optimismo de la época en relación con los efectos benéficos del Acuerdo. *RBR-111*, enero de 1937: 5.

<sup>19</sup> Yeager (1968: 320).

c. *Los fondos de estabilización cambiaria*

En numerosas experiencias nacionales el abandono del patrón oro estuvo seguido por la constitución de cuentas de cambio extranjero y fondos de estabilización. En el caso de la Gran Bretaña y de los Estados Unidos, sus respectivas monedas flotaron, primero, y luego fueron sometidas a la acción estabilizadora de dichos fondos. En relación con algunos países originalmente miembros del bloque de oro, desde el momento de la devaluación de sus monedas se prefirió echar a andar rápidamente la intervención de dicha clase de fondos para minimizar las oscilaciones cambiarias.

La Cuenta de Igualación Cambiaria se creó en Gran Bretaña en 1932 con recursos de deuda pública para ser operado por el Banco de Inglaterra bajo el control de la Tesorería. En los Estados Unidos el Fondo de Estabilización Cambiaria, creado en 1934 por la Gold Reserve Act, fue formado con parte (US\$ 2 000 millones) del mayor valor del oro resultante de la devaluación del dólar. En Francia buena parte de la ganancia en libras de la revaluación de las existencias de oro se destinó a la apertura del Fondo de Estabilización del Cambio<sup>20</sup>. Como en los tres países se impusieron restricciones a la convertibilidad de las monedas extranjeras en oro, los fondos de estabilización correspondientes se obligaron a comprarse a cambio de oro sus propias monedas adquiridas durante el día anterior (Gómez Naranjo, 1943; *RBR*-193, noviembre de 1943).

En los dos años anteriores a la guerra, el oro siguió concentrándose en los fondos cambiarios de los países acreedores, especialmente los Estados Unidos y Gran Bretaña; además, los movimientos internacionales del metal perdieron la vieja correspondencia automática con las transacciones comerciales, y escasamente con las de capital, cuando estas no podían atenderse fácilmente con giros sobre las divisas. La función de reserva de valor del oro mantuvo su vigencia, al tiempo que en la práctica se desvanecía la tradicional de patrón de valores (Midland Bank, 1938; *RBR*-129, julio de 1938: 237-241).

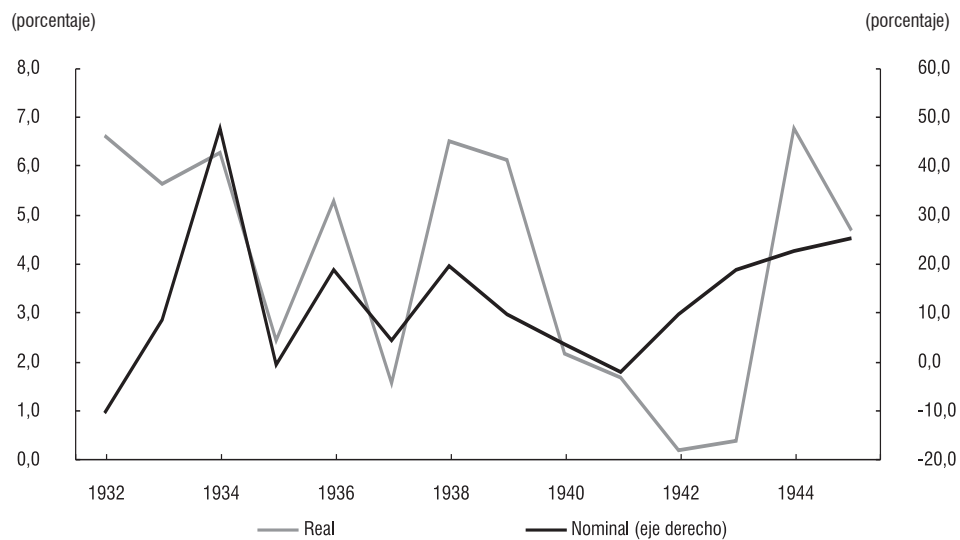
## II. EL CICLO ECONÓMICO EN COLOMBIA

### A. El crecimiento

Después de crecer en promedio al 6% entre 1932 y 1934, la economía creció al 4,5% entre 1935 y 1937, antes de brincar de nuevo a alturas superiores al 6% entre 1938 y 1939; como lo sugiere el Gráfico 3.8, este fue el preludio de un continuo descenso de las tasas anuales de crecimiento a partir de 1940, que se aproximaron una expansión nula entre 1942 y 1943; una vez más, en la antesala de la posguerra la economía volvió a crecer a una tasa cercana al 6% entre 1944 y 1945.

<sup>20</sup> Véase Anderson (1937; en *RBR*-119, septiembre); también, el artículo “Las revaluaciones monetarias de 1936” (*RBR*-120 de octubre de 1937: 343-345).

**Gráfico 3.8**  
**Crecimientos del PIB real y nominal, 1932-1945**



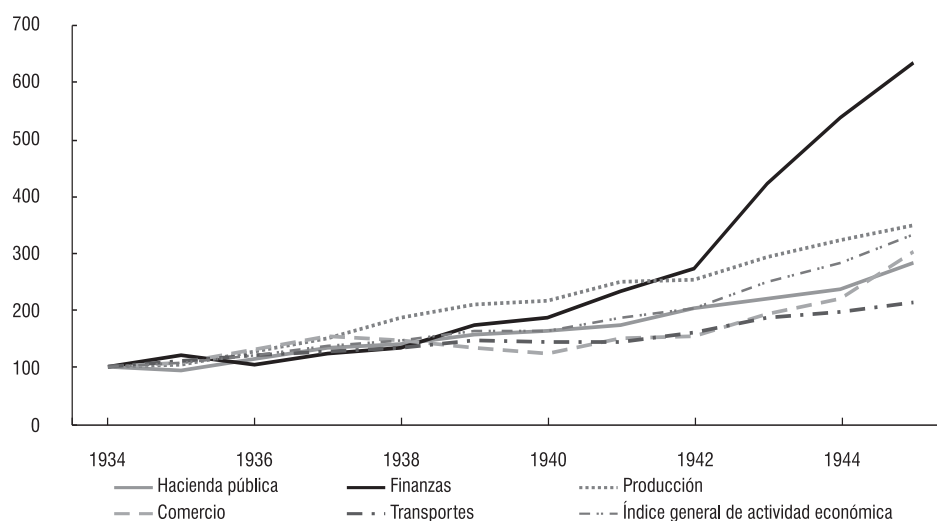
Fuentes: Cepal (1957) para las estimaciones del PIB; base: 1994 = 100, según las cuentas nacionales del DANE.

Desde mediados de los años treinta se había intentado construir indicadores agregados de la renta nacional (Lleras Restrepo, 1990a: 191-195; Lleras Restrepo, 1990b, tercera parte: 138-140). En la segunda mitad de los años cuarenta el Banco de la República comenzó a publicar sus primeras estimaciones de la renta nacional y de su composición sectorial<sup>21</sup>. El Gráfico 3.9 presenta las trayectorias del llamado índice general de actividad económica y de los índices sectoriales de la producción, el comercio, las finanzas, la hacienda pública y los transportes.

<sup>21</sup> En un artículo intitulado “El ingreso nacional”, la *Revista* informó acerca de los estudios sobre dicho tema iniciados por el Banco de la República en 1947:

Respecto de Colombia, el Banco de la República inició los trabajos preliminares del Ingreso Nacional desde el año de 1947, seleccionando de su personal de empleados a uno de los que consideró más capacitados para esta tarea y enviándolo a los Estados Unidos, en cuyo Departamento de Comercio y en contacto directo con los técnicos del Ingreso Nacional, hizo estudios y prácticas que lo han capacitado para organizar las labores correspondientes, las que ya están en marcha a cargo de nuestra Sección de Investigaciones Económicas, Grupo del Ingreso Nacional (*RBR-252*, octubre de 1948: 1170).

**Gráfico 3.9**  
**Índices de la actividad económica sectorial y general, 1934-1945**  
**(1934 = 100)**



Nota: el índice general de la actividad económica comprende los índices parciales de finanzas, producción, comercio, transportes y hacienda pública. A su turno, el índice parcial de finanzas está formado por los índices de medios de pago en circulación, de giro de cheques y de transacciones en la Bolsa de Bogotá. El índice parcial de producción está conformado por los índices de producción de azúcar, de cemento y de energía eléctrica. Igualmente, el de comercio comprende los índices de valor de las importaciones CIF, valor de las exportaciones de café, y transacciones de la feria de ganado de Medellín. Así mismo, el de transportes está formado por los índices de pasajeros por kilómetro y toneladas por kilómetro transportados por los ferrocarriles y cables aéreos, y por el índice de carga transportada por el río Magdalena. Finalmente, el índice de la hacienda pública comprende los de rentas y gastos nacionales.

Fuente: IGBR (1952).

Los índices alcanzaron niveles muy similares hacia mediados de los años treinta; luego, la mayor dinámica se concentró en los sectores de producción y de comercio, si bien el crecimiento de este último se rezagó durante la guerra. La economía recibió el impulso principal de parte de la producción y de las finanzas, y fue el crecimiento de este último sector el más sobresaliente desde mediados de la guerra. En contraste, fueron el comercio, la hacienda pública y los transportes los sectores más afectados durante el conflicto bélico.

## B. Los precios

Aunque no se disponía de un índice general de precios, las autoridades y los analistas contaban con algunos índices parciales para el seguimiento de la inflación. El Banco de la República y la Contraloría General de la República establecieron las bases estadísticas de dichos índices.

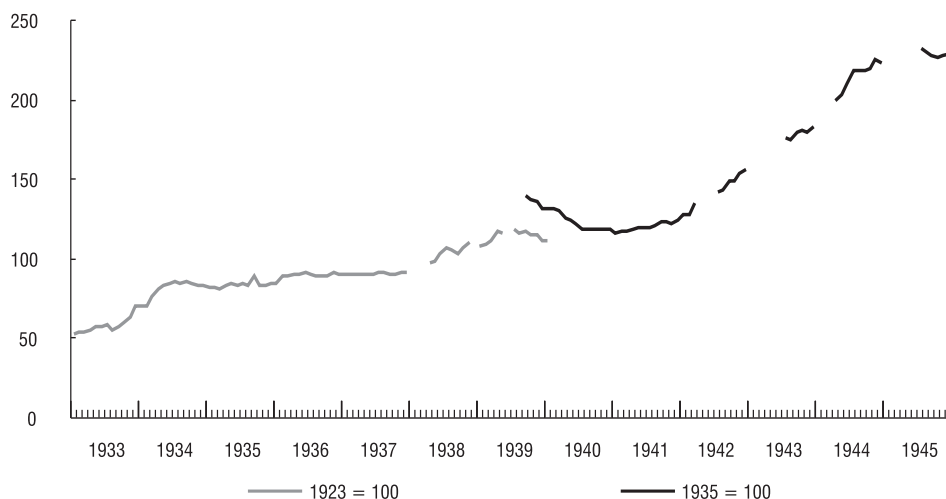
En el Gráfico 3.10 aparece la trayectoria de dos índices de precios construidos para expresar la evolución del costo promedio de algunos alimentos en el país, con base en la



información de algunas de sus principales ciudades<sup>22</sup>. El índice muestra distintas etapas en la evolución de los precios entre 1934 y 1945. En los años treinta, en el período comprendido entre las políticas inflacionistas de 1932 y 1933, y el comienzo de la guerra, el índice estuvo predominantemente en ascenso, con excepción de una parte de 1935 y todo 1937.

**Gráfico 3.10**  
**Artículos alimenticios de primera necesidad en el país, 1933-1945**

(índices de precios)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En relación con la evolución de los precios desde 1933 hasta principios de 1939 el ministro de Hacienda advirtió que, aunque no se disponía de un índice general de precios, era claro que a lo largo del último lustro se había experimentado un alza de precios: “Es claro que no puede negarse que, a partir de 1933, se desarrolla en el país un alza de precios, fácilmente perceptible en general, aunque no se la puede medir con relativa exactitud” (Lleras Restrepo, 1990, Parte I: 112).

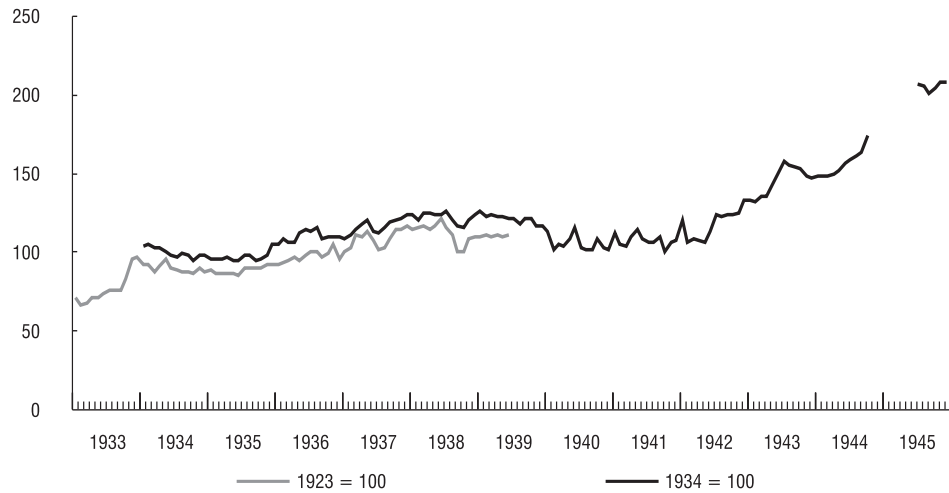
El índice descendió durante los dos primeros años de la confrontación bélica y luego creció empinadamente hasta 1945. Una evolución muy similar siguió otro índice registrado periódicamente en la *Revista*, el de los materiales de construcción en Bogotá (Gráfico 3.11).

<sup>22</sup> Índice de precios elaborado por el Banco de la República. Las ciudades fueron, en orden alfabético, Bogotá, Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cartagena, Cúcuta, Girardot, Ibagué, Manizales, Medellín, Neiva, Pasto, Pereira, Popayán, Santa Marta y Tunja. Con el tiempo se incorporó la información de Girardot y Honda. Los alimentos se clasificaban en tres grupos, a saber: granos (arroz, frijol, harina de trigo, maíz, café), productos de origen animal (carne de res, carne de cerdo, manteca, leche, huevos) y otros productos (panela, azúcar, plátanos, papas, yuca).



**Gráfico 3.11**  
**Materiales de construcción en Bogotá, 1933-1945**

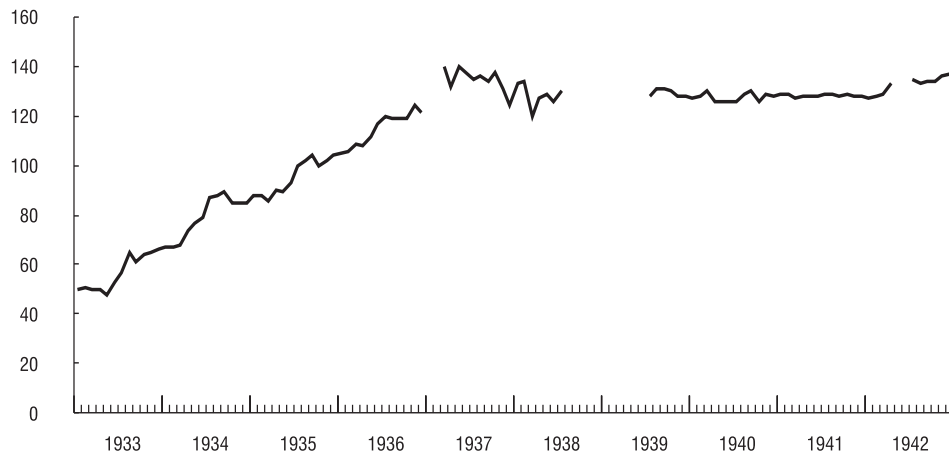
(índices de precios)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El índice de la Feria de ganados de Medellín, también periódicamente publicado por el Banco, muestra un tramo francamente ascendente hasta principios de 1937, y luego uno moderadamente descendente entre mediados de 1937 e igual época de 1938. Muy estable durante los dos primeros años de la guerra, su progresivo empinamiento ya se advertía a lo largo de 1942 (Gráfico 3.12).

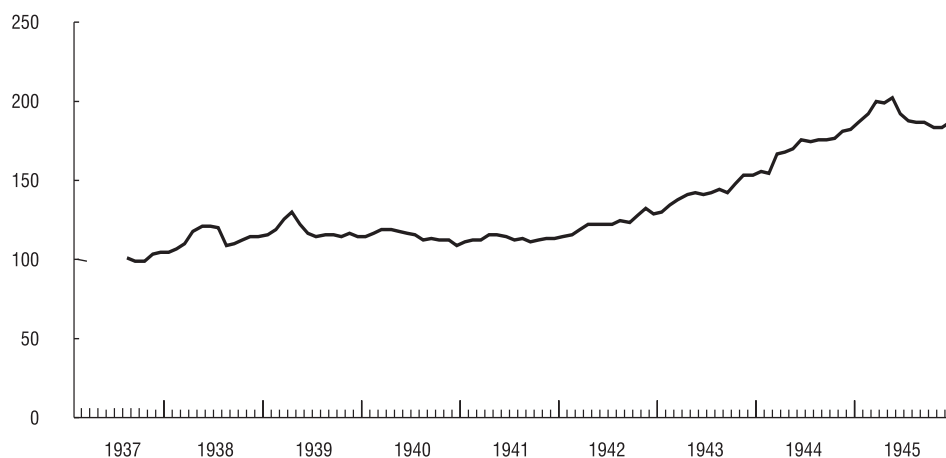
**Gráfico 3.12**  
**Índice de la Feria de ganados de Medellín, 1933-1942**  
**(1923 = 100)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La Contraloría General de la República asumió la construcción y publicación del llamado índice del costo de la vida obrera en Bogotá, cuyos trazos aparecen desde la iniciación de su cálculo en 1937 (Gráfico 3.13). Se advierte su descenso moderado a lo largo de los dos primeros años de las hostilidades internacionales, antes de iniciar su ascenso continuo hasta principios de 1945, al igual que se observó con los índices de alimentos en el país, y con el de los materiales de construcción en Bogotá.

**Gráfico 3.13**  
**Índice del costo de la vida obrera en Bogotá, 1937 (febrero) a 1945 (diciembre)**  
**(febrero de 1937 = 100)**

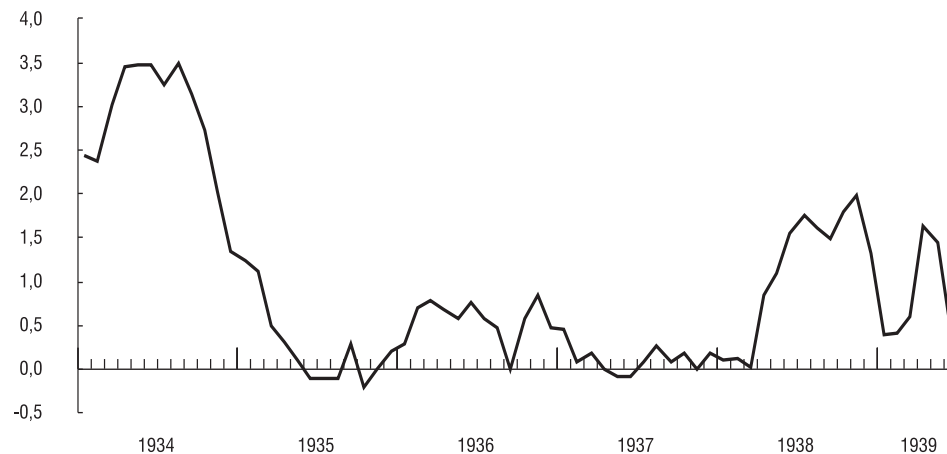


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En los dos primeros años del conflicto el índice de alimentos cayó en 10,7%, y el de materiales de construcción en 11,56%; en el mismo período, el del costo de la vida obrera en Bogotá disminuyó en 2,6%, y el de las ferias ganaderas de Medellín permaneció prácticamente constante. Entre 1942 y 1945 los índices se dispararon hacia arriba: el de alimentos en 83%, el de materiales de construcción en 93%, y el obrero lo hizo menos reciamente, en 65,6%. La fortaleza del ascenso de los precios se concentró entre 1942 y 1944, y cedió de manera sustancial en el caso de los alimentos y de la vida obrera, y con menor contundencia en el caso de los materiales de construcción. Así, el índice de alimentos pasó de crecer al 24,8% en 1943 y 22,4% en 1944 a solo el 2,23% en 1945; el de la vida obrera de 19,4% y 18,7% en 1943 y 1944 a solo 2,52% en 1945; y el de materiales de construcción de 11,1% y 29,7% en 1943 y 1944 a 8,83% en 1945.

En el Gráfico 3.14 se destacan varios episodios relacionados con los precios de los alimentos básicos: el ajuste de precios iniciado en el segundo semestre de 1934, cuando imperaban inflaciones mensuales del 3%, obró gradualmente hasta traducirse en inflaciones mínimas o aún negativas un año más tarde, en el segundo semestre de 1935, cuando en promedio la tasa de inflación fue nula.

**Gráfico 3.14**  
**Tasa de inflación: índice de precios de alimentos de primera necesidad en el país, 1934-1939 (junio)**  
**(1923 = 100)**



Nota: la variación porcentual mensual se calculó entre los promedios anuales mes a mes del índice de precios de los alimentos.  
 Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Los signos alentadores de la economía después de años de postración, pero también la dinámica inflacionaria acentuada en el segundo trimestre de 1934, fueron registrados por el editorialista en los siguientes términos:

No puede negarse que existe un principio de inflación monetaria, especialmente en algunas regiones en que han obrado especiales circunstancias, y que su influencia se está sintiendo en las transacciones comerciales, que han tenido buen movimiento; en las cotizaciones bursátiles, que se han mantenido firmes y en alza; en las operaciones de finca raíz y en las edificaciones, que siguen muy activas; en el costo de vida, cuyos índices muestran aumento constante; en el movimiento de las oficinas de compensación de cheques, cuyas cifras han doblado las correspondientes del año pasado, y en los mismos tipos de cambio exterior, que no obstante la favorable modificación que ha tenido la situación internacional, se mantienen elevados (RBR-79, mayo de 1934: 147; también, RBR-80, junio de 1934: 183).

La *Revista* reconoció que en aquellos meses había imperado una “alta cifra de la circulación monetaria” en atención a requerimientos ineludibles, como los gastos derivados de la defensa nacional, la recolección de la cosecha cafetera en los departamentos centrales y la compra del oro proveniente de explotaciones mineras, que por entonces se encontraban en plena expansión. Pero ante la eventualidad de un nuevo auge crediticio, la *Revista* reiteró el criterio del crédito productivo, asociado con la *real bills doctrine*, de amplio predominio en aquel momento:

Tal estado de cosas, sobre todo por el excesivo desarrollo que pueda tener, impone a los dirigentes de la banca y de las finanzas vigilante atención, para impedir que

llegue a extremos perjudiciales. Hay que evitar a todo trance que el crédito bancario, al volver a funcionar activamente, vaya a fomentar la especulación, como ocurrió en época anterior, procurando por todos los medios posibles, que él se destine exclusivamente al desarrollo estudiado y prudente del comercio, de la agricultura, de las industrias fabriles y extractivas (*RBR-79*, mayo de 1934: 147).

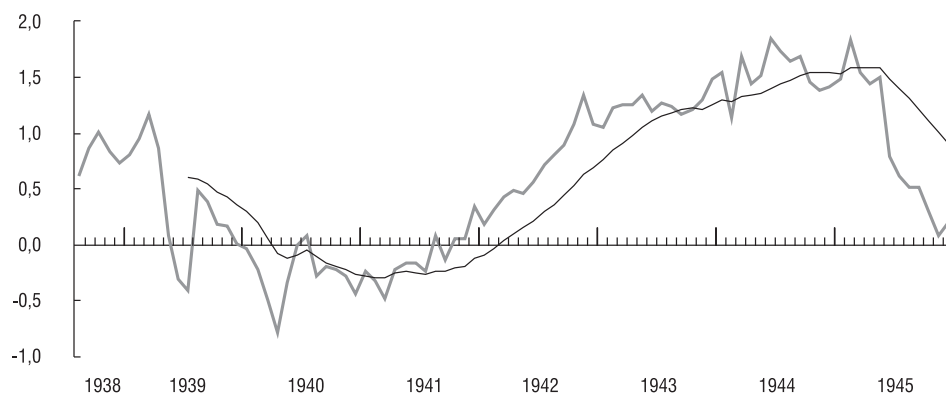
Y en el informe anual del Banco, al referirse al tema de la circulación monetaria, el gerente se expresó así: “Pasada ya la crisis y terminado el conflicto internacional, se impone una política de gran prudencia y de reajuste, si queremos evitar al país serias complicaciones para el futuro” (*RBR-84*, octubre de 1934: 335).

En los últimos meses de 1934 y primeros de 1935 el editorialista volvió a referirse a factores de incertidumbre, signos de parálisis en algunos sectores, y cierto comportamiento anárquico en los precios (*RBR-81*, julio de 1934: 219; *RBR-83*, septiembre de 1934: 299). La caída persistente de las cotizaciones del café en Nueva York en el segundo semestre de 1934 y su estancamiento en 1935 fue considerado por el Banco como “factor general de depresión” (*RBR-91*, mayo de 1935: 155; *RBR-94*, agosto de 1935: 263).

En 1936 la inflación mensual apenas rebasó el 0,5%, y en 1937 fue aún más baja, ya que escasamente sobrepasó el 0,1%. Otra cosa sucedió a partir del segundo trimestre de 1938 cuando las tasas de inflación comenzaron a elevarse mes a mes, arribando al 2% en noviembre, como preludio de tasas más bajas en 1939.

La tasa inflacionaria mensual, según el índice del costo de la vida obrera en Bogotá para el período de la guerra, es ilustrada en el Gráfico 3.15. Como puede observarse, entre mediados de 1939 e igual época de 1942 el promedio de dicha tasa fue negativo, aunque muy reducido. Una experiencia radicalmente distinta se vivió en los tres años siguientes. Entre mediados de 1943 y mediados de 1944 la tasa mensual promedio fue superior al 2%, y en adelante, hasta finales de 1945, inferior al 1%.

**Gráfico 3.15**  
**Tasa de inflación: índice del costo de la vida obrera en Bogotá, 1938**  
**(agosto)-1945**  
**(febrero 1937 = 100)**



Nota: la variación porcentual mensual se calculó entre los promedios anuales mes a mes del índice de precios de los alimentos.

Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Vistos los gráficos anteriores en conjunto, se revela una cercana correspondencia entre los índices de precios disponibles hasta el fin de la guerra y la trayectoria de las cotizaciones externas del café (la cual se exhibe más adelante). Para entonces los analistas ya reconocían el estrecho vínculo entre los precios del café en las plazas internacionales y los precios de los productos transados internamente; además, ya advertían la transmisión de mayores precios en los bienes importados a los bienes de la producción interna. Refiriéndose a la tendencia alcista de los precios desde 1933 y a su relación con la evolución de los precios cafeteros, el ministro de Hacienda se expresó en los siguientes términos a mediados de 1942:

Las causas de esta tendencia general de los precios son naturalmente complejas. Bajo el estímulo del aumento de los medios de pago en circulación, la tendencia al reajuste que comenzó a presentarse desde enero de 1933 ha seguido desenvolviéndose, y así, por ciertos aspectos, podría afirmarse que el alza de ahora es en parte la continuación de un movimiento que viene de atrás. Pero, sin duda, una de las causas que más está influyendo es la consistente en las altas cotizaciones del café. La correspondencia entre el precio de este producto y los restantes del mercado es, en efecto, una de las más marcadas características de la economía colombiana. [...] Es conocido también suficientemente el efecto que unas mercancías ejercen sobre el de otras, y en este sentido no puede descartarse el reflejo del encarecimiento de los artículos extranjeros sobre el valor de los de producción doméstica (Lleras Restrepo, 1990, Parte IIIb: 178).

Ya para mediados de 1942 los índices citados coincidían en señalar una rápida tendencia alcista de los precios. Desde mayo de dicho año la *Revista del Banco de la República* consignó en sus notas editoriales al menos un par de renglones acerca de la variación mensual en el índice del costo de la vida obrera en Bogotá, y con alguna frecuencia un comentario acerca de la trayectoria inflacionaria; este registro mensual de la inflación en el editorial carecía hasta entonces de antecedentes en la *Revista*.

En el año completo transcurrido entre mayo de 1942 y mayo de 1943 la tasa de inflación medida por el costo de la vida obrera en Bogotá fue del 17,1 %, ante lo cual el editorialista escribió que, “las cifras que dejamos anotadas demuestran claramente que ha seguido acentuándose la tendencia inflacionista que hemos venido señalando”. Además, señaló el gerente, “no se trata de un fenómeno propio de nuestro país, sino común a todas las naciones latinoamericanas”.

En el contexto institucional de la época, ¿a quién le correspondía adoptar una política antiinflacionaria? La respuesta la dio la *Revista* de manera explícita: “Para contrarrestar esta situación, el Gobierno nacional, investido por el congreso de facultades especiales, ha venido dictando una serie de medidas económicas y fiscales, de que hemos dado cuenta en esta publicación”<sup>23</sup>.

Al argumentar parte de dichas medidas ante el Congreso, el Gobierno se refirió a la necesidad de detener lo que llamó:

<sup>23</sup> Se refiere al suplemento de la *Revista* núm. 187 de mayo de 1943, publicado con el título de “Medidas fiscales y económicas del Gobierno”, el cual contenía dos proyectos, el llamado Plan Fiscal, convertido en la Ley 45 de 1942, y el Plan Económico en el cual se basó la Ley 7ª de 1943.

[...] Alza desmesurada de los precios producida por la disminución de nuestras importaciones, fenómeno que ha creado dos factores de encarecimiento: la escasez de mercancías y el aumento de las emisiones de billetes del Banco de la República como resultado de una balanza comercial crecientemente favorable. A estos dos factores económicos se agrega la insaciable especulación de muchos [...] <sup>24</sup>.

En consecuencia, al esbozar su Plan Económico, el Gobierno planteó la necesidad de establecer el control de precios y hacer más flexible el control de cambios que venía desde 1931. En decisiones posteriores, como el Decreto 1148 de 1943 (junio 10), el ejecutivo dispuso la constitución de depósitos a plazo en el Banco de la República por parte de bancos, empresas y personas naturales que reunieran ciertas condiciones económicas, con el propósito de moderar la expansión del dinero circulante.

En relación con las medidas extraordinarias del Gobierno, especialmente las del Decreto 1148, el Banco afirmó lo siguiente:

Las últimas de ellas y sin duda las más eficaces, están contenidas en el decreto legislativo de fecha 10 de este mes, [...] el cual dispone la elevación del encaje legal de los bancos y la formación de un fondo de reserva nacional, en oro y en divisas en dólares, destinado a hacer frente a las necesidades que habrán de presentarse al país a la terminación de la guerra. [...] (*RBR-188*, junio de 1943: 219).

A renglón seguido, el Emisor expresó su confianza en el buen suceso de las decisiones adoptadas por el ejecutivo, para el control monetario y la estabilidad cambiaria:

No hay duda de que estas acertadas medidas de previsión, que han sido aplaudidas por la mayoría de la opinión nacional, [...], a medida que se vayan poniendo en ejecución, tendrán resultados muy efectivos en la reducción del medio circulante y en el mantenimiento del cambio exterior, objetivos ambos que se han considerado como esenciales para conservar la estabilidad económica del país (*RBR-188*, junio de 1943: 220).

Tal confianza fue ratificada un mes después por el Banco de la República en las notas editoriales de la *Revista*, al afirmar que:

[...] las medidas adoptadas por el Gobierno para detener el movimiento inflacionista y mantener la estabilidad del cambio exterior, han empezado a producir resultados favorables. [...] ha podido observarse, después de muchos meses de constante aumento, descenso en los índices de diversos renglones económicos, tales como los medios de pago, el costo de la vida, el movimiento y cotizaciones bursátiles y el monto de los cheques cubiertos por los bancos” (*RBR-189*, julio de 1943: 261) <sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Exposición de motivos del Plan Económico (*RBR-187*, mayo de 1943, suplemento: 23).

<sup>25</sup> El Decreto 1148 fue modificado y adicionado por el 1304 de 1943 (3 de julio) y el 2579 de 1943 (23 de diciembre) (*RBR-195*, enero de 1944: 11).

La inflación pareció moderarse en el segundo semestre de 1943, pero volvió a agudizarse en el primero de 1944, de modo que un año después de adoptadas las determinaciones ejecutivas extraordinarias, la inflación entre mayo de 1943 y el mismo mes de 1944 llegó al 19,2%. El “éxito relativo” de dichas medidas parece haber consistido en haber conservado tasas de inflación semejantes a las de mediados de 1942, impidiendo que ellas se desbocaran; un año más tarde, en mayo de 1945, la inflación anual volvió a ser del 19,2%. A mitad de camino el Banco señalaba que el potencial impacto inflacionario de la entrada de reservas internacionales había podido moderarse “gracias a las medidas adoptadas por el Gobierno y a la prudente política de crédito seguida por el banco de emisión”. Citaba el editorialista que “el aumento de las reservas (de 362,7% entre abril de 1941 y abril de 1944) ha producido en su mayor parte el del medio circulante, pero este ha sido considerablemente inferior al de aquellas (102,8% en el mismo lapso)” (*RBR*-199, mayo de 1944: 171).

Pero a pesar del “éxito relativo”, la persistencia de la inflación hasta bien entrado 1945, y la agitación social que estaba provocando, llevaron a la *Revista* a dar cabida a expresiones como “ha seguido subiendo, en forma alarmante, el costo de la vida en todo el país” y “llamamos de nuevo la atención al sostenido aumento del costo de la vida en el país, que tan graves repercusiones está teniendo en la tranquilidad social” (*RBR*-209, marzo de 1945: 115; *RBR*-210, abril de 1945: 174).

Coincidiendo con el cierre del conflicto internacional, las tasas de inflación iniciaron su descenso en el segundo trimestre de 1945; la tasa de inflación para 1945 fue del 2,5%, comparada con el 18,75% para 1944, el 19,4% para 1943 y el 13,9% para 1942, año este en que se inició el ciclo inflacionario<sup>26</sup>.

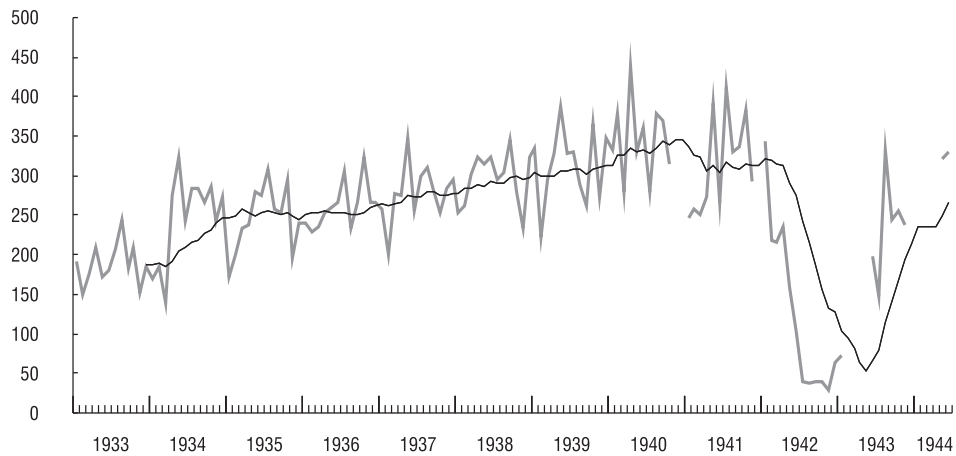
### C. El comercio exterior

Los indicadores del comercio exterior ocuparon siempre un lugar de primera línea en el seguimiento de la actividad económica. El comercio exterior expresado en miles de toneladas creció continuamente desde principios de 1934 hasta finales de 1940; se sostuvo durante 1941, se fue a pique a lo largo de 1942, y se recuperó hasta alcanzar niveles semejantes a los de 1941 en el curso de 1943 y 1944 (Gráfico 3.16).

<sup>26</sup> Si para calcular las tasas anuales de inflación no se toman los valores de final de año del índice, sino el promedio de los doce meses de cada año, las tasas de inflación serían las siguientes: para 1942, 8,67%, para 1943, 16,09%; para 1944, 20,12% y para 1945, 11,36%.

**Gráfico 3.16**  
**Comercio exterior, 1933 (enero) a 1944 (junio)**

(miles de toneladas)



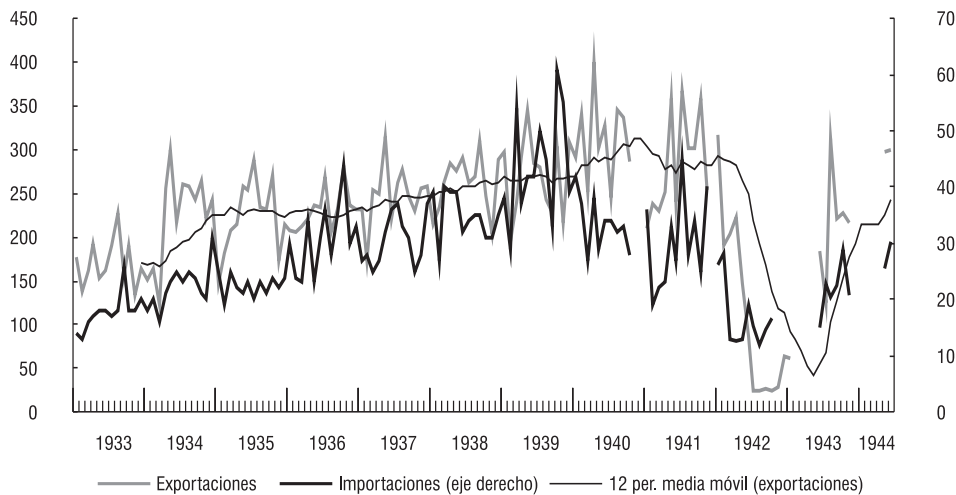
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 3.17 se presenta el volumen de comercio exterior por exportaciones e importaciones. En promedio, las importaciones representaron escasamente un 10% del comercio total, con excepción del segundo semestre de 1942, cuando debido a la caída de las exportaciones la participación de aquellas se elevó excepcionalmente al 40% del volumen de comercio.

**Gráfico 3.17**  
**Comercio exterior: exportaciones e importaciones, 1933 (enero) a 1944 (junio)**

(miles de toneladas)

(miles de toneladas)

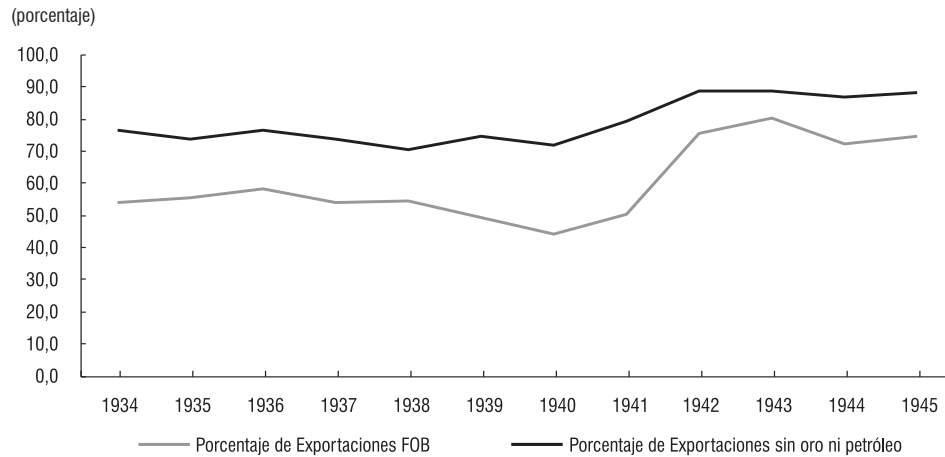


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).



Entre 1934 y el estallido de la guerra, el café representó alrededor del 75% de las exportaciones, si se excluyen las de oro y petróleo. Durante las hostilidades, dicha participación se elevó a un porcentaje cercano al 90% (Gráfico 3.18).

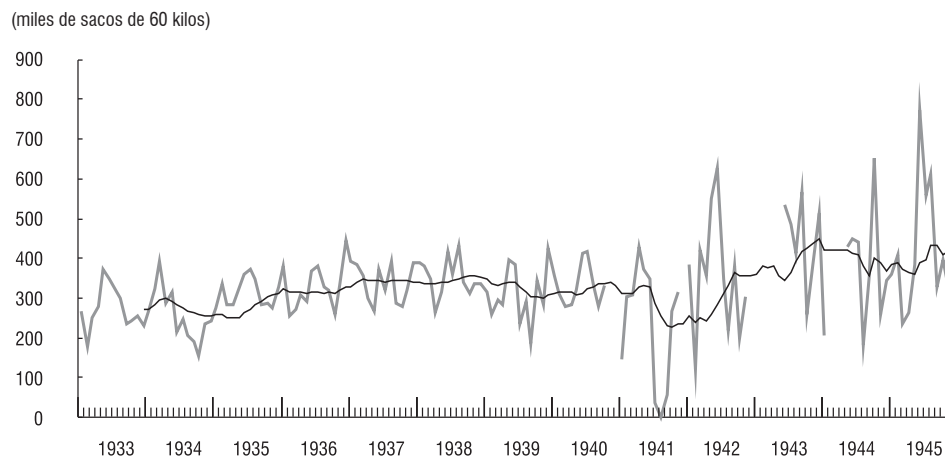
**Gráfico 3.18**  
**Exportaciones de café, 1934-1945**  
**Exportaciones totales, sin incluir oro ni petróleo**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 3.19 se presenta la evolución de las exportaciones físicas de café. Entre 1935 y 1940 el valor medio de las exportaciones mensuales de café fue de 329 sacos de 60 kilos, con un coeficiente de variación del 13%. Al colapso de las exportaciones en 1941 y la recuperación en los siguientes dos años, siguió un período de exportaciones medias más altas que en el pasado (de 413 sacos de 60 kilos por mes), pero también con una mayor volatilidad del orden del 27%.

**Gráfico 3.19**  
**Exportaciones de café, 1933 (enero) a 1945 (diciembre)**  
**(media móvil: doce meses)**

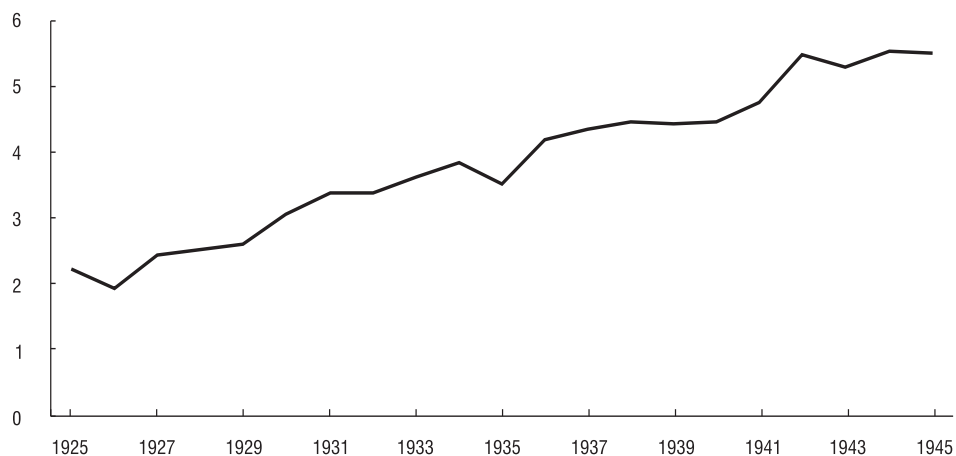


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La producción cafetera se multiplicó por 2,5 veces entre 1925 y 1945, pero sus crecimientos anuales fueron muy desiguales, e incluso se presentaron caídas en 1926, 1935, 1939 y 1943. Con el pacto internacional de cuotas, instaurado en 1940, la producción cafetera prácticamente se estabilizó a partir de 1942 (Gráfico 3.20).

**Gráfico 3.20**  
**Producción cafetera de Colombia, 1925-1945**

(millones de sacos)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros (FNC, 1946: 53).

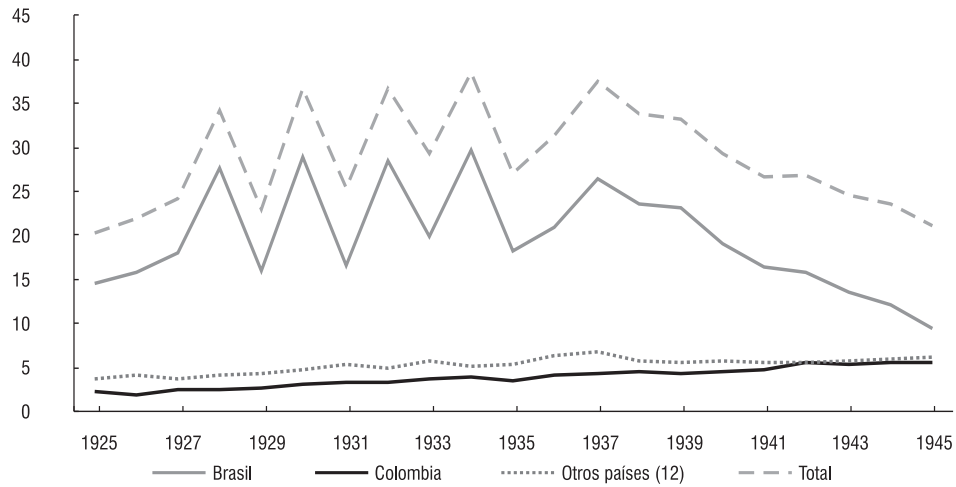
La experiencia colombiana durante estas dos décadas debió consultar de manera permanente la evolución de las políticas cafeteras de Brasil que, después de una cosecha inusitada en el año cafetero 1926-1927, facilitaron otras tres cosechas de proporciones extraordinarias y consecutivas que marcaron el perfil de la producción en el continente.

