

La política económica defensiva. Nuevos desarrollos de la intervención

A. El punto de partida

EL *LARGO PLAZO* FUE UNA PREOCUPACIÓN DE PRIMER ORDEN en la agenda gubernamental, al menos desde 1938. Disponer la política económica y sus objetivos coyunturales, sin perder la referencia del *crecimiento*, fue un factor común del manejo económico hasta la crisis fiscal de 1942. La expedición de la Ley 167 de 1938 allanó el camino, no sólo en términos económicos sino políticos¹. En virtud de dicha ley, el gobierno canceló buena parte de sus deudas con el Emisor y adquirió un financiamiento extraordinario para la Tesorería, además de haber establecido la “verdad” en el valor en oro de la moneda nacional, y haber esclarecido la situación jurídica del Banco de la República en relación con el contenido de oro de los billetes emitidos.

Empeñadas en la estabilidad cambiaria y monetaria, las autoridades insistieron en el equilibrio presupuestal, disuadiendo los intereses creados en torno a las utilidades esperadas de la ley de estabilización: se separaron el presupuesto ordinario y el eventual presupuesto extraordinario, sin condicionar el equilibrio del primero a la existencia del segundo².

El interés en el equilibrio presupuestal no fue un fin excluyente; se comprometió el presupuesto con planes de fomento económico, particularmente en relación con el sector agrícola. La extensión del crédito agropecuario a las comunidades más distantes, a través de la Caja Agraria y los bancos territoriales; los programas para el mejoramiento de la calidad de la vida en los campos, impulsados por el Instituto de

¹ El proyecto de estabilización monetaria, conocido inicialmente como de *devaluación*, fue el “florero de Llorente”, en las agitadas sesiones del Congreso extraordinario de mayo de 1938. La negativa a un proyecto sobre bananos en el Senado y sobre la devaluación en la Cámara, precipitaron el envío de una carta de renuncia del Presidente Titular al Senado. Al iniciarse una nueva administración ejecutiva (agosto de 1938), el proyecto modificado volvió al Congreso, en cuyo seno el cambio de denominación —devaluación por estabilización—, salvó buena parte de los escollos. Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida*, Ibd., tomo I, págs. 249 a 263; y, tomo II, págs. 33 a 42.

² “La estabilidad de la moneda”, *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1938.

Crédito Territorial; y el aporte financiero a la formación de un hato ganadero nacional, mediante el Fondo Nacional de Ganadería anexo a la Caja Agraria, fueron actividades prioritarias del ejecutivo en 1938 y 1939³.

El énfasis en las políticas de *largo plazo* se acentuó por lo menos hasta 1942, cuando buena parte de la acción gubernamental se concentró en el manejo de los problemas coyunturales de la época.

B. Bosquejo de una política defensiva

La dependencia de la economía nacional en relación con su sector externo quedó a la vista, una vez más, con motivo del conflicto internacional desatado en 1939. Las restricciones suscitadas sobre el mercado internacional del café afectaron los ingresos esperados de las exportaciones cafeteras: de hecho, no sólo se cerraron algunas plazas europeas sino que la concentración de las ventas en un solo sitio —el mercado norteamericano— derivó en una depresión de las cotizaciones externas. Con anterioridad al receso cafetero, las expectativas del comercio importador estimuladas por la perspectiva de la continuidad de la guerra, se tradujeron en una disminución de los activos internacionales registrados en el Banco de la República.

La conjunción de los factores señalados afectó adversamente la situación de la balanza de pagos, y amenazó con deprimir los mercados internos. En estas circunstancias se modeló un esquema de políticas defensivas para morigerar los efectos recesivos de la coyuntura internacional y preservar los planes de largo plazo concebidos en 1938.

1. La política cafetera

Uno de los principales desarrollos de la política defensiva fue el manejo de los problemas cafeteros suscitados por las contingencias internacionales. La experiencia adquirida en el lustro anterior facilitó la acción de las autoridades. Después de la reforma tributaria de 1935, la Ley 41 de 1937, expedida bajo el rigor de la caída de los precios externos en dicho año, elevó el impuesto a la exportación de café, con el propósito de fortalecer la capacidad estabilizadora de la Federación⁴. Pero el hecho de mayor relieve fue la intervención gubernamental en la Federación con el cambio en la composición del Comité Nacional de Cafeteros. A partir del Congreso Cafetero de 1935, la participación mayoritaria favorable al gremio fue sustituida por un balance

³ Santos, Eduardo. Mensaje al Congreso de 1939. Reproducido parcialmente bajo el título "La situación económica del país", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1939, págs. 291 a 294.