El programa brasilero de valorización y defensa permanente del café (1921-1929), sostenido por el Instituto Paulista del Café, alimentó la expectativa de que la producción cafetera del país encontraría mercados a precios remuneradores, sin importar los volúmenes alcanzados por las cosechas. Al amparo de dicha política también progresó la producción cafetera en el resto del continente, así como en África y Asia. Tras el colapso financiero del Instituto Paulista y de su plan de valorización, siguieron nuevos programas de sustentación de precios manejados primero, por el Consejo Nacional del Café, y luego por el Departamento Nacional del Café. Una de las acciones más dramáticas adelantadas por estas instituciones desde 1931 hasta 1944 fue la destrucción de ingentes cantidades de café: a lo largo de dicho período se quemaron 78,2 millones de sacos, de los cuales 64,9 millones, o sea, el 83 %, fue destruido antes de la guerra (Peláez y Suzigan, 1976: 263 y ss).

El ajuste de la producción en Brasil solo se produjo a partir de 1937 con cosechas progresivamente menores, de manera que para 1945 su nivel fue similar al alcanzado en 1920. Precisamente, en 1945, la producción conjunta de Colombia y la de los otros países productores de cafés suaves superaron a la del Brasil (Gráfico 3.21).

**Gráfico 3.21**  
**Producción cafetera de América Latina, 1925-1945**

(millones de sacos)

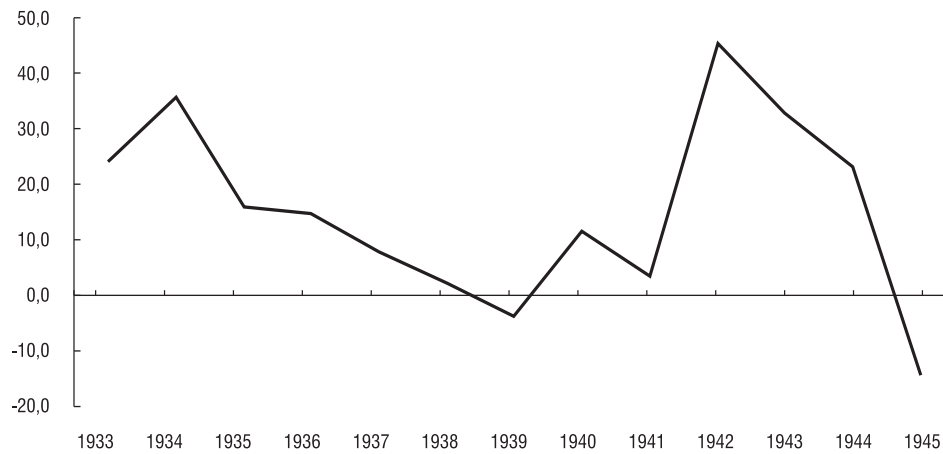


Fuente: FNC (1946: 53).

En el Gráfico 3.22 se exhibe la trayectoria anual de la balanza comercial como porcentaje de las exportaciones. El saldo excedentario de la balanza, después de haber representado el 36% de las exportaciones en 1934, se extinguió de manera progresiva hasta alcanzar cifras mínimas, pero negativas en 1939. Luego, en 1942 subió súbitamente del 3% al 45% de las exportaciones, como preámbulo de un nuevo colapso entre 1943 y 1945, el cual mostró de nuevo cifras negativas.

**Gráfico 3.22**  
**Balanza comercial, 1933-1945**

(porcentaje de las exportaciones)



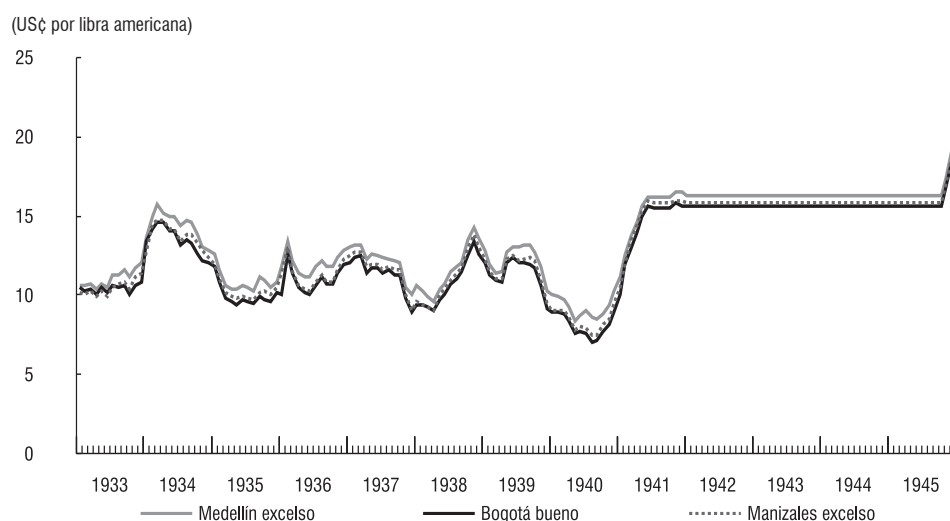
Fuente: RBR (varios años).

## D. El precio del café

### 1. Los precios externos e internos del grano

Las trayectorias seguidas por los precios externos e internos del café entre 1933 y 1945 aparecen en los gráficos 3.23 y 3.24, respectivamente<sup>27</sup>. El Manizales Excelso o tipo básico colombiano alcanzó un precio promedio de US¢12,83 por libra americana, con una volatilidad del 19%. Si solamente se considera el lapso transcurrido hasta la iniciación del Pacto Cafetero Internacional en octubre de 1940, la cotización media fue de US¢11,11 por libra, con una volatilidad del 12%. Estos precios resultaron inferiores a los alcanzados durante la depresión de 1930-1932 (US¢14,31) y muy lejanos de los obtenidos durante el auge de 1925-1929 (US¢25,93). El precio conseguido bajo el Pacto, de US¢15,87 por libra, fue apenas superior en 10% a la cotización media recibida durante la depresión.

**Gráfico 3.23**  
**Cotizaciones externas del café colombiano en el mercado de Nueva York, 1933-1945**



Fuente: (FNC, 1946).

El seguimiento de los precios del café, tanto externos (corresponsalía mensual desde Nueva York) como internos (principalmente en la plaza de Girardot) constituyó un apartado permanente de las notas editoriales de la *Revista*. Además, en sección independiente se reproducía el texto de la corresponsalía neoyorquina. El editorialista comúnmente se refería al comportamiento reciente de los precios de los suaves colombianos

<sup>27</sup> Desde la primera edición de la *Revista* del Banco de la República, en noviembre de 1927, el editorialista se refirió a las cotizaciones del “Medellín Excelso”, y desde la segunda, a las del “Bogotá Bueno”.

y del brasilero conocido como contrato D o Santos 4<sup>28</sup>. Las diferencias de precios entre el café Manizales y el Santos 4, antes de la guerra, que servían de referencia para los comentarios en la *Revista*, se presentan en términos anuales en el Cuadro 3.6.

**Cuadro 3.6**  
**Cafés Manizales y Santos 4: promedios de precios del café disponible en Nueva York, 1925-1939**

Años	(1) Manizales	(2) Santos 4	Diferencia (1) - (2)
1925	27,93	24,26	3,67
1926	28,54	22,13	6,41
1927	25,08	18,47	6,61
1928	27,26	22,94	4,32
1929	22,81	21,84	0,97
1930	17,24	12,88	4,36
1931	15,55	8,75	6,80
1932	11,35	10,59	6,76
1933	10,46	9,12	1,34
1934	13,70	11,11	2,59
1935	10,26	8,88	1,38
1936	11,26	9,45	1,81
1937	11,60	11,04	0,56
1938	10,97	7,66	3,31
1939	11,66	7,41	4,25

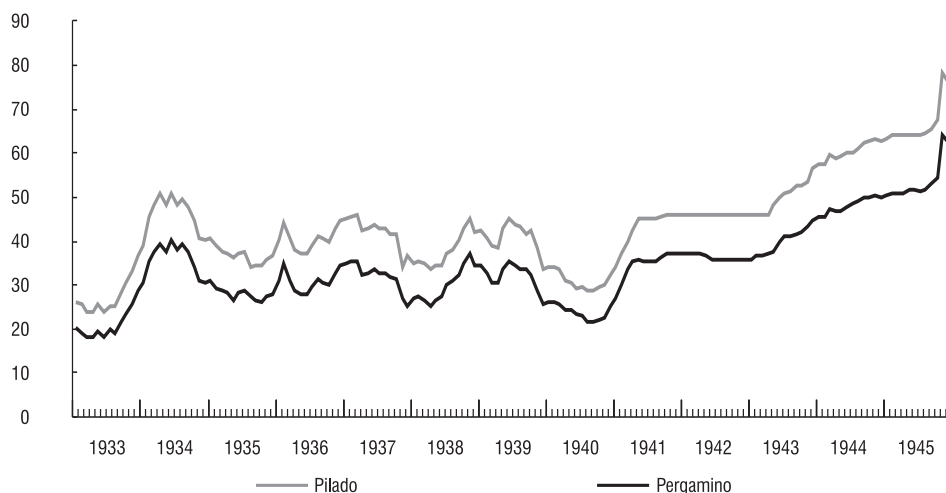
Fuente: FNC (1941: 485)

Los precios internos del café en el mercado de Girardot de las clases pilado y pergamino fueron en promedio de \$43,7 y \$34,4 por carga de 125 kilos, con una volatilidad del orden del 20% en los dos casos. El comportamiento de las trayectorias de los precios externos e internos fue muy similar a lo largo del período, pero difirió abiertamente entre junio de 1943 y octubre de 1945, cuando los internos crecieron de manera persistente al tiempo que los externos permanecían sin modificación (Gráfico 3.24).

<sup>28</sup> En la sección habitual de la *Revista*, “El mercado del café en Nueva York”, además de las obligadas referencias estadísticas acerca de las entradas de café a los Estados Unidos, de las entregas para el consumo y del estado de las existencias en dicho país, entre otros temas, se trataban siempre las condiciones de los mercados tanto al contado como a futuro, y de la evolución de los tipos básicos de mayor referencia, como el Río 7, el Santos 4, y los suaves colombianos: Medellín y Manizales.

**Gráfico 3.24**  
**Precios internos del café en el mercado de Girardot, 1933-1945**

(pesos por carga de 125 kilos)



Fuente: (FNC, 1946).

## 2. Elementos de política cafetera después de la Depresión

Al iniciarse el auge de precios externos del café en 1925, la participación del café colombiano en el consumo mundial era de 8,99%, y ya para 1933 era muy superior, del 14,57%, de modo que se había abierto paso en el consumo durante los años de auge y depresión. Esta evidencia contribuyó a fortalecer la idea de que los suaves colombianos, por su calidad, tendrían ganada una posición en el mercado. Pero no todas eran certezas. También había incertidumbres sobre el futuro, en gran parte provenientes de los eventos cafeteros en Brasil. Así, a principios de 1933 reinaba, primero, la expectativa acerca de cuál sería el desenlace de la disputa en dicho país entre quienes propugnaban por seguir con un esquema de sustentación de precios basado en restricciones a la salida del grano y en la destrucción de existencias, y quienes abogaban por el restablecimiento del libre mercado y, luego, de lo que podría ocurrir una vez la política cafetera quedó en manos oficiales (*RBR-63*, enero de 1933: 5. *RBR-66*, abril de 1933: 121).

Las cotizaciones en Nueva York crecieron de manera sostenida a partir de noviembre de 1933 hasta abril de 1934, tendencia que con cierto rezago fue reiterada por los precios internos: el Manizales llegó a cotizarse a US¢14,72 la libra en abril, cuando exactamente un año antes se había cotizado a US¢9,87. Durante este lapso de ascenso de los precios, la posición estadística de los suaves fue favorable y, aunque no con la misma contundencia, pareció que por fin la devaluación del dólar podía estar ejerciendo algún efecto en los precios cafeteros<sup>29</sup>. Así mismo, los anuncios brasileños de continuar con la destrucción de sus

<sup>29</sup> Una reiterada explicación de por qué los precios cafeteros no reaccionaban al unísono con otras mercancías en los Estados Unidos era que se trataba de un mercado de compradores, en el que los tostadores ejercían un poder predominante sobre la fijación de los precios.

excesos de producción, que ya para entonces era muy significativa, mantuvo la fortaleza del ascenso de los precios<sup>30</sup>. Finalmente, la intervención en el mercado de la Federal Farm Board fue un factor adicional para que el mejor sentimiento del mercado se transformara en franca reacción<sup>31</sup>.

A pesar de los elementos favorables citados, el problema de fondo persistía, a saber: el exceso sustancial de la producción sobre el consumo. En relación con este contraste, el gerente insistió en que deberían formalizarse tratados comerciales que abrieran nuevos mercados a los productores cafeteros:

[...] conviene tener en cuenta que esta favorable situación es apenas una tregua, desde que la capacidad productora del Brasil siga por encima de las necesidades del consumo, y que esta tregua debería aprovecharse activamente por los Gobiernos de los países cafeteros para gestionar los necesarios tratados comerciales que aminoren los enormes gravámenes que tiene el café en la mayor parte de las naciones consumidoras, y abran al grano nuevos mercados, única forma de equilibrar de manera estable la demanda y la oferta del artículo (*RBR-77*, marzo de 1934: 76).

Los augurios de cotizaciones altas no perseveraron por mucho tiempo, ya que, luego de un semestre de precios ligeramente a la baja, se inició un franco descenso que vino a ceder solamente a mediados de 1935. En efecto, el Manizales, que había logrado cotizarse a US\$13,78 la libra en septiembre de 1934 descendió hasta US\$9,66 en agosto de 1935. En sus notas mensuales acerca del mercado cafetero neoyorquino la *Revista* reconoce la favorable posición estadística de los distintos tipos de café, pero así mismo destaca repetidamente el efecto depresivo de la economía de los Estados Unidos, parcialmente compensado por la política de sustentación brasilera. Ya a fines del primer trimestre de 1935 la *Revista* registra actitudes vacilantes en el Brasil que generaron incertidumbre y precipitaron nuevos descensos en las cotizaciones:

Indudablemente la incertidumbre en la política cafetera del Brasil es la principal responsable de la desmoralización del mercado, que por otra parte presenta características que deberían afirmarlo, como la situación estadística, que es muy favorable, y la escasez de abastos de los tostadores, que según noticias es la mayor registrada (*RBR-89*, marzo de 1935: 80)<sup>32</sup>.

<sup>30</sup> En relación con este factor del mercado, el editorialista señaló: “La destrucción de café en el Brasil, aunque un tanto atenuada en el mes de diciembre pasado, elevó a 7.740.000 sacos la cantidad destruida del 1º de julio al 31 de diciembre de 1933. El total de café desaparecido desde que se inició esta acertada política, cuyos resultados estamos palpando, montaba el 21 de diciembre último a 26.065.000 sacos”. La cifra era de gran relevancia, ya que para entonces la Bolsa de Café y Azúcar de Nueva York había revelado que las existencias mundiales de café al 1 de noviembre de 1933 llegaban a 24.724.724 sacos (*RBR-75*, enero de 1934: 5 y 6).

<sup>31</sup> La Federal Farm Board tenía cierta capacidad para rechazar las ofertas de compra de sus existencias por parte de los tostadores (*RBR-76*, febrero de 1934: 41).

<sup>32</sup> Con renovado énfasis volvió a criticar el editorialista la actitud brasilera:

“Indudablemente, las vacilaciones del Brasil respecto a su política cafetera es el principal factor que mantiene el mercado del grano en un estado de incertidumbre y debilidad que dura ya casi cinco meses. Parece que existe un desacuerdo entre los miembros del Congreso de aquel país respecto a tal política; pero como el Gobierno ha declarado su propósito de mantener la orientación que en la materia ha traído, puede esperarse que esa será la tendencia que predomine y que a esa decisión se llegue pronto [...]” (*RBR-90*, abril de 1935: 121).

Unos meses más tarde el Banco volvió sobre la controversia interna del Brasil acerca de sus opciones de política:

No acaba el Brasil de decidirse respecto a la política cafetera que adoptará, y por tanto continúa la incertidumbre en los mercados consumidores. El congreso de cafeteros reunido en Río de Janeiro en estas últimas semanas ha hecho al Gobierno de dicho país varias sugerencias sobre la política que debe adoptarse, y todas ellas parecen encaminadas a que se renueve la intervención en el mercado, para destruir no menos de cuatro nuevos millones de sacos, sea de las actuales existencias, sea de la cosecha próxima. Se ha pedido la supresión del departamento nacional del café; el establecimiento de una cuota de sacrificio; la supresión o reducción del impuesto de 15 chelines por saco. Pero sobre este último punto el Gobierno ha ratificado sus declaraciones adversas (*RBR-91*, mayo de 1935: 157).

La *Revista* siguió con minucia los desarrollos posteriores de la política cafetera en el Brasil. Una nueva conferencia cafetera celebrada en Río de Janeiro en julio recomendó el mantenimiento del impuesto de exportación y el retiro del mercado del excedente de la cosecha anterior, de cuatro millones de sacos (*RBR-93*, julio de 1935: 229). En el mes siguiente el mercado dio “señales de estar volviendo a la vida” como lo señalaran los corresponsales de la *Revista* en Nueva York (*RBR-95*, septiembre de 1935: 304). El Departamento del Café resolvió atender la recomendación de los cafeteros de comprar los cuatro millones de sacos y su destrucción se adelantó en febrero de 1936. La reacción de las cotizaciones no se hizo esperar, alentada por el surgimiento de otros factores, como el anuncio de una cosecha limitada y de calidad inferior en el Brasil, y de brotes inflacionarios en los Estados Unidos. Según los corresponsales, “algunos observadores consideran que el café salió al fin de las postración, y están esperando una sostenida tendencia al alza, al menos por algún tiempo (*RBR-100*, febrero de 1936: 45). Para entonces reinaba un optimismo no registrado en los últimos tres años; así lo demuestran los corresponsales en su misiva al Banco en febrero de 1936:

El mercado en el mes pasado ha estado fuerte y activo. Los futuros han subido de 41 a 89 puntos y los disponibles de 1 a 2 centavos. Los negocios estuvieron muy activos y tuvieron un volumen en la bolsa el más alto desde julio de 1933 con muy buena demanda para el café en mano. El interés excepcional que los tostadores han desplegado en el mercado se revela en las entregas de cafés de Colombia y del Brasil, que alcanzaron una nueva cúspide de 1.300.000 sacos. Aunque se considera generalmente que el consumo ha aumentado, se cree que buena parte de lo comprado ha ido a reforzar las existencias invisibles que, hasta hace muy poco, estaban por debajo de lo normal. Indicios de que las existencias de café en el Brasil están mermando, principalmente por la destrucción del grano, a un punto en que están ya cerca de lo normal, animan a los negociantes a comprar por anticipado y a mantener mayores existencias (*RBR-100*, febrero de 1936: 45).

Las ventas de disponibles y las transacciones a futuro volvieron a agitarse a mediados del año, cuando Brasil anunció una cuota de sacrificio del 30% de las próximas tres cosechas (*RBR-105*, julio de 1936: 233). La respuesta de los precios al alza se produjo,



según el editorialista, “a pesar de la desesperada resistencia que a ella han venido oponiendo los fuertes tostadores” (*RBR*-105, julio de 1936: 233). Una vez más, en el tercer trimestre del año, el mercado neoyorquino se vio expuesto a presiones bajistas que, de acuerdo con la *Revista*, solo se explicaban “por la tenaz campaña que para deprimir el mercado han emprendido fuertes entidades interesadas en el negocio, con el propósito de llevar las cotizaciones a un nivel que les permita obtener barata la provisión del grano que necesitan hacer para la estación de mayor consumo que ya ha entrado” (*RBR*-108, octubre de 1936: 345).

Tales eran las condiciones en el mercado internacional al reunirse en Bogotá la Conferencia Internacional del Café<sup>33</sup>. Una de las tesis que sustentó la convocatoria de la reunión fue la de la urgencia de un acuerdo de productores. Así lo plantearon Alfonso López Pumarejo, presidente de Colombia, y Eurico Penteado, delegado del Brasil y presidente de la conferencia. Según López,

Una larga experiencia nos ha venido a enseñar que ninguno de los países productores de café gozan de condiciones tales de independencia para la distribución del suyo que lo sitúe en posición privilegiada ante el mundo consumidor. La falta de concordancia y de colaboración deja a unos y a otros, sucesivamente, en buenas o malas condiciones, con perjuicio o beneficio inmediato de los demás; pero en detrimento constante del grupo productor, que sufre una notable disminución de precios que podrá aminorarse muchas veces sin esfuerzos excepcionales. Seguir pretendiendo aprovechar, cada uno por su cuenta, las alternativas del mercado internacional, en vez de procurar un acuerdo de productores, como existe tácitamente el de los compradores, sin intentar siquiera el estudio de un posible plan de defensa colectiva, no parece lo mejor aconsejado<sup>34</sup>.

A su turno, Penteado destacó que,

No nos presentamos aquí como ásperos competidores —que en realidad no lo somos— sino como representantes de grandes intereses que no deben chocar, con perjuicio para todos, y que es fácil armonizar para una acción cooperativa, inteligente, que dará resultados generales, excelentes e inmediatos<sup>35</sup>.

La conferencia acordó la creación inmediata de la Oficina Panamericana del Café, con sede en Nueva York, así como la organización de instituciones de defensa en todos los países productores que carecieran de ellas, y la adopción de una política común para la defensa de los precios. Igualmente, se consideró que todos los productores deberían participar en los esfuerzos que hasta el momento había venido realizando “aisladamente el Brasil para mantener el equilibrio de los precios, con sacrificio de parte de sus cosechas” (*RBR*-108, octubre de 1936: 351). Un tema capital fue el de la definición de precios mínimos para el Santos 4 y el Manizales, con la idea de mantener entre ellos una diferencia

<sup>33</sup> El evento fue realizado por iniciativa de la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia presidida en ese entonces por Alejandro López I. C. Asistieron delegados de Brasil, Colombia, Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua y Venezuela (*RBR*-108, octubre de 1936: 349).

<sup>34</sup> La Conferencia Internacional del Café (*RBR*-108, octubre de 1936: 350).

<sup>35</sup> La Conferencia Internacional del Café (*RBR*-108, octubre de 1936: 350).

no menor de US\$1,5 por libra; estos fueron los términos del acuerdo sobre paridades de precios convenido entre el Departamento Nacional del Café del Brasil y la Federación de Cafeteros de Colombia en Nueva York en diciembre de 1936 (Lleras Restrepo, 1983: 240).

La reunión de Bogotá vino a fortalecer de inmediato la tendencia alcista de las cotizaciones, a pesar de las presiones bajistas ejercidas por los compradores; sin embargo, hacia finales de 1936 los tostadores volvieron al mercado para reabastecer sus existencias, aceptando los nuevos niveles de precios del café crudo; de hecho, para principios de 1937 las casas distribuidoras ya publicaban precios más altos para el café tostado (*RBR*-109, noviembre de 1936: 384; *RBR*-110, diciembre de 1936: 420; *RBR*-111, enero de 1937: 5).

El de 1937 fue un año cargado de inquietudes y, finalmente, de crisis en el ámbito cafetero internacional, en el cual primaron las decisiones adoptadas por Brasil, donde se prohicieron tácticas para elevar el precio del grano, como la de crear escaseces en la plaza neoyorquina, que entre otros efectos, tuvo el de forzar los precios por encima de la paridad con los suaves y, en el caso colombiano, el de igualar la cotización del Santos 4 y la del Manizales. Para entonces, la intervención que debía realizarse en Colombia para mantenerse dentro del acuerdo de paridades, ante cambios internacionales como el citado, así fueran transitorios, no era viable por la carencia de infraestructura de almacenamiento y de la financiación requerida. En este contexto, a partir de febrero las cotizaciones perdieron fortaleza, en especial las relacionadas con los suaves; además, la situación fue aprovechada por los compradores para limitar la magnitud de sus operaciones en la medida en que lo permitieron sus reservas, y así presionar los precios a la baja (*RBR*-113, marzo de 1937: 76. *RBR*-117, julio de 1937: 228).

Entre marzo y abril las cotizaciones internas sufrieron un brusco desplome. El café pilado en Girardot pasó de \$46 a \$42,4 y el pergamino de \$35,6 a \$32<sup>36</sup>. Para robustecer la capacidad financiera de la FNC, la Ley 41 de 1937 elevó a 25 centavos el impuesto por saco exportado de 70 kilos; hasta entonces el impuesto era de 10 centavos, vigente desde 1927 (Ley 76), y era prácticamente el único ingreso del gremio cafetero. También, se autorizó la prórroga por un año del impuesto a los giros sobre las ventas de café (*RBR*-115, mayo de 1937: 147). Además de los dos impuestos, al Banco de la República se autorizó para formalizar con la FNC las operaciones de crédito necesarias para la suficiente y adecuada financiación de la defensa del café, recibiendo como garantía los tributos mencionados (Lleras Restrepo, 1983: t. I, p.274). La discusión parlamentaria correspondiente y la controversia pública en relación con la política de intervención de la FNC facilitaron que uno de los temas de discusión fuera el de las operaciones en el mercado de futuros (Lleras Restrepo, 1983: t. I, p.245).

De la Conferencia Panamericana del Café, a reunirse en la Habana en agosto de 1937, se esperaba una salida a las incertidumbres reinantes sobre el futuro de la industria.

<sup>36</sup> Los alcances de la intervención de la FNC fueron puestos en cuestión, por lo que su gerente, Alejandro López I. C. renunció. La notas editoriales de mayo de 1937 se iniciaron así:

La baja en los precios del café, que en nuestra anterior reseña registramos, siguió acentuándose en la primera parte del período que reseñamos hoy, lo que naturalmente provocó gran agitación en el país y polémicas acaloradas en el parlamento y en la prensa alrededor de la política seguida por la Federación Nacional de Cafeteros (*RBR*-115, mayo de 1937: 147).

Al tiempo que se adelantaba dicha reunión, el editorialista anotó que “parece que los temas principales que en ella se tratan sean la propaganda conjunta por los países productores del grano y la reglamentación de la oferta, por el sistema de cupos de exportación u otros análogos” (*RBR*-118, agosto de 1937: 264). Los resultados no correspondieron a las moderadas expectativas sobre la conferencia; se acordó que habría un impuesto de US\$5 por saco exportado para financiar la propaganda del café en los Estados Unidos, y se vetó la exportación de café inferior al tipo número 8 por parte de los países signatarios. Los temas centrales de paridad de precios y cuotas de exportación no hicieron parte de lo acordado, pero se asignó dicha tarea a la Oficina Panamericana del Café en Nueva York, con un plazo de sesenta días (*RBR*-119, septiembre de 1937: 300-301). Tales conversaciones no prosperaron, y Brasil anunció una nueva política cafetera:

Considerando la necesidad de conciliar la situación del café brasilero con la de otros países competidores para dar así la posición justa en el negocio de exportaciones y considerando que dicha conciliación es imposible por medio de cuotas de exportación y de paridades de precios con otros países, el Gobierno resolvió basar su política interna relativa al café en el sentido de abierta competencia<sup>37</sup>.

En cosa de pocos días se produjo el cambio de política cafetera en el Brasil y la sustitución del régimen institucional de Gobierno en dicho país inaugurado con el nombre de Estado Novo. La ocurrencia cercana de los dos eventos acrecentó el clima de incertidumbre en el ámbito cafetero y dio lugar a nuevas medidas de política económica. El editorialista se refirió a la confusión reinante en los siguientes términos:

No está todavía definida claramente la relación que este acontecimiento (el cambio de Gobierno) tenga con la política cafetera del Brasil, por más que se considere que ha de tenerla y muy considerable. En todo caso, él ha venido a agravar el trastorno profundo que ya existía en el mercado de café, produciendo una fuerte baja en los precios, que alcanzaba a más de dos centavos por libra para las clases colombianas y a más de tres para las del Brasil (*RBR*-121, noviembre de 1937: 376).

En efecto, los dos últimos meses de 1937 debieron contemplar una caída vertical de los precios. El Medellín Excelso pasó de US\$12,04 en octubre a US\$10,07 en diciembre, y el Manizales Excelso de US\$11,61 a US\$9,08 en el mismo lapso.

La incertidumbre tuvo sus repercusiones en los mercados de cambios y de dinero, según lo registró la *Revista*: “[Se] produjo una inusitada actividad en las solicitudes de cambio exterior al Banco de la República y la consiguiente disminución en las reservas de oro de la institución (*RBR*-121, noviembre de 1937: 376). Y parecía comprometer las actividades en general:

Nos toca hoy reseñar un período de zozobra e incertidumbre para el país, bajo la impresión producida por la grave crisis en los precios del café, crisis que al afectar ese importante sector de la economía nacional, tan estrechamente ligado

<sup>37</sup> Declaración del ministro de Hacienda del Brasil, el 4 de noviembre de 1937 (Lleras Restrepo, 1983: t. I, p. 306).

a todas las actividades del país, amenazaba asumir un carácter general de suma gravedad. [...] Fue en las operaciones bursátiles en donde pudo apreciarse más claramente el efecto de la depresión, pues aunque el volumen de ellas fue muy considerable en noviembre, se observa que ello correspondió al ramo de divisas extranjeras, y que los demás valores, bonos y acciones, mostraron reducido movimiento y precios muy inferiores a los que venían rigiendo, cosa, por lo demás, apenas natural en una situación semejante (*RBR-122*, diciembre de 1937: 415-416).

Pero también se estaba ante un país más preparado para hacer frente a circunstancias extremas:

En todo caso, se ha hecho patente que el país se encuentra hoy mucho mejor preparado que en épocas anteriores para hacer frente a una emergencia como la que se le ha presentado, y que, bien que el café sigue representando en nuestro comercio exterior un papel preponderante, tenemos ya otros productos, como el oro, el petróleo, los bananos, que van adquiriendo importancia cada día mayor [...] la producción agrícola e industrial se ha desarrollado considerablemente en los últimos años [...] la situación bancaria es en extremo sólida y segura (*RBR-122*, diciembre de 1937: 416)<sup>38</sup>.

En el campo institucional, la crisis cafetera fue la motivación inmediata para la creación de instrumentos de política económica, concebidos tanto para la defensa de las reservas internacionales como para estimular la demanda interna. En materia cambiaria, se exigió como nuevo requisito para expedir licencias de importación el depósito previo en efectivo en el Banco de la República de un porcentaje del valor de dichas licencias, el cual solo se podría utilizar para su pago (*RBR-121*, noviembre de 1937: 380).

En materia de fomento, se expidieron decretos para estimular la producción agrícola e industrial; así, se aumentó el cupo de redescuento en la Caja Agraria, y se autorizó al Banco Central Hipotecario para abrir una sección de crédito industrial. Esto último se hizo mediante la creación del *bono industrial*, mediante el cual se ofrecía a industrias ya existentes, o por establecerse, un crédito de amortización gradual, con plazo hasta de cinco años. La *Revista* destacó este nuevo instrumento crediticio al señalar que “se ha creado el bono industrial, instrumento hasta ahora desconocido entre nosotros, llamado a prestar apoyo muy importante y efectivo al desarrollo industrial del país, como en otras partes ha ocurrido” (*RBR-122*, diciembre de 1937: 415).

Otra disposición, que al igual que la de los depósitos previos se convertiría en un instrumento al que se acudiría recurrentemente en el futuro, fue la de trasladar parte de los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República a las arcas de los bancos comerciales para incitar a dichas instituciones a sostener el ritmo de sus préstamos. Una medida posterior, expedida en febrero de 1938, fue el Decreto 326 de 1938 que reorganizó la normatividad existente en materia cambiaria y de licencias de importación; aquí se introdujo

<sup>38</sup> La balanza comercial de 1937 mostraba de bulto dicha importancia preponderante del café, que por entonces era del 53,5%, y prescindiendo del petróleo, subía al 66,2% (*RBR-124*, febrero de 1938: 39).

el control directo de las importaciones que tan ampliamente se emplearía en el futuro (*RBR-126*, abril de 1938: 122).

Una variedad de noticias contradictorias hizo carrera en los primeros meses de 1938, en relación con la política cafetera de Brasil. Se afirmaba que estimulaba sus exportaciones para dejar por fuera a la competencia, al tiempo que se sugería que estaría pronta a reunirse con otros productores:

[...] al propio tiempo que del Brasil llegan declaraciones de que se seguirá una política de agresiva competencia de precios, que solo deje subsistente al mejor dotado (el Brasil, naturalmente) circulan rumores de que hay intentos de reanudar conversaciones entre los países productores, en busca de un arreglo. Y si por una parte sigue dicho país forzando sus exportaciones del grano, por otra continúa destruyéndolo en escala gigantesca: Lo quemado en la presente estación pasa de 10.000.000 de sacos, y el total destruido hasta ahora llega a casi 58 millones (*RBR-124*, febrero de 1938: 40)<sup>39</sup>.

Los precios en la plaza neoyorquina se fortalecieron progresivamente a lo largo del año, de modo que en diciembre el Medellín alcanzó una cotización de US¢13,58 por libra, y el Manizales pasó a US¢13,10, niveles que no se habían conquistado desde 1934. Se adujeron, entonces, como causas más probables de la reacción de los precios, que el consumo mundial se había incrementado en virtud de los nuevos esfuerzos propagandísticos de los productores, la relativa escasez de suaves, y las existencias muy mermadas de los tostadores, que los habrían obligado a salir al mercado (*RBR-130*, agosto de 1938: 276).

En el primer cuatrimestre de 1939 el precio del café colombiano en Nueva York cayó en más de dos centavos de dólar la libra, sin una razón expresa para dicho descenso. Según el gerente, “no se explica muy bien esa situación por cuanto la estadística es más bien favorable, dado que las entregas al consumo continúan en escala no superada antes, que las cosechas, especialmente las de cafés suaves se presentan moderadas, y que el Brasil ha declarado ya que se mantendrá la cuota de sacrificio del 30% de la cosecha próxima para ser destruida” (*RBR-137*, marzo de 1939: 85. *RBR-138*, abril de 1939: 124). Si se tratara de una táctica bajista de los compradores fuertes, añadió el gerente, la recuperación de los precios debería verse algunos meses más tarde. En efecto, los precios se recuperaron durante la estación estival, usualmente pesada, cuando los grandes negociantes apremiados por reabastecer sus existencias volvieron al mercado (*RBR-139*, mayo de 1939: 164).

A mediados del año pudo confirmarse que el consumo mundial seguía en ascenso (26.727.000 de sacos en el año terminado el 30 de junio, superior en 5% al del año precedente). Para entonces, el gerente pudo confirmar que en Brasil, las plantaciones antiguas, productoras de las mejores calidades, habían sido las más abandonadas con motivo de los bajos precios, lo que debería redundar en beneficio de las calidades suaves (*RBR-141*, julio de 1939: 145). Los cálculos optimistas del momento debieron ceder terreno a la incertidumbre, una vez se conocieron los anuncios del inicio de la conflagración europea.

<sup>39</sup> Según el corresponsal en Nueva York, en esa plaza circularon rumores de que Colombia estaba en conversaciones con Brasil para formalizar un convenio de productores (*RBR-126*, abril de 1938: 113).

### 3. Guerra y pacto de cuotas

El estallido de la guerra no produjo trastornos espectaculares en el mercado del café en Nueva York. Por lo general, el comercio no lograba definir la tendencia futura de él, por presentarse en la situación muchos factores contradictorios (*RBR-144*, octubre de 1939: 365).

Estas fueron las frases de apertura del mensaje de los corresponsales de la *Revista* en Nueva York, que al menos por el momento no eran preocupantes.

A su turno, en las primeras notas editoriales escritas tras la iniciación de las hostilidades, la *Revista* dejó la siguiente descripción de reacciones suscitadas en distintos campos de la actividad económica:

En Colombia la primera reacción fue, naturalmente, de alarma y desconcierto, [...] Esa reacción se hizo patente especialmente en una fuerte baja en los valores bursátiles; en una alza desproporcionada en los precios de las mercancías y de los víveres, completamente injustificada, especialmente para los últimos; en una baja, igualmente sin justificación, en los precios de compra del café, que en ciertas regiones productoras llegó a niveles exagerados, y en un general quietamiento de los negocios. Por fortuna, no llegó a presentarse, en ningún momento, como pudo temerse, tendencia alguna a un pánico bancario, lo que muestra la profunda confianza, muy bien fundada, que el público abriga en la fuerte posición de los bancos del país y del amplio respaldo con que ellos cuentan en la institución central de emisión (*RBR-143*, septiembre de 1939: 324).

El propio Banco de la República había contribuido a sostener la confianza en las instituciones financieras y cafeteras desde el mismo día de desencadenamiento de la guerra con el siguiente comunicado:

La Junta Directiva del Banco de la República, después de hacer un examen detenido de las posibles consecuencias que para Colombia pueda tener un conflicto bélico europeo, estima que los factores estudiados no muestran el peligro de que sobrevengan bruscas perturbaciones en la economía del país, y declara:

Primero. Que nuestra organización bancaria ofrece plenas garantías respecto a la conservación de la normalidad en las operaciones de crédito indispensables a la defensa de la economía nacional.

Segundo. Que el Banco de la República, obrando en perfecto acuerdo con el Gobierno Nacional y con los demás bancos hipotecarios y comerciales del país, está dispuesto a prestar todo su concurso para la defensa eficaz de nuestra estructura económica, poniendo en juego los recursos y medios de acción de que dispone, los que sumados a los del Gobierno y de los demás bancos, son ampliamente suficientes para realizar esos fines y para prestar a las industrias y al comercio un apoyo constante y decidido.

Tercero. Que el Banco de la República, de acuerdo con las mismas entidades, continuará interviniendo en los cambios internacionales con el fin de evitar especulaciones y para mantener la estabilidad de la moneda.

Cuarto. Que de la misma manera el Banco prestará su concurso financiero a la Federación Nacional de Cafeteros, a efectos de que ésta pueda en todo momento intervenir en los mercados del interior para evitar que los precios del café



desciendan por debajo de las cotizaciones que rijan fuera de Colombia (Lleras Restrepo, 1983: t. II: 247).

Una nueva fase depresiva de los precios se inició en octubre de 1939 y se extendería hasta el mismo mes del año siguiente. Las clases colombianas terminarían perdiendo alrededor de cuatro centavos por libra. La guerra europea significó que, en la práctica, gradualmente, el destino comercial único del café serían los Estados Unidos<sup>40</sup>. Según los corresponsales en Nueva York, con base en un informe de la Green Coffee Association de la misma ciudad, en segundo semestre hasta noviembre, las exportaciones de café colombiano a Europa registraron 87 100 sacos, en comparación con 373 436 en igual período de 1938. La pérdida de mercados se tradujo en el descaecimiento de los precios; así, las cotizaciones más alta y más baja del Medellín Excelso en 1939 fueron de 13-1/2 y 10-1/4, contra 10-1/2 y 10-1/4 en solo diciembre (*RBR*-147, enero de 1940: 6).

En los primeros meses de 1940 la quietud se apoderó de las transacciones cafeteras en Nueva York, con mínimas operaciones a futuro. En Colombia, para mediados del año los precios internos registraban una caída del orden del 30 %, en comparación con los alcanzados al iniciarse la guerra. El editorialista se refirió, entonces, a que “los precios están llegando si no llegaron ya, al límite de resistencia de los productores, por debajo del cual la producción cesa de ser remuneradora, al menos en Colombia (*RBR*-151, mayo de 1940: 176). Y, procedió, entonces, a solicitar reacciones de política económica: “El problema que semejante estado de cosas crea para Colombia es de mucha gravedad, y seguramente se buscará por cuantos en el asunto pueden intervenir, la manera de aliviar en alguna forma la situación de la industria cafetera, tan seriamente amenazada y cuya ruina traería para el país las mayores dificultades” (*RBR*-150, abril de 1940: 133).

La respuesta no se hizo esperar. Se acudió a una medida provisional: el establecimiento de una prima cafetera por ocho meses a partir del 1 de mayo, consistente en dos pesos (US\$ 1,15) por cada saco de café pilado exportado, y de \$ 1,50 por cada saco exportado de café en pergamino; la prima cesaría de pagarse si el precio del café Manizales alcanzara el nivel de US\$ 10 por libra —Decreto 831 de 1940; *RBR*-151, mayo de 1940: 181-182—. O sea, se esperaba que con el auxilio fiscal el café colombiano pudiera mantenerse alrededor de diez centavos de dólar en el mercado de Nueva York. Para financiar la prima se creó un bono de deuda interna, con intereses del 5 % y amortizable en quince años, el cual podía ser adquirido por la banca hipotecaria y el propio Banco de la República. El editorialista dejó un comentario crítico sobre los alcances de la medida, al señalar que “no puede decirse que los productores estén aprovechando el total de esa bonificación, buena parte de la cual está quedando en poder de los intermediarios” (*RBR*-151, mayo de 1940: 176)<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> “La Guerra, con la constante intensificación del bloqueo, es la causa única de la dura situación que atraviesa nuestro principal producto de exportación, pues en los Estados Unidos sigue registrándose un sostenido aumento en el consumo, que aunque bastante considerable no alcanza a compensar la forzosa disminución que sufre el de Europa (*RBR*-148, febrero de 1940).

<sup>41</sup> Según el ministro de Hacienda, la intervención de la Federación se había intensificado hasta “el límite de lo posible” para que la prima llegara al productor. Lleras Restrepo (1983, T. II: 454). La prima de exportación estuvo vigente hasta el 31 de diciembre de 1940; para entonces ya regía el acuerdo de cuotas de exportación del grano iniciado en el mes de noviembre.

Al promediar el año ya se habían intensificado los contactos entre países productores para encontrar mecanismos destinados a sostener los precios internacionales. En julio, la Conferencia Panamericana del Café adoptó, entre otras resoluciones, una referida a las cuotas de exportación hacia los Estados Unidos, sobre la base de que los productores habían aceptado regirse por un plan de cuotas de exportación (*RBR-154*, agosto de 1940: 305). Un tema de discusión en el mundo cafetero durante los meses que precedieron a la formalización del acuerdo de cuotas fue el de qué se haría con los sobrantes de las cosechas; se especuló, entre otras posibilidades, que la ampliación de facultades crediticias otorgadas por esas fechas al Export-Import Bank por el Congreso de los Estados Unidos facilitaría a los productores la financiación de aquellos excedentes (*RBR-155*, septiembre de 1940: 349). Finalmente, en octubre el editorialista afirmó que “al fin, después de tantas demoras, fue acordado el plan de cuotas de exportación del grano. Hoy está ya asegurado ese acuerdo y es de esperar un fortalecimiento en los precios del café, tanto en el exterior como aquí mismo (*RBR-156*, octubre de 1940: 392).

En los dos últimos meses de 1940 los precios publicados en Nueva York comenzaron a reflejar el impacto que en los mercados tuvo el acuerdo sobre cuotas de exportación a los Estados Unidos. El Manizales pasó de US¢8,86 a US¢10,25, el Bogotá Bueno de US¢7,67 a US¢8,2, y el Manizales de US¢8,11 a US¢9,46. La *Revista* comentó que: “El acuerdo a que al fin se llegó en Washington entre los países productores de café sobre el plan de cuotas de exportación puso fin al expectante suspenso en que se había mantenido el mercado de Nueva York por varios meses, presentándose una tendencia alcista muy acentuada en las cotizaciones”. Y, como la *Revista* ya se había preguntado acerca de cómo el acuerdo de productores podría manejar el tema de los sobrantes de las cosechas, un paquete legislativo expedido a finales de noviembre estableció, entre otras, normas la de precios mínimos para todas las calidades. A propósito de dicha decisión el editorialista manifestó que al alza de las cotizaciones “sin duda contribuyó considerablemente la medida adoptada por Colombia de fijar precios mínimos para sus cafés, llenando así el vacío que se notaba en el pacto de cuotas” (*RBR-158*, diciembre de 1940: 476). El paquete legislativo conocido como El Plan de Valorización del Café produjo una notable reacción en el comercio neoyorquino según los corresponsales de la *Revista*:

La reacción producida en el comercio por estos decretos fue la de que ellos eran “la más formidable legislación sobre café dictada hasta ahora por el Gobierno colombiano” y de que “el plan de Colombia tenía dientes”. Los negociantes se dedicaron a discutir la posibilidad de una acción semejante en el Brasil, pues el consenso general es que los precios mínimos son parte esencial del sistema de cuotas” (*RBR-158*, diciembre de 1940: 477).

El paquete de medidas de protección de la industria cafetera estaba formado por un primer decreto (2078 de 1940), que establecía un sistema de licencias de exportación controlado por la FNC, establecía precios mínimos para los cafés exportados, definía que las licencias de exportación deberían utilizarse dentro de los treinta días desde su expedición y creaba impuestos sobre las letras de cambio procedentes de exportaciones cafeteras, los cuales se abonarían en una cuenta de la Tesorería denominada Fondo Nacional del Café. Un segundo decreto (2079 de 1940) autorizaba la emisión de \$ 10 000 000 en bonos de deuda interna para la financiación del plan de valorización del café; dichos títulos serían



amortizables en el curso de veinte años y la tasa de interés sería del 3% anual. El Banco de la República, la banca comercial y la hipotecaria fueron facultados para adquirir bonos del Fondo Nacional del Café hasta por un 20% de su capital y reserva legal. Un tercer decreto (2080 de 1940) estableció impuestos adicionales por cada saco exportado de los tipos de café conocidos como “pasillas” y “consumos”<sup>42</sup>.

Durante el primer año del acuerdo cafetero, la *Revista* pudo seguir el progresivo fortalecimiento de las cotizaciones externas. El Medellín Excelso, que se cotizaba a US¢10.25 la libra en diciembre de 1940, pasó a US¢16,5 en diciembre de 1941, y el Manizales Excelso lo hizo de US¢9,46 a US¢16,0 entre las mismas fechas. Cambios tan sustanciales, entre el 60 y 70%, serían objeto de nuevas controversias tanto externas como internas sobre el manejo cafetero internacional. El aumento de precios, especialmente rápido en los primeros cuatro meses del año, no podía ser explicado solo por el acuerdo entre productores; también concurría una inusual deficiencia de la cosecha brasilera, que para entonces se calculaba del orden del 50%; igualmente la certidumbre en los medios cafeteros de que otros productores, con el Brasil a la cabeza, seguirían la idea colombiana de fijar precios mínimos; además de, destacables incrementos en el consumo, fomentados por el auge de empleos en las industrias ligadas a la guerra (*RBR*-159, enero de 1941: 5; *RBR*-161, marzo de 1941: 85).

El acelerado ascenso de las cotizaciones provocó declaraciones como las de que los precios alcanzados eran excesivos, las cuales se tradujeron en presiones bajistas hacia principios de abril. La *Revista* reaccionó inmediatamente para desvirtuar tales lecturas del mercado:

El resultado de tales declaraciones fue el de contener el alza y producir una reacción bajista en los últimos días. Pero como no tiene fundamento el aserto de que los precios son excesivos, pues apenas son los que en otra época se consideraban moderados; como las existencias en los Estados Unidos son amplias para el consumo; como la capacidad transportadora, cada día más limitada, haría nugatorio el aumento nominal de las cuotas, y como siguen obrando los factores de alza, como el aumento del consumo y el riesgo de una inflación en los Estados Unidos, no parece probable que la tendencia bajista se mantenga (*RBR*-162, abril de 1941: 129).

Según la corresponsalía de la *Revista*, el comercio neoyorquino llegó a dividirse en dos partidos, con cierto predominio de quienes sostenían que las cuotas nominales no deberían aumentarse para domeñar el incremento de precios. Según uno de los sostenedores de tal opinión,

[...] uno de los objetos primordiales del convenio de cuotas es la distribución equitativa del mercado de café en los Estados Unidos entre las naciones productoras de la América Latina y evitar así el *dumping* de café a precios bajos en el mercado americano, ruinoso no solo para los productores sino también para el comercio de café de los Estados Unidos. Si las cuotas han de ser alteradas cada

<sup>42</sup> “El Plan de Valorización del Café” (*RBR*-158, diciembre de 1940: 479-482).

vez que afecten favorable o desfavorablemente a uno u otro de los grupos, ellas cesarán pronto de servir para algo” (*RBR-163*, mayo de 1941: 173).

En abril, el presidente Roosevelt firmó la ley que dio vigencia al plan de cuotas para el café, y la Oficina Interamericana del Café inició sus actividades oficialmente (*RBR-163*, mayo de 1941: 173). Durante la estación estival en los Estados Unidos se intensificaron las campañas que reclamaban la imposición de precios máximos para el café, a pesar del discurso oficial que declaraba que, los artículos de primera necesidad como el café, provenientes de América Latina, no serían sujetos a precios máximos (*RBR-164*, junio de 1941: 212). Entre julio y septiembre las cotizaciones se mantuvieron prácticamente constantes (el Medellín a US¢16,12 y el Manizales a US¢15,88).

El comercio estuvo pendiente de las diversas reuniones celebradas por la Junta Interamericana del Café para la definición de las cuotas para el nuevo año cafetero. Se trató de una transacción entre dos posiciones extremas: una de ellas solicitaba que se restableciera la cuota original, y la otra, que se mantuviera la cuota original ajustada por aumentos que se aceptaron durante el año. Así se llegó a una cuota global superior en un 11 % a la fijada para el primer año (*RBR-169*, noviembre de 1941: 416-417)<sup>43</sup>.

Una nueva fase en la historia de los acuerdos cafeteros se inició tras la apertura de hostilidades entre los Estados Unidos y las potencias del eje. El 11 de diciembre las autoridades estadounidenses establecieron precios máximos para una variedad de artículos, entre ellos el café. Para las clases colombianas fueron fijadas cotizaciones inferiores a las que venían rigiendo en el mercado, pero en una nueva lista, publicada el 27 del mismo mes, tales cotizaciones fueron elevadas en  $\frac{1}{4}$  de centavo. Así, los tipos de café colombiano y sus precios para las mejores clases fueron los siguientes: Medellín, US¢16  $\frac{1}{4}$ ; Manizales, US¢15  $\frac{7}{8}$ ; Armenia, Bucaramanga, US¢16; Cúcuta, US¢16  $\frac{1}{4}$ ; Sevilla, US¢15  $\frac{7}{8}$ ; Ibagué, Tolima, US¢15  $\frac{3}{4}$ ; otros, US¢15  $\frac{1}{4}$ . Algunos exportadores estimaron que el margen de utilidad entre los precios máximos fijados en los Estados Unidos y los mínimos determinados por Colombia era reducido, considerando los nuevos riesgos asociados con la guerra (*RBR-171*, enero de 1942: 6). En adelante las transacciones se efectuarían a los precios máximos, continuamente, hasta septiembre de 1945.

El de 1942 fue un año en que el comercio debió ajustarse a dificultades surgidas del conflicto bélico. Un problema recurrente del comercio cafetero fue el de los embarques contratados, por la disminución del tonelaje disponible de transportes marítimos; en algunos casos las sobrecargas de fletes y seguros marítimos fueron asumidas por la Commodity Credit Corporation (CCC) (*RBR-178*, agosto de 1942: 306). Además, la incertidumbre de los embarques trastornó de manera sustancial el funcionamiento del mercado de futuros durante la guerra. Otra dificultad ligada a la economía de guerra fue la de adaptarse a una variedad de providencias dictadas por agencias gubernamentales estadounidenses, de acuerdo con las circunstancias del momento. Entre las más destacadas agencias se contaron la Junta de Producción de Guerra de los Estados Unidos y la Oficina de Administración de Precios (OPA). En relación con el café, esta última organización incluyó 200 nuevas clases en la lista de precios máximos (*RBR-178*, agosto de 1942: 305).

<sup>43</sup> Para el primer año, la cuota total para los países signatarios y no signatarios del acuerdo fue 15.900.000 sacos de 60 kilos; para el segundo año, la cuota correspondiente fue de 17.650.000 sacos

Se suponía que el tema dominante de los últimos meses de 1942 sería el de la definición de la cuota para el nuevo año cafetero. En efecto, la Junta Interamericana del Café estableció que dicha cuota sería igual al 110% de la cuota básica de 15 900 000 sacos; es decir, 17 490 000 sacos (*RBR-178*, agosto de 1942: 306). En cuanto al año cafetero concluido el 30 de septiembre, las importaciones totales de café hechas por los Estados Unidos arribaron a 14 922 880 sacos, cifra equivalente al 63,6% de la cuota global (*RBR-81*, noviembre de 1942: 437). Pero sobrevendrían otras dificultades generadas por la alteración del transporte marítimo.

Un tema derivado de las restricciones impuestas por la guerra fue el de la adopción de racionamientos y, en especial, el del racionamiento del café, medida adoptada por la OPA el 29 de noviembre (*RBR-181*, noviembre de 1942: 436). La medida consistió en el racionamiento de una libra, cada cinco semanas, para todas las personas mayores de 15 años. Ante las explicaciones de la medida solicitadas por la Oficina Interamericana del Café, el Comité de Producción de Guerra contestó que el racionamiento del café era un asunto de distribución interna; que no se pretendía reducir el consumo por debajo de los niveles actuales de las importaciones; que no se pretendían reducir las importaciones, y que los embarques de café seguirían siendo autorizados a medida que lo permitiera el cupo marítimo, de allí que si aquella lo permitía se aboliría el racionamiento (*RBR-181*, noviembre de 1942: 438-439)<sup>44</sup>.

Apenas iniciado 1943, el racionamiento del café se prorrogó por otras cinco semanas (4 de enero a 7 de febrero), sobre la misma base, vale decir, una libra de café tostado, por cada persona mayor de quince años. Luego, ante la reducción de las existencias, ocasionada por la escasez de transporte, la OPA redujo el racionamiento a una libra por persona para seis semanas (*RBR-184*, febrero de 1943: 53). Una vez más, la situación viró mes y medio más tarde en favor del aumento de la ración, cuando las existencias se recuperaron. Por último, a finales de julio de 1942 se abolió definitivamente el racionamiento del café en los Estados Unidos y, según la *Revista*, “lentamente se está volviendo a la normalidad en la distribución y consumo del grano, profundamente perturbados por el régimen restrictivo que venía funcionando desde noviembre pasado” (*RBR-190*, agosto de 1943: 308).

Los precios internos del café fueron ajustados en varias ocasiones en 1943. La carga de pergamino en Girardot, que estaba en \$37,50 en mayo pasó a \$41,00 en julio, y la de pilado de \$48 a \$51. Nuevos reajustes de los precios básicos decretados en agosto y noviembre llevaron a que en este último mes la carga de pergamino terminara cotizándose a \$43,30 y la de pilado a \$53,30. Igualmente, durante el año en varias ocasiones se redujo el impuesto que obraba sobre las exportaciones cafeteras desde 1940, y su eliminación completa se decretó en febrero de 1944. Tal medida se tradujo en nuevos incrementos en los precios internos del café, de modo que para marzo el pergamino se cotizó a \$47,50 y el pilado a \$59,50. Culminó así la aplicación de un importante instrumento que le facilitó al país su participación en el acuerdo de cuotas y la provisión de recursos para la labor estabilizadora del Fondo Nacional del Café.

<sup>44</sup> Según los corresponsales de la *Revista* “el cumplimiento del plan de racionamiento del café ha exigido una labor verdaderamente gigantesca. Se dice que existen 600.000 almacenes de productos alimenticios (*RBR-182*, diciembre de 1942: 486).

Al promediar el primer trimestre de 1944, la Junta Interamericana del Café debió enfrentar el desfase entre una demanda creciente del grano y una oferta insuficiente. Hacia abril, las cuotas de ventas del año 1943-1944 para el café colombiano ya se habían satisfecho, y otros productores de suaves estaban a punto de completarlas. Ante los hechos cumplidos, la Junta debió incrementar la cuota total en más de una oportunidad<sup>45</sup>. Una preocupación dominante en el comercio durante el segundo semestre fue la presión ejercida por los productores en relación con los precios máximos fijados en los Estados Unidos; según ellos, los costos de producción se habrían subido considerablemente desde su fijación por las autoridades de dicho país (*RBR-204*, octubre de 1944: 385).

En relación con el manejo interno del café en Colombia, la Asociación de Café Verde en Nueva York envió una nota de protesta a la Junta Interamericana, señalando que la FNC estaba comprando café a los precios máximos fijados en los Estados Unidos, lo cual terminaría paralizando el comercio de café colombiano en el mercado estadounidense. Los funcionarios colombianos replicaron que aunque la cuota básica de Colombia era de 3,15 millones de sacos, en cuatro años de pacto el país había embarcado 4,73 millones de sacos en exceso de las cuotas básicas, además de otros embarques. Así, señalaron, “las exportaciones considerables de Colombia al mercado de los Estados Unidos han estado sujetas durante tres años, aquí, a un nivel de precios fijos, a pesar del drástico y apreciable aumento en el costo de vida y de la producción” (*RBR-203*, septiembre de 1944: 343).

En su reunión anual, el comercio cafetero neoyorquino discutió el tema contencioso de precios fijos y suministros suficientes. Se consideró que el aumento de precios máximos podría ser la solución a lo planteado en dicha asamblea por el brasilero Enrique Penteado, quien afirmó que “el costo de la vida y los salarios en la agricultura en toda la América Latina son hoy de 70 a 100% más altos que los de 1941, al tiempo que todos los gastos de productos manufacturados son ahora mucho más altos que en ese mismo año”. Entre otras propuestas, también se sugirió que el Comité Interamericano del Café podría fijar un precio máximo para el café en los centros primarios, y luego podrían fijarse precios máximos en los Estados Unidos. En general, había poca claridad sobre un tema urgente (*RBR-205*, noviembre de 1944: 423).

En noviembre, la Junta Interamericana del Café solicitó a la OPA el aumento de los precios máximos del café en los Estados Unidos. En respuesta conjunta, el administrador de precios y la administración de alimentos anunciaron que los precios máximos del café no serían incrementados, dadas las tendencias inflacionarias existentes, y que los precios del café verde y tostado resultaban de vital importancia para el programa de estabilización. La Junta Interamericana y los importadores expresaron su desacuerdo ante tal decisión; estos últimos manifestaron que en los meses recientes habían tenido que descartar importaciones, ya que los precios en los países de origen eran iguales o superiores a los fijados en los Estados Unidos. En nombre de la Oficina Panamericana del Café, Enrique Penteado publicó en la prensa estadounidense un artículo sobre la

<sup>45</sup> Según el corresponsal de la *Revista*, al hacerse el primer incremento de la cuota en abril, “el factor más importante en dicho aumento había sido la presión ejercida por Colombia, que alegaba que no solamente había vendido la totalidad de su cuota sino también que dicha cuota había sido excedida en cerca de 500.000 sacos (*RBR-199*, mayo de 1944: 174).

situación cafetera, cuyos temas fueron resumidos por el corresponsal de la *Revista* en los siguientes términos (*RBR-206*, diciembre de 1944: 458):

1. Los precios del café en 1940 llegaron a los niveles más bajos en la historia del producto, y de haber continuado rigiendo, esos precios habrían causado un caos económico en los catorce países productores latinoamericanos.
2. Los niveles máximos se fijaron en 1941 por debajo del promedio de los últimos treinta años.
3. El costo de producción ha aumentado considerablemente desde 1941.
4. Los escasos ingresos de los productores han sido causa del abandono de millones de cafetos en la América Latina, situación que de prolongarse podrá producir un colapso en la industria cafetera.
5. La decadencia de la producción puede afectar el abastecimiento de café para los Estados Unidos.

A principios de 1945 los países productores presentaron una solicitud formal a la Secretaría de Estado en relación con el alza de los precios máximos, la cual fue negada. El editorialista presentó la información de la siguiente manera:

La Secretaría de Estado de los Estados Unidos se ha apresurado a contestar negativamente la solicitud que presentaron al Secretario de Estado, señor Stettinius, en la ciudad de México, las delegaciones de las 14 naciones productoras de café, a fin de que se elevaran los precios máximos fijados a este artículo en aquel país, solicitud que se fundaba en una de las resoluciones adoptadas en la Conferencia de Cancilleres de Chapultepec con el voto favorable de los Estados Unidos (*RBR-209*, marzo de 1945: 117).

En el entretanto, el comercio cafetero de Nueva York volvió a registrar noticias acerca de las determinaciones de los países productores para manejar la coyuntura. Se anunció que Brasil había creado un programa oficial de subsidios en favor del café. Igualmente se publicó que a principios de junio Colombia había establecido precios de exportación de café, los cuales según el comercio en Nueva York, excedían entre cinco a quince centavos por saco a los fijados en los Estados Unidos. La OPA habría pedido las reducciones necesarias para hacerlos compatibles con los de los Estados Unidos, pero la Oficina de Control de Precios en Colombia habría contestado que no encontraba razones para hacerlo (*RBR-213*, julio de 1945: 366).

Otros temas entraron en escena como las transacciones extraordinarias de café entre países como Brasil y Colombia, y los Estados Unidos, y la eventual prórroga del pacto cafetero y en qué condiciones. En abril la Oficina de Abastecimientos de los Estados Unidos anunció que se había perfeccionado una negociación con Colombia para la venta de 500.000 sacos de café destinados a las fuerzas armadas de aquel país (*RBR-210*, abril de 1945: 177). En cuanto al pacto cafetero, en junio la Junta Interamericana del Café aprobó su prórroga por un año más, a partir del siguiente primero de octubre, pero esta vez eliminando el sistema de cuotas, que hasta entonces había constituido la esencia del acuerdo (*RBR-212*, junio de 1945: 302).

El tema del alza de los precios máximos permanecería en los meses siguientes, en el tránsito entre la guerra y la posguerra, acompañado de la protesta de los productores, ante

una medida que en la *Revista* ya se calificaba explícitamente de *arbitraria*<sup>46</sup>. Finalmente, en noviembre la OPA anunció la declaración largamente esperada de alza de los precios del café, consistente en un subsidio de tres centavos por libra sobre un volumen máximo de seis millones de sacos, manteniéndose constantes los precios en los Estados Unidos. Se indicó que tal determinación regiría entre el 19 de noviembre de 1945 y el 31 de marzo de 1946. Según la *Revista*,

Esta resolución ha sido recibida desfavorablemente por los países latinoamericanos productores de café. Se objeta el carácter de subsidio que se ha dado al alza, la insuficiencia de ésta y la limitación de cuantía y de tiempo establecida para la vigencia de la medida. Por otra parte, se ha considerado inequitativo el hecho de que el subsidio sea uniforme y no proporcional para las diferentes clases de café (*RBR*-217, noviembre de 1945: 557).

Tal como lo ratifica el Gráfico 3.23, tras un período de casi cuatro años de cotizaciones constantes en la plaza neoyorquina, el Medellín pasó de US¢16,25 a US¢19,25 la libra entre octubre y diciembre, y el Manizales de US¢15,87 a US¢18,87 la libra en el mismo lapso.

## **E. El comercio interno y la producción**

### **1. Indicadores de comercio interno**

En sus primeras décadas el Banco consideró la compensación bancaria como un indicador fiel e inmediato del estado de la actividad económica<sup>47</sup>. Entre abril de 1924 y diciembre de 1931 las estadísticas del canje de cheques describieron un ciclo completo que reflejaba las fases de auge y recesión de la economía. A tono con la recuperación, el indicador del canje reinició su ascenso desde 1932, y más empinadamente a partir de 1933; sin embargo, esta trayectoria al alza fue moderada por períodos de quietud que también se manifestaron en otros indicadores económicos: entre abril y diciembre de 1934, entre abril de 1936 y marzo de 1937, entre mediados de 1938 y la misma época de 1941, y en el último trimestre de 1943 (Gráfico 3.25).

<sup>46</sup> En las notas editoriales de julio se escribió: “En el mes pasado se mantuvieron sin modificación los precios máximos fijados para el café en los Estados Unidos, a pesar de la protesta constante de las catorce naciones americanas productoras del grano por la arbitraria limitación de esos precios, que no guardan relación con el creciente costo de producción (*RBR*-213, julio de 1945: 365).

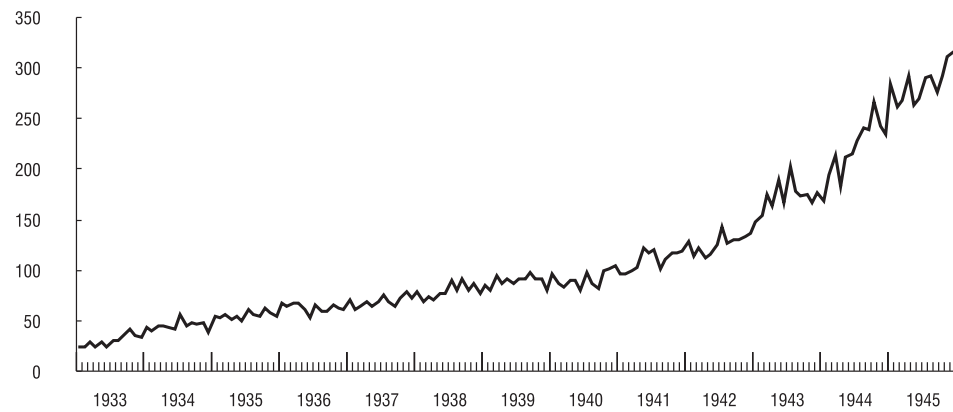
<sup>47</sup> El índice de compensación bancaria siempre apareció dentro de la información de las notas editoriales en la *Revista* mensual. También, como parte de los indicadores de velocidad de los depósitos bancarios en la sección estadística de la *Revista*, así como en los informes anuales del Gerente a la Junta Directiva.



**Gráfico 3.25**

**Canje de cheques en el Banco de la República, 1933-1945**

(millones de pesos)



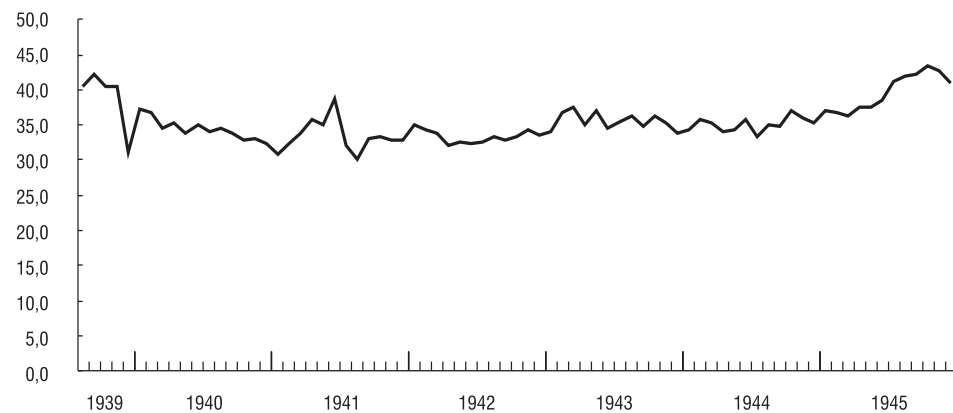
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

A partir de agosto de 1939 la *Revista* mensual comenzó a diferenciar entre los cheques presentados para compensación y los pagados a mano o recibidos en consignación en los mismos bancos girados. Para entonces, estos últimos cheques ya valían más que los llevados al canje (*RBR*-145, noviembre de 1939: 408). La participación de los cheques para el canje en el total de los presentados a los bancos pasó por tres etapas durante la guerra: inicialmente, cayó del orden del 40 al 30% entre mediados de 1939 y mediados de 1942; luego, se estancó al nivel del 35% hasta mediados de 1944; y en el siguiente año y medio se incrementó continuamente, llegando a rebasar el 40% a finales de 1945 (Gráfico 3.26). Esta evolución del canje sugiere que hubo un desvanecimiento de la confianza de los usuarios en el sistema de compensación, que solo renació cuando las perspectivas de finalización de la guerra se hicieron más claras hacia mediados de 1944.

**Gráfico 3.26**

**Compensación bancaria: porcentaje sobre el total de cheques presentados a los bancos para consignación o giro, 1939 (agosto) a 1945 (diciembre)**

(porcentaje)

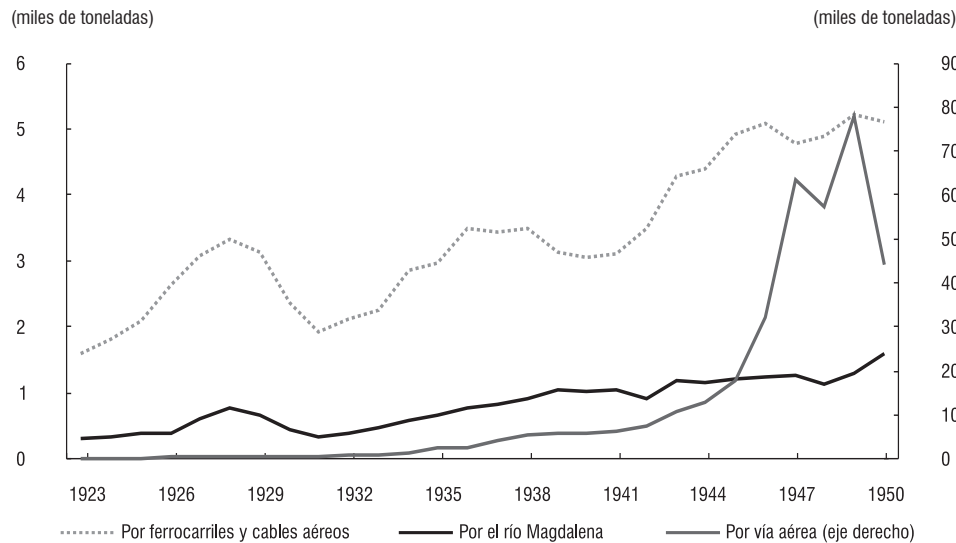


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

## 2. Indicadores de transporte

El transporte de carga fue otro indicador de la actividad económica consultado por el Banco de la República. Las trayectorias del transporte terrestre (ferrocarriles y cables aéreos), del fluvial (por el río Magdalena) y del aéreo son ilustradas en el Gráfico 3.27; para destacar los cambios en la relevancia de cada tipo de transporte de carga a lo largo del tiempo se presenta su evolución desde 1923 hasta 1950. En la segunda mitad de la guerra arranca el crecimiento espectacular del transporte de carga por vía aérea, el cual se acentuaría en los primeros años de la posguerra. La curva del transporte aéreo de pasajeros (no mostrada) tiene un perfil prácticamente idéntico al del transporte de carga. Solamente en el trienio 1942-1945 el transporte aéreo de carga se multiplicó 2,4 veces y el de pasajeros 2,3 veces.

**Gráfico 3.27**  
**Transporte de carga terrestre, fluvial y aéreo, 1923-1950**

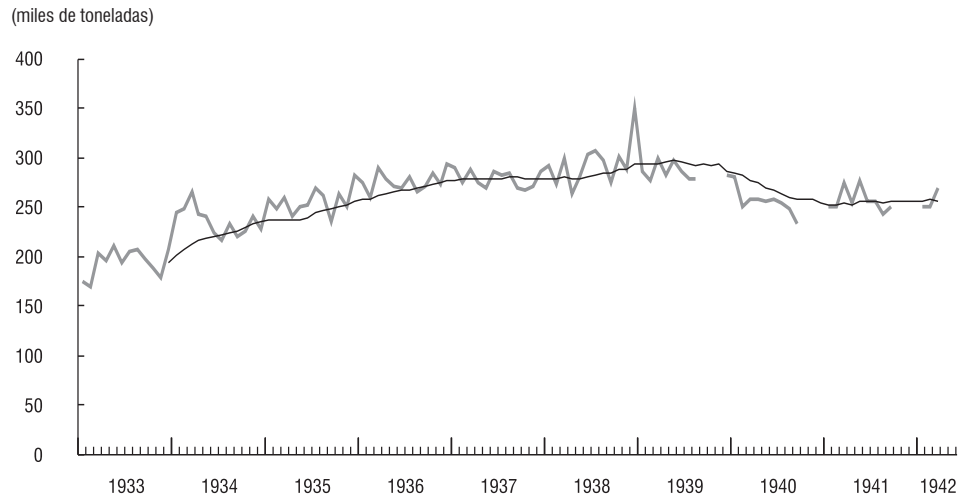


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El ciclo completo de la actividad económica a finales de los años veinte y principios de los treinta se refleja con gran claridad en la trayectoria del transporte ferrocarrilero: un ciclo más moderado y por etapas cubre la década entre 1931 y 1941, con interrupciones entre 1934 y 1935, entre 1937 y 1938, y con declive durante los tres primeros años de la guerra. Tras la recuperación en 1942, se observa una pérdida de ritmo de crecimiento entre 1943 y 1944 (Gráfico 3.28).



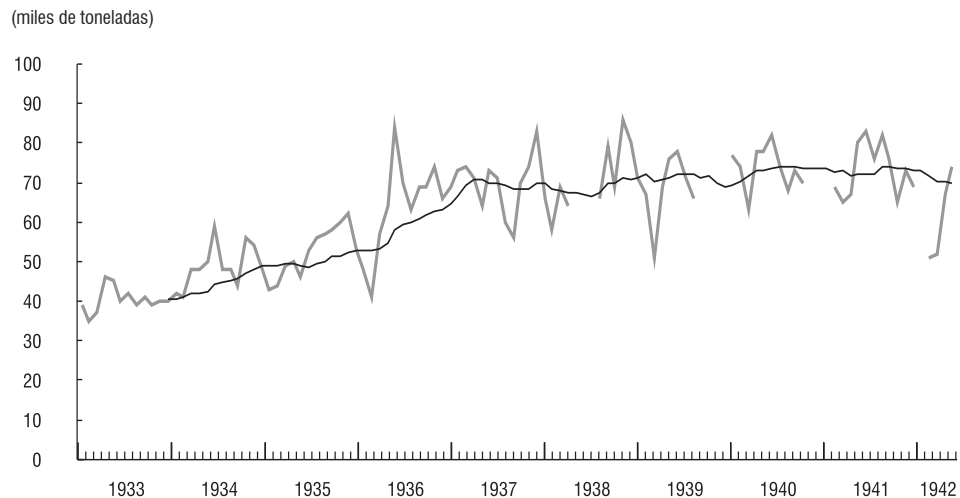
**Gráfico 3.28**  
**Transporte de carga por ferrocarriles y cables aéreos, 1933 (enero) a 1942 (junio)**  
**(media móvil: doce meses)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El transporte de carga por el Magdalena también sufrió un ciclo completo entre 1926 y 1931, luego de lo cual experimentó un ascenso extraordinario y continuo solo atemperado entre 1936 y 1938; durante la primera mitad de la guerra el tráfico de carga por el Magdalena se vio sensiblemente disminuido, en especial en 1942, cuando cayó en un 13 %, y durante la segunda mitad de la misma volvió a crecer, pero sin el dinamismo y regularidad de los años treinta (Gráfico 3.29).

**Gráfico 3.29**  
**Transporte de carga por el río Magdalena, 1933 (enero) a 1942 (abril)**  
**(media móvil: doce meses)**



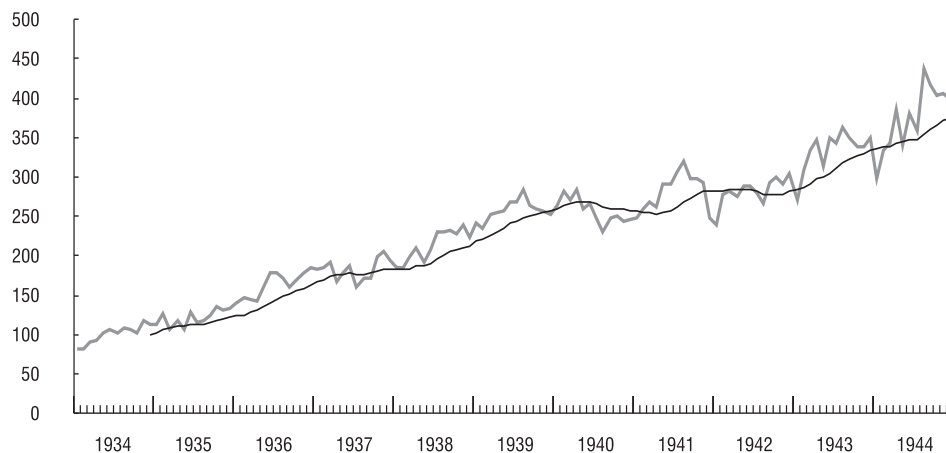
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

### 3. Indicadores de producción

En la segunda mitad de los años treinta la *Revista* tomó la decisión de enriquecer sus estadísticas con nuevos indicadores de producción. Los sectores productores de energía eléctrica, petróleo, cementos, oro, y más tarde de azúcar, cada uno a su tiempo, proveyeron la información.

La producción de energía eléctrica en general, y específicamente para usos industriales, fue adoptada como uno de los indicadores de actividad económica a partir de 1936<sup>48</sup>. En el Gráfico 3.30 se observa su crecimiento en la década de 1934 a 1944, matizado por períodos de estancamiento y crecimiento irregular, como ocurriera a lo largo de 1937 y la primera mitad de 1938, y luego a finales de 1941 y a lo largo de 1942; decrecimientos, como aconteciera entre mediados del 1941 y mediados de 1942; y acelerados empinamientos, entre 1934 y 1936, y desde comienzos de 1943. Al amparo de la protección aduanera revigorizada en 1931, y al contar con el recurso de la energía eléctrica, resurgieron ramos fabriles, como los de hilados y tejidos de algodón, los tejidos de lana, el calzado y otros (Caro, 1936; *RBR*-101, marzo de 1936: 87).

**Gráfico 3.30**  
**Índice de producción de energía eléctrica industrial, 1934 (enero) a 1944**  
**(diciembre)**  
**(promedio mensual de 1934 = 100)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La producción petrolera a principios de los años treinta se basaba en los yacimientos explotados comercialmente por la Tropical Oil Company mediante la llamada Concesión

<sup>48</sup> El índice de producción de electricidad con base en enero de 1933 (enero de 1933=100) comenzó a publicarse en 1936 (*RBR*-101, marzo de 1936). Esta serie se publicó hasta 1943, cuando fue sustituida por otra con base en el promedio mensual de 1934. La información fue provista desde sus orígenes por las Empresas Unidas de Energía Eléctrica de Bogotá, la Compañía Colombiana de Electricidad (Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y otras ciudades), y las Empresas de Energía Eléctrica de Medellín.

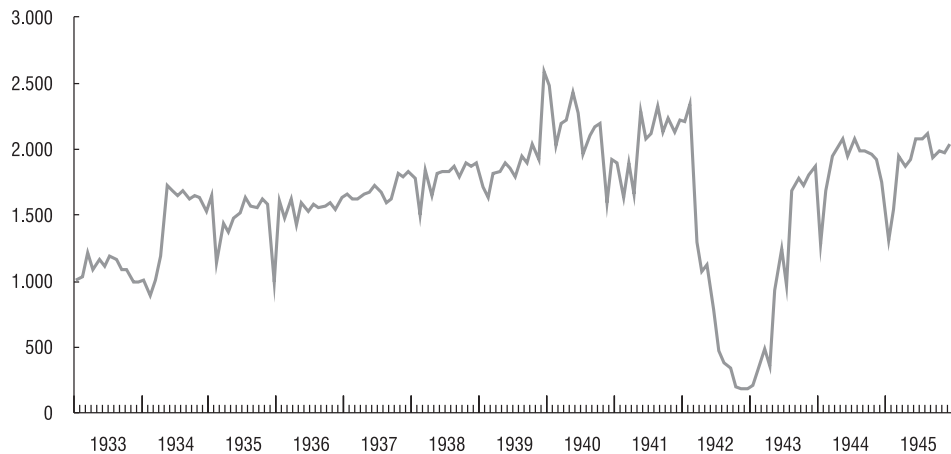
de Mares. Durante la guerra las dificultades para el transporte marítimo llevaron la producción a niveles muy bajos, como se aprecia en el Gráfico 3.31. Ya por esta época estaban entrando en producción la Concesión Barco (1940) y otras menores, como la de Yondó (1941) y Cantagallo (1943).

En el punto más bajo de la producción, en noviembre de 1942, el editorialista escribió:

La producción petrolífera se encuentra prácticamente suspendida, pues solo llegó en octubre a 198.000 barriles, contra 348.000 en septiembre pasado y 2.237.000 en octubre de 1941. Huelga todo comentario sobre esta situación, creada por las dificultades de los transportes marítimos, que ha privado al país de uno de sus principales renglones de exportación (*RBR*-181, noviembre de 1942: 35)<sup>49</sup>.

**Gráfico 3.31**  
**Producción de petróleo, 1933 (enero) a 1945 (diciembre)**

(miles de barriles de 42 galones)



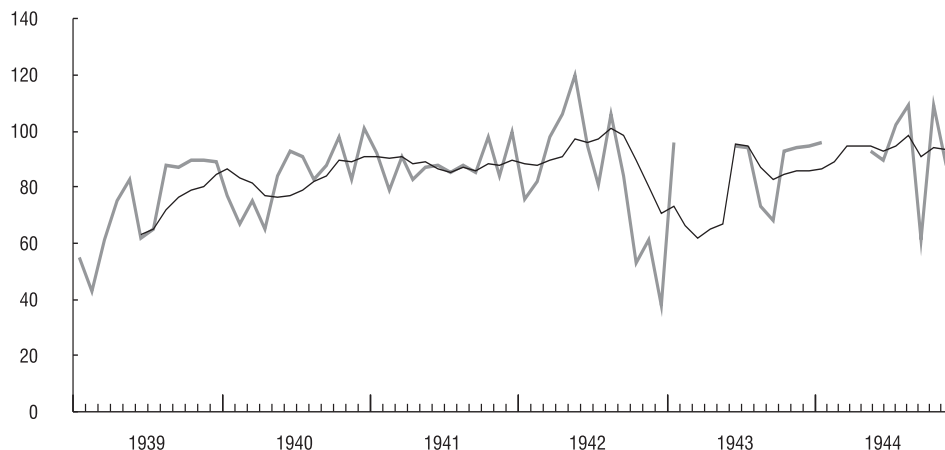
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 3.32 la producción de gasolina muestra un tramo ascendente en 1939, ya que para esa época estaban en plena producción los ensanches de refinación construidos por la Tropical en la segunda mitad de la década; los efectos de la guerra se manifestaron con caídas de producción en la primera mitad de 1940, su debilitamiento más adelante en 1941, y su franca reducción entre mediados de 1942 y de 1943.

<sup>49</sup> Un mes más tarde la producción bajaría todavía más, a 184.000 barriles (*RBR*-182, diciembre de 1942: 483).

**Gráfico 3.32**  
**Producción de gasolina, 1939 (enero) a 1944 (diciembre)**  
**(media móvil: 6 períodos)**

(miles de barriles de 42 galones)

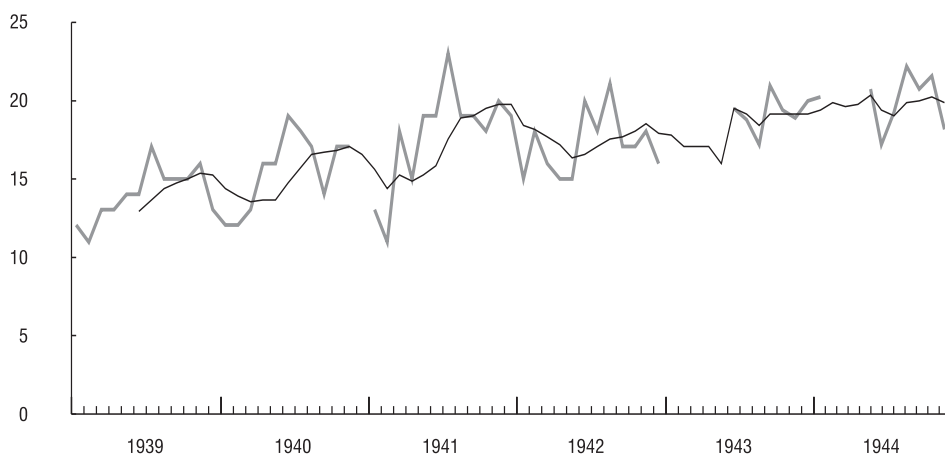


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La producción de cemento aparece con una trayectoria similar a la de la gasolina en 1939 y 1940 pero, al contrario de esta, presenta una evolución favorable en 1941 y 1942 (Gráfico 3.33). La creación del Instituto de Crédito Territorial (1939) y del Fondo de Fomento Municipal (1940) quizá sirvieron de estímulo a la producción cementera en estos períodos en que el crecimiento en otros sectores fue más débil (Lleras Restrepo, 1990b: Cuarta Parte: 211-214).

**Gráfico 3.33**  
**Producción de cemento, 1939 (enero) a 1944 (diciembre)**  
**(media móvil: 6 períodos)**

(miles de toneladas)

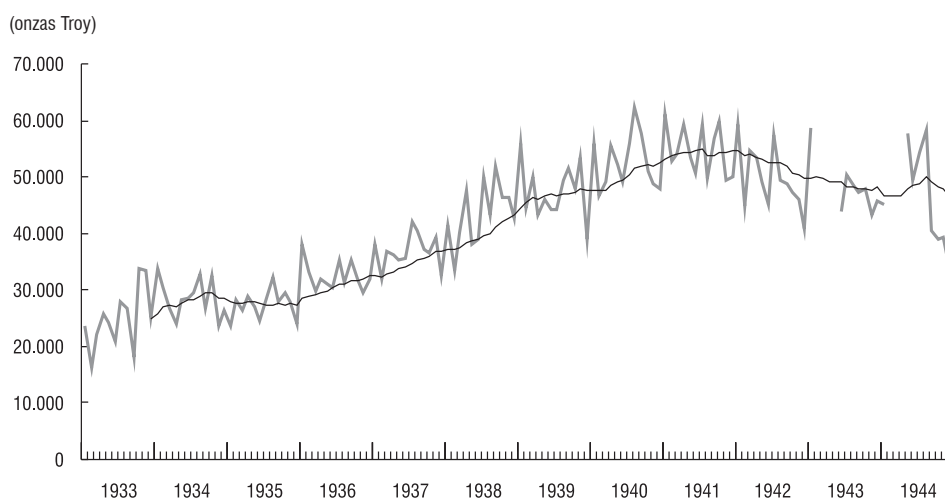


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La minería del oro fue una rama productiva alentada por los cambios en el precio del oro a partir de 1933. Al seguir el peso la suerte del dólar, el precio del oro en moneda nacional se tradujo en un aliciente para su producción. Según el gerente, hacia 1936 ya se habían invertido “importantes capitales para la importación de maquinarias modernas y para el estudio y exploración de nuevas regiones mineras”, de modo que para entonces, Colombia ocupaba “el primer puesto entre los países productores de oro en la América del Sur” (Caro, 1936; *RBR*-101, marzo de 1936: 87). A lo largo de los años treinta la minería aurífera fue favorecida por decisiones institucionales. El Banco de la República abrió agencias para la compra del metal en los centros de producción, además de ofrecer precios por encima de los que obtendrían los productores por su exportación directa (Caro, 1936; *RBR*-101, marzo de 1936: 87).

Los efectos recesivos de la guerra sobre la producción del metal se sintieron desde 1939, pero de manera definitiva desde mediados de 1941 por las restricciones impuestas sobre los mercados de exportación. En la práctica, la producción de oro cayó en 16% entre 1942 y 1944 (Gráfico 34).

**Gráfico 3.34**  
**Producción de oro, 1933 (enero) - 1944 (diciembre)**  
**(media móvil: doce meses)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

### III. LA TASA DE CAMBIO

#### A. Las tasas de cambio en América Latina

Tras el abandono del patrón oro, numerosas monedas nacionales fluctuaron con variada intensidad en los mercados de cambios. Se vivió una primera etapa en la que, en general, las autoridades se abstuvieron de intervenir, pero luego se adoptaron medidas de intervención en procura de la estabilidad cambiaria. En el Cuadro 3.7 se presenta la información publicada en 1935 por el Banco Internacional de Pagos, la cual fue reproducida por la

*Revista* a finales de dicho año. Se puede observar que, en relación con las paridades originalmente sostenidas con el oro, solamente cuatro países sufrieron una depreciación de su moneda inferior al 30%.

**Cuadro 3.7**  
**Depreciaciones monetarias, países seleccionados, 1929-1935 (marzo)**  
 (porcentaje)

Depreciaciones menores del 30 por ciento	
Checoslovaquia	16
Austria	22
Yugoslavia	23
Bélgica	28
Depreciaciones mayores del 30 por ciento	
Canadá	41
Cuba	41
Egipto	41
Irlanda	41
Estados Unidos	41
Gran Bretaña	41
Siam	41
Dánzig	42
Estonia	42
India	42
Portugal	42
Suráfrica	43
España	44
Suecia	45
Noruega	46
Perú	48
Finlandia	50
Dinamarca	52
Uruguay	52
Irak	53
Australia	54
Nueva Zelanda	54
Grecia	59
Bolivia	59
Argentina	65
Japón	66
Colombia	67
México	67
Brasil	68
Ecuador	73
Chile	75

Fuente: *RBR-96* (octubre de 1935: 344).

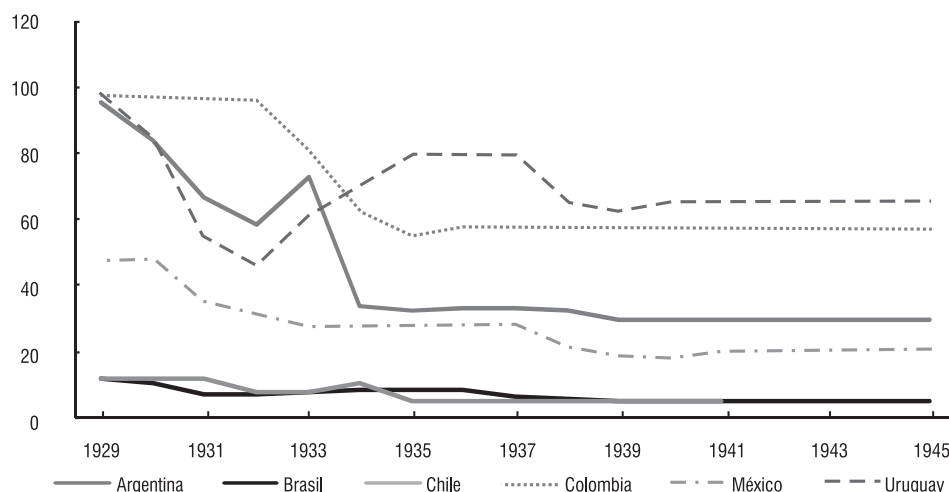
Otros 31 países experimentaron depreciaciones monetarias superiores al 40%. Entre estos podrían distinguirse tres grupos: el primero, con depreciaciones apenas por encima del 40%, conformado, entre otros, por Gran Bretaña, los Estados Unidos, Canadá y Cuba (entre los latinoamericanos); el segundo, con depreciaciones entre el 45 y el 55%, integrado por los países escandinavos, Australia y Nueva Zelanda, además de Perú y Uruguay, y el tercero, con fuertes ajustes cambiarios, entre el 55 y el 75%, compuesto en su mayoría por economías de América Latina, junto con Grecia y Japón. Colombia aparece compartiendo con México una casilla entre quienes aceptaron una mayor desvalorización monetaria, apenas superada por Brasil, Ecuador y Chile (*RBR-96*, octubre de 1935: 343-344).

Las trayectorias de las tasas de cambio para los seis países con mayores depreciaciones cambiarias en América Latina aparecen en el Gráfico 3.35. Después de las fuertes depreciaciones, se instauraron medidas de intervención en pro de la estabilización cambiaria: la preservación de la tasa de cambio nominal aparece como una política común durante la guerra.

**Gráfico 3.35**

**Tasas de cambio internacionales de algunos países de América Latina: promedios de tasas de compra por giros en Nueva York, 1929-1945**

(US¢ por unidad de moneda extranjera)



Fuentes: *FRB* (junio de 1939 y febrero de 1946).