⁴ Arango, Mariano. *El café en Colombia, 1930-1958, producción, circulación y política*, *Ibid.*, pág. 240.

de fuerzas entre el gobierno y los cafeteros⁵. Luego, con motivo del cierre de los mercados europeos, las principales acciones gubernamentales se relacionaron con la organización del mercado internacional y la compensación interna de los productores por las pérdidas sufridas en el exterior.

a. La prima cafetera

El sostenimiento de la renta de los cafeteros expuso una vez más a las autoridades ante el dilema de devaluar o crear subsidios internos a los productores. Se adoptó el segundo camino, endeudando al Estado con los particulares, por medio de un bono de “prima cafetera”⁶. La preservación de los ingresos cafeteros constituyó una política de primer orden para la defensa de los mercados internos.

b. Los acuerdos internacionales

En noviembre de 1940 se firmó el Convenio Interamericano del Café por medio del cual los Estados Unidos y catorce países productores acordaron “distribuir equitativamente el mercado del café en los Estados Unidos de América...”⁷. “Se fijaron cuotas básicas para las exportaciones a los Estados Unidos y cuotas globales para las exportaciones a otras plazas. La vigilancia el acuerdo se dejó en manos de una Junta Interamericana del Café en la cual el comprador —Estados Unidos—, tendría un tercio de los votos al igual que cada uno de los principales productores, Brasil y Colombia⁸. Al Convenio se llegó después de estudios previos realizados por el Comité Económico Financiero Interamericano de Washington, contando con “el espíritu de cooperación y buena voluntad del gobierno de los Estados Unidos”⁹. La aplicación del acuerdo de cuotas exigió la creación de instrumentos internos en los países productores, que absorbieran la producción excedente por encima de las exportaciones convenidas. En Colombia, el diseño de aquel instrumento desembocó en la creación del Fondo Nacional del Café.

⁵ Ibid., pág. 239.

⁶ Por cada saco exportado de café pilado de setenta kilos se estableció una prima específica de \$2 (Decreto No. 831 de 1940). Para financiar el subsidio se autorizó la emisión del “Bono de la Prima Cafetera de 1940” por \$3 millones. Posteriormente el tope de la emisión se elevó a \$4.6 millones.

⁷ Considerando del acuerdo suscrito en Washington en noviembre de 1940 por los países productores y los Estados Unidos. Citado por Rochac, A. *Diccionario del café*, Nueva York, Oficina Panamericana del Café, 1964, pág. 131.

⁸ Fedesarrollo. *Economía cafetera colombiana* (Bogotá, Fondo Cultural Cafetero, 1978, pág. 292).

⁹ Informe de la Federación Nacional de Cafeteros al ministro de hacienda y crédito público. *Memoria de Hacienda*, 1941, pág. 321.

c. El Fondo Nacional del Café

El Fondo Nacional del Café fue creado como un mecanismo de regulación de la oferta cafetera. Atendiendo al convenio de cuotas, el Fondo fue organizado para adquirir en las plazas, y a través de los canales de la Federación, la producción excedente de café sobre los niveles definidos en el convenio. Las autoridades enfrentaron un problema de *simetría* de cuya solución debía beneficiarse la renta de los productores: a la *escasez derivada de la restricción de las importaciones* en las plazas norteamericanas debía corresponder una *escasez de la oferta interna*, de modo que los productores no perdieran los beneficios derivados del sostenimiento o del alza del precio externo del café¹⁰.

Al crear el Fondo, el Decreto-Ley 2076 de 1940 previó sus principales fuentes financieras: una contribución específica sobre los giros al exterior, y un porcentaje de la valorización del café por encima de los precios básicos fijados por el gobierno. Además se autorizó la emisión de los bonos del Fondo Nacional del Café hasta por \$10 millones.

d. Los precios mínimos

La defensa de la renta cafetera requirió el establecimiento de precios mínimos para los reintegros cafeteros. Estos precios se fijaron siguiendo el movimiento de las cotizaciones externas. En su momento, la definición de estos precios básicos se consideró como el “paso fundamental” de la intervención gubernamental en el mercado cafetero¹¹.