## B. La acumulación de reservas internacionales en Colombia

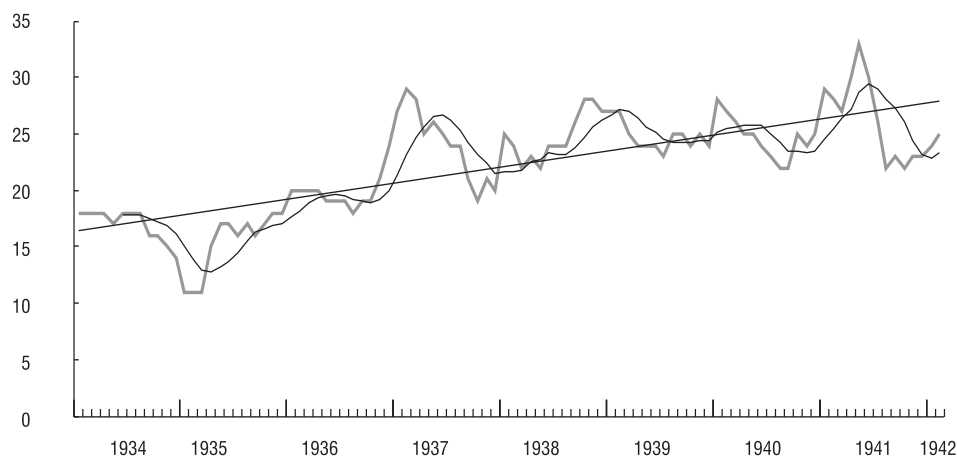
En septiembre de 1931, cuando se adoptaron las medidas de embargo del oro y control de los cambios internacionales, las reservas externas del país apenas frisaban los US\$ 15 millones, tras un descenso continuo iniciado en junio de 1928, cuando tales activos alcanzaron la cifra de US\$ 68 millones. En los siguientes seis meses las reservas se estabilizaron al nivel de US\$ 14 millones, y luego iniciaron un ascenso gradual, hasta acomodarse en un nivel medio de US\$ 18 millones entre 1933 y 1934; ya hacia fines de este último año dichos activos comenzaron a descender y llegaron a su cifra histórica más baja en toda

una década: US\$ 11 millones en los primeros tres meses de 1935. En adelante, hasta el primer trimestre de 1942, las reservas seguirían una trayectoria de tendencia creciente con ciclos alrededor de ella (Gráfico 3.36).

El primer ciclo negativo en la evolución de las reservas se extendió entre los últimos trimestres de 1934 y 1935, en correspondencia con el declive de las cotizaciones cafeteras externas; tal como lo registró el Gráfico 3.23, el Manizales Excelso perdió el 30 % de su valor en la plaza neoyorquina en dicho período. Dos ciclos completos de las reservas por encima de su tendencia creciente ocurrieron en 1937 y 1939, en estrecha vinculación con la suerte corrida en esos años por los precios del café. Nuevos ciclos negativos en las reservas surgieron en 1940 y hacia finales de 1941, resultado de las vicisitudes del precio del café al principio de la guerra, pero también moderados por el efecto de medidas institucionales, como el pacto de cuotas del café y la obtención de nuevo crédito externo.

**Gráfico 3.36**  
**Reservas internacionales brutas del Banco de la República, 1934-1942 (febrero)**

(millones de dólares)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Pero este comportamiento no sería más que el prólogo de un ascenso vertiginoso de los activos internacionales del Banco de la República, hasta el último trimestre de 1944, cuando un remanso que se extendería hasta mediados de 1945 cedería el paso a una nueva acumulación de divisas hasta finales de 1945 (Gráfico 3.37).



**Gráfico 3.37****Reservas internacionales brutas del Banco de la República, 1934-1945**

(millones de dólares)

Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

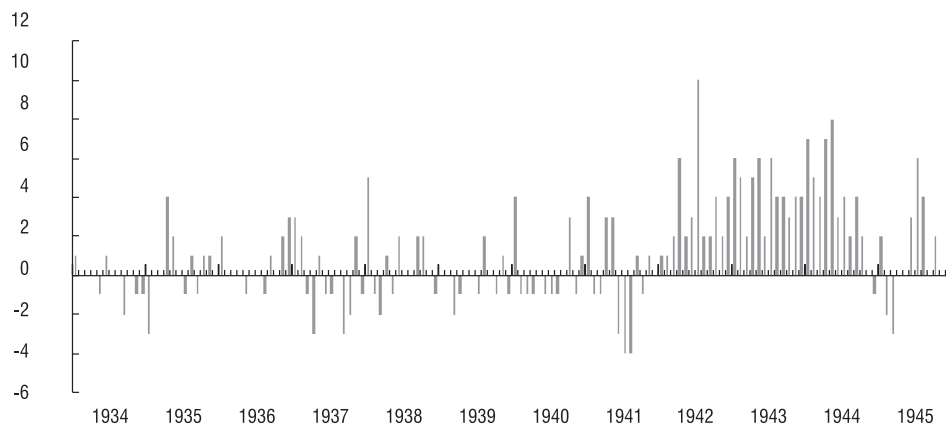
En el Gráfico 38 aparece la sucesión de incrementos positivos y negativos de las reservas externas entre 1934 y 1945. Resalta la concentración de aumentos mensuales de las reservas a lo largo del período 1942-1944. Estos tres años ofrecen un marcado contraste con los primeros ocho de la serie, durante los cuales se vivió bajo el signo de la escasez de activos internacionales. Esperanzados en esta época en que la recuperación del comercio mundial le pudiera ser favorable al país, se expidieron medidas tendientes a estimular exportaciones nuevas<sup>50</sup>. Igualmente, se alentaron iniciativas para renegociar la deuda externa en moratoria y para asegurar nuevas corrientes de financiamiento. Una exitosa operación de préstamo con el Export-Import Bank en 1940, destinada a fortalecer la infraestructura de comunicaciones y a capitalizar instituciones financieras públicas, cumplió también con una función compensatoria del debilitamiento de las reservas ocurrido a principios de la guerra<sup>51</sup>.

<sup>50</sup> La preocupación por el “fomento a las exportaciones” y el fortalecimiento de las reservas externas, expresada durante la depresión de principios de los años treinta, condujo a medidas como las que eximían del control de cambios a nuevas exportaciones. Así, el Decreto 794 de 1933 determinó que las exportaciones de productos diferentes al café, el petróleo, el banano, el oro, el platino y los cueros de res podrían efectuarse sin la obligación de los exportadores de vender al Banco de la República las divisas que obtuvieron de tales ventas externas (*RBR-67*, mayo de 1933: 169).

<sup>51</sup> “Nuestro problema de disponibilidades de cambio es un problema vital”, señalaba el ministro de Hacienda a mediados de 1940. Y añadía: “De ahí que veamos con profunda alarma la disminución en el valor de los activos de nuestra balanza, y de ahí también que concedamos importancia grandísima a todo lo que contribuya a crear condiciones propicias para el aumento de nuestras exportaciones o la inversión en Colombia de capitales extranjeros” (Lleras Restrepo, 1990a, parte II, p.36-37).

**Gráfico 3.38**  
**Reservas internacionales brutas del Banco de la República, 1934-1945**  
(variaciones mensuales)

(millones de dólares)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Del auge inopinado de los activos externos durante la guerra se desprenderían consecuencias de orden monetario que constituirían un reto para las autoridades de la época, por cuanto la libertad del mercado cambiario no era una opción de manejo macroeconómico. Así lo destacó el editorialista en septiembre de 1942:

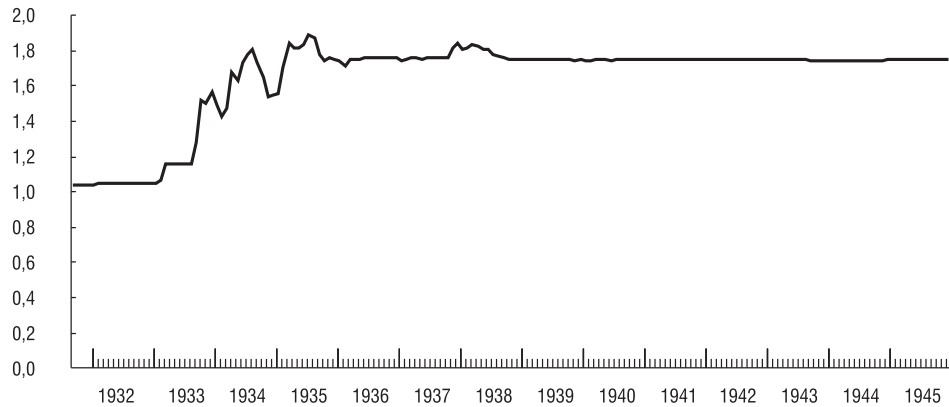
[...] el alza de las reservas de oro y divisas en dólares del banco emisor, y el consiguiente aumento del medio circulante, que venimos registrando desde principios del año, como consecuencia del desequilibrio que en la balanza de pagos ha producido la constante disminución de nuestras importaciones. Se trata de un problema que no es peculiar de Colombia, sino común a la mayor parte de los países de la América Latina y que asume caracteres de suma gravedad, porque al influir en el alza continua de la circulación monetaria amenaza perturbar hondamente la estabilidad económica nacional. El Gobierno y la junta directiva del Banco de la República han venido estudiando con atención estos fenómenos, que no tienen precedente en la historia financiera del país [...] (*RBR*-179, septiembre de 1942: 351).

### C. La tasa de cambio nominal

El panorama de la tasa de cambio a partir de la implementación del control cambiario en septiembre de 1931 se presenta en el Gráfico 3.39. Desde finales de 1935 la tasa de cambio se mantuvo en un nivel prácticamente constante durante la década siguiente, con la sola excepción del año transcurrido entre octubre de 1937 y octubre de 1938 cuando el tipo de cambio siguió la dirección inversa de las fluctuaciones en los precios del café y en las reservas internacionales. A partir de 1939 la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario mantuvo la estabilidad de la tasa de cambio dentro de una franja de precios de compra y venta de los giros sobre el exterior.

**Gráfico 3.39**  
**Tasa de cambio nominal, 1931 (septiembre) a 1945 (diciembre)**

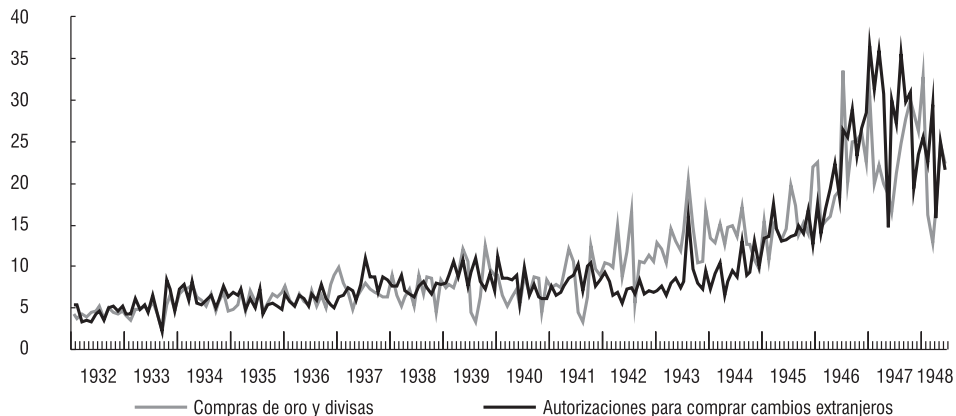
(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El control de cambios establecido en septiembre de 1931 se mantuvo, con modificaciones, a lo largo del período. La evolución mensual de las compras de oro y divisas efectuadas por el Banco de la República, así como de las autorizaciones para adquirir cambios extranjeros, se presenta en el Gráfico 3.40. Como era de esperarse, las trayectorias respectivas se superponen a lo largo de casi todo el período, con excepción del lapso de la guerra, durante el cual estuvo extraordinariamente restringido el comercio de importación. Entre diciembre de 1941 y el mismo mes de 1944, el promedio mensual de las reservas compradas por el Banco llegó a US\$ 12,5 millones, muy por encima de las autorizaciones de cambio otorgadas, las cuales llegaron a los US\$ 8,5 millones. Al final del gráfico puede apreciarse el auge de las transacciones de divisas en 1945 y 1946, y su posterior declinación a partir de 1947.

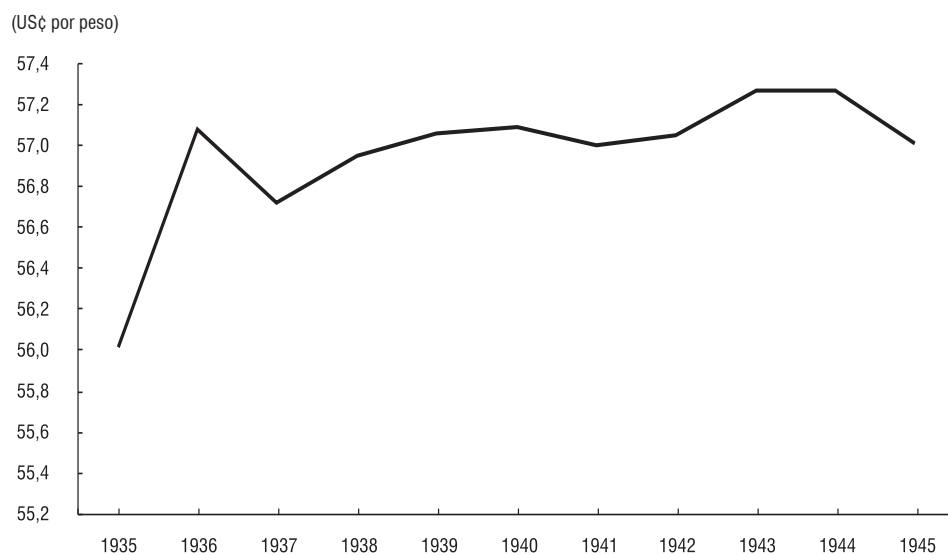
**Gráfico 3.40**  
**Control de cambios: entradas de oro y divisas, y autorizaciones para adquirir cambios extranjeros, 1932-1948**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La evolución del promedio anual de la tasa de compra por giros en Nueva York se presenta en el Gráfico 3.41. Se observa la tendencia general hacia una leve apreciación del peso en relación con el dólar, la cual, entre los dos puntos extremos del gráfico, apenas llegó al 2,3 %.

**Gráfico 3.41**  
**Tasa de compra por giros en Nueva York, 1935-1945**



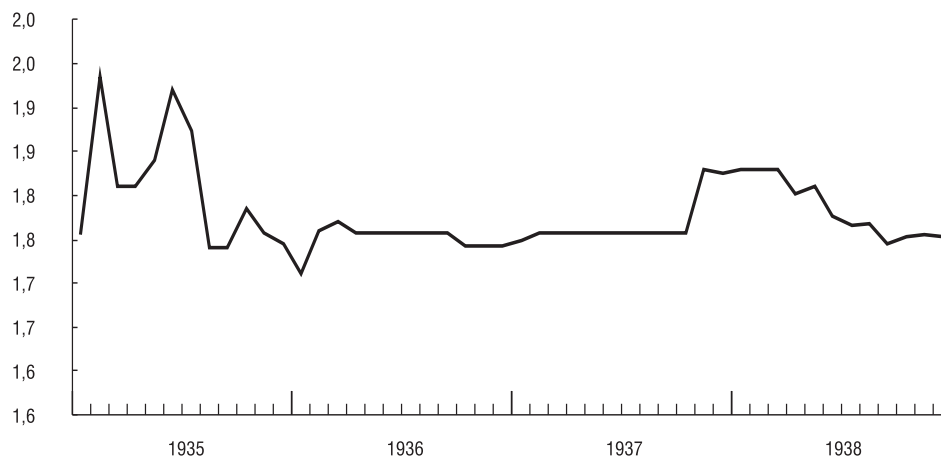
Fuente: *FRB* (junio de 1939 y febrero de 1946).

#### **D. La intervención del Banco de la República sobre la tasa de cambio**

La visión panorámica de la tasa de cambio presentada en el Gráfico 3.39 sugiere que el seguimiento de las operaciones cambiarias del Emisor se dividía en al menos dos períodos, a saber: el que va de 1935 a 1938, y el que cubre el lapso entre 1939 y 1945. En el Gráfico 3.42 se describe la evolución de la tasa de cambio en el primero de dichos períodos.

**Gráfico 3.42****Tasa de cambio: cotizaciones de remates en Bolsa e intervenciones del Banco de la República, 1935-1938**

(pesos por dólar)



Fuente: RRB (junio de 1939 y febrero de 1946).

**1. El “arduo problema del cambio”**

Así lo definió el gerente Julio Caro en su informe anual de 1937 (*IGBR 1937*: 24). Se refería a la experiencia del Banco con el mercado cambiario en los últimos cuatro años. Como se revela en el Gráfico 3.39, a partir de febrero de 1933 ocurrieron tres sobreajustes sucesivos de la tasa de cambio, que finalmente convergieron en un nivel estable de la misma a la altura de \$ 1,7575 por dólar a principios de 1937. En aquella fecha la tasa de venta del Banco de la República para dólares a la vista era de \$ 1,05, de modo que entre febrero de 1933 y febrero de 1937 la tasa de cambio nominal se depreció en 67,4%.

El arranque de este proceso de variación sustancial de la tasa de cambio estuvo íntimamente ligado con la economía cafetera. Un año antes (marzo de 1932), para esquivar la decisión de devaluar el peso frente al dólar se estableció una prima, por un año, equivalente al 10% de los giros provenientes de las exportaciones cafeteras en beneficio del sector. Expirada la vigencia de esta medida, y subsistiendo las razones que la originaron, se optó por crear una nueva prima de 11 puntos sobre la tasa en vigor, que era de \$ 1,05 por dólar por los giros que el Banco vendiera a los importadores; también se decidió que el Banco comprara los giros de los exportadores y el oro físico a razón de \$ 1,13 por dólar, o sea, con una prima de 8 puntos. La diferencia de tres puntos entre las nuevas tasas de \$ 1,16 y \$ 1,13 por dólar se destinaba a resarcir al Banco por la obligación de seguir vendiendo giros al Gobierno sin la prima recién creada. Se previó que este nuevo esquema estaría vigente hasta marzo de 1934 (Decreto 404 de 1933; *RBR-65*, marzo de 1933: 92-93).

El esquema citado hizo crisis prematuramente, en septiembre de 1933. Ante el exceso de demanda sobre oferta de giros se intentó superar dicho desequilibrio elevando en 10 puntos las tasas de venta y compra del Banco, o sea a \$ 1,26 y \$ 1,23 por dólar (*IGBR 1933*: 20). Como la medida resultara insuficiente, y ante las quejas tanto de importadores

como de exportadores con el manejo cambiario, se decidió que el Banco cesara en su intento de “adaptar el nivel del cambio a la realidad de las circunstancias”. Según el gerente,

Ante las dificultades que así se presentaban al Banco para seguir por ese camino, se consideró lo indicado y discreto dejar que esas circunstancias fueran fijando automáticamente la relación de nuestra moneda con las de los demás países. Tal política, que deja al libre juego de la oferta y la demanda esa fijación, ha de traer, especialmente en los primeros tiempos, constantes fluctuaciones en el campo exterior, con perjuicio del movimiento normal del comercio, a cuyos negocios lleva un elemento de inseguridad; pero ella, por otro lado, permitirá a los exportadores vender sus giros a los precios que la oferta y la demanda genuinas fijen, y ella habrá de contribuir eficazmente al necesario y urgente restablecimiento del equilibrio en la balanza de pagos del país, obrando doblemente en ese sentido, por el estímulo que dará a la exportación, y por la restricción que el alza del cambio impondrá a la exagerada importación de mercancías. También las industrias nacionales reciben en esa forma una nueva protección” (*RBR-72*, octubre de 1933: 351).

Dejar la fijación de la tasa de cambio al libre juego de la oferta y la demanda no significaba renunciar al control de cambios. Así, se dispuso que el 85% del valor de los giros representativos de moneda extranjera podría ser vendido por sus dueños “por conducto del Banco de la República” a los precios libremente convenidos con los compradores. El restante 15% del valor de los giros debería ser vendido al Banco de la República a la tasa de \$ 1,13 por dólar para atender las demandas de cambio del Gobierno<sup>52</sup>.

La tasa de cambio brincó hasta niveles alrededor de \$ 1,50 por dólar, y se estabilizó a esa altura un mes después de la liberación (25 de octubre). Se creó, entonces, una bolsa de cambios extranjeros semicontrolada, que permitiera al Emisor intervenir en el mercado cambiario mediante remates de divisas; la operación se puso en marcha mediante la venta en bolsa de giros por un valor igual al del oro físico que se fuera comprando cada semana, a la tasa de \$ 1,50 por dólar (*RBR-73*, noviembre de 1933: 388). Pero un mes más tarde (diciembre 5) el Banco suspendió dichas ventas ante la disminución de sus reservas en oro. En adelante, el Banco continuó interviniendo, por medio de los mencionados remates de divisas en bolsa, con el propósito de morigerar las fluctuaciones en la tasa de cambio (*IGBR 1935*: 16).

En abril de 1934 se introdujo una nueva reglamentación del cambio exterior, a propósito de desarrollos en el mercado cambiario que se interpretaron como resultantes de movimientos especulativos. Entre sus disposiciones se encontraba la que reglamentaba el negocio de los bancos en divisas (posición propia). También, la que disponía que a cambio del 85% (80% por algunos meses) de los giros entregados por los tenedores de divisas al Banco, este expidiera certificados de depósito, los cuales podrían utilizarse para pagos al exterior, contando con la licencia debida, o venderse en mercado abierto (*RBR-78*, abril de 1934: 115).

<sup>52</sup> Resolución de la Junta Directiva del Banco de la República y de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones de 25 de septiembre de 1933 (*RBR-72*, octubre de 1933: 357-358).

Como en el segundo semestre de 1935 se observara la tendencia del cambio a estabilizarse a la tasa de \$ 1,7575 por dólar, a principios de 1936 se decidió reconocer a dicha tasa como referencia para la acción estabilizadora del Banco (Gráfico 3.42). Así lo manifestó el gerente en los siguientes términos:

[...] se convino en reconocer el tipo del 175% para el dólar, que con ligeras fluctuaciones se había sostenido por varios meses, como la base para la estabilización, y se autorizó al Banco para procurar mantener el cambio alrededor de aquella cotización, no solo por medio de ventas directas o en remates en la bolsa, para impedir el alza, sino entrando a comprar, cuando fuera necesario, para evitar la baja (*IGBR* 1937: 24-25).

En mayo de 1936 se decidió que el Banco interviniera mediante la compra y venta de cambio exterior, “a tipos determinados y sin limitación”. En consecuencia, el Emisor procedió a vender giros a la tasa de \$ 1,7575 por dólar, hasta la irrupción de la crisis cafetera de 1937, cuando ante la caída de reservas cedió el paso al mercado semilibre; las cotizaciones brincaron una vez más, sosteniéndose por varios meses alrededor de \$ 1,83 por dólar, antes de descender en los tres últimos trimestres de 1938 hacia niveles del orden de \$ 1,75 que anteriormente habían preservado la estabilidad cambiaria (Gráfico 3.42, véase pág. 273).

## 2. Aspectos institucionales de la estabilización monetaria

La Ley 167 de 1938 estableció que la unidad monetaria y moneda de cuenta nacional es el peso de oro, con un contenido de 0,56424 gramos de oro a la ley de novecientos milésimos de fino<sup>53</sup>. La paridad intrínseca con el dólar quedó en \$ 1,75 por dólar, de modo que el texto legal ratificó lo que en la práctica del mercado cambiario se había hecho evidente<sup>54</sup>.

Al efectuar la contabilización de las reservas internacionales en poder del Banco de la República a la tasa de \$ 1,749 por dólar, se obtuvo una utilidad derivada del hecho de que el acervo de las reservas estaba conformado por divisas compradas a distintos tipos de cambio entre 1933 y 1938, los cuales en su mayoría eran inferiores a la nueva tasa de contabilización. Dicha utilidad fue de \$ 17 331 288,49, la cual se repartió de la siguiente manera, según lo dispuso la Ley 167: Primero, \$ 8 000 000 para cancelar deudas sin interés del Gobierno al Banco de la República, originadas en créditos para la defensa nacional durante el conflicto con el Perú. Segundo, \$ 5 000 000 de libre disposición a cargo del Gobierno, los cuales se depositarían en la Tesorería. Tercero, \$ 3.000.000 para la formación de un fondo de estabilización, previsto en la Ley 7 de 1935. Cuarto, \$ 1 331 288,49 para abonar a la cuenta especial de cambios (*IGBR* 1939: 18)<sup>55</sup>.

<sup>53</sup> Hasta entonces, la normatividad vigente era la del Código Fiscal de 1912 (Ley 110 de 1912), según el cual el contenido de oro del peso colombiano era de 1,5977 gramos a la ley de 0,91667 (*IGBR* 1939: 17).

<sup>54</sup> Con la expedición de la Ley 167 de 1938 (noviembre 19), la paridad intrínseca con el dólar quedó definida así: un peso colombiano con un peso bruto de 0,56424 gramos de oro a la ley de 0.900, o sea, con un contenido de oro fino de 0,507816; entonces,  $1 \text{ dólar} = 0,8871/0,507816 = 1,7499858$  pesos.

<sup>55</sup> Contrato sobre “El nuevo régimen monetario”, en *RBR*-134, diciembre de 1938: 452 y 480

A la Ley 167 se llegó después de un proceso institucional iniciado en 1933 cuando se abrieron las compuertas a la flotación cambiaria. En octubre de 1934 se celebró un contrato entre el Gobierno y el Banco de la República mediante el cual se ratificó el propósito del Banco de

[...] reconocer al Estado la utilidad que pudiera él obtener sobre las existencias de oro físico del Banco al ser sancionada una disposición legislativa que reduzca el contenido de oro de la unidad monetaria del país. Y en dicho evento, el Estado destinará en primer término tales utilidades a cancelar los préstamos del Gobierno [...] y aquellos otros que estuvieren vigentes a favor del Banco y a cargo del Gobierno, que no devengaren intereses. Si quedare algún sobrante, el Gobierno dejará en poder del Banco hasta la suma de un millón de pesos para formar un fondo destinado a permitir al Banco la compra y venta de bonos del Estado, con el fin de estabilizar el precio de estos últimos, e influir en el mercado monetario en el sentido que aconsejen las conveniencias del país” (Kalnins, 1963: 247).

Además, en relación con las operaciones de compra y venta de oro físico y de giros sobre el exterior realizadas por el Banco, se estableció que,

[...] las utilidades o pérdidas que resulten por concepto de estas operaciones desde la fecha de este contrato, [...] serán llevadas a una cuenta especial que se liquidará al verificar la reducción del contenido de oro de la unidad monetaria [...] (Kalnins, 1963: 248).

Así se originaron legalmente la cuenta especial de cambios y el fondo de estabilización. Este último hizo el tránsito de ser una cuenta del balance del Banco a convertirse en institución autónoma, como en otras naciones, con su propia junta directiva<sup>56</sup>.

Con motivo de la presentación al Congreso nacional de proyectos de ley de estabilización monetaria, primero en 1937 y luego en 1938, el editorialista resaltó la importancia de una norma de tal naturaleza:

En ocasiones anteriores, [...] hemos tenido oportunidad de exponer cómo esta medida tiende tan solo a consagrar en una ley la estabilidad monetaria que, con una breve interrupción a causa de la crisis del café, ha venido rigiendo en el país por un lapso de tres años. Para apreciar el alcance y la conveniencia de la medida, hay que tener en cuenta la gran importancia que para la economía de la nación tiene el mantenimiento de un tipo estable en las cotizaciones del cambio alrededor del que actualmente rige, que ha sido la base para el desarrollo comercial e industrial del país y al que ese desarrollo está íntimamente vinculado, pues si un alza inconsiderada del cambio podría entorpecer las actividades del comercio y encarecer la vida, una baja brusca del mismo afectaría hondamente la produc-

<sup>56</sup> La junta estaba integrada por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco y un miembro designado por el presidente de la República (contrato sobre “El nuevo régimen monetario”, cláusula quinta, en *RBR-134*, diciembre de 1938: 480). En 1940 el Fondo dejó de ser una cuenta del Banco de la República para convertirse en una entidad independiente. La personería jurídica se le otorgó en virtud de autorizaciones conferidas por la Ley 54 de 1939. Durante la Guerra y en el primer lustro de la posguerra el Fondo jugaría un destacado papel en materia de estabilidad cambiaria, en la administración fiduciaria de bienes extranjeros y en el manejo de la deuda pública tanto interna como externa (Gómez, 1943: 427-430).



ción nacional en todas sus fases, especialmente en la destinada a la exportación, desequilibrando desfavorablemente nuestra balanza de pagos y creando el grave problema de la desocupación del que por fortuna se ha visto libre hasta ahora Colombia (*RBR-131*, septiembre de 1938: 320).

La evolución anual de la cuenta especial de cambios creada en 1934 aparece en el Cuadro 3.8. Con posterioridad a la devaluación del dólar en los Estados Unidos, el Banco de la República decidió que sus compras de oro en barras a partir del 20 de marzo de dicho año las haría según el precio fijado para el metal en los Estados Unidos<sup>57</sup>. Así, parte del acervo en oro se computaba a la par, y parte, la adquirida después del 20 de marzo, al precio de costo. En abril de 1935 se dispuso que “para efectos de encaje y contabilidad” las existencias de oro físico del Banco se computarían al precio del metal en Nueva York (US\$ 35 la onza de oro fino), convertido en pesos según la tasa de cambio de la fecha del balance<sup>58</sup>. La revalorización principal de los activos internacionales del Banco, resultante de dichas medidas (por el monto de \$ 17,3 millones) fue contabilizada en el pasivo del balance mediante la apertura de la cuenta especial de cambios. El saldo fue congelado en la cuenta especial de cambios hasta la expedición de la Ley 167 de 1938, que dispuso cuál sería su utilización.

**Cuadro 3.8**  
**Cuenta especial de cambios, 1935-1940 (junio)**  
(millones de pesos)

Años	Saldo de la cuenta
1935	17,6
1936	17,4
1937	18,6
1938	8,0
1939	3,9
1940 (junio)	0,2

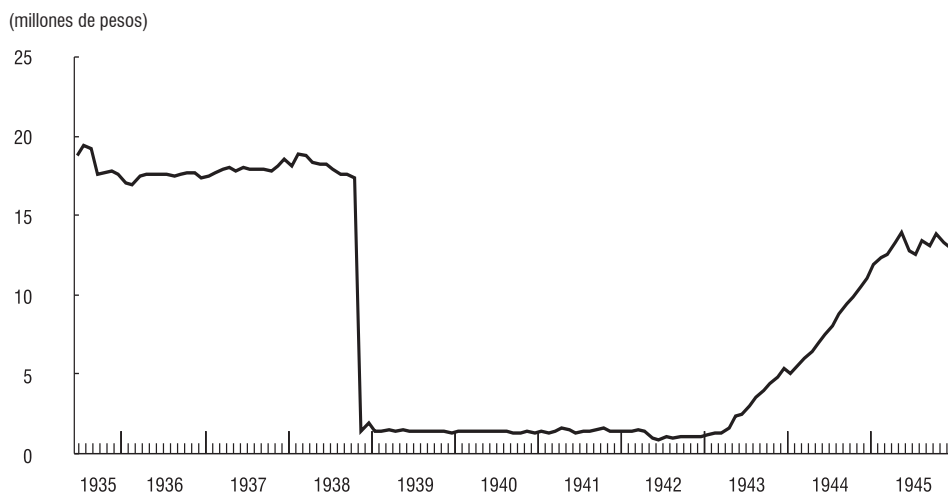
Fuente: Triffin (1944: 39).

En el Gráfico 3.43 aparece la figura serpentina de la cuenta especial de cambios desde su creación e inclusión en el pasivo del balance del Banco. Resalta el momento de liquidación de la cuenta en noviembre de 1938 al expedirse la Ley 167. La escasez de divisas que reinó en los siguientes cuatro años no fue propicia para la acumulación de utilidades en la cuenta, como sí lo fue el lapso comprendido entre 1943 y mediados de 1945.

<sup>57</sup> Además, se autorizó al Banco para comprar oro amonedado en iguales condiciones a las del oro físico (*RBR-77*, marzo de 1934: 76-77)

<sup>58</sup> Se decidió que a partir del 30 de abril de 1935 el balance presentaría el número de onzas de oro fino en manos del Banco y su valor en pesos (*RBR-90*, abril de 1935: 119).

**Gráfico 3.43**  
**Cuenta especial de cambios, 1935-1945**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La Ley 167 también modificó la tasa de encaje que el Emisor debía guardar sobre sus billetes, al disponer que la del 40% que regía desde 1931 sería reemplazada por la del 50%, tasa que el gerente describió como “una de las más altas vigentes hoy en el mundo”, y a pesar de la tendencia internacional hacia su reducción, para darles a los bancos centrales mayor libertad de acción. Sin embargo, según el gerente, “en el caso de Colombia [...] puede considerarse favorable la medida comentada, en cuanto ella tiende a reforzar una política bancaria de sana prudencia en materia de crédito, después de las perturbaciones monetarias que trajeron al país la crisis mundial y el conflicto internacional” (*IGBR* 1939: 17).

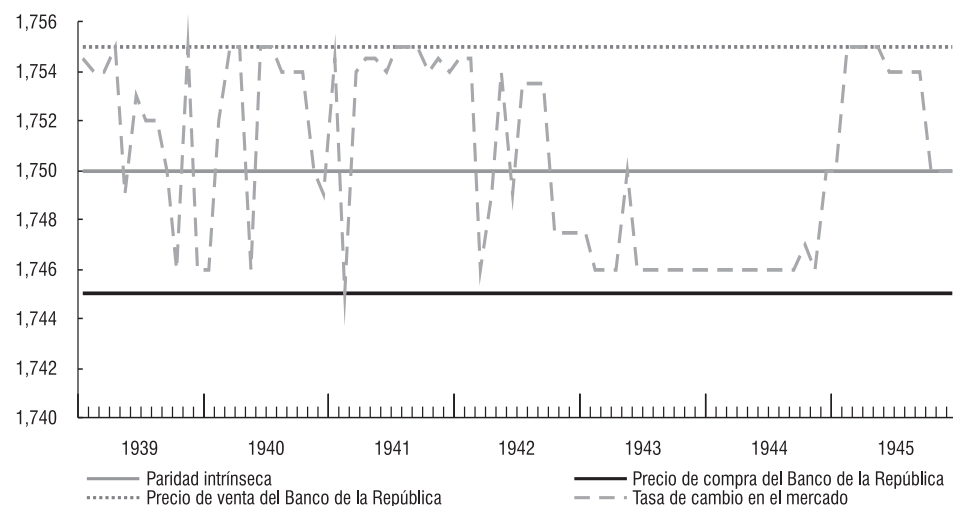
### 3. *La tasa de cambio durante la guerra*

En el Gráfico 3.44 se presenta la trayectoria de la tasa de cambio a partir de la adopción de la Ley 167 de 1938 hasta la culminación de la guerra. Durante todo este lapso el cambio exterior osciló entre los puntos de compra (\$ 1,7450 por dólar) y venta (\$ 1,7550 por dólar) fijados por el Banco de la República, al entrar en vigencia aquella ley. La cotización promedio hasta la entrada de los Estados Unidos en las hostilidades fue de \$ 1,7524 por dólar, o sea, a mitad de camino entre la paridad intrínseca y la tasa de venta del Banco, lo que sugiere una relativa escasez de divisas. Sobresale en este período el año de 1941 durante el cual la tasa de cambio estuvo muy pegada al “techo” del tipo de venta del Banco.

De 1942 a 1944 la tasa de cambio media fue de 1,7479, entre la tasa de compra del Banco y la paridad intrínseca, como reflejo de la notable afluencia de divisas de esos años; se destaca el interregno entre junio de 1943 y septiembre de 1944, cuando la cotización se mantuvo constante al nivel de \$ 1,746 por dólar, apenas por encima del tipo de compra. La relativa escasez de divisas que se presentara entre noviembre de 1944 y mayo de 1945 llevó de extremo a extremo la cotización del cambio exterior, antes de volver hacia la cotización de paridad en el segundo semestre del último año.

**Gráfico 3.44**  
**Tasa de cambio, 1939-1945**

(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La guerra europea también incidiría en la manera como se aplicaba el control de cambios. En efecto, su esquema operativo fue reorganizado a pocos meses de iniciarse las hostilidades. La caída de las cotizaciones cafeteras, las restricciones que sobrevinieron sobre los embarques del grano, y la reducción en las entradas de capitales externos, motivaron la adopción de medidas extraordinarias. La *Revista* se refirió a dichas determinaciones en los siguientes términos:

El creciente desequilibrio que a causa principalmente de la baja en los precios y en las exportaciones del café se viene acentuando en la balanza de pagos del país, ha movido al Gobierno a dictar varias e importantes medidas [...] que hacen parte de un plan conjunto, que tiende a restringir hasta donde sea necesario las importaciones de artículos extranjeros y a extender el monto de nuestras exportaciones [...] (*RBR*-150, abril de 1940: 132).

La motivación inmediata de las medidas fue la discrepancia para 1939 entre las compras de oro y divisas efectuadas por el Banco de la República y las autorizaciones para adquirir cambio extranjero. Dicha brecha fue de US\$6,55 millones, según los datos para 1939 en el Gráfico 40<sup>59</sup>.

En febrero de 1940 las licencias para el pago de importaciones se dividieron en dos turnos, y más tarde, en abril, en cuatro turnos, según su importancia económica. En el primer turno quedaron comprendidos las materias primas y equipos industriales, así como los medicamentos no producidos en el país, y artículos de primera necesidad. En su momento, estas importaciones representaban alrededor del 70% de las importaciones

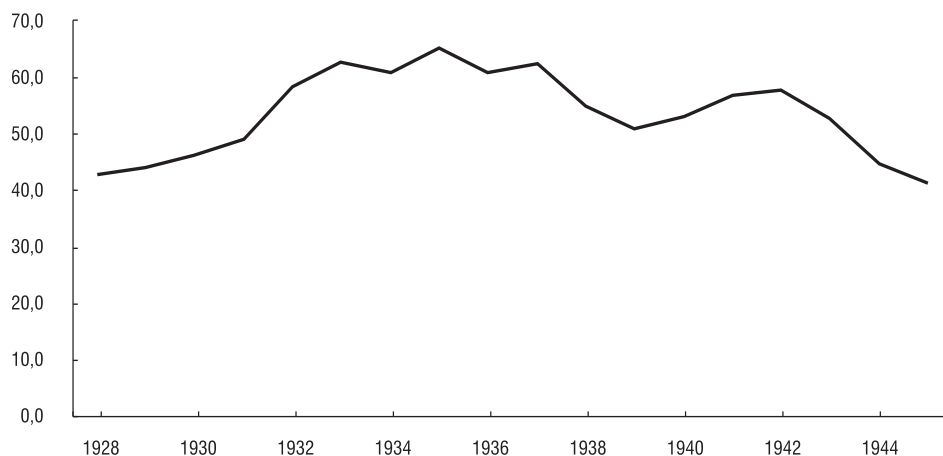
<sup>59</sup> El ministro de Hacienda citó una diferencia más alta, de US\$ 8,2 millones en su exposición intitulada “La política monetaria del Gobierno Nacional” (*RBR*-161, marzo de 1941: 87-89).

totales, autorizadas a la tasa de venta del Banco de la República, o sea, \$ 1,755 por dólar. Para el segundo turno se autorizó la tasa de \$ 1,79, para el tercero de \$ 1,87, y para el cuarto turno de \$ 1,95 por dólar. El Fondo de Estabilización fue autorizado para vender a los importadores las divisas correspondientes a los turnos 2.º, 3.º y 4.º<sup>60</sup>. Al virar la suerte de la balanza de pagos a partir de 1945, el Fondo continuó con sus operaciones estabilizadoras mediante el anticipo de pagos a los acreedores externos.

### E. La tasa de cambio real

En el Gráfico 3.45 se presenta el recorrido de la tasa de cambio real entre 1928 y 1945. La depreciación cambiaria en términos reales experimentada con un breve intermedio en 1933, fue reemplazada por una década en la que predominó la tendencia a la apreciación real. Durante la primera mitad de la guerra, con una tasa nominal dentro de los límites de intervención del Banco, y un nivel de precios que escasamente creció, la tasa de cambio real aumentó. Pero en la segunda fase de la guerra, con el tipo nominal nuevamente muy estable y alta inflación, la tasa de cambio real sucumbió en una magnitud que superó el 28%.

**Gráfico 3.45**  
**Tasa de cambio real, 1928-1945**  
**(1994 = 100)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

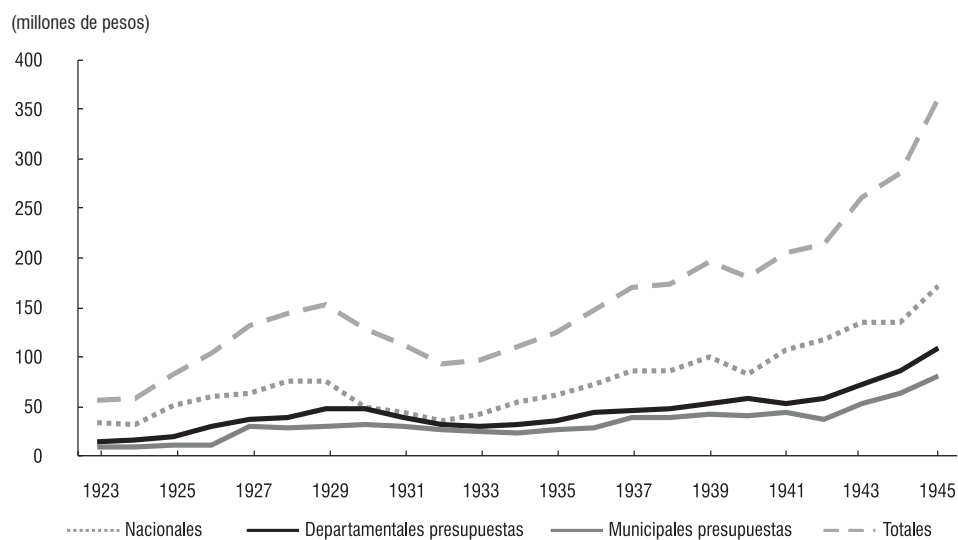
<sup>60</sup> Para el caso del pago de importaciones provenientes de países con compras muy inferiores de productos colombianos se estableció un régimen de *compensaciones*, según el cual se adjudicaba cambio libre si se trataba de artículos de primera necesidad, pero se exigía que el retiro de los fondos congelados en los otros tres turnos se valiera del producto de las compras de bienes nacionales efectuadas por aquellos países. Para facilitar el pago de acreencias por importaciones realizadas en años precedentes con dichos países, se acordó liquidar dichas obligaciones en un plazo de cinco años, mediante abonos anuales por quintas partes. Los depósitos bloqueados ganarían un interés del 3% anual. Resolución 100 de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones, del 20 de febrero de 1941 (RBR-161, marzo de 1941: 89-90).

## IV. LA HACIENDA PÚBLICA

### A. Las rentas públicas totales

En el Gráfico 3.46 se presenta el panorama de las rentas públicas totales hasta 1945, tras el ciclo completo iniciado en los primeros años veinte y culminado en 1932. En el punto más alto de dicho ciclo las rentas nacionales recaudaban la mitad de las rentas públicas (49%) de modo que las rentas se dividían por igual entre la nación y las entidades territoriales. Durante los siguientes tres años de depresión la nación se rezagó notablemente en sus recaudos, al punto de rebajar su participación al 38%. En los años siguientes se recuperó, de modo que en 1939 volvió a ser del 50%, y así se mantuvo hasta el final de la guerra, exceptuando una caída transitoria al 45% en 1940.

**Gráfico 3.46**  
**Rentas públicas totales, 1923-1945**



Fuente: *RBR* (varios años).

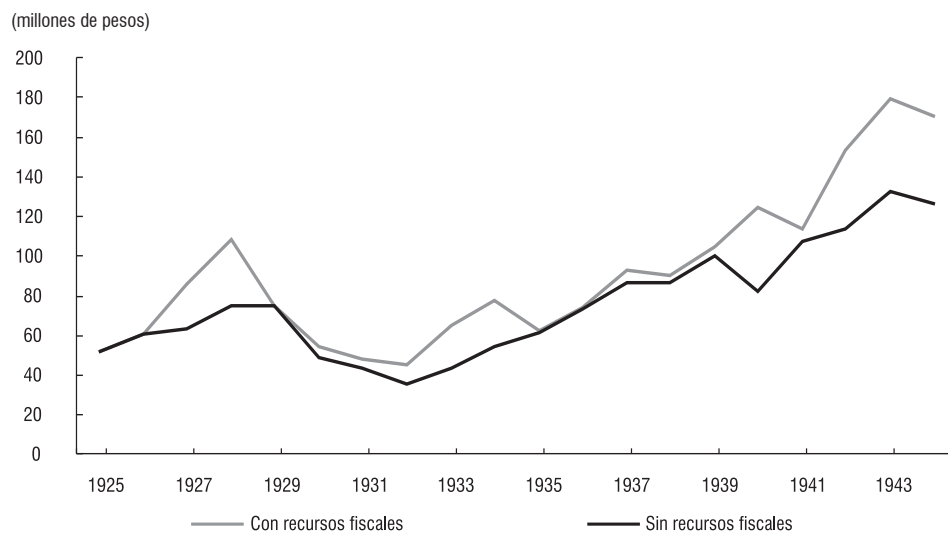
Los ingresos departamentales y municipales se movieron con un notable paralelismo a lo largo del tiempo: los municipales crecieron menos rápido en los dos últimos años del auge de los años veinte, y cayeron menos abruptamente en los primeros treinta, pero luego evolucionaron en tándem.

### B. Los ingresos nacionales

Los recaudos de la nación, incluyendo y excluyendo los recursos de fiscales (básicamente de capital), de acuerdo con la metodología tradicional del presupuesto, se presentan en el Gráfico 3.47. Después de 1932 los recaudos sin recursos de capital crecieron de manera

continúa hasta 1938, cuando prácticamente no cambiaron en comparación con los del año precedente; dos años después, en 1940, cayeron en un 20%, y luego crecieron con ritmos anuales desiguales hasta 1944; finalmente, los recaudos volvieron a caer en 1945, en un 5%, pero este descenso sería seguido por un crecimiento empinado y continuo en la segunda mitad de los años cuarenta.

**Gráfico 3.47**  
**Ingresos nacionales, 1925-1945**

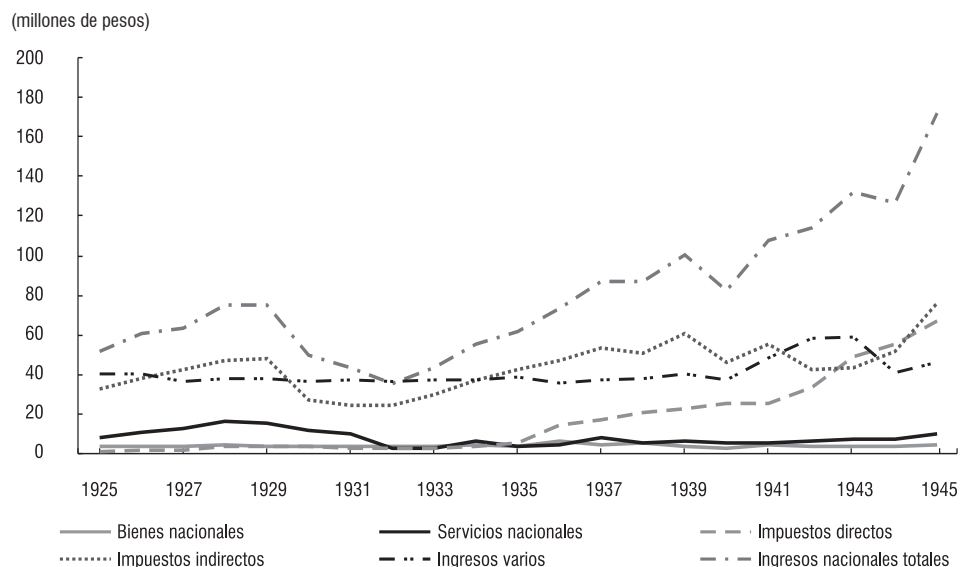


Fuente: RBR (varios años).

Los recursos fiscales alcanzaron puntos álgidos en 1933 y 1940, cuando representaron el 33% de los recursos de la nación, porcentaje superior al logrado con los financiamientos externos de 1927 y 1928, cuando en promedio fueron del 28%; durante la guerra los recursos fiscales fueron del orden del 20%.

El curso seguido por las fuentes de los ingresos nacionales durante las dos décadas entre 1925 y 1945 aparece en el Gráfico 3.48. A todas luces los recursos predominantes provinieron de la tributación indirecta: en promedio alcanzaron la cifra de 58% del total de recaudos, y más del 64%, si solo se considera el período 1925-1935, o sea hasta la reforma del impuesto directo sobre la renta, aprobada en este último año. En 1945 la tributación indirecta representó el 53% del recaudo.

**Gráfico 3.48**  
**Ingresos nacionales (sin recursos fiscales), 1925-1945**



Fuente: *RBR* (varios años).

Hasta 1935 la segunda y tercera fuentes en importancia dentro del recaudo fueron los servicios nacionales y los bienes nacionales, respectivamente. Hasta 1931 estas fuentes representaron en promedio el 26% de los ingresos de la hacienda nacional. Luego, su relevancia declinó de manera progresiva, y ya para 1945 representaba no más del 8%.

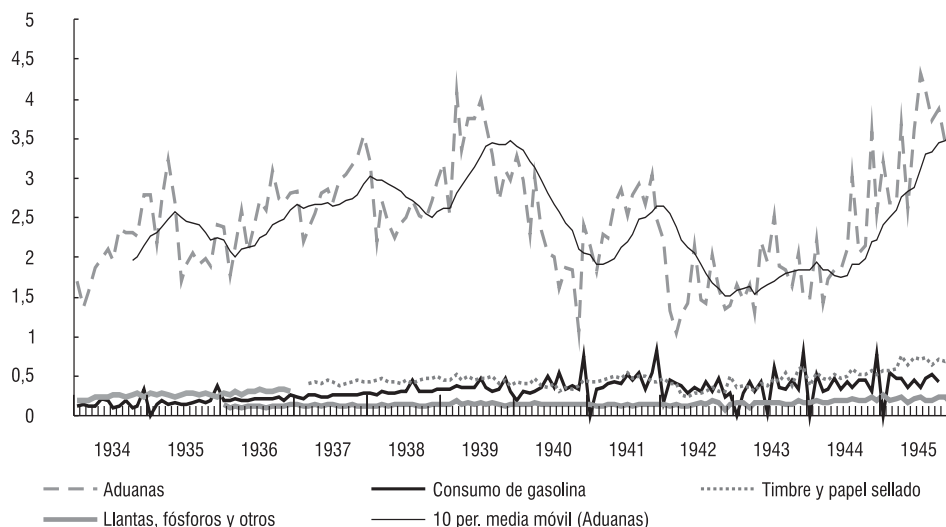
El perfil de los ingresos nacionales refleja con gran exactitud el de la tributación indirecta hasta 1941. Luego, el avance de la tributación directa compensó el descenso de la indirecta, venida a menos por causa de la guerra entre 1942 y 1945. Entre 1941 y 1943 se presentó un aumento formidable del rubro de ingresos varios, el cual contribuyó, en medio de la guerra, a preservar el ascenso de los ingresos totales; tal crecimiento inusual obedeció a la creación de impuestos destinados a financiar el Fondo Nacional del Café a finales de 1940.

El predominio del recaudo de aduanas en relación con otros tributos indirectos es ostensible en el Gráfico 3.49, en el cual se le compara con la tributación sobre el consumo de gasolina, con el gravamen sobre timbre y papel sellado, y con el vigente sobre llantas, fósforos, naipes y otros de menor cuantía. El recaudo aduanero se elevó hasta 1937, y luego de un descenso en 1938 continuó ascendiendo en 1939. Durante la guerra cayó francamente en 1940 y 1942, con reacciones en 1941, y menos decididamente en 1943. Un nuevo ascenso continuo se perfiló a partir de 1944.

**Gráfico 3.49**

**Impuesto de aduanas y otros indirectos, 1934 (enero) a 1945 (diciembre)**

(millones de pesos)



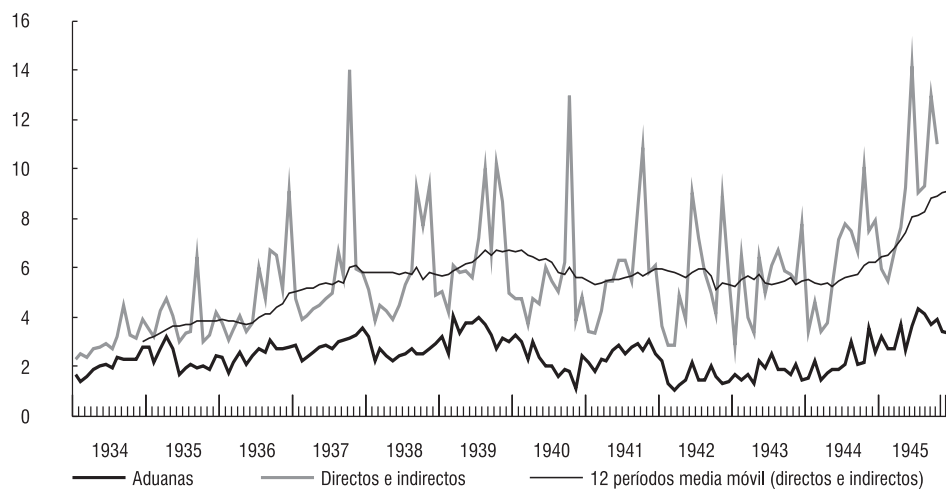
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La trayectoria temporal de los impuestos directos e indirectos se presenta en el Gráfico 3.50, en el cual sobresalen los picos anuales debidos al recaudo de renta concentrado en el último trimestre de cada año, en comparación con la distribución más uniforme del tributo de aduanas a lo largo del año.

**Gráfico 3.50**

**Aduanas e impuestos directos e indirectos, 1934 (enero) a 1945 (octubre)**

(millones de pesos)



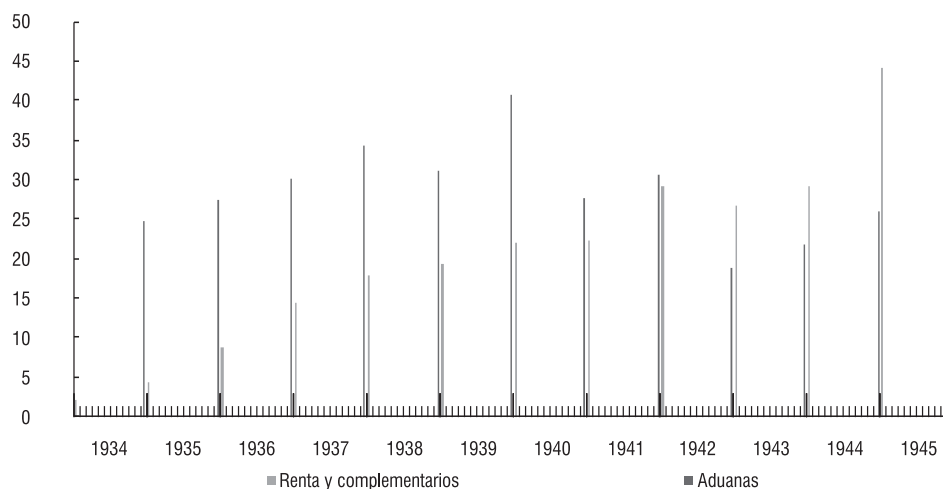
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).



El creciente recaudo del impuesto de renta desde 1934 fortaleció el lado de los ingresos del presupuesto, tradicionalmente dependiente de la suerte de las aduanas; entre 1934 y 1937 las liquidaciones anuales sobre la renta se duplicaron en relación con el año anterior, y entre 1937 y 1942 crecieron al 15% anual en promedio. Cuando los recursos de las aduanas se vinieron a menos a partir de 1940, el gravamen sobre la renta se convirtió en la principal fuente de ingresos fiscales, y continuaría siéndolo en la posguerra (Gráfico 3.51).

**Gráfico 3.51**  
**Impuestos de aduanas y renta y complementarios, 1934-1945**

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La liquidación anual del impuesto de renta y complementarios creció a una tasa anual del 11,4% entre 1936 y 1941; a partir de ahí, y hasta el final de la guerra, sus saldos se elevaron tan rápido que la liquidación de 1945 superó en 2,7 veces la de 1942. La liquidación por contribuyente en 1945 también superó en un número semejante la correspondiente a 1939, cuando se inició el conflicto (Cuadro 3.9).

**Cuadro 3.9**  
**Impuesto sobre la renta y complementarios: personas naturales, sociedades y comunidades, 1936-1946**

Años	Número de contribuyentes	Liquidación	
		(pesos)	
1936	51 893	13 154 248	253,49
1937	56 917	14 941 303	262,51
1938	60 839	17 819 588	292,90
1939	68 236	19 275 646	282,48

**Cuadro 3.9 (continuación)**  
**Impuesto sobre la renta y complementarios: personas naturales, sociedades y comunidades, 1936-1946**

Años	Número de contribuyentes	Liquidación	Liquidación por contribuyente
		(pesos)	
1940	76 198	21 172 286	277,86
1941	78 599	22 543 988	286,89
1942	82 684	27 872 410	337,10
1943	83 336	33 554 311	379,85
1944	98 171	39 418 124	401,53
1945	75 092	60 303 835	803,07

Nota: Las liquidaciones incluyen recargos como los establecidos en el Plan Fiscal de 1942.

Fuente: RBR-254 (diciembre de 1948: 1440); tomado del *Informe Financiero del Contralor General de la República*.

El notable desempeño de los recaudos sobre la renta se concentró principalmente en los departamentos de Cundinamarca y Antioquia. Hasta la guerra, más del 60% de lo recaudado procedía de Cundinamarca; pero ya a mediados de los años cuarenta Antioquia participaba con más del 35%, y departamentos como Atlántico y el Valle, con cifras próximas al 10% (Cuadro 3.10).

**Cuadro 3.10**  
**Impuesto sobre la renta y complementarios: participación de las secciones administrativas en la liquidación total del país, 1935-1946**  
 (porcentaje)

Año	Antio- quia	Atlán- tico	Bolí- var	Boya- cá	Caldas	Cauca	C/ marca	Huila	M/da- lena	Nariño	Norte S/der	San- tander	Toli- ma	Valle	Inten- den- cias y Total comi- sarias	
1935	12,3	6,2	2,3	0,3	1,6	0,2	69,5	0,3	0,9	0,5	0,7	0,8	0,7	3,6	0,1	100,0
1936	19,7	6,6	2,3	0,2	1,7	0,2	61,6	0,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,7	4,5		100,0
1937	19,9	7,0	2,2	0,3	1,7	0,2	59,3	0,2	0,8	0,5	0,7	0,8	1,9	4,5		100,0
1938	14,8	6,0	2,4	0,3	1,6	0,2	65,1	0,3	0,7	0,4	0,7	0,9	1,9	4,6	0,1	100,0
1939	15,6	6,7	2,2	0,3	1,9	0,2	63,6	0,3	1,0	1,0	0,8	0,9	0,6	4,8	0,1	100,0
1940	16,6	8,6	2,0	0,5	2,1	0,3	60,0	0,3	0,7	0,4	0,9	1,0	0,6	5,9	0,1	100,0
1941	18,8	7,0	2,2	0,3	2,5	0,2	59,4	0,3	0,4	0,3	1,0	1,0	0,5	6,0	0,1	100,0
1942	18,3	7,6	2,0	0,3	2,8	0,2	57,7	0,3	0,3	0,7	0,7	0,9	0,6	7,5	0,1	100,0
1943	23,1	10,7	2,6	0,2	4,0	0,3	46,5	0,3	0,2	0,5	0,7	1,3	0,6	8,9	0,1	100,0
1944	27,2	10,1	2,5	0,3	4,2	0,3	42,5	0,6	0,2	0,4	0,7	1,3	0,7	8,9	0,1	100,0
1945	22,1	9,1	2,1	0,2	3,7	0,3	49,0	0,4	0,4	0,4	0,6	1,1	0,8	9,7	0,1	100,0
1946	36,8	9,3	1,7	0,1	3,6	0,3	35,4	0,2	0,4	0,4	0,6	1,2	1,1	8,8	0,1	100,0

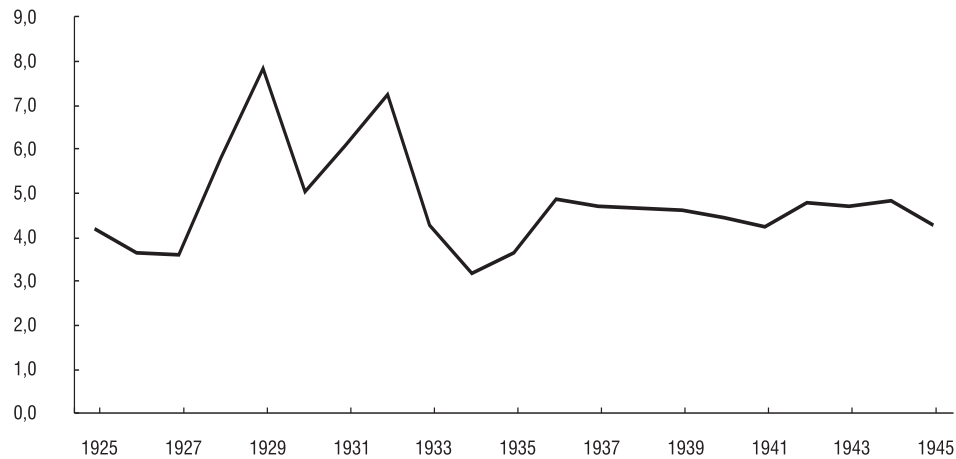
Fuente: RBR-240 (julio de 1947).

### C. Los gastos nacionales

Muy diferente fue la experiencia del gasto del Gobierno entre 1934 y 1945, luego del ciclo completo seguido entre 1927 y 1934. Entre este último año y 1936 pasó del 3,2% al 4,9% del PIB, ya que en lugar de caer en términos nominales y de manera consecutiva, como lo hizo entre 1929 y 1933, el presupuesto programado se multiplicó por 1,8 veces, al tiempo que el producto se multiplicó por 1,2 veces. En adelante el gasto mantuvo una participación muy estable en el PIB del orden del 4,6%, con un coeficiente de variación muy pequeño del 3% (Gráfico 3.52).

**Gráfico 3.52**  
**Gobierno Nacional: presupuesto anual, 1925-1945**

(porcentaje del PIB)



Fuente: *RBR* (varios años).

El crecimiento anual del gasto real entre 1929 y 1936 fue en promedio del 6%, con una impresionante volatilidad, que resultó en puntos extremos de caída en 1930 y 1933 del orden del 36%, y de ascenso en 1932 (27%) y 1936 (40%). La trayectoria subsecuente hasta 1945 mostró un crecimiento anual del presupuesto real de apenas el 2% por año, con una apreciable volatilidad, resultante de la alternación de períodos de expansión y contracción presupuestal real, muy paralelos con los cambios en el presupuesto nominal (Gráfico 3.53).

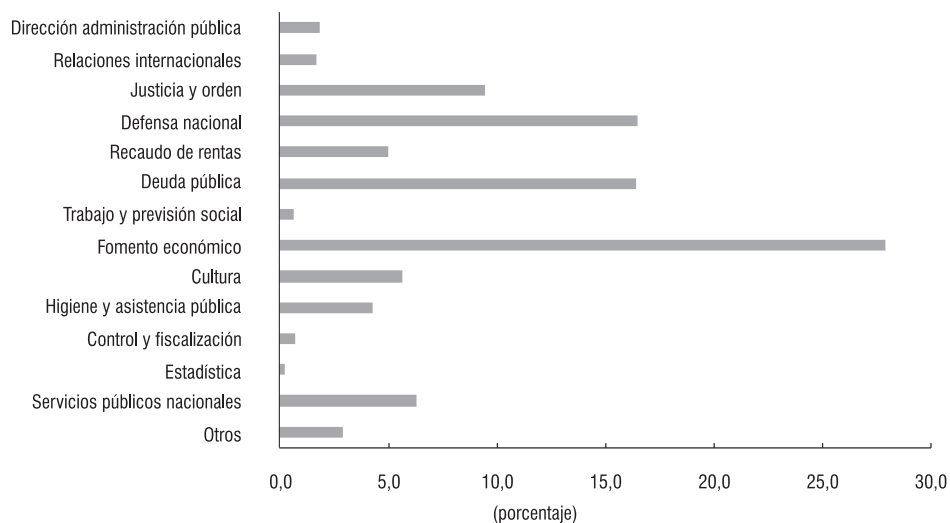
**Gráfico 3.53**  
**Gobierno Nacional: crecimiento nominal y real del presupuesto anual, 1926-1945**



Fuente: RBR (varios años).

La clasificación ministerial del gasto público es, de antiguo, la vía tradicional de presentar la ejecución presupuestal. Aunque no de una manera sistemática, sino ocasional, la *Revista* acudió a una presentación funcional del gasto, como la que aparece en el Gráfico 3.54. En él se aprende que el fomento económico fue el destino principal del presupuesto nacional entre 1933 y 1945, con una participación igual al 28%, muy superior a la de los siguientes destinos, la defensa nacional y la deuda pública, con participaciones del orden del 16%.

**Gráfico 3.54**  
**Gastos públicos nacionales: participación media en el presupuesto, 1933-1945**



Fuente: RBR (varios años).

Las funciones clásicas de administración de justicia, mantenimiento del orden y defensa nacional coparon la cuarta parte del presupuesto durante el período: 9% las dos primeras, y 16% la última; pero su evolución fue muy diferente a lo largo del período (Gráfico 3.55). La defensa nacional llegó a comprometer más del 30% del presupuesto durante la conflagración con el Perú, pero se ajustó en los años siguientes, de modo que en el primer lustro de los años cuarenta representó alrededor del 10% del gasto.

**Gráfico 3.55**

**Gastos públicos nacionales: justicia y orden y defensa nacional, participación en el total, 1933-1945**

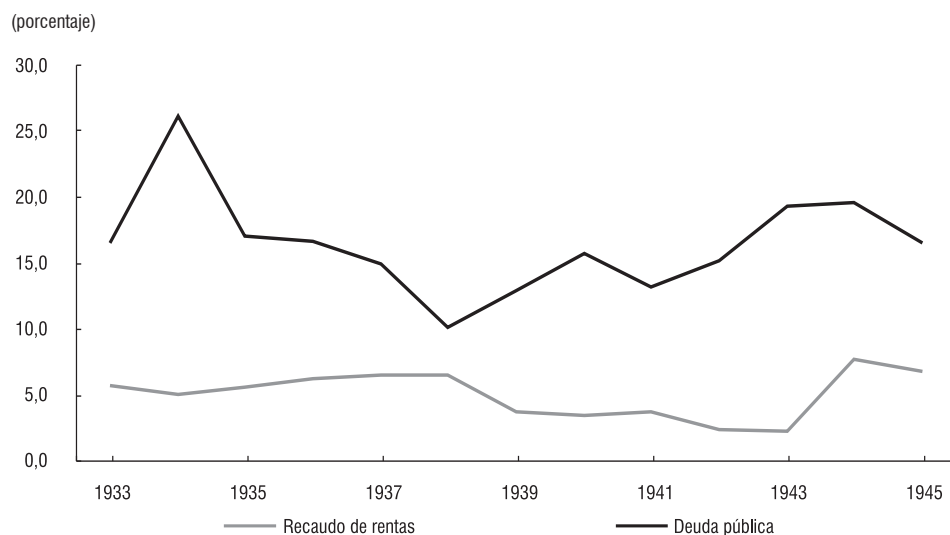


Fuente: RBR (varios años).

Dos funciones, también clásicas de la hacienda pública, el recaudo tributario y el pago de la deuda pública nacional, alcanzaron una participación en el gasto del orden del 22% en promedio. Pero el peso individual de tales funciones varió a lo largo del tiempo, como puede colegirse del Gráfico 3.56. La deuda, que llegó a copar el 25% de la ejecución del presupuesto hacia 1934, perdió participación en los siguientes cuatro años al reducirse a una cifra cercana al 10%; dicha pérdida de participación obedeció a las declaratorias de moratoria anunciadas gradualmente entre 1933 y 1935. Nuevas operaciones de endeudamiento, tanto externo como interno, a partir de 1939, elevaron el porcentaje del presupuesto para el pago de deuda al 18% en promedio entre 1942 y 1945.

**Gráfico 3.56**

**Gastos públicos nacionales: recaudo de rentas y deuda pública, participación en el total, 1933-1945**

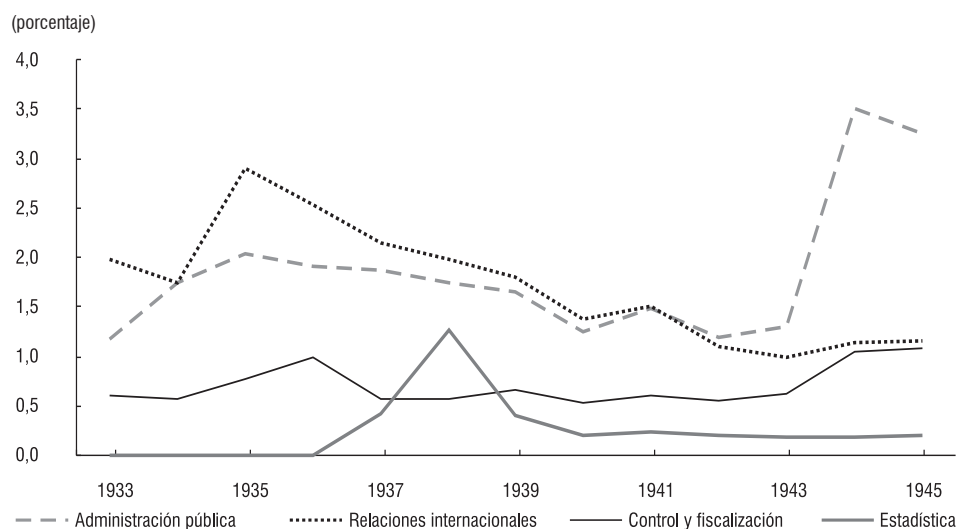


Fuente: RBR (varios años).

Otras funciones tradicionales, como la dirección de la administración pública, las relaciones internacionales, y las de contraloría (que en aquella época comprendían no solo las de control y fiscalización, sino de estadística), representaron alrededor del 4,5 % de la ejecución anual del presupuesto (Gráfico 3.57).

**Gráfico 3.57**

**Gastos públicos nacionales: administración pública, relaciones internacionales, control y fiscalización y estadística, participación en el total, 1933-1945**



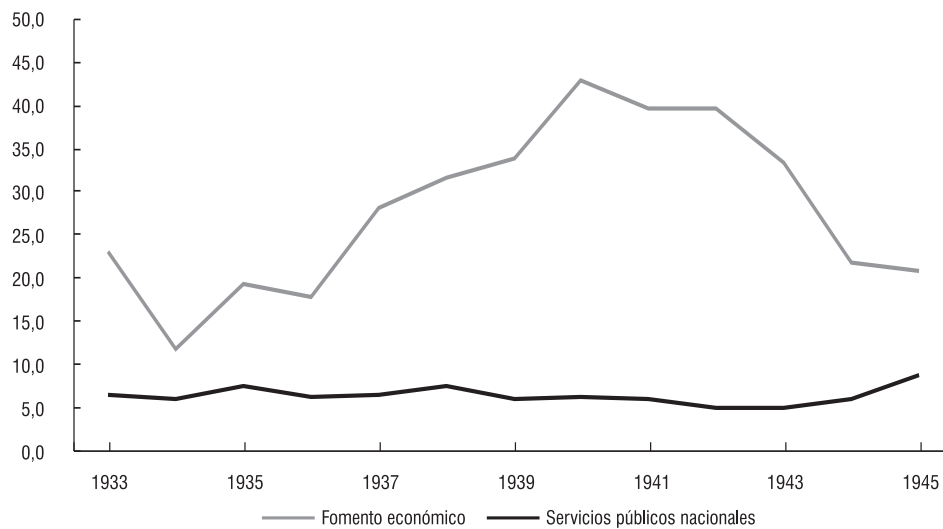
Fuente: RBR (varios años)..

El lugar privilegiado de los gastos de infraestructura en la ejecución presupuestal sobresale ampliamente en el Gráfico 3.58. Los proyectos de obras públicas y transportes, que a mediados de los años treinta demandaban el 20% de los recursos presupuestales, en 1940 representaban ya el 43%; durante la primera mitad de la guerra su participación se sostuvo alrededor del 40%, con el concurso de empréstitos externos, pero en los últimos años se vino abajo, hasta alcanzar el 22% entre 1944 y 1945.

**Gráfico 3.58**

**Gastos públicos nacionales: fomento económico y servicios públicos nacionales, participación en el total, 1933-1945**

(porcentaje)

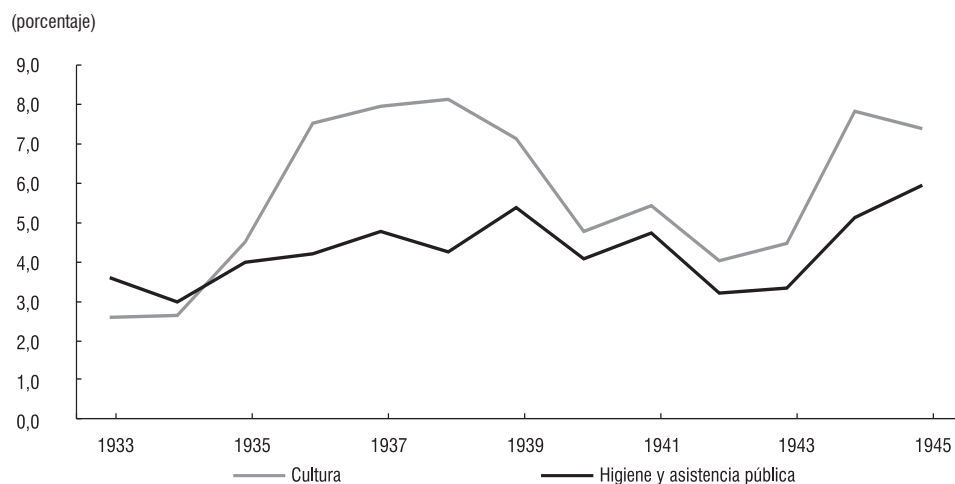


Fuente: *RBR* (varios años).

La educación y la salud contaron conjuntamente con un 10% de los recursos presupuestales entre 1933 y 1945. Las dos áreas ganaron participación entre 1934 y 1938, pero le correspondió a la cultura avanzar de apenas el 2,5% del presupuesto al 8% en tal período. También, las dos vieron descender su participación entre 1938 y 1942, y recuperarla a partir de 1943 (Gráfico 3.59). La mejor época para la salud, en términos presupuestales nacionales, fue la transcurrida entre 1937 y 1941, cuando en promedio llegó al 4,6% del presupuesto.

**Gráfico 3.59**

**Gastos públicos nacionales: cultura e higiene y asistencia pública, participación en el total, 1933-1945**



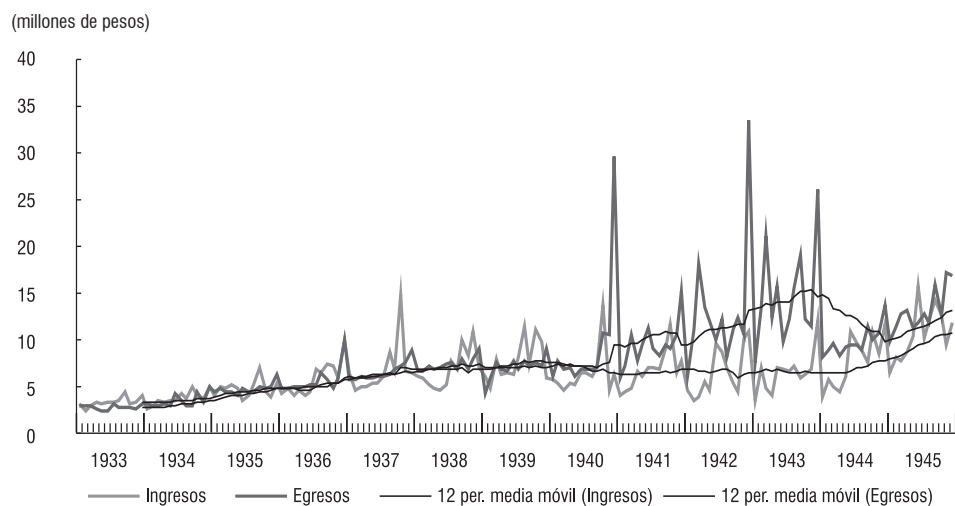
Fuente: RBR (varios años)..

**D. La ejecución presupuestal: diferencia entre ingresos y gastos**

En el Gráfico 3.60 aparecen las trayectorias seguidas por los ingresos y los gastos ordinarios del Gobierno Nacional. Durante la guerra, en especial hasta 1943, se puede observar la coincidencia entre la disminución de los ingresos en comparación con los del lustro de preguerra, y el ascenso notable de los gastos; tal diferencia se traduce en un resultado deficitario, que comienza a ajustarse rápidamente en 1944, y que sobrevive, aunque en menor escala, en 1945.

**Gráfico 3.60**

**Gobierno Nacional: ingresos y gastos ordinarios, 1933 (enero) a 1945 (diciembre)**



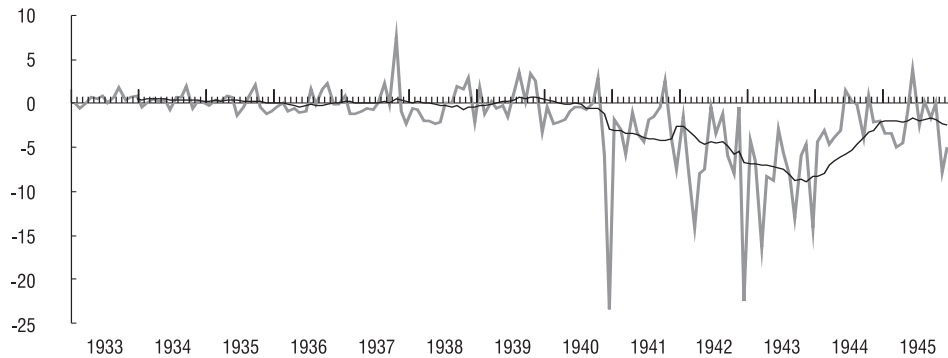
Fuente: RBR (ediciones mensuales).



El mensaje transmitido en el Gráfico 3.60 reaparece en el Gráfico 3.61 el cual presenta explícitamente la diferencia entre los ingresos y los gastos ordinarios. Puede apreciarse cómo un cierto superávit fue la constante entre 1933 y la primera mitad de 1940, y cómo el déficit se enseñoreó entre 1942 y 1943, antes del ajuste sustancial, aunque incompleto, entre 1944 y 1945.

**Gráfico 3.61**  
**Gobierno Nacional: superávit fiscal, 1933 (enero a 1945 (diciembre)**  
**(media móvil: doce períodos)**

(millones de pesos)

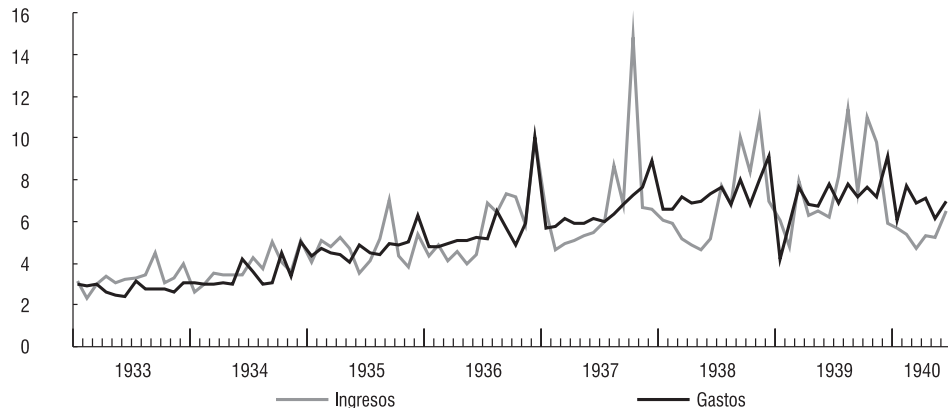


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La experiencia de superávit, prácticamente de equilibrio presupuestal de la preguerra, es reiterada en el Gráfico 3.62. En el período considerado, por cada peso de ingresos los gastos llegaron a 0,98 pesos. Entre junio de 1937 y junio de 1940 las trayectorias de ingresos y gastos presentan perfiles diferentes, pero su promedio mensual es prácticamente igual (\$ 7,079 millones de los primeros versus \$ 7,091 millones de los segundos), aunque con una volatilidad dos y media veces superior en el caso de los ingresos.

**Gráfico 3.62**  
**Gobierno Nacional: ingresos y gastos ordinarios, 1933 (enero) a 1940 (junio)**

(millones de pesos)



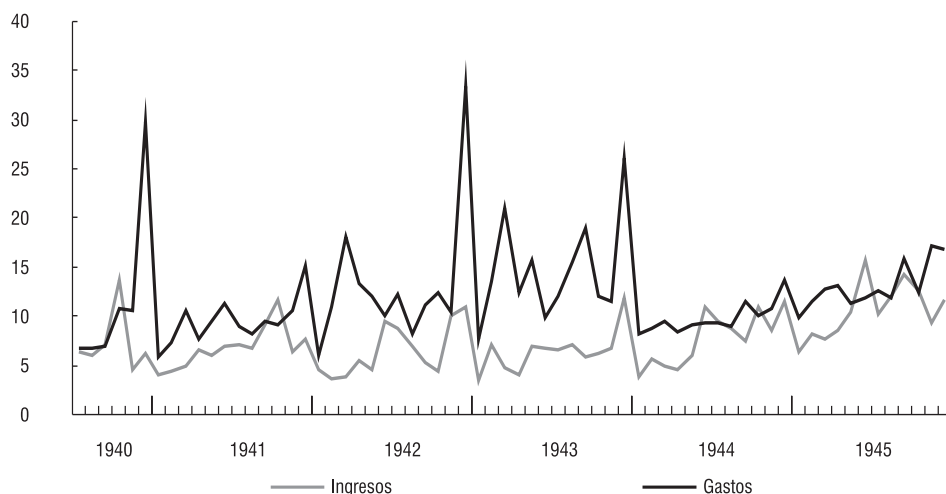
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Entre julio de 1940 y diciembre de 1945 la media de los ingresos mensuales fue de \$ 7,6 millones contra el promedio de \$ 12,1 millones mensuales de los gastos; la volatilidad de estos últimos aumentó sustancialmente en comparación con los tres años anteriores, pero aun así fue inferior a la de los ingresos (Gráfico 3.63)<sup>61</sup>.

### Gráfico 3.63

#### Gobierno Nacional: ingresos y gastos ordinarios, 1940 (julio) a 1945 (diciembre)

(millones de pesos)



Fuente: RBR (varios años).

## E. La deuda pública

Si el fortalecimiento de la tributación directa a partir de 1935 fue uno de los ejes de la modernización fiscal, la reivindicación del crédito público no se hizo esperar mucho tiempo. La administración pública estaba sujeta a la volatilidad de las rentas, mencionada anteriormente<sup>62</sup>. Además, el de la deuda era un panorama desapacible de la hacienda pública hacia finales de los años treinta. La suspensión del servicio de la deuda o su satisfacción irregular era una experiencia reiterada en aquella época. Se consideró prioritario llegar a un entendimiento con los acreedores externos para reiniciar el servicio de sus créditos,

<sup>61</sup> El coeficiente de variación fue de 30,6% para los ingresos contra 27% para los gastos.

<sup>62</sup> Según el ministro de Hacienda,

la experiencia nos muestra que el monto de nuestros ingresos públicos varía apreciablemente, ya en un sentido, ya en otro, de año en año. Todo crecimiento trae consigo, como es natural, el ensanche de las actividades públicas. Y luego es materialmente imposible proceder con brusquedad a un reajuste completo cuando el péndulo toma la dirección opuesta. El uso del crédito público se hace así necesario...” (Lleras Restrepo, 1990b, parte IV, 10).

y luego reorganizar y restablecer el servicio de la interna. Pero tal acción gubernamental requería el aval político del Congreso<sup>63</sup>.

El Gobierno debía disponer de autorizaciones extraordinarias para que la administración abordara la tarea de poner orden en el servicio de la deuda. La Ley 54 de 1939 le confirió aquellas facultades para, entre otros puntos, acometer la “regularización del servicio de la deuda pública y reanudación del servicio de los empréstitos que se encuentran actualmente en mora total o parcial sobre las nuevas bases que acuerde el órgano ejecutivo [...]” —Ley 54 de 1939, en *RBR-163*, mayo de 1941: 176—<sup>64</sup>.

Ya por entonces se entendía que la deuda pública podría actuar como un mecanismo amortiguador que permitiera encajar potenciales choques sobre la actividad económica. Así lo reveló el ministro de Hacienda de la época:

Ha creído el Gobierno que para combatir la crisis fiscal, el remedio indicado no es precisamente el de abstenernos de pagar lo que debemos, sino por el contrario, el de mantener condiciones propicias para poder usar el crédito público, a fin de suplir con recursos extraordinarios la deficiencia inevitable de las rentas comunes y hacer posible el mantenimiento de un cierto volumen de actividades que nos salven del agudo período de depresión que de otra manera sobrevendría fatalmente (Lleras Restrepo, 1990a: parte II, pp.127-128).

Las condiciones adversas que se avecinaban sobre las finanzas públicas con el estallido de la guerra, no podían menos de advertir del necesario recurso, sin demora, al endeudamiento. Sería una ruptura con la experiencia del último lustro: de hecho, el equilibrio presupuestal de preguerra se tradujo en un saldo prácticamente invariable de la deuda pública total, y en una participación constante de sus componentes, la deuda interna con el 31 %, y la externa con el 69 % (Gráfico 3.64).

<sup>63</sup> “Estimo, [...], que en esta cuestión de nuestra deuda pública, y singularmente de la deuda externa, es tan necesario como deseable el acuerdo de los partidos y la ayuda y apoyo de todos los hombres a quienes su capacidad y experiencia califican para juzgar con acierto sobre este grave problema nacional” (Santos, 1939: 292). La Comisión Nacional de Empréstitos, a la cual sometería el Gobierno nacional sus iniciativas de reordenamiento de la deuda pública, era de conformación bipartidista.

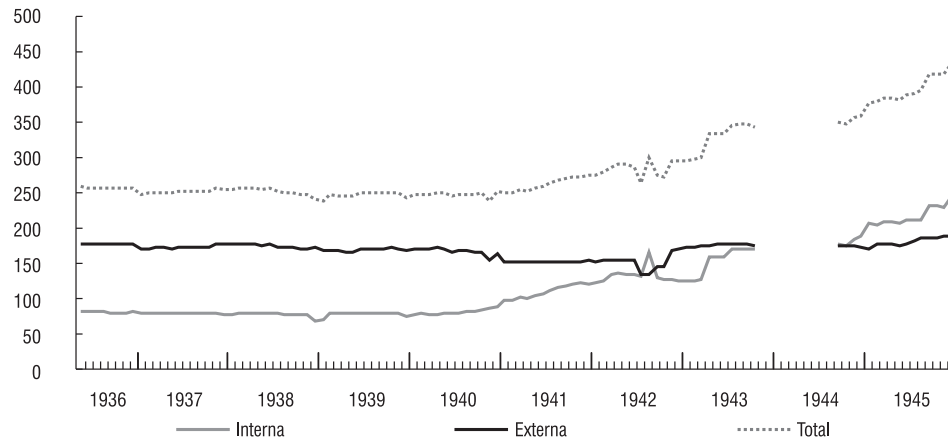
<sup>64</sup> El gerente celebró la decisión gubernamental de restablecer el servicio de la deuda:

La última crisis mundial obligó a nuestro país, como a casi todos, a suspender el servicio de su deuda externa totalmente, y a limitar el de la interna al pago de intereses, y eso a tasas inferiores a las estipuladas. Naturalmente esto afectó desfavorablemente el crédito nacional, haciendo bajar fuertemente las cotizaciones de los bonos del Estado, así en el interior como en el extranjero. La actual administración ha afrontado valerosamente ese grave problema, resolviéndolo en forma conveniente para los intereses y el crédito nacionales” (*IGBR*, 1940: 15).

**Gráfico 3.64**

**Gobierno Nacional: deuda interna y externa, 1936 (mayo) a 1945 (diciembre)**

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

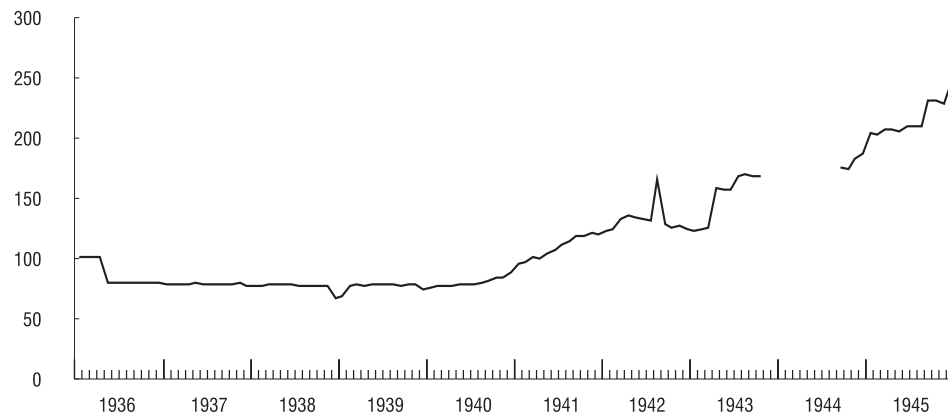
A partir de mediados de 1940 los saldos de la deuda externa descendieron de manera gradual y los de la interna ascendieron sostenidamente, de modo que para mediados de 1943 la deuda total estaba dividida por mitades entre sus dos componentes. Y aunque la deuda externa volvió a recuperar los niveles que traía desde los años treinta, el persistente ascenso del endeudamiento interno se tradujo en que para finales de 1945 la deuda interna representara el 56% del total de la deuda. Para entonces, la deuda total en pesos era 1,8 veces más grande que la registrada en junio de 1940.

El financiamiento del déficit fiscal incurrido durante la guerra correría principalmente a cargo de la deuda interna, cuyo acervo se multiplicó por tres entre junio de 1940 y diciembre de 1945 (Gráfico 3.65).

**Gráfico 3.65**

**Deuda interna del Gobierno Nacional, 1936 (enero) a 1945 (diciembre)**

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Los incrementos sustanciales de la deuda interna fueron absorbidos, en gran medida, por el sistema financiero, incluyendo la banca extranjera, la banca oficial y el propio Banco de la República (Cuadro 3.11). El porcentaje de la deuda interna en manos del sector financiero pasó del 42% en junio de 1940 al 59% en junio de 1945. En esta última fecha el 46% de dicha deuda se encontraba en poder del Banco de la República (*IGBR*, 1945: 12).

### Cuadro 3.11

**Títulos de deuda interna en poder de los bancos del país, 1937-1945**  
(bancos nacionales y extranjeros; fechas seleccionadas)  
(pesos)

Fechas	Bancos nacionales	Bancos extranjeros	Total
1937 30 de junio	31 654 772	2 429 215	34 083 987
1937 31 de diciembre	32 077 826	2 226 980	34 304 806
1938 30 de junio	31 990 462	2 185 750	34 176 212
1938 31 de diciembre	29 588 233	2 098 300	31 686 533
1939 30 de junio	30 946 773	1 969 270	32 916 043
1939 31 de diciembre	30 826 139	1 712 595	32 538 734
1940 30 de junio	31 739 952	1 502 980	33 242 932
1941 30 de septiembre	41 286 042	1 510 240	42 796 282
1942 30 de junio	42 883 186	1 616 518	44 499 704
1943 30 de junio	100 280 594	2 439 570	102 720 164
1944 30 de junio	103 822 286	2 020 724	105 843 010
1945 30 de junio	139 924 547	4 527 879	144 452 426

Nota: entre los bancos nacionales está incluido el Banco de la República.

Fuente: *RBR-298* (agosto de 1952: 831).

## 1. La deuda externa

Hasta mediados de los años veinte la deuda externa colombiana era de ascendencia británica. Con motivo del auge exportador de capitales originado en los Estados Unidos, y la consecuente flotación de bonos nacionales colombianos en Nueva York en 1927 y 1928, la deuda colombiana consolidada se convirtió en un pasivo predominantemente en dólares. A principios de los años cuarenta, cuando culminaron los primeros acuerdos sobre la deuda con sus respectivos acreedores, la deuda consolidada en libras esterlinas era de GBP 1,4 millones (aproximadamente US\$ 5,4 millones) y la consolidada en dólares de US\$ 45,2 millones (*IGBR*, 1940: cuadro XLII).

Las negociaciones acerca de la deuda externa consolidada en dólares fueron adelantadas por el embajador de Colombia en Washington y el Consejo Protector de Tenedores de Bonos de los Estados Unidos. Las deliberaciones contaron con el apoyo de las secretarías de Estado y Tesoro de los Estados Unidos, del director de la Reconstruction Finance

Corporation, y de representantes de instituciones crediticias, como The National City Bank of New York<sup>65</sup>.