2. El control de las importaciones y los cambios internacionales.

Establecimiento de diferenciales cambiarios

A fines de 1939 las autoridades fortalecieron los mecanismos existentes de control de importaciones y divisas, para evitar un descenso pronunciado de los activos internacionales. Las restricciones se extremaron hasta el punto de atar los desembolsos marginales de divisas a los nuevos depósitos recibidos por el Banco en un período

¹⁰ Los términos de la simetría fueron planteados públicamente por el ministro de Hacienda al presentar un esquema de la política económica del gobierno. Lleras Restrepo, Carlos, “Política económica y fiscal”. Conferencia dictada en el Colegio Nacional de San Bartolomé en marzo de 1941. *Revista de Hacienda*, No. 7, diciembre de 1941, pág. 12.

¹¹ Lleras Restrepo, Carlos. “Política cafetera, 1937-1978”. *Nueva Frontera*, 1980, pág. 67.

anterior¹². Estas medidas se aplicaron entre diciembre de 1939 y abril de 1940 cuando la Oficina de Control de Cambios distribuyó las licencias para el pago de importaciones en cuatro turnos: en el primero se clasificaron las materias primas industriales, las drogas y, en general, artículos de primera necesidad; en los turnos restantes se ubicaron los bienes menos urgentes con tasas progresivamente superiores¹³.

3. El crédito externo

Aparte de las medidas defensivas diseñadas para evitar un mayor déficit corriente, la política previó el endeudamiento externo como mecanismo compensatorio en la balanza de pagos. Más allá del ámbito cambiario, se buscó en el crédito externo un instrumento de apoyo al crecimiento económico. La operación se tramitó ante el Export-Import Bank y se destinó al fortalecimiento financiero de instituciones de fomento de propiedad del Estado. El crédito sirvió de alivio cambiario y permitió un pago más ágil de las importaciones de origen norteamericano.

4. La política financiera y el crecimiento

Con el soporte del crédito externo se buscó el reordenamiento de la actividad financiera mediante la creación de instituciones *ad hoc* y el diseño de nuevos mecanismos para extender el crédito a largo plazo. Después del auge de los últimos años veinte, el crédito de largo plazo sufrió la crisis de las instituciones hipotecarias, subsistiendo el crédito tradicional de corto plazo de la banca de depósitos.

a. Instrumentos sustitutivos del mercado financiero

Ante la debilidad del mercado financiero que prácticamente dependía de las colocaciones de cédulas del BCH se impulsaron *mecanismos alternativos* para el financiamiento de largo plazo: en primer lugar la creación de instituciones de fomento con recursos procedentes de entidades internacionales —como en el caso del crédito Eximbak para la creación del IFI y de la sección de la Caja Agraria destinada a prestar en

¹² Según la Resolución 87 de 1939 de la Oficina de Control de Cambios, los cupos semanales de divisas se determinaban por los depósitos recibidos en la semana inmediatamente anterior. *Memoria de Hacienda*, 1940, pág. 46.

¹³ Del turno 1º. al 4º. las tasas de cambio fueron, \$ 1.75, \$ 1.79, \$ 1.87, y \$ 1.95 por dólar. Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1941, pág. 24. Disposiciones complementarias en el terreno cambiario fueron la creación de depósitos previos en pesos para la adquisición de licencias de cambio y la presión sobre los países exportadores de bienes colocados en los turnos siguientes al primero para que aceptaran los pagos correspondientes en café.

el mediano y largo plazo-. En segundo término, la vinculación de recursos del mercado monetario a operaciones de fomento mediante el mecanismo de compras de cartera de la banca comercial por parte del BCH; en tercer lugar, la emisión de bonos agrarios e industriales emitidos por la Caja Agraria y el BCH, con la seguridad de su colocación forzosa en las Cajas de Ahorro y en las Compañías de Seguros, y la posibilidad de su colocación voluntaria en la banca comercial. Finalmente, la garantía directa del Estado para facilitar operaciones de fomento.