En principio se arribó a un acuerdo temporal en febrero de 1940, el cual buscaba restablecer rápidamente el servicio de la deuda nacional de los créditos de 1927 y 1928, cuyos montos originales habían sido de US\$ 25 millones y US\$ 35 millones, respectivamente. El arreglo contenía dos reivindicaciones favorables para Colombia, como lo eran la rebaja de los intereses del 6% al 3% sobre los cupones correspondientes a 1940, y la posibilidad de recomprar bonos colombianos en mercado abierto a los precios deprimidos que regían en esa época<sup>66</sup>.

Con motivo del arreglo mencionado, el editorialista dejó el siguiente comentario:

Nuestro país, como la casi totalidad de las naciones del mundo, se vio obligado a aplazar el servicio de sus obligaciones externas, como consecuencia de la crisis universal, bien que fue él uno de los últimos en llegar a esa dolorosa resolución y que, en el anhelo de mantener el fiel cumplimiento de sus compromisos, extremó sus esfuerzos hasta tocar casi con los límites de lo imprudente. Ahora también es Colombia una de las primeras naciones que, a pesar de las graves circunstancias impuestas por el conflicto europeo, se apresura a restablecer el servicio de su deuda externa [...] (*RBR-148*, febrero de 1940: 51)

El arreglo definitivo se alcanzó en mayo de 1941. Se estableció que Colombia lanzaría una emisión de bonos por la suma de US\$ 50 millones, con un interés del 3% anual, amortizables en treinta años, para ser ofrecida en cambio de los bonos de los empréstitos de 1927 y 1928 (*RBR-163*, mayo de 1941: 175-176)<sup>67</sup>.

La relevancia del acuerdo sobre la deuda con los acreedores de los Estados Unidos, en las circunstancias de la época, fue destacada por el gerente en los siguientes términos:

La trascendental medida ha recibido de la opinión pública general asenso, como que ella satisface la necesidad por todos experimentada de poner fin a un estado de moratoria que impuso a Colombia como a tantos otros países, la crisis mundial, pero cuya prolongación no era ya compatible con la tradición de corrección y buena fe que ha caracterizado a nuestro país en sus relaciones externas. Es ver-

<sup>65</sup> Según el ministro de Hacienda, Lleras Restrepo, la intervención directa del secretario del Tesoro, Henry Morgenthau, fue decisiva para acordar el arreglo provisional y los términos en los cuales se produjo (Lleras Restrepo, 1983: t. II, p.394).

<sup>66</sup> Los términos convenidos fueron los siguientes:

a) Los cupones de intereses correspondientes al presente año (1940) serán rescatados mediante el pago de la mitad de su valor nominal, es decir, que se pagará durante un año un interés del tres por ciento sobre el saldo de bonos en circulación.

b) La República invertirá durante el año de 1940 la cantidad de U.S. \$ 400.000 en adquirir para amortizarlos, mediante compras en mercado abierto, bonos de los empréstitos citados.

El Consejo Protector recomendará la aceptación de las condiciones enunciadas a los tenedores de bonos". (*RBR-148*, febrero de 1940: 51).

<sup>67</sup> Las bases del acuerdo convenido con los representantes de los tenedores de bonos habían sido definidas en el Decreto 1388 de 1940. Según ellas, la emisión de nuevos bonos cubriría no solo los saldos en circulación de los bonos de 1927 y 1928, sino la mitad de los cupones de intereses vencidos. Con esta última disposición se reconocía la capitalización de los cupones de intereses vencidos y no pagados hasta por un 50% de su valor nominal.

dad que el restablecimiento del servicio de la deuda representa para Colombia un duro sacrificio en las actuales circunstancias, pero éste queda compensado por el prestigio que en el exterior tiene que dar a nuestro país, y abre amplio campo a la cooperación económica con los Estados Unidos de América, que tan necesaria nos es (*RBR-163*, mayo de 1941: 173).

El principal crédito de corto plazo fue el otorgado por un grupo de banqueros liderado por The National City Bank of New York, y estuvo conformado por un grupo de operaciones crediticias iniciadas en 1929. En 1931 el saldo adeudado era de US\$ 16,91 millones, y el interés vigente del 7%. A cambio de ciertos abonos, cada seis meses se renovó el contrato de préstamo, hasta que en 1942 se acordó con los bancos acreedores que el monto de la deuda de US\$ 14,3 millones se iría cancelando mediante una serie de pagos anuales, de modo que a finales de 1952 restaría un saldo de US\$ 5,58 millones, para cuyo pago se acordarían en esa época nuevos plazos. La tasa de interés acordada fue del 3% (*RBR-174*, abril de 1942: 148).

Al tiempo que se materializaban acuerdos con los acreedores y se restablecía el servicio de la deuda, se avanzaba en gestiones para conseguir nuevos recursos externos en los Estados Unidos. Obraron razones inmediatas de balanza de pagos, pero también de fortalecimiento de la infraestructura (carreteras troncales, así como ferrocarriles y puertos) y de aportes de capital a instituciones financieras oficiales —Instituto de Financiamiento Industrial (IFI) y Caja Agraria—.

La contratación se hizo con el Export-Import Bank, que para entonces servía de vehículo de las políticas del New Deal en el ámbito internacional<sup>68</sup>. El monto contratado fue de US\$ 10 millones (\$ 17,5 millones), con un interés del 4% anual y un plazo de cinco años, prorrogables por otros tres. En la práctica ocurrieron dos operaciones relacionadas; el banco estadounidense le extendió el crédito al Banco de la República con la garantía del Gobierno y, a su turno, el Emisor le abrió un crédito al Gobierno por igual suma, con igual tasa de interés. Para respaldar la operación, el Estado ofreció que el 50% (\$ 8,75 millones) se incorporara a la cuenta de avances sobre la concesión de salinas, y que el otro 50% se pagara a ocho años con fondos recaudados mediante el impuesto sobre el consumo de gasolina.

En relación con el destino de los fondos contratados, así como sus implicaciones cambiarias, fiscales y monetarias, el gerente se expresó en los siguientes términos:

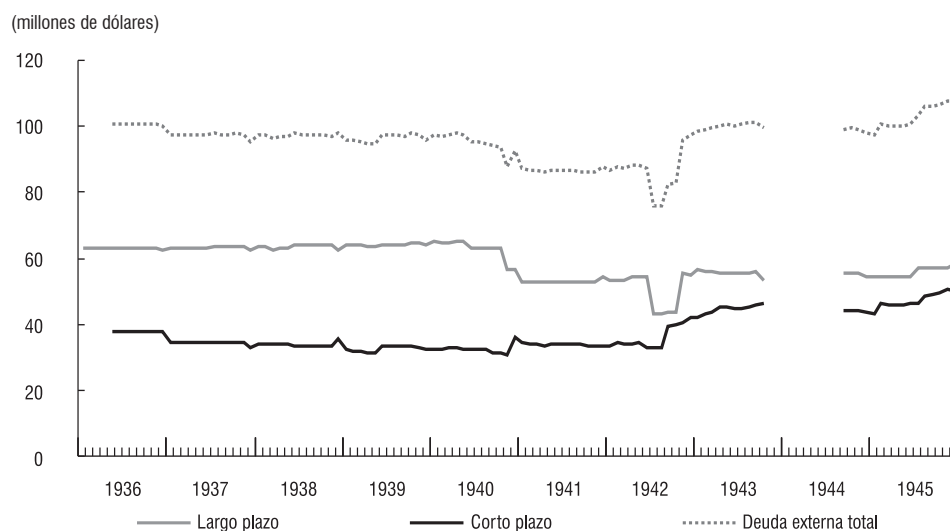
Este crédito viene a resolver en parte las dificultades que a nuestro comercio internacional le ha creado la fuerte baja en los precios del café, y contribuye a mantener la estabilidad del cambio exterior, evitando un excesivo descenso de nuestras importaciones, que tan graves repercusiones tendría en las entradas fiscales. Estas inversiones aseguran el desarrollo de un bien meditado plan de fomento agrícola e industrial, así como la construcción de carreteras y ferrovías de gran importancia en la red de comunicaciones del país. Vuelven también ellas a la circulación los fondos que la utilización del crédito del Export-Import Bank habrá de hacer entrar a las cajas del Banco de la República, evitando una incon-

<sup>68</sup> Esteban Jaramillo y el embajador en Washington, Gabriel Turbay, diligenciaron el empréstito ante la Secretaría del Tesoro (Lleras Restrepo, 1983: t. II, p.392).

veniente contracción del medio circulante y en las transacciones, que afectaría perjudicialmente la economía nacional (*IGBR*, 1941: 21-22).

Una nueva transacción crediticia con el Export-Import Bank fue acordada de manera directa entre esta institución y el Gobierno a mediados de 1941 por la suma de US\$ 12 millones, a doce años y una tasa del 4%. Las obras públicas en carreteras troncales y redes complementarias fueron las destinaciones de la nueva contratación<sup>69</sup>. Al culminarse las dos contrataciones con el Export-Import Bank, quedó en evidencia que los nuevos plazos de endeudamiento externo ya no serían tan extensos como los que solían conseguirse mediante la flotación de bonos antes de la gran depresión<sup>70</sup>. Las trayectorias de la deuda externa consolidada y de largo plazo, y de la deuda externa de corto plazo se exhiben en el Gráfico 3.66.

**Gráfico 3.66**  
**Deuda externa del Gobierno Nacional, 1936 (enero) a 1945 (diciembre)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

<sup>69</sup> En el momento de la aprobación del empréstito por el Congreso, la *Revista* expresó su complacencia por la situación fiscal reinante, y calificó al nuevo endeudamiento como un “factor de optimismo y de confianza”. Pero advirtió acerca de la “perturbadora incógnita” que para el futuro cercano generaban los desarrollos de la Guerra (*RBR*-168, octubre de 1941: 371).

<sup>70</sup> El capital del Export-Import Bank se incrementó significativamente en septiembre de 1940, de manera que quedó en capacidad de extender sus programas de crédito externo.

Colombia,

[...] nunca descartó la posibilidad de obtener más préstamos, de manera gradual, para irlos invirtiendo de acuerdo con las facilidades de absorción que presenta el país, y sin arrojar una carga excesiva sobre los presupuestos anuales, emprendió inmediatamente el estudio de un nuevo prospecto de inversiones y dio en los Estados Unidos los pasos necesarios para que el Export-Import Bank abriera un segundo crédito a la República (Santos, 1941: 296).



A mediados de 1941, apenas contratado el segundo empréstito, la participación colombiana en los préstamos otorgados por el Export-Import Bank era del 7% en el total de los recursos prestados por dicha institución a América Latina, muy semejante a la de Chile, y muy inferior a la de los grandes receptores del crédito: Brasil (30%), Cuba (20%) y Argentina (19%) (Cuadro 3.12).

### Cuadro 3.12

#### Banco de exportaciones e importaciones de los Estados Unidos

(The Export-Import Bank): empréstitos a América Latina, 1934 (febrero) a 1941 (agosto)

(millones de dólares)

Países	Compromisos	Desembolsos hasta agosto de 1941	Reembolsos hasta agosto de 1941	Compromisos por utilizar
Argentina	60,120	0,120	0,030	60,000
Brasil	96,402	36,704	24,266	59,696
Chile	24,464	5,949	1,424	18,729
Colombia	22,181	9,081	0,676	13,100
Costa Rica	5,375	0,734	0,166	4,640
Cuba	63,778	27,478	27,478	36,300
Ecuador	1,180	0,209	0,002	0,971
Haití	11,000	4,670	0,090	6,330
México	1,049	1,049	0,951	--
Nicaragua	4,650	2,063	0,181	2,616
Panamá	2,500	1,650	0,103	0,850
Paraguay	3,900	1,915	0,121	2,084
Perú	10,000	--	--	10,000
República Dominicana	3,300	0,362	0,002	2,937
Uruguay	7,500	--	--	7,500
Venezuela	3,663	0,233	0,066	3,410
Totales	321,062	92,211	55,556	229,163

Fuente: RBR-169 (noviembre de 1941: 421); con base en un estudio del presidente del Export-Import Bank, adoptado por el Departamento de Comercio de Washington.

## 2. La deuda interna

Una vez alcanzado el acuerdo temporal sobre la deuda externa consolidada en dólares a principios de 1940, y con amplia certidumbre de alcanzar un acuerdo definitivo acerca de la misma, se allanó el camino para iniciar la regularización de la deuda interna. Se acometieron principalmente dos operaciones. La primera consistió en convertir en bonos de deuda interna la cartera del Banco de la República, conocida como Avances de la Concesión Salinas, cuenta que se había formado originalmente con la implementación de las políticas reflacionistas de 1932. Y la segunda, en el lanzamiento de los bonos de la Deuda Interna

Nacional Unificada (DINU), para la conversión de un grupo heterogéneo de deudas a cargo de la Tesorería. Las amortizaciones de la mayor parte de estas deudas no estaban siendo atendidas, y en algunos casos los intereses acordados en principio resultaban onerosos<sup>71</sup>.

La emisión de los bonos DINU alcanzó la cifra de \$40 millones, repartida en los bonos clase A con intereses del 6% y amortizables a 30 años, y los bonos clase B con intereses del 4%, y que se amortizaban a 25 años. En 1941 el libro de la deuda pública presentaba un saldo en bonos DINU de \$38,9 millones, lo cual demostraba el éxito de la política de conversión. En 1942, ante la agudización del déficit fiscal, se autorizó una segunda emisión de bonos DINU del 4% por la suma de \$7 millones<sup>72</sup>.

En relación con la deuda gubernamental amparada por la concesión de las salinas, el gerente se expresó así:

Existe un acuerdo entre el Gobierno y el Banco, basado en autorizaciones legales, para convertir la deuda sobre la concesión de salinas en bonos del Estado, del 3% anual, amortizables gradualmente en 30 años, cuyo servicio por intereses y amortización estará garantizado con el producto de las salinas, las que continuarán administradas por el Banco, como lo están hoy (*IGBR*, 1940: 13-14).

Y en relación con la conversión de otras deudas de la Tesorería refirió que,

[...] el Gobierno, previo acuerdo con los principales tenedores de bonos de deuda interna, entre los cuales se cuenta este banco, ha puesto en práctica un plan de conversión de tal deuda, mediante la emisión de nuevos bonos, con intereses inferiores a los de los existentes y con cuotas fijas de amortización, que serán servidos por el Banco de la República, como fideicomisario, con el producto de la renta de gasolina, que se destina en su totalidad y en forma contractual a ese objeto. La conversión de los bonos antiguos por los nuevos es voluntaria para los tenedores, pero las garantías de que se ha rodeado a éstos y el fiel cumplimiento con que serán servidos, les dan tan alto prestigio que puede anticiparse que esa conversión se efectuará pronto totalmente y que el crédito público interno se verá plenamente restablecido (*IGBR*, 1940: 15).

El deterioro persistente de los ingresos fiscales, en especial la caída de la renta de aduanas a lo largo de 1942, llevó a las autoridades a proponer un Plan Fiscal en el último trimestre del año<sup>73</sup>. En la práctica, más que un plan ceñido a los términos convencionales de la hacienda pública, se trataba de un plan de estabilización macroeconómica, en el cual los instrumentos fiscales eran determinantes. En 1942 el superávit comercial, cuya causa principal era el desvanecimiento de las importaciones, llegó a ser del 45% de las exportaciones. Bajo el régimen de tasa de cambio fija, la consecuente acumulación de activos internacionales en el Banco de la República se estaba traduciendo en un crecimiento acelerado de la oferta monetaria y en un ascenso del nivel de precios, que para 1942 había sido del 25%.

<sup>71</sup> Según el ministro de Hacienda, con la conversión se alcanzaría una “notable economía en el servicio, lo cual era indispensable dadas las pésimas condiciones fiscales a que estamos enfrentados como consecuencia de la Guerra europea” (Lleras Restrepo, 1999a, parte II: 127).

<sup>72</sup> El 60% de los nuevos recursos se destinó al ICT y a otros programas de vivienda, y el resto a capitalizar el IFI y financiar otras iniciativas de fomento.

<sup>73</sup> Plan Fiscal. Texto y exposición de motivos de la Ley 45 de 1942 (*RBR*-187, mayo de 1943: Suplemento).

La idea consistió en tratar de elevar el ahorro de los sectores exportadores, y en general de los de mayores ingresos, para financiar el déficit público, asegurar el pago de las acreencias atrasadas de la nación con las entidades territoriales en virtud de contratos de obras públicas y participación en las rentas nacionales, garantizar la continuidad de proyectos de infraestructura en marcha, y reducir parcialmente las presiones inflacionarias.

Para tal efecto, se autorizó la emisión de bonos de deuda interna, cuya denominación sería Bonos de la Defensa Económica Nacional (Denal), hasta por la suma de \$ 60 millones, con un plazo hasta de treinta años e intereses hasta del 6 % anual; dicha emisión tendría como fideicomisario al Banco de la República. Se obligó a las cajas de ahorros, a las compañías de seguros y a las empresas de ciertas condiciones a invertir en dichos bonos. Igualmente se estableció que al comprar giros provenientes de las exportaciones, el Banco de la República pagaría parte de su valor en bonos Denal. Además, se establecieron recargos sobre las liquidaciones del impuesto de renta correspondientes a 1942 y 1943. Para atender las necesidades de tesorería en la ejecución del presupuesto, se autorizó la celebración de operaciones de crédito interno y externo de corto plazo y renovables, respaldadas por los bonos Denal<sup>74</sup>.

En las notas editoriales correspondientes a enero de 1943, la *Revista* se refirió al arranque exitoso del financiamiento con los bonos Denal:

La Ley 45 de 1942 que aprobó el plan fiscal presentado por el Gobierno, entró a regir el 19 del mes pasado y éste, con encomiable actividad, puso inmediatamente en práctica sus diversas estipulaciones. El Banco de la República, obrando de acuerdo con instrucciones del Gobierno y en su carácter de fideicomisario de los ‘bonos de la defensa económica nacional’ y de las obligaciones a corto plazo, cuya emisión autoriza la misma ley citada, ofreció al público \$ 15.000.000 en libranzas de tesorería, a 6, 12, 18 y 24 meses de plazo, con intereses de 3, 4, 5 y 6 % anual, respectivamente, amortizables con el producto de aquellos bonos. Se fijó como plazo de esta oferta del 19 al 23 de este mes, pero antes de su vencimiento la suscripción ha quedado cubierta con exceso, lo que constituye un acontecimiento sin precedente en la historia financiera del país y está demostrando con elocuencia el alto prestigio que han alcanzado los papeles del Estado (*RBR*-183, enero de 1943: 4).

En el primer trimestre de 1943 se presentó al legislativo un proyecto de ley denominado Plan Económico (Ley 7 de 1943), el cual otorgaba facultades para establecer controles de precios, flexibilizar el control de cambios, nacionalizar bienes extranjeros de propiedad de ciudadanos de las naciones del Eje, crear la Comisión de la Defensa Económica Nacional y otras medidas. Para facilitar la nacionalización de los bienes extranjeros

<sup>74</sup> Antes de terminar el año, se autorizó la primera emisión de los bonos Denal, clase A, con un interés del 6 % anual, pagaderos por trimestres vencidos, por la suma de \$ 15 millones (Decreto 2812 de 1942 en *RBR*-183, enero de 1943: 8-9). Posteriores decretos gubernamentales autorizaron las emisiones de las clases B, C y D por el mismo monto de \$ 15 millones cada una. Se previó que la amortización gradual de los bonos se efectuara en no menos del 50 % por medio de sorteos trimestrales a la par convocados por el Banco de la República, en calidad de fideicomisario, y hasta el 50 % por el sistema de compras en mercado abierto (*Informe Financiero del Contralor*, 1943: XLII).

entregados en fideicomiso al Fondo de Estabilización, se autorizó una nueva emisión de bonos Denal hasta por \$ 50 millones<sup>75</sup>.

A finales de 1943 se autorizó una nueva emisión de bonos en previsión del déficit fiscal que resultaría en 1944. Se les denominó Bonos Colombianos de Tesorería de 1944 y su cuantía fue de \$25 millones. De igual modo, en anticipación del déficit que podría arrojar la ejecución presupuestal del año siguiente, a finales de 1944 se autorizó la emisión de los Bonos Colombianos de Tesorería de 1945 por el monto de \$50 millones. En los dos casos, los intereses anuales fueron del 6%, y el plazo para su amortización gradual de treinta años<sup>76</sup>.

El panorama de la parte en bonos de la deuda pública nacional en 1941 y 1945 se presenta en el Cuadro 3.13. La conversión de la deuda por medio de los bonos DINU abarcó las dos terceras partes de la deuda interna en 1941; el otro porcentaje relevante de la deuda en dicho año estuvo conformado por bonos del Fondo Nacional del Café. Entre 1941 y 1945 la deuda en bonos multiplicó su saldo por 3,7; para entonces la deuda gubernamental representada por los avances de salinas iniciados en 1932, convertida en bonos desde 1942, ya figuraba en el cuadro de los bonos al lado de los DINU, los Denal y los Bonos Colombianos de Tesorería de 1944 y 1945. Entre todos ellos llegaron a significar el 91,5% de la deuda en bonos.

### Cuadro 3.13

#### Deuda interna nacional en bonos, 1941 y 1945

Bonos	1941 (millones de pesos)	(porcentaje)	1945 (millones de pesos)	(porcentaje)
DINU	38,950	66,85	45,520	21,09
Denal			55,946	25,92
Prima cafetera	4,426	7,60	3,433	1,59
Internos de salinas			36,488	16,90
Colombianos de Tesorería 1944			24,692	11,40
Colombianos de Tesorería 1945			34,939	16,18
Bonos ICT			1,650	0,76
Bonos FF NN			5,682	2,68
Fondo de Fomento Municipal	2,964	5,09	6,087	2,82
Fomento Agrario 1942			1,360	0,63
Fondo Nacional del Café	9,965	17,10		
Otros	1,960	3,36	0,080	--
Total	58,265	100,00	215,877	100,00
Total como porcentaje del PIB	2,900		5,400	

Fuente: *Informe Financiero del Contralor*.

<sup>75</sup> Plan Económico. Texto y exposición de motivos de la Ley 7 de 1943 (*RBR-187*, mayo de 1943: Suplemento).

<sup>76</sup> Al igual que con los bonos Denal, el fideicomisario fue el Banco de la República, con cuya intervención se amortizarían los bonos mediante sorteos trimestrales a la par en no menos del 50%, y hasta en 50% por medio de compras en mercado abierto. También al igual que con los bonos Denal, el Gobierno podía celebrar operaciones de crédito de corto plazo mediante libranzas, cuyo producido estaba respaldado por las emisiones de los bonos (*Informe Financiero del Contralor*, 1945: LXIII).

## V. EL DINERO Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

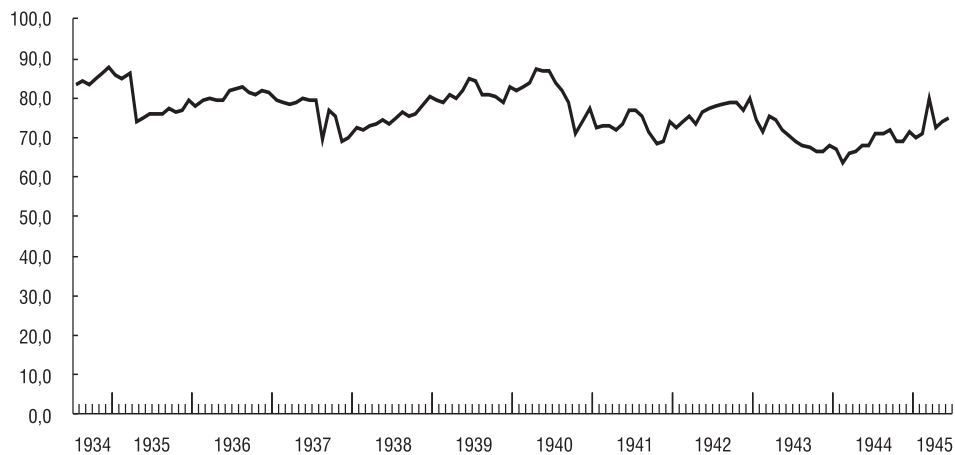
### A. La creación de dinero por parte del Banco de la República

Entre julio de 1934 y junio de 1945 la base monetaria representó en promedio el 76,5% de los activos del Banco de la República (Gráfico 3.67). Su participación fue especialmente alta a principios del período y de nuevo a mediados de 1940, cuando rebasó el 85%. En general, se pueden distinguir dos períodos: antes de la guerra, y el que coincidió con las hostilidades bélicas. En el primero, la participación de la base llegó al 79%, y en el segundo alcanzó a rosar el 74%; y si solamente se cuenta a partir de 1943, la participación cayó al 70%. La razón para estos cambios en la participación de la base en los activos estriba en la envergadura alcanzada durante la coyuntura de la guerra por los depósitos del Gobierno y del sector privado en el Banco. Dichos depósitos, con algunos antecedentes en los años treinta, entraron a formar parte de los instrumentos de control monetario en aquella época.

**Gráfico 3.67**

**Banco de la República: base monetaria, 1934 (julio) a 1945 (junio)**

(porcentaje de los activos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Los gráficos 3.68 y 3.69 presentan tres comportamientos diferentes de la base monetaria en relación con la actividad económica entre 1934 y 1945. En el primero, que se extiende hasta 1937, los cambios en la base fueron similares a los ocurridos en la actividad económica; durante este período la base se mantuvo al nivel del 6% del PIB. En el segundo, que cubre de 1938 a 1940, la base se contrajo en comparación con el comportamiento de la producción, de modo que en promedio pasó a significar el 5,2% del PIB. Y en el tercero, los crecimientos de la base monetaria desbordaron a los del producto nominal; así, la relación de la base con el PIB subió al nivel de 6,7%, o sea, un punto y medio más del PIB en la primera mitad de los años cuarenta. Puede observarse cómo entre 1940 y

1941 el crecimiento real de la base excedió a su crecimiento nominal debido a la caída de los precios que acompañó la recesión de ese año, y el repunte posterior en el cual los crecimientos nominales de la base doblaron sus crecimientos reales.

**Gráfico 3.68**  
**Base monetaria: tasas de crecimiento anual, 1934-1945**



Fuente: RBR (varios años).

**Gráfico 3.69**  
**Base monetaria y PIB nominal: tasas de crecimiento anual, 1934-1945**



Fuente: RBR (varios años).

## B. El balance del Banco de la República

En los años treinta, con posterioridad al colapso de sus reservas internacionales y una vez desligados del patrón oro, los balances de los bancos centrales dependieron significativamente del crecimiento de la cartera. El crédito al sector público fue una cuenta relevante en esta época. En el Cuadro 3.14 se ofrece una muestra de la importancia adquirida por el crédito a sus Gobiernos en algunos países latinoamericanos, con anterioridad a la guerra. En economías que frecuentemente se comparan con la colombiana, como la de Chile o la de Perú, el crédito al Gobierno alcanzó porcentajes mucho más elevados.

**Cuadro 3.14**

**América Latina: crédito primario al Gobierno Nacional, 1931-1938**  
(países seleccionados)  
(porcentaje de los activos)

País	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Argentina					21,7	20,2	21,2	24,8
Chile	25,3	53,7	67,9	71,9	71,3	65,1	70,7	
Colombia	16,1	31,1	31,7	31,6	25,3	22,3	21,7	16,3
México	7,4						18,2	
Perú		13,1	42,1	50,1	50,6	59,5	54,2	

Fuente: *RBR* (varios años).

Con motivo de la guerra y sus implicaciones en el ámbito monetario, el editorialista pasó *Revista* a la experiencia de varios países entre 1938 y 1942, para concluir que se había presentado una “expansión tremenda de la expansión de los billetes y de los depósitos bancarios”. Según el expositor, “esta expansión es un reflejo del aumento del poder adquisitivo que los gastos de la Guerra están generando, y es uno de los factores más poderosos que contribuye a elevar los precios”. En el Cuadro 3.15 se presentan los crecimientos en los billetes en circulación, así como en los depósitos en bancos comerciales para una muestra de países. En una época en que se estaba en el tránsito de definiciones de dinero en las que se incluían fundamentalmente los billetes en circulación, a definiciones que incluían, además, los depósitos bancarios (también llamados crédito bancario), el editorialista consignó el siguiente comentario:

Hablando en términos generales, la expansión de la circulación de los billetes ha crecido a un paso más rápido que el aumento de los depósitos bancarios. Esto era natural en muchos países, ya que los billetes y no los depósitos bancarios constituyen el medio principal de efectuar los pagos [...] (*RBR*-190, agosto de 1943: 309).

**Cuadro 3.15**  
**Billetes y depósitos bancarios: tasas de crecimiento, 1938-1942**  
**(países seleccionados)**  
 (porcentaje)

Países	Crecimiento de billetes	Crecimiento de depósitos
Estados Unidos	125	64
Canadá	187	46
Reino Unido	83	61
Australia	147	33
Nueva Zelanda	82	57
Alemania	196	...
Francia	245	173
Argentina	47	39
Brasil	76	48
Chile	133	48
Colombia	70	85
México	154	182
Perú	162	113

Fuente: boletín de The National City Bank of New York (junio de 1943; citado en *RBR*-190, agosto de 1943: 309).

En la segunda mitad de los años treinta los editores de la *Revista* iniciaron la práctica de incluir en las notas editoriales de junio y diciembre de cada año una síntesis del balance semestral con las cuentas que aparecen en el Cuadro 3.16, exceptuando el renglón de depósitos a término, o “congelados”, como se les llamó en su momento, y los de la base monetaria y su cambio porcentual. Este formato ofrece una visión panorámica y de conjunto de las alteraciones del balance del Banco entre 1935 y 1945, las cuales se analizan por separado en las secciones siguientes.

**Cuadro 3.16**  
**Banco de la República: cuentas seleccionadas del balance**  
 (millones de pesos a junio de cada año)

	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945
Reservas	30,5	32,5	44,6	43,1	41,9	42,6	52,4	66,4	153,0	256,6	275,6
Préstamos											
-Bancos	5,3	3,6	7,3	18,3	17,2	15,5	9,4	10,7	11,4	2,8	14,4
-Gobierno	25,2	28,7	29,1	29,9	21,6	20,8	38,3	39,2	0,0	0,2	1,1
-Público	3,0	2,9	6,9	2,9	2,6	6,2	11,4	11,7	0,9	0,0	3,2
Deuda pública	17,2	17,6	16,9	16,8	15,4	17,6	18,3	20,2	55,9	56,5	66,0
Billetes	39,1	45,3	53,8	52,6	57,4	57,0	68,7	80,6	108,5	137,1	178,9
Depósitos del gobierno y de particulares											
Depósitos a término									13,4	36,4	16,4
Base	77,6	84,2	100,2	97,7	106,8	111,2	117,2	137,7	175,4	234,5	290,6
Diferencia porcentual base		8,5	19,0	-2,5	9,3	4,1	5,4	17,5	27,4	33,7	23,9

Fuente: *RBR* (varios años).



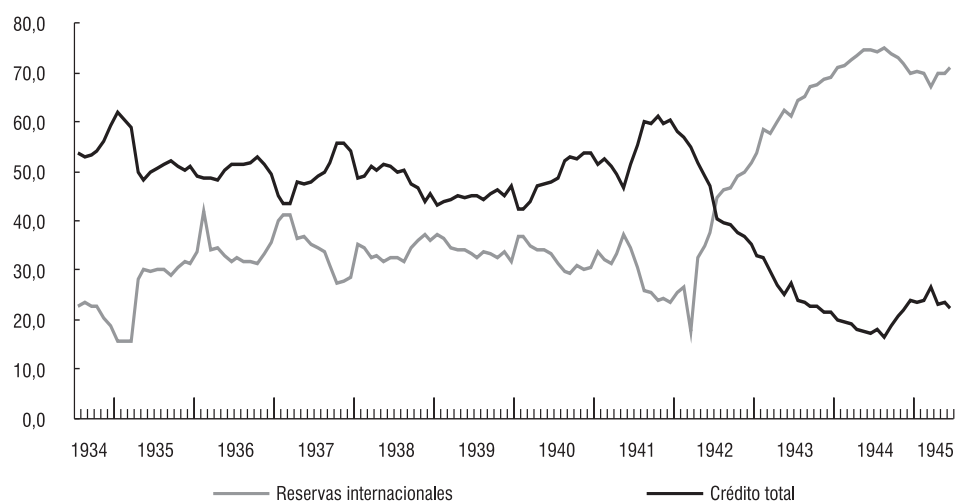
### 1. Las reservas internacionales y el crédito

Una panorámica general de la participación en el balance del Banco, tanto de las reservas internacionales como del crédito, es ofrecida en el Gráfico 3.70. Hasta el momento de la entrada de los Estados Unidos en la guerra, la participación del crédito en los activos fue del 50,3 %, con una volatilidad del 3,8 %; y la participación media de las reservas apenas arribó al 31,4 %, con una volatilidad similar (3,6 %). Al tiempo que la trayectoria del crédito seguía la forma de una “u”, la de las reservas seguían la de una “u” invertida, de manera que los movimientos en una y otra cuenta tendían a compensarse parcialmente. El brinco de las reservas entre marzo y abril de 1935 obedeció principalmente a su ajuste contable cuando se revalorizaron los activos externos del Banco, y se abrió en su pasivo la cuenta especial de cambios<sup>77</sup>.

**Gráfico 3.70**

**Banco de la República: reservas internacionales y crédito total, 1934 (julio) a 1945 (junio)**

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El gráfico es elocuente en relación con el ascenso vertiginoso de las reservas y el colapso paralelo del crédito a partir de la participación activa de los Estados Unidos en la confrontación bélica. El saldo nominal de las reservas pasó de \$23,4 millones en diciembre de 1941 a \$71 millones en junio de 1945, al tiempo que el crédito cayó de \$60,6 millones a \$22 millones entre las mismas fechas. Para la totalidad del período 1934-1945, la participación media del crédito en el balance fue del 43,6 % y la de las reservas del 40,5 %.

<sup>77</sup> Entre marzo y abril de 1935 el saldo de las reservas internacionales pasó de US\$ 11 millones a US\$ 15 millones. En el balance del Banco, el saldo pasó de \$ 12,79 millones a \$ 27,48 millones. El efecto precio del ajuste fue del orden del 60 %.

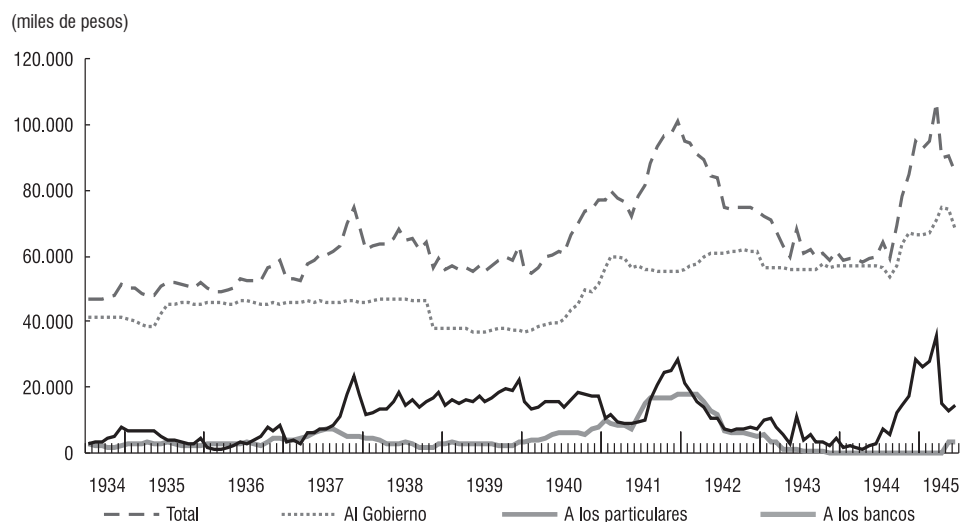
Es interesante notar que cumplido un año de acumulación de reservas existía un ambiente general de optimismo en relación con lo que dicho proceso significaba para la economía. Así lo destacó el editoralista en enero de 1943:

Las reservas de oro y divisas en dólares del Banco de la República, que el 31 de diciembre de 1941 montaban a \$ 38.733.000, quedaron para el 31 de diciembre de 1942 en \$ 107.096.000, lo que representa un aumento de 177%. Es indudable que este aumento de las reservas del instituto de emisión es factor de seguridad para el país y será elemento muy importante de defensa, cuando cambien y se inviertan las actuales condiciones de nuestro comercio internacional (*RBR*-183, enero de 1943: 3).

## 2. La composición del crédito primario

La trayectoria de los valores absolutos del crédito del Banco de la República aparece en el Gráfico 3.71. El crédito total siguió una tendencia creciente a lo largo del período, con ciclos de auge sobresalientes entre mediados de 1937 y mediados de 1938, entre 1940 y 1942, y desde mediados de 1944. El crédito al Gobierno aparece poniéndole una especie de “piso” al crédito total, con escalones a diferentes niveles. Igualmente, el crédito a los bancos le dio forma a los puntos más encumbrados del crédito, a finales de 1937 y 1941, así como en 1945.

**Gráfico 3.71**  
**Crédito del Banco de la República, 1934 (julio) a 1945 (junio)**

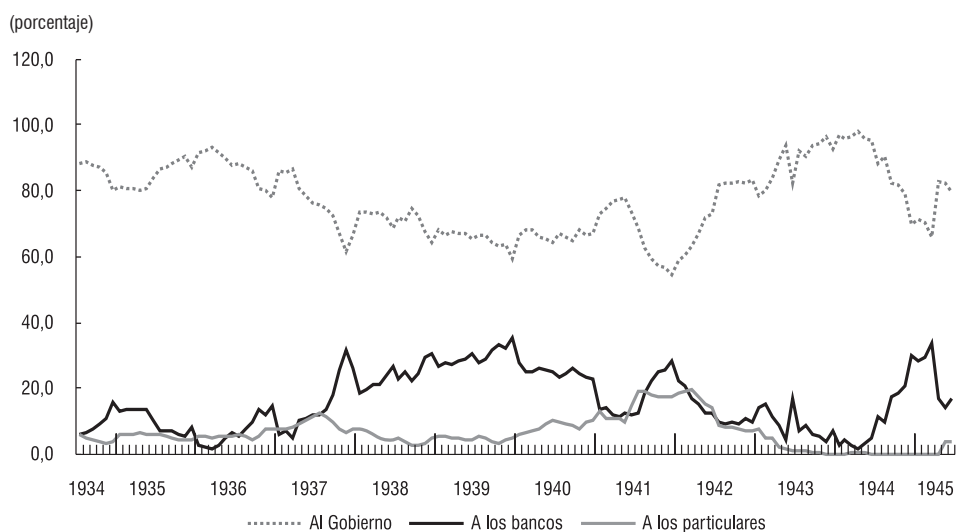


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El componente primordial del crédito primario fue el otorgado al Gobierno, el cual representó en promedio el 33,1% de los activos del Banco a lo largo del período. En otras palabras, la tercera parte del balance. El crédito a los bancos representó el 7,3% y el

crédito a los particulares el 3,2%. En el Gráfico 3.72 aparecen las trayectorias de los tres tipos de crédito, de acuerdo con su participación porcentual en el crédito total: en promedio, la participación del crédito al Gobierno fue del 77,4%, la del crédito a los bancos del 16,1% y la del crédito a los particulares del 6,5%.

**Gráfico 3.72**  
**Banco de la República: composición del crédito total, 1934 (julio) a 1945 (junio)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

#### a. *El crédito al Gobierno*

A mediados de 1934 el crédito al Gobierno era de \$41,5 millones, suma representada por \$28,5 millones en préstamos y descuentos, y \$13 millones en documentos de deuda pública en poder del Banco. Precisamente a finales de 1934 se acordó con el Estado que el principal componente de los préstamos, por la suma de \$18,3 millones, sería garantizado por la concesión de las salinas, con un interés del 3% anual, aceptándose que en 1935 la nación continuaría recibiendo el producto líquido de las salinas, y que en adelante abonaría anualmente a la deuda el 50% de dicho producto. Además, se convino en que la deuda surgida para la defensa nacional cuyo monto era de \$9,5 millones, tendría un plazo de cinco años para pagarse, y dejaría de devengar intereses a partir de 1935 (IGBR, 1935: 8).

El Gráfico 3.71 presenta un escalón hacia arriba del crédito al Gobierno a mediados de 1935, el cual se mantuvo prácticamente constante hasta finales de 1938; la razón de tal ascenso fue la adquisición de bonos del 7, del 6, y del 3,5%, por un monto de \$4,4 millones, que el Banco tomó por su valor nominal a los bancos, por el 25% de lo recibido por estos de sus deudores en pago de obligaciones, en virtud de las medidas extraordinarias para resolver el problema masivo de deudas en 1933. El escalón hacia abajo ocurrió en noviembre de 1938, cuando al aplicar la Ley 167 se redujo en \$8 millones la deuda sin intereses con el

Banco<sup>78</sup>. Un nuevo ascenso en el crédito se materializó a principios de 1941 en la medida en que el Gobierno utilizó el crédito del Banco de la República otorgado a partir del primer préstamo concedido por el Export-Import Bank.

En agosto de 1942 se verificó una operación contable propuesta al menos desde 1940, según la cual con el Gobierno se habría acordado la conversión de la deuda sobre salinas en bonos de deuda pública del 3% anual, amortizables a lo largo de treinta años, para cuyo servicio de intereses y amortizaciones se utilizaría el producto de las salinas. Con tal ocasión, el gerente dejó el siguiente testimonio:

Tal operación, sin disminuir las garantías que hoy tiene el Banco, al convertir su acreencia en bonos de deuda pública, le da a la inversión un carácter más propio para un banco de emisión, por su mayor liquidez, ya que tales papeles pueden negociarse en el mercado, llegado el caso (*IGBR*, 1940: 13-14).

La operación tuvo una cobertura más amplia. Se emitió el Bono Interno de Salinas por la suma de \$35 millones, con el propósito de cubrir dos deudas gubernamentales con el Banco de la República: la de la concesión de salinas, originada en 1932, y cuyo saldo a junio de 1942 era de \$19,1 millones, y la originada en el primer crédito del Export-Import Bank, cuyo saldo a la misma fecha ascendía a \$15,8 millones. Se autorizaron dos clases del nuevo bono, del 3% y del 4%, respectivamente, para ser amortizados en los siguientes 29 años (*IGBR*, 1942: 16; *IGBR*, 1943: 11).

En el curso de 1942 se incrementó el crédito al Gobierno, como lo revela el Gráfico 3.71. En efecto, el Estado hizo amplio uso de su cupo legal en el Banco, el cual fue cancelado al final del año. Los dos últimos empinamientos de la trayectoria del crédito, entre septiembre de 1944 y junio de 1945, obedecieron a la suscripción por parte del Banco de bonos de la deuda pública: en especial de bonos DINU del 6%, DENAL del 6%, de bonos internos de salinas tanto de la clase A del 4% como de la clase B del 3%, y de bonos de los Ferrocarriles Nacionales. En conjunto, las inversiones del Banco en dichos bonos pasaron de \$56,7 millones a \$65,9 millones, o sea, un incremento superior al 116% en el período citado.

La relevancia del crédito al Gobierno, en comparación con el otorgado a otros sectores, se destaca en el Gráfico 3.72. Si a mediados de 1934 \$aba el 90% del crédito primario, gradualmente perdió su importancia, al descender hasta el 60% en diciembre de 1939; un repunte en 1940 que se extendió hasta abril de 1941, cuando alcanzó el 78%, y una brusca caída hasta el 54% en diciembre, dependieron en buena parte de las oscilaciones del crédito a la banca y a los particulares. Un ciclo completo arrancó en enero de 1942 y llegó a su cima en abril de 1944, cuando alcanzó el 98% del crédito primario total, como reflejo del descaecimiento del crédito a los bancos y a los particulares, coincidiendo con la abundancia monetaria entre mediados de 1942 e igual época de 1944. En el último tramo, hasta mediados de 1945, el crédito al Gobierno perdió 20 puntos de participación a manos del crédito a los bancos.

<sup>78</sup> Con dicho abono a la deuda incurrida para la defensa nacional, su saldo quedó en \$1,16 millones a redimirse antes de diciembre de 1941 (*IGBR*, 1939: 12).

A mediados de 1943, cuando los créditos del Banco a la Tesorería por medio de libranzas estaban en cero, y los descuentos de pagarés bancarios y de bonos de prenda en niveles muy reducidos, la *Revista* describió el estado del balance en los siguientes términos: “En realidad están desapareciendo del balance del banco emisor todos los renglones del crédito, al Gobierno, a los bancos y al público, como consecuencia de la gran abundancia de dinero que se observa en el mercado” (*RBR-187*, mayo de 1943: 180).

Como puede observarse, la tenencia de bonos de la deuda pública por parte del Banco de la República no era considerada como parte del crédito de dicha institución al Gobierno. Se consideraba como crédito al Estado el uso del cupo asignado a la Tesorería, cuyo monto ascendía al 30% del capital pagado y de las reservas. En circunstancias extraordinarias, como las de 1932 y 1933, se incluyeron en la cartera del Banco, además, los avances sobre la concesión de salinas terrestres y los empréstitos para la defensa nacional. Y con posterioridad a la unificación de la deuda nacional, y la conversión en bonos internos de salinas de los citados avances y del crédito basado en el primer préstamo del Export-Import Bank, se consideró que la Cuenta de Préstamos y Descuentos al Gobierno Nacional y a otras Entidades Oficiales, o cupo legal, se destinaría al manejo de requerimientos transitorios de tesorería.

En su informe de 1944, al verificar que el saldo a cargo del Gobierno y otras entidades oficiales era de apenas el 5% del cupo legal, en ese momento de \$ 5 millones, el gerente registró tal resultado con aprobación:

Como se ve, el Gobierno ha continuado, no obstante las graves dificultades fiscales que confronta el país, la sana política de mantener libre su cupo en el banco de emisión, reservándolo como cupo de emergencia o para atender a necesidades transitorias de la Tesorería, en vez de convertirlo, como ya se ha hecho en épocas anteriores, en recurso fiscal de carácter permanente, en desacuerdo con el espíritu de las disposiciones legales que autorizaron esas operaciones (*IGBR 1944: 12-13*).

Infortunadamente, en los años por venir el Gobierno encontraría caminos para acceder al crédito primario, sin comprometer el cupo legal, mediante autorizaciones otorgadas al Banco para invertir en bonos de deuda pública.