Los instrumentos reseñados fueron creados institucionalmente como alternativas y sustitutos de un mercado financiero extremadamente débil, y como fuentes de financiación de una infraestructura económica que se consideraba imprescindible para el crecimiento económico¹⁴.

b. El crédito dirigido. Predominio de los factores reales en la determinación de las tasas de interés

En el otorgamiento del crédito de fomento predominó la idea del *crédito dirigido* y no tanto la del *crédito subsidiado* que sería la característica del crédito de fomento en décadas posteriores. Aunque no existía libertad de tasas de interés, ni el discernimiento sobre la significación económica de las tasas reales y nominales de interés, sí se expuso la idea de la segmentación de los mercados monetario y financiero, y de la naturaleza diferente de las funciones de oferta y demanda en cada uno de ellos.

En el mercado de recursos para el largo plazo, las captaciones del BCH “compitieron” con el rendimiento ofrecido por las acciones y eventualmente con los rendimientos de los bonos gubernamentales. En otras palabras, las cédulas sobrevivieron con unos rendimientos que no podían alejarse mucho de los ofrecidos por las empresas, pero debían ser lo suficientemente bajos como para permitir la colocación de papeles gubernamentales que no fueran de colocación forzosa. Con todo, el interés pagado sobre las cédulas excedió los reconocidos sobre los depósitos de ahorro y a término de la banca comercial.

En los primeros años cuarenta se consideró que la formación del mercado financiero (oferta de recursos del largo plazo) dependía del ahorro nacional -excedente de la renta nacional sobre el consumo—, y de la vinculación del capital extranjero. La demanda se relacionó con los rendimientos derivados de las inversiones en capital fijo. Estos factores *reales* orientarían a los bancos sobre los niveles de las tasas de interés de sus créditos; los descensos en las tasas de colocación precipitarían los de captación

¹⁴ Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda*, 1940, págs. 59 a 100.

hasta un punto crítico bajo el cual los tenedores de activos preferirían adquirir las participaciones de capital ofrecidas directamente por las empresas¹⁵.

c. Alcances de la reforma financiera de 1940

El hincapié de la política desbordó el interés por el horizonte temporal del crédito. Tan importante como las fuentes financieras fue la destinación productiva de los recursos. De ahí la preocupación por constituir organismos o reorientar instituciones existentes, bajo el comando de las autoridades económicas, para resguardar la utilización final de los recursos¹⁶.

Con el apoyo directo del Estado —garantías estatales, endeudamiento público, creación y reorganización de instituciones oficiales, modificación de ciertas restricciones existentes sobre la banca comercial—, se quiso construir una presa de recursos para el financiamiento de la infraestructura, sobre todo de la agropecuaria e industrial. Sólo indirectamente se afectó el funcionamiento tradicional de la banca privada comercial, a través de las compras de cartera de largo plazo autorizadas al BCH. Excepcionalmente, por su naturaleza oficial, la Caja Agraria se reorganizó internamente para otorgar créditos ordinarios y financiaciones de mediano y largo plazo. Además, la Caja y el BCH fueron autorizados para emitir activos diferentes a los depósitos tradicionales, en la forma de bonos destinados a financiar la agricultura y la industria, redescontables en el Banco de la República.

La reforma financiera de 1940 no alteró directamente el esquema de intermediación heredado de 1923. Al margen de la operación bancaria tradicional creó instrumentos para restablecer el crédito de largo plazo y puso en marcha nuevos organismos oficiales destinados a apoyar la fundación de empresas básicas cuyo riesgo o inversión inicial no fueran asumidos por el sector privado.

5. El papel de la inversión estatal. Reorganización del crédito público

a. Cambios cualitativos en la inversión pública

El plan defensivo de la economía nacional no se limitó a la protección del sector cafetero, la adaptación del control sobre los cambios y las importaciones, y el endeuda-

¹⁵ Esta versión *real* de la formación de las tasas de interés, y la *dependencia* de ella de las tasas bancarias de captación fue planteada por el ministro de hacienda en 1940. Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda*, 1940 págs. 106 y 107.

¹⁶ “El crédito es un instrumento al servicio de la producción nacional, pero la posibilidad de utilizarlo no es por sí sola fecunda”. Lleras Restrepo, Carlos, *Ibid.*, pág. 92.

miento externo; la inversión pública se enderezó al soporte de objetivos de largo alcance favorables al mejoramiento agrícola y habitacional, y al desarrollo de los municipios.

De nuevo, los planes respectivos se iniciaron creando instituciones *ad hoc*: el Instituto de Crédito Territorial para la ejecución de planes habitacionales campesinos; el Fondo de Irrigaciones y Deseccaciones para adelantar las obras correspondientes en favor de la agricultura; el Fondo de Fomento Municipal para la construcción de acueductos, alcantarillados, hospitales y locales escolares, en los departamentos y municipios; y el Fondo Nacional de Ganadería, para la cría y levante del hato ganadero nacional.

Los nuevos horizontes de la inversión estatal requirieron el reordenamiento del crédito público cuyo servicio se atendió apenas parcialmente en la segunda mitad de los treinta: los pagos de los principales de la deuda externa se suspendieron totalmente desde 1934, subsistiendo únicamente el servicio de intereses pactado en los convenios (*scrip*) para 1933 y 1934. Paralelamente, la atención de la deuda interna se circunscribió al pago de los intereses sobre unos valores colocados mayoritariamente en el sistema bancario.

b. Conversión y unificación de la deuda pública

La rehabilitación del crédito público se abocó en 1940 con decisiones y acuerdos simultáneos tanto en el frente externo como en el orden interno. Las gestiones adelantadas desde 1939 fructificaron en entendimientos con los acreedores extranjeros para la conversión y pago de lo debido. Se verificaron arreglos con los tenedores americanos e ingleses de bonos de la deuda externa colombiana y se trazó un plan de pagos para cancelar los empréstitos bancarios otorgados a principio de los treinta por un “sindicato” de bancos liderado por el City Bank¹⁷. Con las negociaciones citadas se abrieron las esclusas para el incremento futuro del crédito externo, luego de un período de controversias estériles durante el cual se fortalecieron las aspiraciones de los acreedores¹⁸.

Varias circunstancias fueron propicias a los arreglos externos: el auge de la política del “buen vecino” creó un ambiente favorable para la discusión de las alternativas, dentro del cual la simpatía expresa del gobierno norteamericano por las propuestas del gobierno de Colombia facilitó los entendimientos finales. La coyuntura de la

¹⁷ La deuda con el City Bank se prorrogó semestralmente desde 1931 hasta abril de 1942 cuando se definió un arreglo definitivo. En julio del mismo año se legalizó el acuerdo con los tenedores londinenses y se restableció el servicio para las antiguas colocaciones de los bancos hipotecarios.

¹⁸ “¿Cuál ha sido en síntesis la historia de nuestro problema de la deuda externa desde el momento en que entramos en moratoria? Vagas conversaciones, tanteos sin resultado positivo alguno en los años 1935 y 1936, y buena parte de 1937, y mientras tanto, aumento notorio de nuestra capacidad económica y fiscal, lo que colocaba naturalmente a los acreedores en condiciones de ser más exigentes”. Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida*, *Ibid.*, Tomo II, pág. 384.

guerra internacional y la depresión de los precios en el mercado internacional del café, facilitaron la propuesta de soluciones cuyas características generales —tasas de interés y montos— habrían sido menos negociables en épocas normales o de auge en los precios del café.

Coincidieron también factores acuciantes, como la urgencia de recursos de crédito para compensar el déficit corriente del sector externo y financiar los proyectos de largo plazo impulsados por el Estado. En particular, el crédito del Export-Import Bank no se habría podido perfeccionar sin los acuerdos de normalización de los pagos de la deuda¹⁹.

La recuperación del crédito público se inició en firme con la expedición de la Ley 54 de 1939 que otorgó facultades extraordinarias al presidente para adoptar “providencias indispensables” sobre distintos aspectos económicos, entre ellos la deuda pública. Firmados los primeros acuerdos de regularización de la deuda externa, se acometió la normalización del crédito interno. Como la mayor parte de los bonos gubernamentales se encontraba en manos del sector financiero —Banco de la República y bancos comerciales— las negociaciones entre banqueros y gobierno no sólo contemplaron los intereses de la Tesorería sino los bancarios, cuya inversión prácticamente forzosa en valores gubernamentales desde la época del “problema de los deudores” no había recibido amortizaciones. Se acordó la unificación general de la deuda a través de un nuevo valor que llevó el nombre de Deuda Interna Nacional Unificada —Bonos DINU—. Las emisiones DINU montaron a \$ 40 millones, lográndose una conversión del 94% de los valores antiguos en el primer semestre de 1941. A partir del segundo semestre de aquel año se restableció plenamente la normalidad en los pagos de la deuda interna²⁰.