#### *b. El redescuento a los bancos*

En el segundo semestre de 1934, el crédito primario a los bancos pasó por una fase ascendente que lo llevó a representar el 16% del crédito total, pero luego se esfumó gradualmente, al punto de que en el primer cuatrimestre de 1936 escasamente representó el 2%. A este propósito el gerente comentó que en abril se había alcanzado “la cifra más baja registrada desde que se fundó el Banco” (*IGBR 1936: 7*).

Posteriormente siguió un ciclo completo, cuya fase ascendente culminó en diciembre de 1939, cuando llegó a significar el 35% del crédito total. Antes, en noviembre de 1937, había llegado al 32%. Esta fase de auge del redescuento, especialmente en el último trimestre de 1937, se canalizó en especial mediante la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero. En noviembre de dicho año los redescuentos arribaron a \$ 23,6 millones, “la cifra

más alta registrada desde que funciona el Banco” de acuerdo con el gerente (*IGBR* 1938: 8). Dicho funcionario dejó la siguiente explicación del auge del redescuento en 1937:

El curso de estas operaciones refleja claramente el desarrollo de la difícil situación que se presentó en el país con motivo, principalmente, de la crisis de la industria del café. Ya desde el mes de septiembre empezó a temerse como casi segura esa crisis, en vista del fracaso de la conferencia cafetera de La Habana, lo que hizo que el comercio intensificara su pedido de divisas extranjeras, previniendo un alza del cambio. La demanda de fondos a los bancos por esa circunstancia se vio aumentada por la que exigió el pago de los impuestos directos en septiembre y octubre, que llegaron a una cifra muy elevada, y por la proveniente de los gastos de recolección de la cosecha de café de fin de año (*IGBR* 1938: 8-9).

Luego sobrevino una frase de declive de los redescuentos, entre otras razones por la capitalización de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, con base en el primer crédito del Export-Import Bank (*IGBR* 1941: 10). Después de algunos altibajos, los redescuentos crecieron verticalmente en el segundo semestre de 1941 hasta llegar a la cifra de \$28,5 millones, una vez más “la cifra más alta registrada desde la fundación del Banco”, para luego descender precipitadamente. El gerente lo detalló así:

Explícense estos movimientos por las necesidades del comercio, que en el segundo semestre de 1941 activó fuertemente sus pedidos de mercancías, en previsión de las nuevas restricciones y dificultades que iban a sufrir las importaciones al país; y como tales pedidos debían cubrirse de contado, el comercio acudió a los bancos en demanda de crédito, y éstos, para atenderla, aumentaron a su turno, en escala sin precedentes, sus redescuentos en el banco de emisión [...]. De entonces para acá se inició un sostenido descenso en esas operaciones, debido a la sensible disminución que han sufrido las importaciones al país y a la abundancia de fondos que por tal motivo ha tenido el comercio, lo que ha repercutido, como es natural, en un alza considerable en los depósitos bancarios (*IGBR* 1942: 11).

La tendencia descendente de los redescuentos condujo su participación en el crédito total a niveles ínfimos del orden del 3% en el primer semestre de 1944, pero a mediados de dicho año se inició un repunte empinado del crédito a los bancos, que lo llevó a una nueva cima del 34% del crédito total al finalizar el primer trimestre de 1945. Dicha escalada se presentó en momentos en que la banca, por disposiciones legales de contracción monetaria, estaba realizando depósitos a término, en una cuenta de pasivos no monetarios, en el Banco de la República, por un monto equivalente al 55% del encaje legal. En abril de 1945 se dispuso el desmonte de dicha medida, de modo que los bancos dejaron de acudir al redescuento.

La vigilancia sobre los redescuentos, y la fidelidad del Banco a los principios del crédito productivo, manifestada en varias ocasiones, fueron reiteradas por el gerente en su informe de 1946 a la Junta Directiva:

El Banco de la República ha puesto en todo tiempo cuidadoso empeño, a fin de cerciorarse de que las obligaciones que se presentan al redescuento por los bancos afiliados (que muchos creen que son aceptadas sin estudio y en forma au-

tomática) llenen los requisitos establecidos por la ley y su producto no haya sido destinado a negocios vetados por ésta, como los negocios de especulación y las inversiones permanentes. Con tal fin, el banco tiene una sección de información, encargada de analizar los balances de los deudores y fijar a las principales firmas cupos de crédito, establecidos de acuerdo con normas dictadas por vosotros y aprobados luego por el Comité Ejecutivo (*IGBR* 1946: 13).

*c. El descuento de bonos de prenda*

El crédito a los particulares se ejerció mediante el descuento de bonos de prenda. Los redescuentos eran operaciones garantizadas con bonos emitidos por los almacenes de depósito expedidos sobre productos nacionales de fácil conservación y realización. El principal sector beneficiario fue el cafetero, ya que alrededor del 90 % de aquellas operaciones estaban garantizadas con café. No es sorprendente que los mayores descuentos se lograran durante la crisis cafetera de 1937-1938, y luego, desde el estallido de la guerra hasta 1943. Otros productos, como el algodón, el cacao y el arroz, también fueron beneficiarios del redescuento de los bonos de prenda.

En plena ejecución del pacto de cuotas del café, el redescuento a los particulares facilitó la política interna de sustentación de precios:

La mayor parte de estas operaciones [con el público] están garantizadas con café, que en su casi totalidad pertenece a la Federación Nacional de Cafeteros, la que se ha visto en el caso de elevar considerablemente sus compras del grano en los mercados nacionales con el fin de sostener los precios, amenazados de ruinoso baja por la suspensión de las exportaciones al llenar nuestro país el cupo que se le asignó a Colombia para el primer año del plan de cuotas de exportación que rige desde el primero de octubre último. Ha prestado así el Banco apoyo decidido a la ejecución de dicho pacto, que tan eficaz ha resultado en la práctica para mantener en los mercados consumidores los precios del café a niveles equitativos y estables, con tan evidente beneficio para la economía nacional (*IGBR* 1941: 15-16).

De hecho, a lo largo de 1941 y hasta mediados de 1942 el crédito a los bancos y a los particulares alcanzó participaciones similares en cada caso, y su suma representó en promedio el 36 % del crédito primario; su cénit se alcanzó en diciembre de 1941 con el 45,6 % del crédito. Al sobrevenir la plétora monetaria de 1942 a 1944 el redescuento de los bonos también se redujo a cifras ínfimas: de \$ 11,8 millones en junio de 1942, a \$ 0,86 millones en junio de 1943 y a \$ 0,045 millones en 1944 (*IGBR* 1943: 10; *IGBR* 1944: 12).

### **3. *El crédito total al Gobierno***

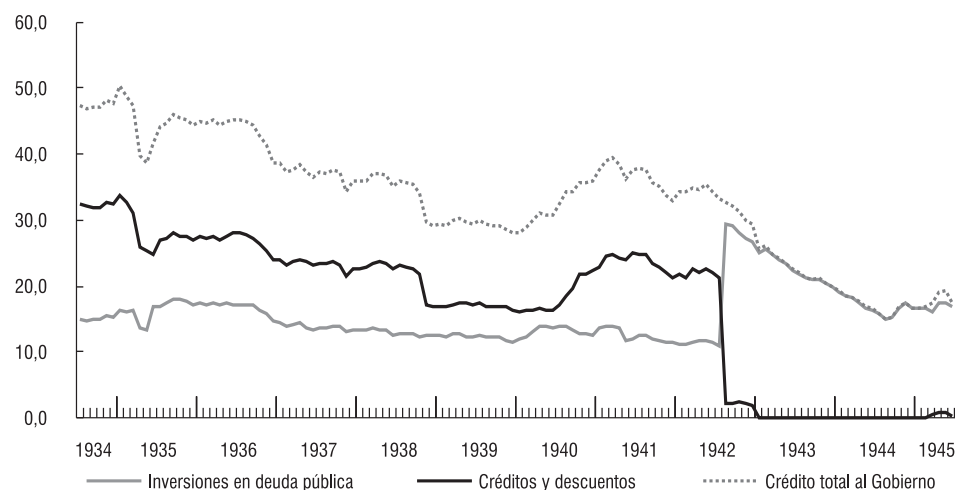
En el Gráfico 3.73 se presenta la trayectoria del crédito total al Gobierno expresada como porcentaje de los activos del Banco, así como su descomposición entre la tradicional cuenta de préstamos y descuentos, y la de inversiones en deuda pública. El alto nivel con el que arrancaron los préstamos y descuentos obedeció a la concurrencia de los avances



de salinas y de los préstamos para la defensa con motivo del conflicto con el Perú; y su desaparición en agosto de 1942 corresponde a la sustitución de aquellos avances por los bonos internos de salinas. En el último trayecto del gráfico prácticamente se identifican las inversiones en deuda pública con el total del crédito al Gobierno.

**Gráfico 3.73**  
**Banco de la República: crédito al Gobierno y sus principales componentes,**  
**1934 (julio) a 1945 (junio)**

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

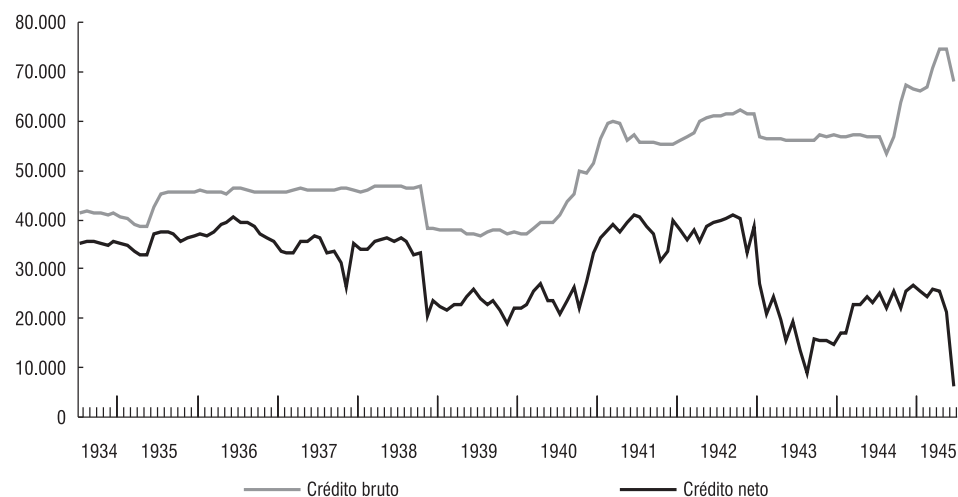
El crédito total al Gobierno, que a mediados de 1934 era equivalente al 47% de los activos del Banco, en el momento del estallido de la guerra representaba el 28%. Su caída ocurrió al tiempo con el ascenso de las reservas internacionales, las cuales pasaron del 22% en aquella fecha al 32% en la última. En los primeros dos años de la guerra se fortaleció el endeudamiento gubernamental con el Banco, al tiempo que las reservas retrocedieron prácticamente al punto de partida. Con los cambios desencadenados a partir de la entrada de los Estados Unidos en la guerra y la acumulación inusitada de activos externos, las reservas en pesos llegaron a dominar más del 70% del balance a partir de enero de 1944, y la participación del endeudamiento gubernamental quedó por debajo del 20%.

El impacto monetario del crédito del Banco al Gobierno depende de la evolución del crédito neto cuya trayectoria se describe en el Gráfico 3.74. El gráfico sugiere que, si bien el crédito bruto ascendió a lo largo del período, el crédito neto siguió una tendencia descendente, de la cual se separó en 1941 y 1942, pero a la cual retornó con creces entre 1943 y 1945.



**Gráfico 3.74****Banco de la República: crédito al Gobierno, 1934 (julio) a 1945 (junio)**

(miles de pesos)

Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).**4. Los pasivos del Banco de la República con el Gobierno y los particulares**

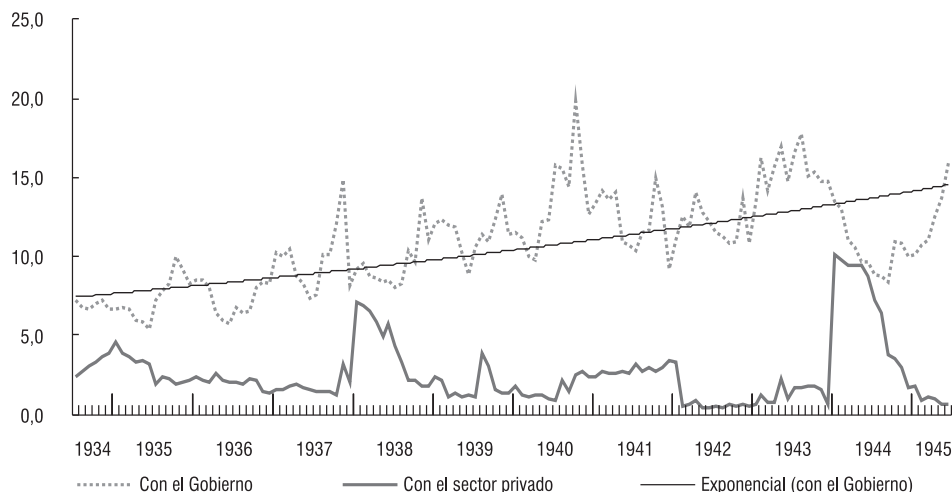
En el Gráfico 3.75 se hace explícita la tendencia creciente de los depósitos del Gobierno en el Banco. Sobresalen dos períodos en los cuales los depósitos del Gobierno crecieron de manera apreciable: entre mediados de 1940 y mediados de 1941, y a lo largo de 1943. En el primer caso, la expansión de los depósitos resultó a partir del préstamo concedido por el Export-Import Bank al Banco de la República, que luego este otorgara al Gobierno. El Banco dio entrada al crédito en una cuenta pasiva denominada Bancos del Exterior a más de noventa días. Al autorizarse el crédito al Gobierno (Decreto 1331 de 1940), el Banco abrió en su activo, dentro de la cuenta de préstamos al Gobierno, una línea para contabilizar los avances que se le dieran. A su turno, la Tesorería incrementó de manera temporal sus depósitos en el Banco. Con el auge de las reservas internacionales, a partir de 1942, el Banco optó por la cancelación anticipada del saldo adeudado del crédito del Export-Import Bank en agosto de 1943<sup>79</sup>.

<sup>79</sup> “Es de observar que en el pasivo del balance del Banco de la República en 31 de agosto no aparece el renglón de ‘bancos del exterior a más de 30 días’ que en el de 31 de julio figuraba con un saldo de \$ 13,217,000 =. Ello se debe a que el banco ha cancelado anticipadamente el saldo del empréstito de US\$ 10,000,000= que le fue otorgado por el Export-Import Bank de Washington en momentos de grave escasez de divisas extranjeras, con lo cual dicha institución prestó importante servicio a nuestro país [...]” (*RBR*-191, septiembre de 1943: 348).

**Gráfico 3.75**

**Banco de la República: pasivos con el Gobierno y el sector privado, 1934 (julio) a 1945 (junio)**

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En el segundo caso, los depósitos del Gobierno se elevaron como parte de las medidas de control monetario implementadas a partir del ascenso extraordinario de las reservas internacionales entre 1942 y 1944. En el segundo semestre de 1942 el promedio de los depósitos en el Banco había sido de \$ 12 millones; en el primero de 1943 subió a \$ 25 millones, en el segundo a \$ 35 millones, y en el primero de 1944 se redujeron a un nivel más normal, de \$ 15 millones.

En relación con los depósitos de los particulares, sobresalen dos eventos: el primero ocurrió durante la crisis cafetera de 1937, cuando se crearon los depósitos previos para obtener licencias de importación, y el segundo, al aplicarse las medidas extraordinarias de control monetario entre 1943 y 1944. En julio de 1943 los depósitos escasamente arribaban a \$ 2 millones; en diciembre estaban en \$ 23 millones, y en el primer semestre de 1944 el promedio mensual arribó a \$ 30 millones. En los dos semestres siguientes las cifras volvieron gradualmente a los niveles de mediados de 1943.

La *Revista* siguió mes tras mes el desempeño de las medidas de contracción monetaria implementadas en el Decreto 1148 de junio de 1943, mediante las cuales se ordenó constituir depósitos en el Banco de la República mediante la adquisición de certificados de depósito no negociables emitidos por él, y que serían adquiridos por personas naturales, empresas y bancos. Se disponía, entre otras medidas, que durante dos años las sociedades anónimas deberían invertir en aquellos certificados una suma igual al 20% de sus utilidades líquidas, el 50% de las partidas apropiadas para la depreciación de activos, y la totalidad de la reserva legal, una vez deducido lo que tuvieran que invertir en bonos de deuda pública. Las personas naturales también debían invertir en los certificados mencionados el 20% de sus utilidades líquidas. Por último, también se elevaba en un 100% el encaje de los bancos y las cajas de ahorros, aumento que debía invertirse de manera

gradual, por contados, en dichos certificados —Decreto 1148 de 1943; también, Decreto 1304 de 1943 (*RBR-189*, julio de 1943: 266-267)—.

Desde el punto de vista bancario, la decisión de disponer un aumento del encaje para invertirlo en títulos emitidos por el banco central no constituyó una medida convencional de elevación del encaje bancario. En lugar de la reducción de la expansión secundaria de dinero, se buscó reducir su creación primaria mediante la venta forzosa de aquellos títulos a los bancos.

Las drásticas medidas del Decreto 1148 se fueron suavizando con el tiempo. Así, el primer contado de las inversiones del encaje de los bancos en los certificados que debía hacerse en septiembre se redujo del 30% al 15%, e igualmente se contrajeron ciertos depósitos que debían hacer los importadores. Se argumentó, entonces, que las importaciones de los Estados Unidos se habían incrementado recientemente de manera apreciable, debido a modificaciones introducidas por dicho país en su política exportadora (*RBR-191*, septiembre de 1943: 348).

El manejo monetario de la época, que el gerente presentara como una prudente política de crédito, fue resumido por él en las notas editoriales de enero de 1944. La oportunidad fue aprovechada por el editorialista para volver sobre conceptos como el de la función estabilizadora del cambio a cargo del Banco de la República, la definición de dinero en la cual ya se aceptaba la inclusión de los depósitos a la vista, y los efectos tanto reales como nominales de aumentos en la cantidad de dinero:

Como el Banco de la República, en desempeño de su función estabilizadora del cambio exterior, ha seguido adquiriendo el sobrante de divisas extranjeras y la producción de oro del país, sus reservas en estas dos especies tuvieron considerable aumento durante el año, pasando de \$107.096.000= a \$197.702.000, lo que representa un alza de 84,6%. La proporción de las reservas, en relación con los billetes en circulación pasó de 92,9%, en 31 de diciembre de 1942, a 137,8%, en igual fecha de 1943 (*RBR-195*, enero de 1944: 3).

Este aumento de las reservas del banco de emisión, ha traído como consecuencia inevitable, el del medio circulante, aunque en proporción mucho menor que la de aquellas, lo que se debe sin duda a la prudente política de crédito seguida por el Banco de la República y por las instituciones afiliadas y a las acertadas medidas tomadas por el congreso y el Gobierno sobre elevación de los encajes bancarios y congelación de fondos sobrantes en el mercado. En efecto, el incremento de la circulación monetaria solo llegó en el año a 16,8%, si bien es cierto que los depósitos bancarios a la vista, que también forman parte del medio circulante, aumentaron en 50,2%. El alza conjunta de la moneda en circulación y de los depósitos bancarios, fue de 32,2%.

En virtud de las recientes disposiciones legales a que nos hemos referido, los depósitos a término constituidos en el Banco de la República por los bancos, las empresas y los particulares, ascendieron el 31 de diciembre pasado a \$19.224.000=. El incremento del medio circulante ha activado la producción industrial y el movimiento comercial del país, pero al propio tiempo ha tenido repercusiones inconvenientes en el alza de precios y en el costo de la vida. El índice de la vida obrera en esta capital pasó durante el año de 128,8 a 153,8, lo que significa un aumento de 19,4% (*RBR-195*, enero de 1944: 3).

## 5. El cambio de fisonomía del balance: una síntesis

En el decenio de 1934 a 1945 los episodios reseñados alteraron radicalmente la fisonomía del balance del Banco de la República, tal como lo atestigua el Cuadro 3.17. La importancia relativa de las reservas internacionales y el crédito neto, que en 1934 constituían el 22 y el 54% de los activos, respectivamente, en 1945 se trocó, en su orden, en 71 y 22%. Los activos externos en dólares crecieron de manera significativa en el segundo lustro de los años treinta, de modo que su equivalente en pesos llegó a significar la tercera parte del balance en 1939; para entonces el crédito total representaba el 45% de los activos. Durante la guerra, el crecimiento extraordinario de las reservas, bajo el régimen cambiario de tasa fija, las llevó a significar más del 70% de los activos del Banco. En los dos primeros años de la Guerra la relevancia del crédito se acrecentó hasta representar el 60% del balance, pero luego empezó a desvanecerse rápidamente, de modo que cuando se adoptaron el Plan Económico y el Plan Fiscal, en 1943, escasamente superaba el 25% de los activos, y al terminar la Guerra apenas el 22%. El crédito a los bancos, cuya recuperación fue ostensible hasta 1939, se vino a pique como proporción de los activos durante el período bélico, a pesar de la recuperación de sus valores absolutos hacia el final del período.

### Cuadro 3.17

#### Banco de la República: reservas externas y crédito neto, 1934-1945 (fechas seleccionadas)

	1934 (junio)	1939 (junio)	1943 (junio)	1945 (junio)
Reservas internacionales (millones de dólares)	18,00	24,00	88,00	158,00
Reservas internacionales (millones de pesos)	20,10	41,85	153,02	275,62
Activos totales del Banco (millones de pesos)	89,60	126,22	249,39	388,08
Reservas internacionales (porcentaje de activos)	22,40	33,15	61,36	71,02
Crédito total del BDR (porcentaje de activos)	53,79	45,00	27,42	22,08
Crédito del BDR al Gobierno (porcentaje de activos)	46,78	29,30	22,50	17,53
Crédito del BDR a los bancos (porcentaje de activos)	4,22	13,64	4,57	3,72
Crédito del BDR a particulares (porcentaje de activos)	2,80	2,05	0,34	0,83
Crédito neto del BDR al Gobierno (porcentaje de activos)	39,45	20,42	7,75	1,60
Crédito neto del BDR a particulares (porcentaje de activos)	0,53	0,83	-0,69	0,21

Fuente: *RBR* (varios años).

El peso adquirido por los pasivos no monetarios, en especial el de los depósitos del Gobierno en el Banco, salta a la vista: en 1943, al adoptarse la legislación contraccionista extraordinaria, la diferencia entre el crédito bruto y el neto al Gobierno era de quince puntos, y en 1945, el crédito neto al Gobierno como fracción de los activos se redujo a la cifra ínfima del 1,6%.

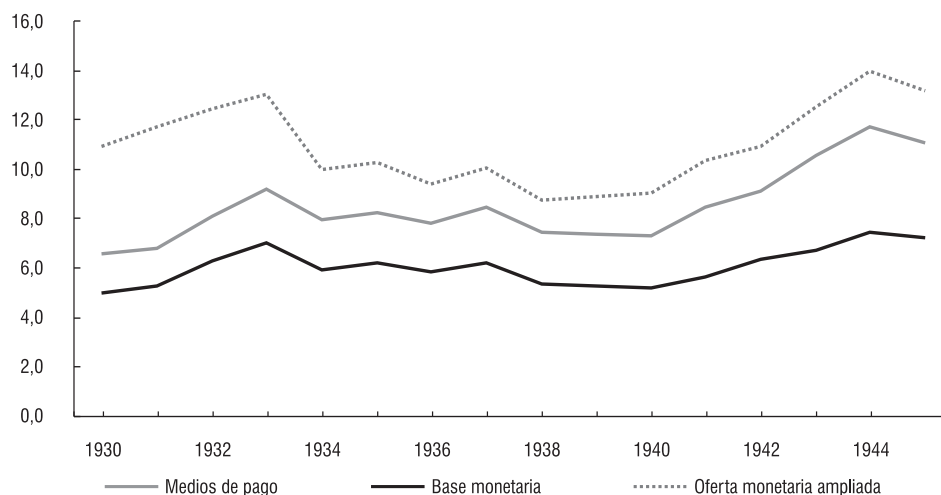
## C. La banca y la intermediación financiera

### 1. La profundización financiera

La profundización financiera, alentada por las reformas institucionales de 1923 y el auge económico de la segunda mitad de los años veinte, se vino a pique durante la Depresión, sin lograr sobreponerse a lo largo de la siguiente década. Fue a partir de las restricciones impuestas por la guerra que los activos líquidos en manos del público crecieron más rápido que la economía, como lo sugiere el Gráfico 3.76.

**Gráfico 3.76**  
**Agregados monetarios, 1930-1945**

(porcentaje del PIB)



Fuente: RBR (varios años).

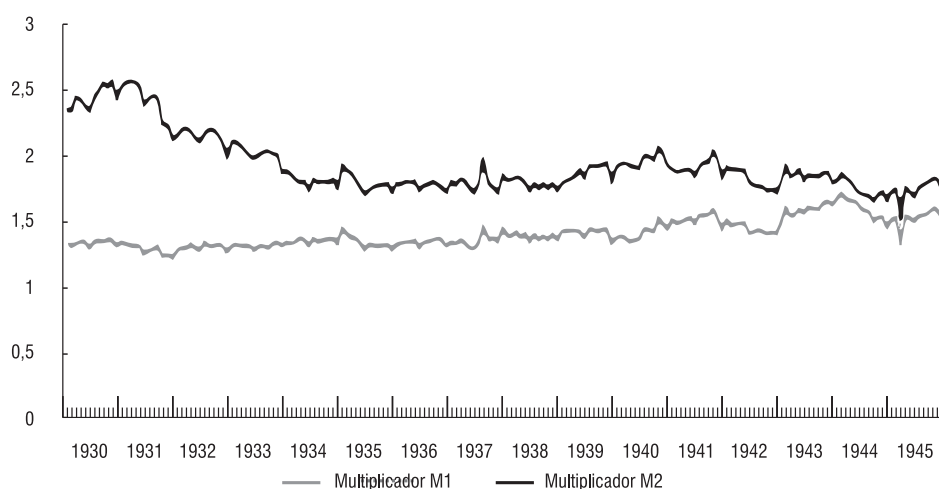
La base monetaria, que en 1940 era equivalente al 5,2% del PIB, un lustro más tarde representaba el 7,2%. El acelerado crecimiento de las reservas internacionales actuó como telón de fondo del cambio de dirección en la relación entre el dinero emitido por el banco central y el producto. Las relaciones de la oferta monetaria y la oferta monetaria ampliada con el producto siguieron trayectorias de perfiles similares a la relación de la base con el PIB, aunque con algunas diferencias apreciables. Así, la oferta monetaria ampliada descendió 4,3 puntos del PIB entre 1933 y 1938, mientras que las mayores caídas de los medios de pago y de la base fueron de 1,87 y 1,82 puntos, respectivamente. También, el agregado

monetario de mayor crecimiento durante la guerra fue el de los medios de pago; en tanto que la relación de la oferta monetaria al PIB creció en 52%, la de la oferta monetaria ampliada lo hizo en 45% y la de la base en 39%. Estos resultados revelan la importancia adquirida por los depósitos en cuenta corriente del público en los bancos durante la guerra<sup>80</sup>.

## 2. Los multiplicadores de la base monetaria

En el Gráfico 3.77 se exhiben las trayectorias seguidas por los multiplicadores de la base monetaria, tanto para los medios de pago (M1), como para la oferta monetaria ampliada (M2). Se observa que, mientras el multiplicador  $m_1$  siguió una tendencia creciente a lo largo del período, el de  $m_2$  siguió una decreciente, de modo que dichas tendencias convergieron hacia finales del período. Dicho comportamiento debió resultar de la preponderancia adquirida por los depósitos en cuenta corriente.

**Gráfico 3.77**  
**Multiplicadores monetarios: M1 y M2, 1930-1945**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

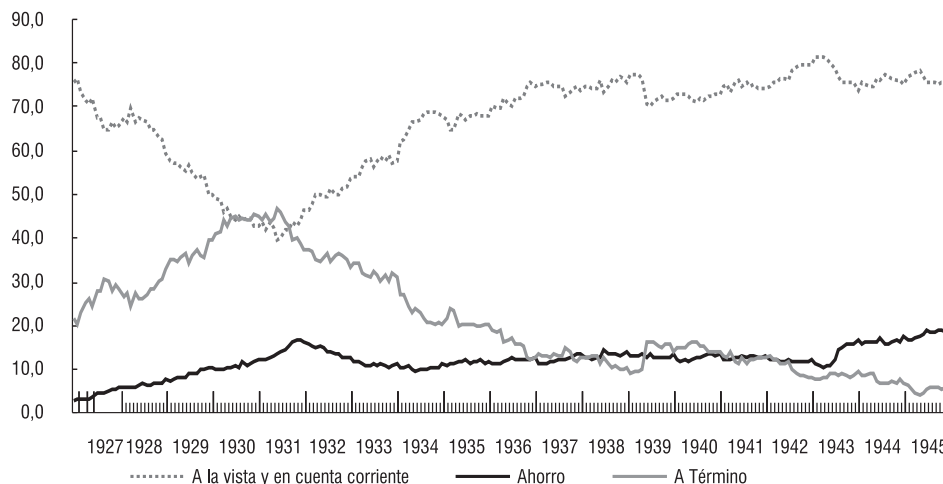
El cambio en la importancia relativa de los depósitos del público en los bancos se presenta en el Gráfico 3.78. A finales del auge de los años veinte la nota destacada era el dinamismo de los depósitos a término, y en mucho menor medida de los depósitos de ahorro, a pesar del predominio, aunque declinante, de los depósitos en cuenta corriente. A lo largo de 1930 los depósitos a término conservaron su participación y los de ahorro lo-

<sup>80</sup> En marzo de 1945 el Banco de la República adoptó la definición de *medios de pago*, entendida como la suma del efectivo en poder del público y los depósitos en cuenta corriente realizables por cheque. Tal decisión se basó en Abrisqueta (1945). Robert Triffin (1945: 20), en ese entonces en el Sistema de las Reserva Federales, conceptuó que, “su artículo me parece el estudio más completo y práctico que he leído sobre los procedimientos estadísticos para calcular los datos esenciales referentes a los medios de pago”.

graron mantener su crecimiento. El quiebre en las trayectorias de los depósitos se produjo en 1932, con la puesta en marcha de políticas para restablecer las transacciones monetarias, como los avances de salinas del Banco de la República al Gobierno. Los depósitos en cuenta corriente recuperaron su posición dominante, de modo que a partir de 1936 ellos constituyeron las tres cuartas partes de los depósitos totales en los bancos.

**Gráfico 3.78**  
**Sistema bancario: depósitos del público, 1924-1945**

(participación porcentual)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

### 3. Estructura del sistema financiero

Los activos del sistema financiero representaron, en promedio, el 18,3% del PIB entre 1934 y 1945, inferior al 22,7% alcanzado entre 1925 y 1933. Los activos hipotecarios cayeron en una magnitud del orden del 2,7% del PIB, al tiempo que los de la banca comercial nacional lo hicieron en 2% y los de la extranjera en 1% del PIB, respectivamente; al contrario, el crecimiento de la Caja Agraria fue del orden del 1,2% del PIB (Cuadro 3.18).

**Cuadro 3.18**  
**Sistema financiero: estructura por tipo de entidades, 1934-1945**  
(porcentajes del PIB)

Años	Privados nacionales	Privados extranjeros	Caja Agraria	Hipotecarios (BCH)	Sistema
1934	6,43	4,23	0,79	7,39	18,85
1935	6,81	4,09	1,07	7,49	19,45
1936	6,66	3,48	1,18	7,38	18,71
1937	7,25	3,61	1,59	7,56	20,02

**Cuadro 3.18 (continuación)**  
**Sistema financiero: estructura por tipo de entidades, 1934-1945**  
 (porcentajes del PIB)

Años	Privados nacionales	Privados extranjeros	Caja Agraria	Hipotecarios (BCH)	Sistema
1938	6,08	2,93	1,70	6,86	17,57
1939	5,81	2,71	1,97	6,54	17,02
1940	6,19	2,88	2,21	6,47	17,75
1941	7,01	2,92	2,64	6,84	19,42
1942	6,88	2,93	2,54	6,81	19,15
1943	7,81	2,56	2,59	4,78	17,73
1944	7,92	2,48	3,29	3,95	17,64
1945	8,21	2,27	3,47	2,67	16,62
Promedio	6,92	3,09	2,09	6,22	18,32
Participación en el promedio (porcentaje)	37,77	16,86	11,39	33,98	100,00

Fuentes: *Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda* (para los activos bancarios) y Cepal (1957; para las estimaciones del PIB).

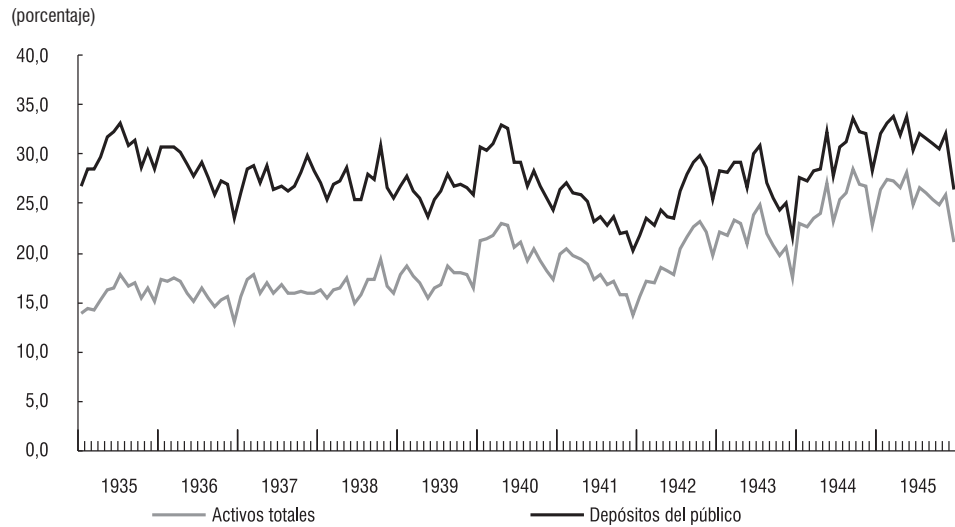
La banca hipotecaria, cuyo papel protagónico en los años veinte la llevó a representar el 40% del sistema, sucumbió durante la Depresión, de modo que su representante estelar, el Banco Agrícola Hipotecario, de origen oficial, y otras instituciones hipotecarias privadas, debieron entregar sus carteras al Banco Central Hipotecario, la única institución de dicho carácter en las siguientes cuatro décadas. Como la participación de la banca comercial, nacional y extranjera se mantuvo, la pérdida de participación de los activos hipotecarios fue compensada por el avance de la Caja Agraria.

#### 4. *Cuentas e indicadores del balance bancario comercial*

El recorrido de las cuentas más líquidas de los bancos, la caja y los depósitos en el Banco de la República se describe en el Gráfico 3.79, como porcentaje tanto de los activos totales como de los depósitos del público. La relación con los activos siguió una tendencia creciente a lo largo del tiempo, y la relación con los depósitos una tendencia ligeramente decreciente; las dos trayectorias tienden a acercarse, en especial a partir del comienzo de la guerra, y con mayor notoriedad en los dos últimos años. Durante la guerra los depósitos del público pasaron de representar el 65% de los activos bancarios en 1939 al 83% en 1945.



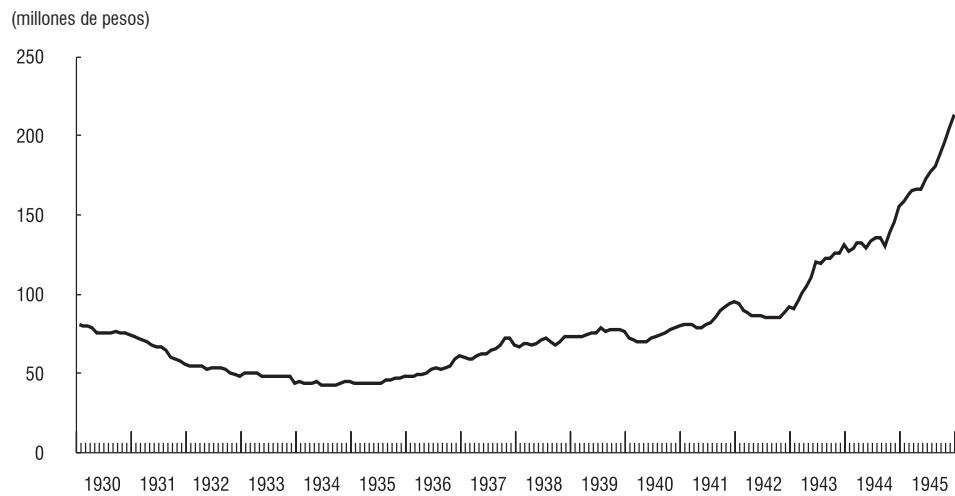
**Gráfico 3.79**  
**Banca comercial: caja y depósitos en el Banco de la República,**  
**1935 (enero) a 1945 (diciembre)**



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La trayectoria de la cartera puede apreciarse en el Gráfico 3.80. Su valor nominal cayó en 52% entre enero de 1930 y agosto de 1934, pero prácticamente se recuperó en los años siguientes, hasta el comienzo de la guerra. Volvió a decrecer en 1942 bajo las restricciones impuestas por el conflicto bélico al comercio importador y la abundancia en el mercado monetario; finalmente, reinició su crecimiento, con algunos atenuantes, en los tres últimos años de la guerra.

**Gráfico 3.80**  
**Banca comercial: cartera total, 1930 (enero) a 1945 (diciembre)**



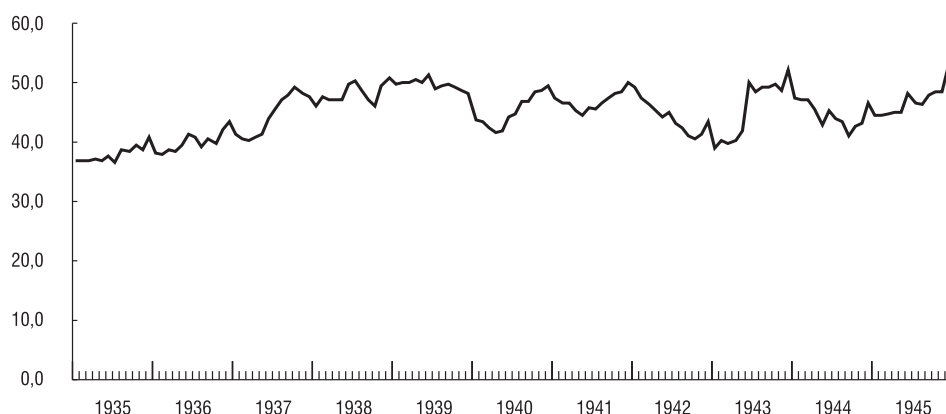
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

A comienzos de 1935 la cartera representaba apenas 35% de los activos (Gráfico 3.81), participación que creció gradualmente hasta acercarse al 50% a mediados de 1937. En los primeros meses de la guerra volvió a descender hasta el 42%, y luego, tras dos ciclos completos volvió a perder participación de manera progresiva, hasta llegar al 37% en el primer trimestre de 1943. En los últimos tres años, a pesar del declive en 1944, la participación media de la cartera en el balance fue del 45%.

**Gráfico 3.81**

**Banca comercial: cartera total, 1935 (enero) a 1945 (diciembre)**

(porcentaje de los activos)



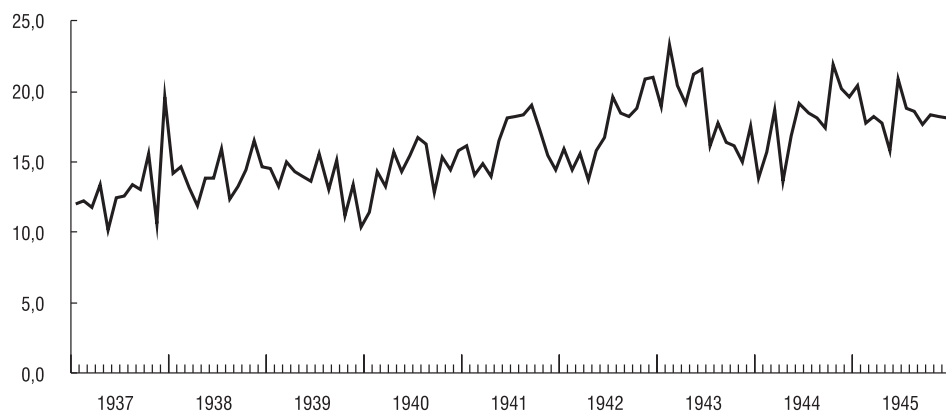
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Los préstamos nuevos siguieron una tendencia creciente desde la iniciación de la serie en 1937. El lapso de mediados de 1942 a mediados de 1943 sobresale como un período de auge de los préstamos nuevos (Gráfico 3.82).

**Gráfico 3.82**

**Banca comercial: préstamos nuevos, 1937 (enero) a 1945 (diciembre)**

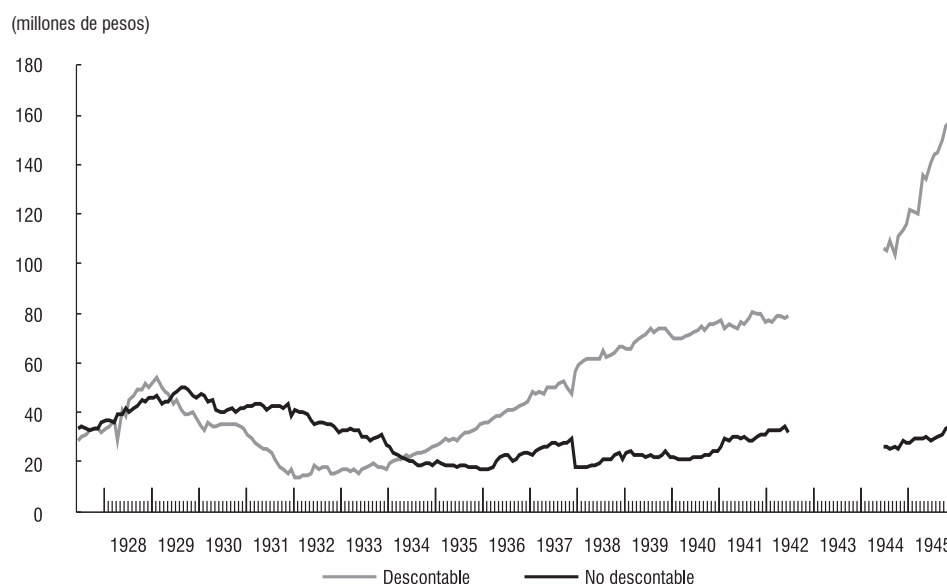
(porcentaje de la cartera)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Después de la Depresión, la cartera descontable inició una trayectoria sostenida, que solo se moderó en los primeros años de la guerra y creció luego, verticalmente, desde mediados de 1944. El Gráfico 3.83 destaca la recuperación de la cartera descontable a partir de finales de 1931, tras la adopción de medidas de intervención cambiaria y financiera; para entonces, la descontable representaba el 30% de la cartera total, cuando en diciembre de 1928, en su punto más alto, había representado el 52%. Al estallar la guerra, en septiembre de 1939, la descontable dominaba el 77% de la cartera, y al término de 1945, lo haría con el 83%.

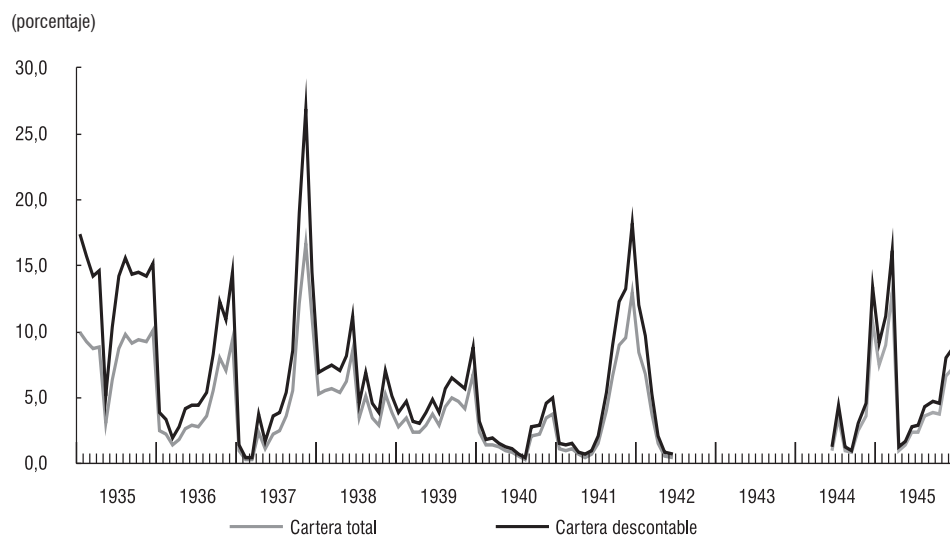
**Gráfico 3.83**  
**Banca comercial: cartera descontable y no descontable en el Banco de la República, 1927-1945**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En el Gráfico 3.84 se describe la trayectoria de la cartera bancaria efectivamente descontada por el Banco de la República, como porcentaje de la cartera total y de la cartera descontable. Se muestra, desde la perspectiva del balance de la banca comercial, lo que ya se había visto antes en términos de los descuentos otorgados por el Emisor. Así, los momentos descollantes de la cartera descontada fueron los de la crisis cafetera de 1937, de la entrada de los Estados Unidos en la guerra, y entre mediados de 1944 y 1945, cuando en medio de medidas transitorias de restricción monetaria que afectaban el encaje la banca optó por acudir al redescuento en magnitudes sin precedentes.

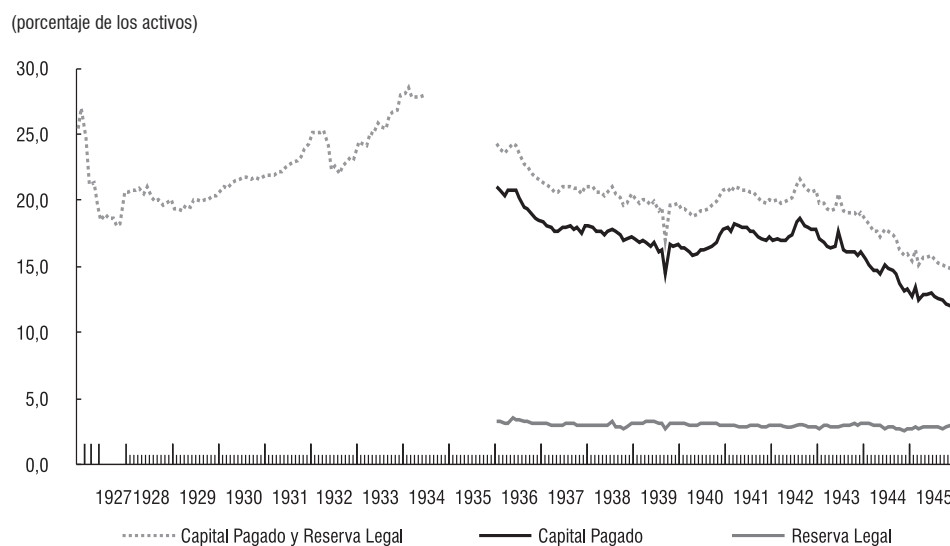
**Gráfico 3.84**  
**Cartera descontada en el Banco de la República: cartera total y cartera**  
**descontable, 1935-1945**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El Gráfico 3.85 muestra la evolución de la razón del capital pagado y reserva legal a los activos en la banca. La tendencia fue creciente hasta mediados de los años treinta, cuando llegó al 28%, pero luego inició un declive continuo, llegando prácticamente a la mitad, el 15%, en diciembre de 1945.

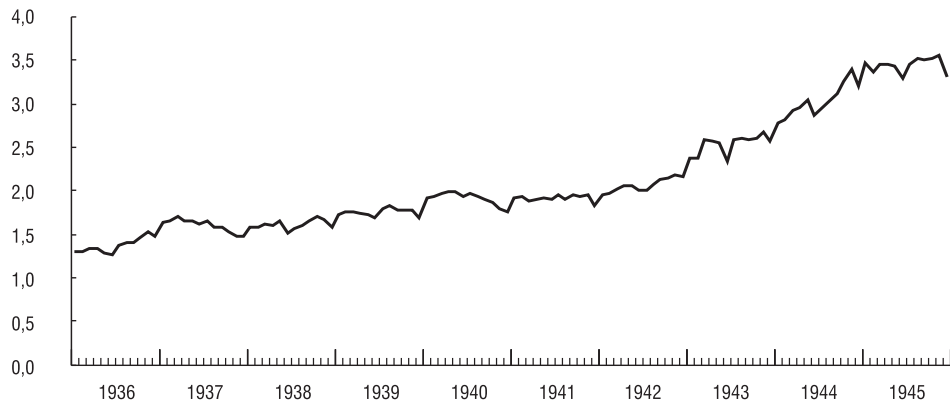
**Gráfico 3.85**  
**Sistema bancario: capital pagado y reserva legal, 1924 (junio) a 1945**  
**(diciembre)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El auge de los depósitos bancarios, especialmente durante la guerra, estuvo a punto de triplicar la relación entre depósitos y capital y reservas; si a principios de 1936 era de 1,3, a finales de 1945 era de 3,7 (Gráfico 3.86).

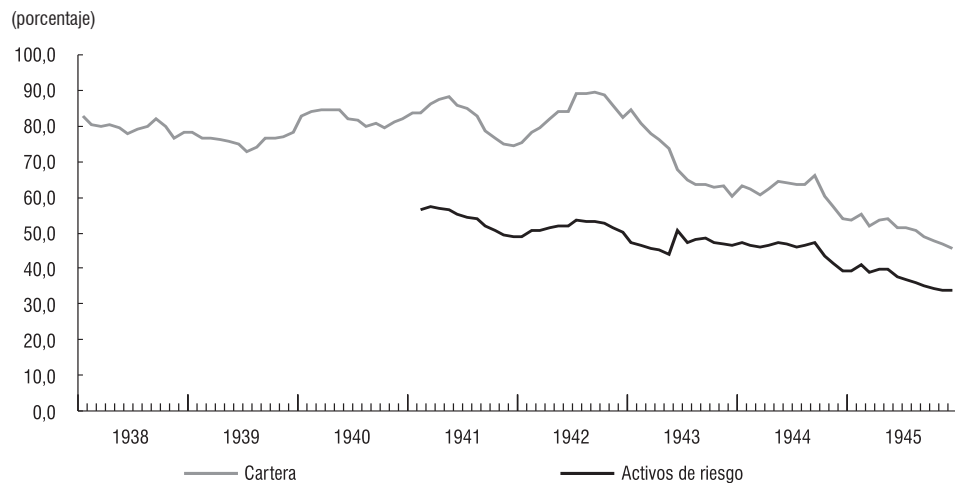
**Gráfico 3.86**  
**Relación entre los depósitos del público y el capital y las reservas de los bancos comerciales, 1936 (enero) a 1945 (diciembre)**



Fuente: *RBR* (varios años).

Igualmente, como porcentaje de la cartera y de los activos de riesgo (Gráfico 3.87), las tendencias del capital y la reserva legal declinaron. En el caso de la cartera, el cubrimiento pasó de una cifra por encima del 80% a principios de 1938, a una del 45% a finales de 1945. Y en el caso de los activos de riesgo (préstamos y descuentos más deudores varios más inversiones), la caída fue del 56% al 34% entre febrero de 1941 y diciembre de 1945.

**Gráfico 3.87**  
**Capital y reserva legal: cartera y activos de riesgo, 1938 (enero) a 1945 (diciembre)**



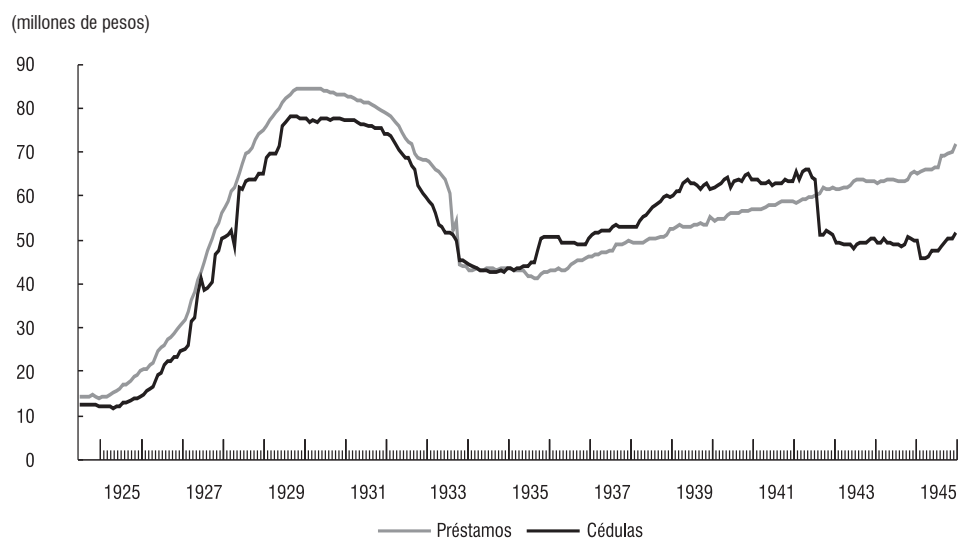
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

## 5. El crédito hipotecario

Culminado el ciclo extraordinario de auge y colapso del crédito externo a la banca hipotecaria, esta debió vivir de sus posibilidades internas. Como el Banco Central Hipotecario (BCH) nació en medio de la crisis de deudores y para colaborar en su solución, sus primeros préstamos se destinaron a facilitar el pago de deudas entre particulares (\$ 10,9 millones), a saldar deudas adquiridas con los viejos bancos hipotecarios (Hipotecario de Bogotá, Hipotecario de Colombia, Agrícola Hipotecario: \$ 13,5 millones), y a pagar acreencias con la banca comercial (\$ 12,2 millones). Consumadas estas operaciones, a partir de 1934 el Agrícola Hipotecario continuó sus préstamos, en especial a la agricultura, pero en escala limitada y con tendencia a la baja, ya que, dado su descalabro financiero, no podía acudir a la colocación de cédulas en el mercado interno. Así, la expansión hipotecaria de la segunda mitad de los años treinta corrió de la mano de la colocación de cédulas y préstamos del BCH.

La caída vertical observada en el saldo de las cédulas, en 1942 (Gráfico 3.88), corresponde al ajuste contable del orden del 25 %, en cumplimiento de los arreglos alcanzados con los acreedores externos, que supusieron el canje de las antiguas cédulas en poder de los acreedores, por bonos de deuda externa nacional.

**Gráfico 3.88**  
Sistema bancario: cédulas hipotecarias en circulación y préstamos hipotecarios de amortización gradual, 1924-1945



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

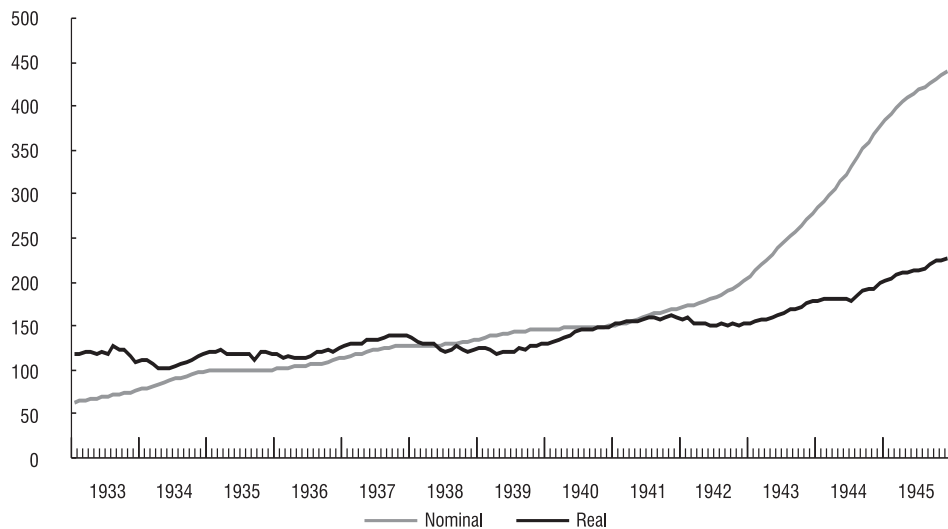
## D. La oferta monetaria real

En el Gráfico 3.89 se presentan las trayectorias de la oferta monetaria nominal y de la oferta monetaria real. El primer tramo de esta última reitera el descenso de la oferta real

de dinero en 1934, el cual luego de una ligera recuperación, subsistió a lo largo de 1935 y 1936. El ascenso conquistado en 1937 se desvaneció durante la crisis cafetera y el estallido de la guerra europea, de modo que la altura lograda en aquel año solo vino a restablecerse en el segundo semestre de 1940. Finalmente, el gráfico recoge la experiencia de abultada emisión monetaria vivida entre 1943 y 1945: la oferta nominal se dobló con creces (se multiplicó por 2,13) y la real se incrementó en un 48 %.

**Gráfico 3.89**  
**Oferta monetaria: nominal y real, 1933-1945**

(millones de pesos)



Fuente: RBR (Gráfico 3.10 y 3.76).

## E. El papel de la tasa de redescuento

Tras el abandono generalizado del patrón oro, la tasa de interés de redescuento, que fuera el instrumento clásico de control monetario, perdió gran parte de su vigor. Con algunas excepciones, como el caso de Francia, donde continuó empleándose frecuentemente a lo largo de los años treinta y cuarenta, aquel instrumento fue empleado solo de modo ocasional. En el Cuadro 3.19 se cita una muestra de países con información sobre la vigencia de las tasas de redescuento de sus bancos centrales en dos fechas: 1938 y 1945. Dicha información indica que los cambios de la tasa no fueron frecuentes.

**Cuadro 3.19**  
**Tasas de redescuento, 1938 y 1945**  
 (países seleccionados)

Países	1938	1945
Estados Unidos	1 % desde septiembre de 1937; antes 1,5 % desde febrero de 1932	0,5 % desde octubre de 1942
Reino Unido	2 % desde junio de 1932	2 % desde octubre de 1939
Alemania	4 % desde abril de 1934	3,5 % desde abril de 1940
Canadá	2,5 % desde marzo de 1935	1,5 % desde febrero de 1944
Francia	2,5 % desde noviembre de 1938	1,6 % desde enero de 1945
Italia	4,5 % desde mayo de 1936	4 % desde septiembre de 1944
Japón	3,3 % desde abril de 1936	3,3 % desde abril de 1936
Argentina	3,5 % desde marzo de 1936	3,5 % desde marzo de 1936
Bolivia	6 % desde julio de 1932	6 % desde julio de 1932
Chile	3-4,5 % desde diciembre de 1936	3-4,5 % desde diciembre de 1936
Ecuador	4 % desde noviembre de 1932	7 % desde mayo de 1938
México	3 % desde marzo de 1937	4,5 % desde junio de 1942
Perú	2 % desde junio de 1932	5 % desde agosto de 1940

Fuente: FRB.

Desde 1933, Colombia así como Argentina o Japón, desde 1936, y Bolivia desde 1932, mantuvieron sus tasas de redescuento constantes, al menos hasta 1945. En Colombia las tasas vigentes desde 1933 fueron las siguientes: 4 % para los préstamos comerciales y para los otorgados al Gobierno y entidades oficiales<sup>81</sup>; y 3 % para los préstamos con prenda agraria y sobre productos agrícolas, así como sobre las operaciones con el público con bonos de almacenes generales de depósito.

En septiembre de 1940, con motivo de la caída de las cotizaciones externas del café, se aprobó la rebaja del 3 al 2 % para las obligaciones de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, garantizadas con café, y cuyo valor se destinara a la producción del grano. Al revertirse en el mes siguiente las tendencias de los precios cafeteros en Nueva York, la tasa de redescuento volvió a su antiguo nivel del 3 %. Así, en 1945 seguían rigiendo las tasas establecidas en 1933.

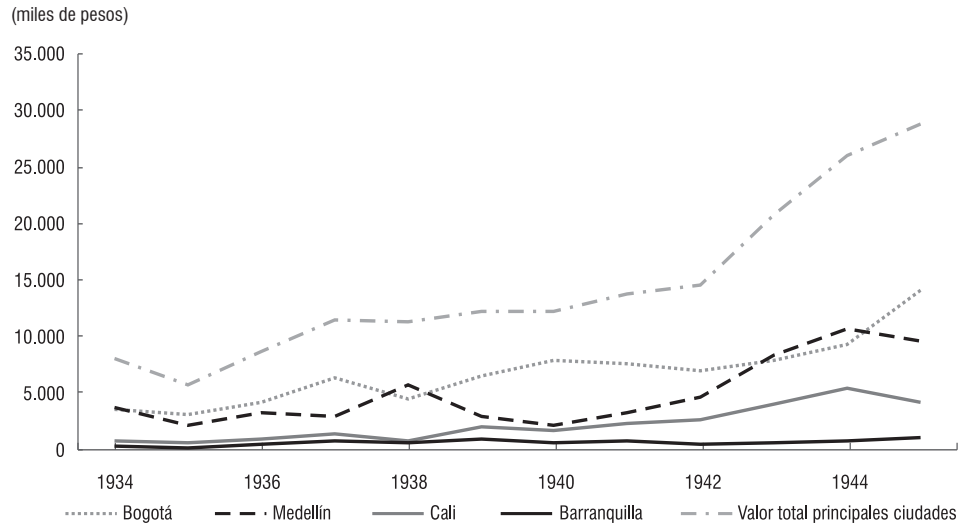
## F. El mercado de hipotecas y las tasas de interés

El Gráfico 3.90 da testimonio de la recuperación del mercado de hipotecas en el país a partir de 1935, y de su expansión acelerada desde 1942.

<sup>81</sup> En el caso del Gobierno, a los avances sobre la concesión de salinas se les aplicaba el 3 %; en cuanto a las libranzas de tesorería empleadas para hacer uso del cupo legal, su descuento no ocasionaba intereses.



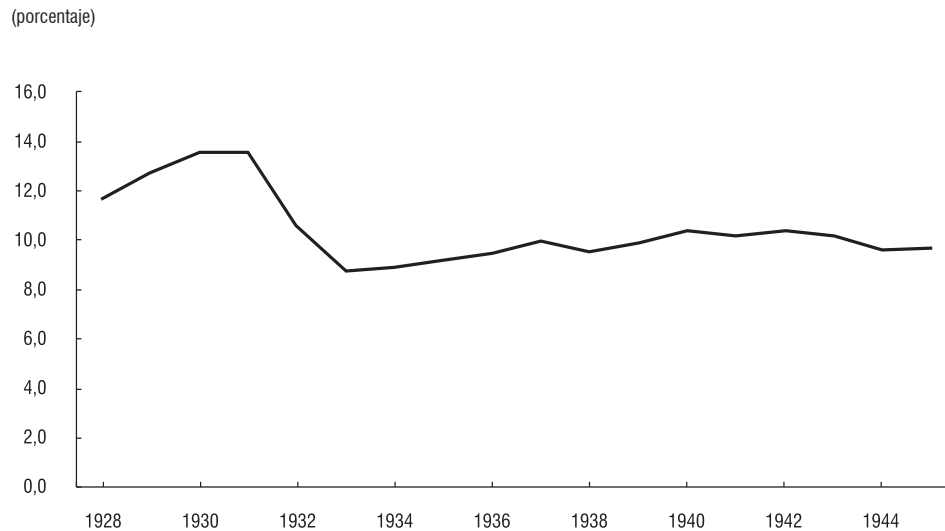
**Gráfico 3.90**  
**Mercado de hipotecas: principales ciudades, 1934-1945**



Fuente: RBR (varios años).

La trayectoria de la tasa media de interés anual que había sucumbido durante la depresión, pasó del 8,8% en 1933 al 10,1% en 1940 y luego se redujo levemente hasta alcanzar el 9,6% en 1945 (Gráfico 3.91).

**Gráfico 3.91**  
**Mercado de hipotecas: tasa media de interés anual, 1928-1945**

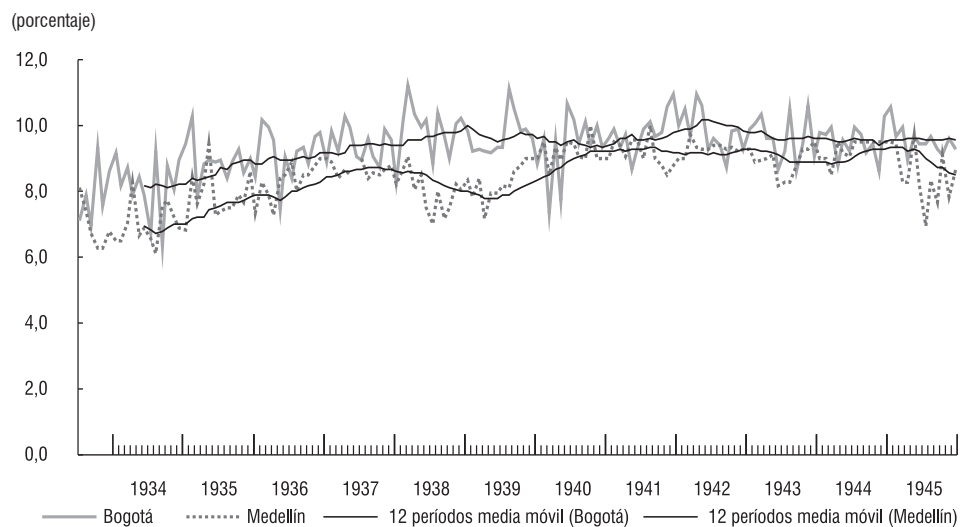


Fuente: RBR (varios años).

Entre 1933 y 1945 la tasa de interés media en Medellín fue del 8,96% (desviación típica: 0,67); en Bogotá fue del 9,33% (desviación típica: 0,59); en Barranquilla del 9,34% (desviación típica: 1,41); y en Cali del 10,27% (desviación típica: 2,0)

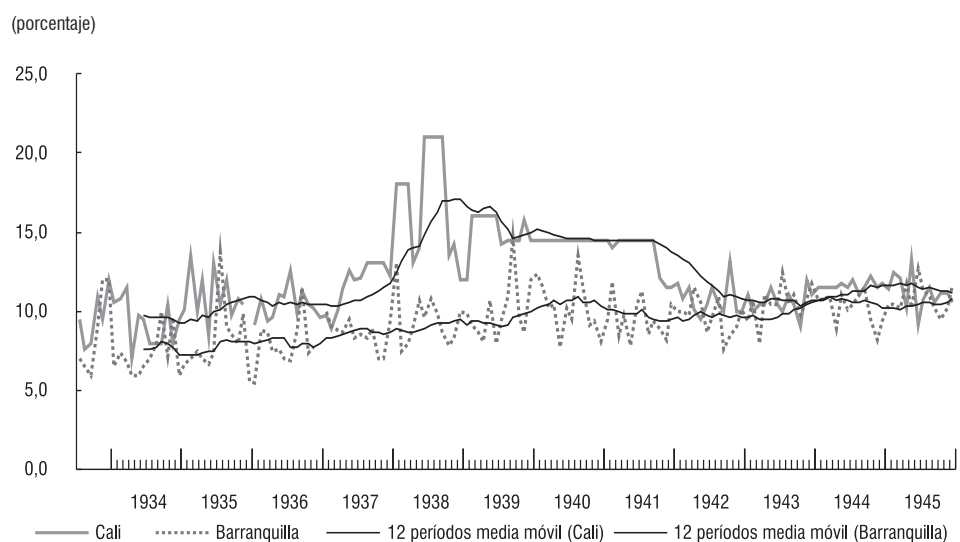
En el Gráfico 3.92 se comparan las evoluciones seguidas por las tasas de interés en Bogotá, y Medellín, y en el Gráfico 3.93 las correspondientes a Barranquilla y Cali.

**Gráfico 3.92**  
**Tasas de interés sobre hipotecas: mercados de Bogotá y Medellín,**  
**1933 (julio) a 1945 (diciembre)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

**Gráfico 3.93**  
**Tasas de interés sobre hipotecas: mercados de Barranquilla y Cali,**  
**1933 (julio) a 1945 (diciembre)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La trayectoria de la tasa real de interés se describe en el Gráfico 3.94. Surgida de niveles negativos muy bajos en 1934, siguió una tendencia creciente, arraigada entre 1939 y 1941, los primeros tres años de la guerra; al sobrevenir la abundancia monetaria a partir de 1942 y el ascenso considerable de la inflación, la tasa real de interés volvió a niveles negativos en los tres últimos años de las hostilidades.

**Gráfico 3.94**  
**Mercado de hipotecas: tasa real de interés, 1934-1945**



Fuente: RBR para las tasas de interés; deflactor implícito del PIB (1994 = 100), según el DANE.

## G. El mercado bursátil y el rendimiento de los títulos valores

### 1. Bolsa de Bogotá

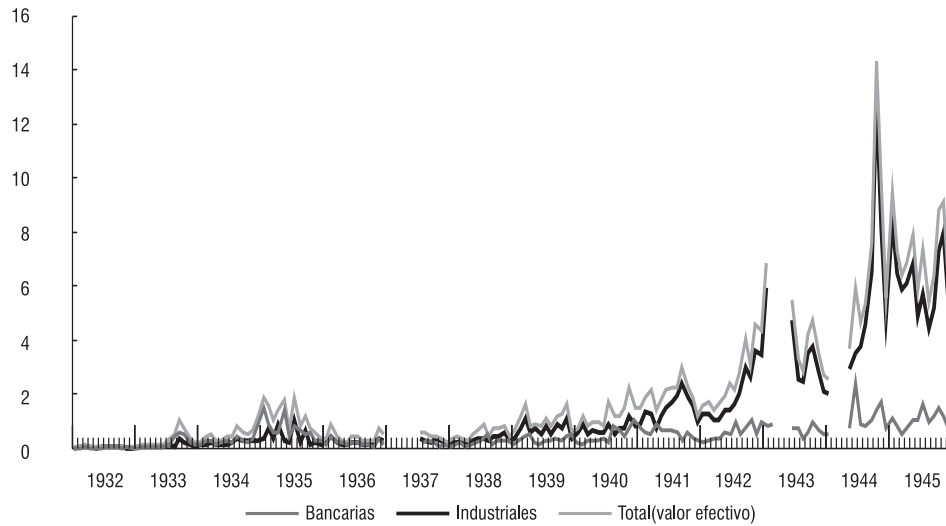
#### a. Transacciones de acciones y bonos

Tras su venida a menos durante la depresión, la lenta convalecencia del mercado de valores se mantuvo a lo largo de los años treinta, de modo que la recuperación solo pudo vivirse a partir de las medidas de reorganización de la deuda pública tanto interna como externa, a partir de 1940. No solo hubo reanimación en el volumen de las transacciones de bonos y acciones, como se revela en los gráficos 3.95 y 3.96, sino que las cotizaciones reaccionaron apreciablemente, como se sugiere en el Gráfico 3.97.

**Gráfico 3.95**

**Bolsa de Bogotá: transacciones en acciones de dividendo variable, 1932-1945**

(millones de pesos)

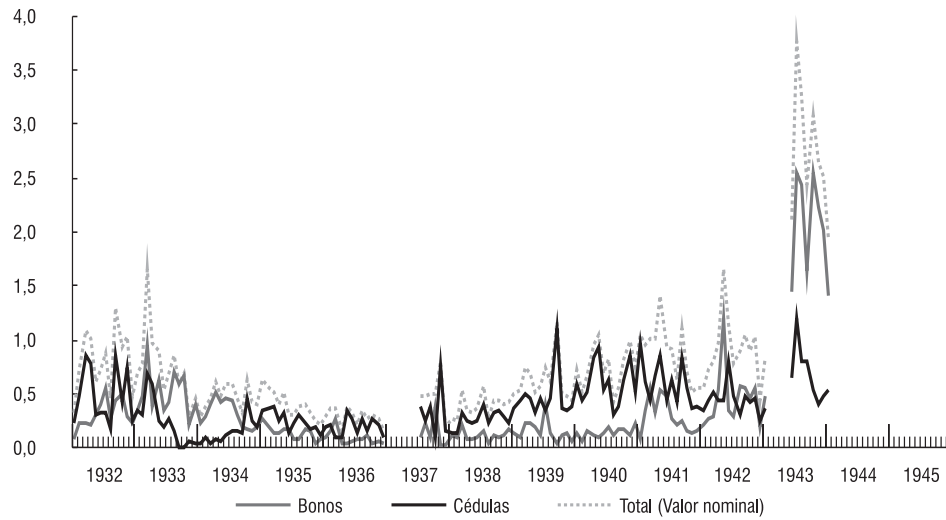


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

**Gráfico 3.96**

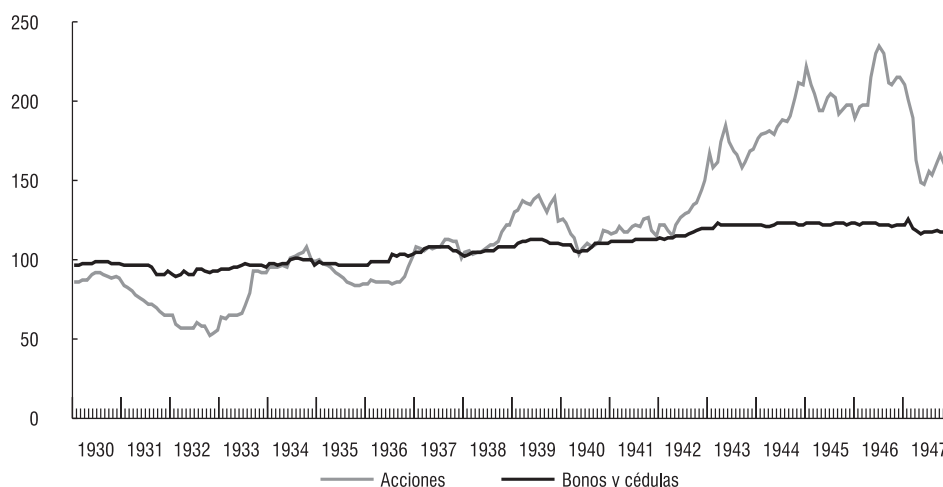
**Bolsa de Bogotá: transacciones en bonos y cédulas de interés fijo, 1932-1945**

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

**Gráfico 3.97**  
**Bolsa de Bogotá: índice de cotizaciones, 1930-1947**  
 (1934 = 100)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

#### b. Índices de cotizaciones

El mercado accionario vivió un *boom* desde mediados de 1942 hasta finales de 1946, como lo muestra el Gráfico 3.97. Apenas un año después de iniciado el auge accionario, en febrero de 1943, el editorialista registró no sin asombro y cierto sabor crítico el crecimiento inusitado del mercado de acciones:

El volumen de las transacciones bursátiles, estimuladas por movimientos especulativos y por la abundancia de dinero que busca inversión, llegó en enero a la más alta cifra registrada hasta ahora, superior en 60,6% a la de diciembre último y en 260,5% a la de enero del año pasado. Las cotizaciones subieron exageradamente en las dos primeras semanas de dicho mes, para declinar después en las dos últimas, aunque conservando un promedio apreciablemente superior al del mes precedente. En efecto, el índice correspondiente de la Bolsa de Bogotá fue de 168,0 en enero, contra 150,4 en diciembre de 1942, y 122,7 en enero del mismo año.

Y, destacando la diferencia con el mercado de bonos, en relación con este último indicó que, “Los papeles de rendimiento fijo, bonos del Estado y cédulas hipotecarias, mantienen cotizaciones elevadas y estables” (*RBR*-184, febrero de 1943: 51).

La *Revista* continuó con el seguimiento de las transacciones bursátiles y de los índices de cotizaciones, dentro del contexto de las restricciones al comercio internacional impuestas por la guerra, y la abundancia monetaria interna: “El aumento constante de la circulación monetaria, cuyas causas son bien conocidas, sigue influyendo en el alza de los precios y en el costo de la vida, y produciendo movimientos especulativos en el comercio y en la bolsa” (*RBR*-187, mayo de 1943: 179).

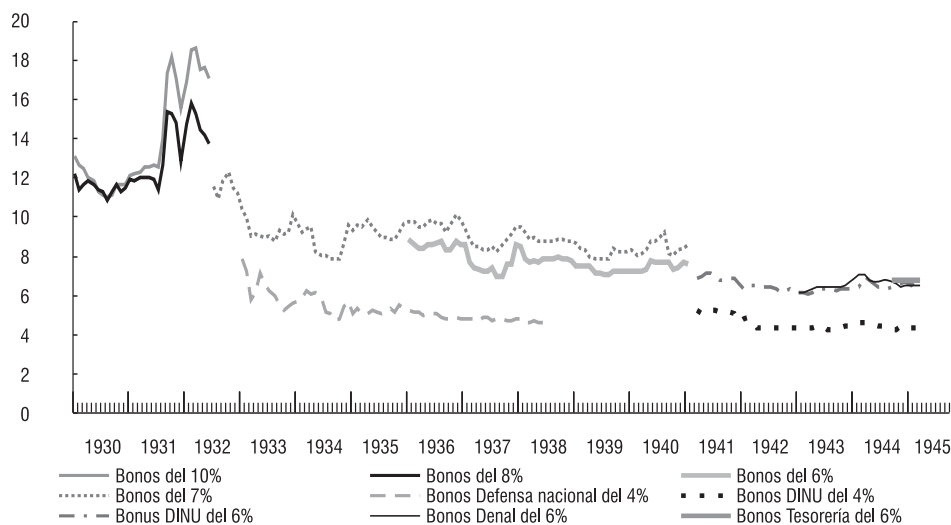
Las medidas de contracción monetaria adoptadas a mediados de 1943, especialmente la que disponía la constitución de depósitos a plazo en el Banco de la República, buscaron, entre otros fines, desacelerar el ritmo de crecimiento bursátil. También, se adoptaron medidas administrativas encaminadas al mismo objetivo. Así lo expresó el gerente en julio de 1943:

Las transacciones bursátiles y las cotizaciones de las acciones bajaron apreciablemente en junio, debido no solo a las medidas generales, sino particularmente a la oportuna suspensión de las operaciones a plazo ordenada por la Superintendencia Bancaria mientras se les da una reglamentación adecuada (*RBR*-189, julio de 1943: 261).

c. Rendimientos de los títulos de la deuda pública interna

Las medidas adoptadas durante la crisis de deudores de principios de los años treinta resultaron en una elevación sin precedentes de los rendimientos de los bonos de la deuda pública. La sustitución de bonos del 8 y 10% por bonos del 6 y 7% contribuyeron a estabilizar los rendimientos de la deuda interna hacia mediados de la década. Los bonos de defensa nacional, emitidos durante el conflicto con el Perú, ofrecieron una tasa más moderada del 4%, que continuó el movimiento bajista de los rendimientos. Con la reorganización de la deuda interna en 1940, los bonos DINU del 4 y 6% continuaron estabilizando los rendimientos. Este tipo de rendimientos sería el alcanzado por los bonos de Tesorería y los bonos Denal, emitidos para conjurar la crisis fiscal entre 1943 y 1945 (Gráfico 3.98).

**Gráfico 3.98**  
Bonos nacionales de deuda interna: rendimientos efectivos, 1930-1945

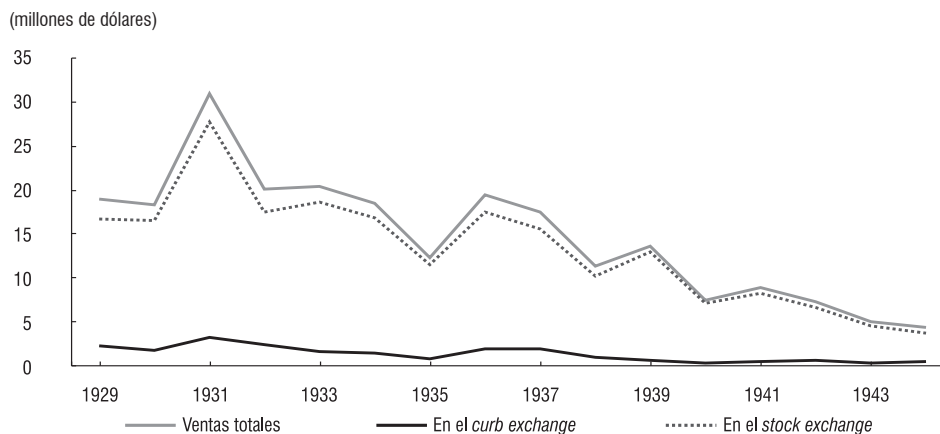


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

## 2. Bolsas de Nueva York y Londres

Las ágiles ventas de los bonos colombianos en la bolsa de Nueva York, antes de la suspensión del crédito externo, continuaron a un ritmo más modesto en los primeros años treinta, y de manera decreciente después de la suspensión total del servicio a mediados de la década (Gráfico 3.99).

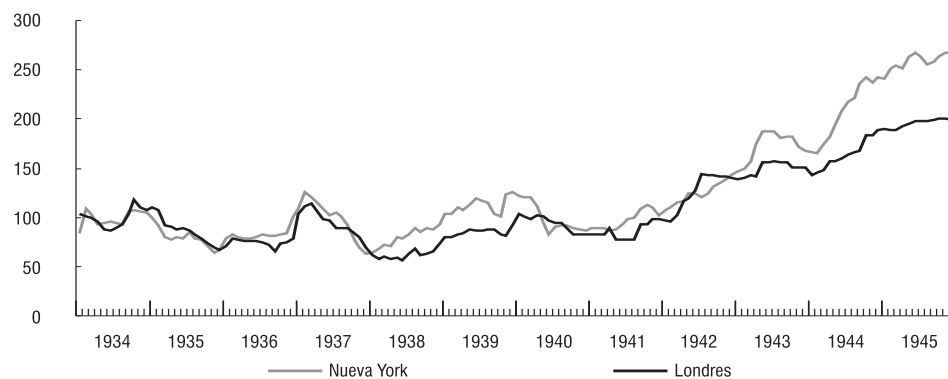
**Gráfico 3.99**  
**Bolsa de Nueva York: ventas de bonos colombianos, 1929-1944**



Fuente: RBR (varios años).

A principios de 1938 los bonos flotados por el Gobierno Nacional en Nueva York en 1927 y 1928 se cotizaban alrededor del 12%. Con posterioridad a las fructíferas renegociaciones de 1940 y 1941, las cotizaciones entraron en un período de franco crecimiento, como lo muestra el Gráfico 3.100. Así, a mediados de 1945, un bono se cotizaba por más de 2,6 veces la cotización de 1934.

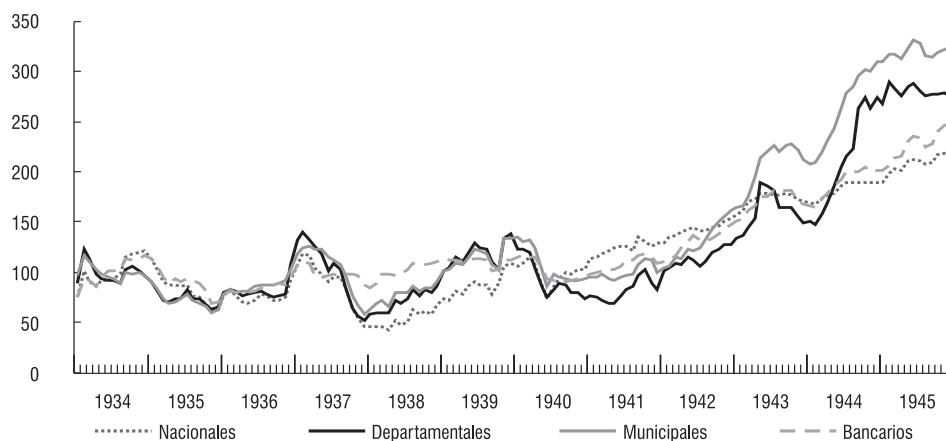
**Gráfico 3.100**  
**Bonos colombianos: plazas de Londres y Nueva York, índice de cotizaciones, 1934-1945 (1934 = 100)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El Gráfico 3.101 muestra la recuperación de las cotizaciones de los bonos colombianos en Nueva York hasta 1945, según el tipo de beneficiario. En los últimos años se destaca la trayectoria de los bonos municipales, cuya renegociación solo vendría a culminarse en 1947.

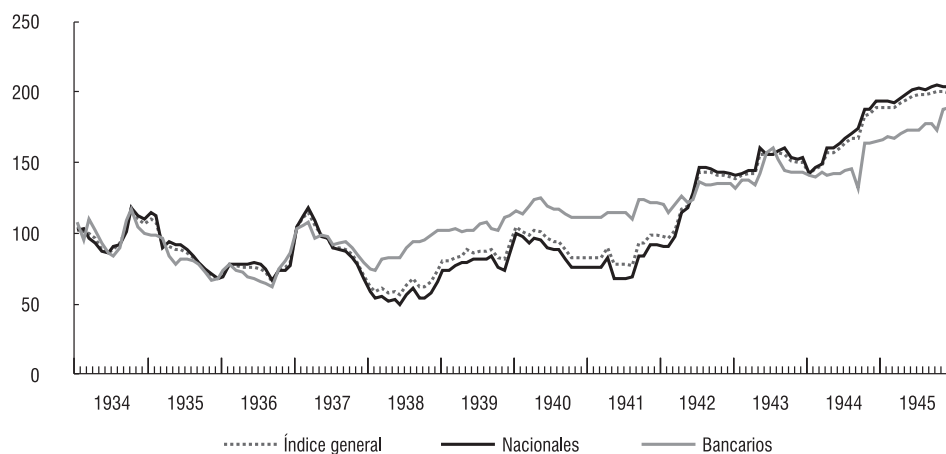
**Gráfico 3.101**  
**Nueva York: índices de cotizaciones de bonos colombianos, 1934-1945**  
 (1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Los antiguos créditos nacionales flotados por Colombia en Londres alcanzaron cotizaciones irrisorias hacia 1938, en comparación con las bancarias, en cuyo caso se culminaron las primeras renegociaciones exitosas. En forma escalonada, en especial después de los primeros acuerdos con los acreedores estadounidenses en 1940 y 1941, las cotizaciones de la deuda en libras esterlinas ya se habían recuperado notablemente desde 1944 (Gráfico 3.102).

**Gráfico 3.102**  
**Londres: índices de cotizaciones de bonos colombianos, 1934-1945**  
 (1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).



## VI. CRECIMIENTO Y LIMITACIONES EXTERNAS EN LOS PRIMEROS LUSTROS DE LA POSGUERRA. TEMAS DEL SIGUIENTE CAPÍTULO

El primer cuarto de siglo de la posguerra presencié un crecimiento sin precedentes del mundo industrializado. El resurgimiento europeo contó con el impulso financiero provisto por el Plan Marshall. Las instituciones monetarias, comerciales y de fomento, concebidas y puestas en marcha en la segunda mitad de los años cuarenta, facilitaron la recuperación del comercio mundial venido a menos desde la Primera Guerra Mundial, y de manera aguda desde el estallido de la Gran Depresión.

En este escenario de crecimiento inusitado, el llamado Tercer Mundo vivió una etapa de rápida industrialización. La extraordinaria progresión manufacturera dependió en buena medida de la sustitución de importaciones de bienes de consumo e intermedios, de la mano de políticas proteccionistas y de fomento que la hicieron posible. Los avatares de los términos de intercambio, y en el caso de Colombia, de las cotizaciones externas del café, constituyeron una limitante del modelo de crecimiento, y dieron lugar a una variedad de medidas comerciales, cambiarias y monetarias, concebidas para enfrentar las vicisitudes del sector externo.

En los primeros tres lustros de la posguerra la *Revista* dedicó gran atención a los episodios cambiantes del mercado cafetero internacional y a sus implicaciones sobre el comportamiento de la economía. Fueron años en los que se enriqueció el bagaje de instrumentos de política monetaria a disposición del Banco de la República.

### REFERENCIAS

#### 1. Fuentes periódicas

Banco de la República. *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (anual).

Banco de la República. *Revista del Banco de la República* (mensual).

Federación Nacional de Cafeteros (FNC) *Boletín de Estadística*.

Federal Reserve Board. *Federal Reserve Bulletin*. Government Printing Office. Washington

Superintendencia Bancaria. Informe del Superintendente Bancario al ministro de Hacienda (anual).

#### 2. Artículos y libros

Abrisqueta, Francisco de (1945). "Cálculo de los medios de pago en circulación y de las exigibilidades monetarias en Colombia", *Anales de Economía y Estadística*, noviembre, suplemento a los números 7 y 8.

Ahamed, Liaquat (2009). *Lords of Finance. The Bankers Who Broke the World*. The Penguin Press, Nueva York.

Anderson, Benjamin (1937). "Oro, precios y fondos de estabilización", en *Revista del Banco de la República*, núm. 119, septiembre, Bogotá.

- Caro, Julio (1936). “Rasgos de la producción colombiana en 1935”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 101, marzo, Bogotá.
- Chalmers, Henry (1943). “El Comercio Exterior Latinoamericano”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 194, diciembre.
- Cepal (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico: el desarrollo económico de Colombia*, México.
- Comisión Arancelaria de América Latina (1940). “El comercio exterior de la América Latina”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 158, diciembre.
- Departamento de Comercio de los Estados Unidos (1944). “United States Trade with the other American Republics”, *Boletín de la Unión Panamericana*, agosto, en *Revista del Banco de la República*, núm. 205, noviembre.
- Findlay, Ronald; Kevin H. O’Rourke (2007). *Power and Plenty. Trade, War and the World Economy in the second Millennium*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.
- Fougere, Etienne (1936). “Los pactos bilaterales de comercio”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 107, septiembre.
- Friedlaender, H. E.; Oser, J. (1957). *Historia económica de la Europa Moderna*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Gómez Naranjo, Pedro A. (1943) “El Fondo de Estabilización: origen, organización y atribuciones legales”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 193, noviembre.
- Kalnins, Arvids (1963). *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana*, Ediciones Tercer Mundo. Bogotá.
- Kindleberger, Charles P. (1985). *La crisis económica, 1929-1939*, colección Historia económica mundial del siglo XX, Editorial Crítica, Barcelona.
- Lleras Restrepo, Carlos (1941). “La política monetaria del Gobierno Nacional”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 161, marzo.
- Lleras Restrepo, Carlos (1983). *Crónica de mi propia vida*, tomos I y II, Stamato Editores, Bogotá.
- Lleras Restrepo, Carlos (1990a). *Memoria de Hacienda*, partes I y II, Banco de la República, Bogotá.
- Lleras Restrepo, Carlos (1990b). *Memoria de Hacienda*, partes III y IV, Banco de la República, Bogotá.
- Maddison, Angus (1995). *Monitoring the World Economy, 1820-1992*, OECD, París.
- Meltzer, Allan (2003). *A History of The Federal Reserve*, vol. I: 1913-1951. The University of Chicago Press, Chicago.
- Midland Bank (1938). “La función del oro en la actual situación del mundo”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 129, julio, Bogotá.
- Mitchell, B. R. (2003). *International historical statistics: The Americas 1750-2000* Palgrave, Macmillan, Nueva York.
- Naciones Unidas (1967). *El capital extranjero en América Latina*, Nueva York
- Peláez, Carlos; Suzigan, Wilson (1976). *Historia monetária do Brasil*, Inpes, Río de Janeiro.
- Prebisch, Raúl (1933). “La Conferencia Económica y la crisis mundial”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 67, mayo, Bogotá.
- Santos, Eduardo (1939). “La situación económica del país”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 142, agosto, Bogotá.

- Santos, Eduardo (1941). “La política de crédito público en Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 166, agosto.
- Studenski, P.; Krooss, H. (1963). *Financial History of the United States*, Mc Graw-Hill, New York.
- Triffin, Robert (1944). “La moneda y las instituciones bancarias en Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 202, agosto (suplemento), Bogotá.
- Triffin, Robert (1945). “Carta a Francisco de Abrisqueta del Consejo Nacional de Estadística”, en *Anales de Economía y Estadística*, noviembre, suplemento a los núms. 7 y 8.
- Van der Wee, Herman (1986). *Prosperidad y crisis. Reconstrucción, crecimiento y cambio, 1945-1980*, colección Historia económica mundial del siglo XX, Editorial Crítica, Barcelona.
- Wythe, George (1947). “Las perspectivas del Comercio Interamericano”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 234, abril, Bogotá.
- Yeager, Leland B. (1968). *International Monetary Relations. Theory, History and Policy*, University of Virginia. A Harper International Edition, Nueva York.