En 1940 la deuda del gobierno con el Banco de la República por el crédito sobre salinas terrestres fue transformada en inversión del Banco en deuda pública de largo plazo. Más adelante, en 1942, el crédito del Export-Import Bank dio lugar a cambios importantes en la deuda pública. Los recursos externos fueron prestados al Banco de la República con la garantía gubernamental. El Banco contó entonces con nuevos recursos para el giro de las importaciones de origen norteamericano sin agravar el déficit corriente externo; la agilización de estos pagos al exterior supuso una contracción de la base monetaria. Simultáneamente, el Banco abrió un crédito extraordinario al gobierno por el monto en pesos del crédito del Eximbank, con el efecto expansionista consiguiente sobre la base monetaria; el Decreto 1512 de 1942, convirtió aquella deuda extraordinaria con el Banco en una nueva inversión de largo plazo del Emisor

¹⁹ Sin constituir una condición *sine qua non*, la aprobación del empréstito requería la normalización previa del servicio de la deuda.

²⁰ Se emitieron DINU de las clases A y B con tasas de interés del 6% y 4% respectivamente. De cada grupo se emitieron \$ 20 millones y su distribución se realizó teniendo en cuenta las características financieras de las obligaciones antiguas.

en bonos sobre las salinas terrestres. De esta manera, el crédito reflacionista de 1932 y el crédito para ampliar la base productiva de 1940, se transformaron en inversiones de largo plazo del Banco de la República.

C. Manejo macroeconómico en escenarios alternativos

En el segundo semestre de 1941 las autoridades comprobaron el resultado de la combinación del control de cambios e importaciones con el endeudamiento externo para preservar el nivel nominal de las reservas internacionales. En efecto, el monto de los activos internacionales del Banco de la República en 1939 y 1940 fue prácticamente el mismo de 1938, y una eventual disminución en 1941 fue compensada por los recursos tomados en préstamo en el Eximbank (Cuadro No. 7). Los contrastes surgieron en el campo fiscal por el debilitamiento y disminución nominal de los ingresos ordinarios del Estado, con motivo del desplome de la renta aduanera.

En el decenio anterior a 1935, el impuesto de aduanas significó, en promedio, el 50% de los ingresos ordinarios del Estado. La reforma tributaria de aquel año reivindicó la tributación directa elevando la participación media del impuesto de renta en los ingresos ordinarios, del 4% en la década anterior a 1935, al 21% en el lustro siguiente. Después de la reforma, el crecimiento del impuesto de aduanas hasta 1938 fue del 5% anual contrastando con el de la renta que llegó al 61% por año. Aun con la dinámica de la tributación directa, el mayor peso relativo de los impuestos de aduanas comprometió la evolución de los ingresos ordinarios con los recaudos sobre las importaciones. La "anticipación" de los importadores en 1939 provocó un aumento inusitado, del 30% en la recaudación aduanera de dicho año, seguida en 1940 por un recaudo nominal bajo, comparable al de 1935. En el trienio 1940-1942, el recaudo promedio de aduanas fue de \$26 millones, inferior al de \$32 millones del período 1936-1938. Como resultado de esta crisis de los impuestos sobre importaciones, los ingresos ordinarios nominales de 1942 fueron inferiores en un 11% a los recibidos en 1938, y en un 15% a los recibidos en 1939, año de la anticipación de los importadores. Los efectos habrían sido más desapacibles, si el aumento nominal del impuesto sobre la renta no hubiera compensado parcialmente el descenso de los impuestos sobre aduanas (Cuadro No. 8).

1. Crédito externo para el presupuesto de inversiones públicas

La deficiencia de los ingresos ordinarios comprometió los planes de inversiones públicas en 1941. Se acudió entonces al crédito externo, obteniendo un nuevo empréstito del Eximbank por US\$ 12 millones, previa aprobación por la entidad internacional

de los proyectos gubernamentales²¹. Además de los fines fiscales, el crédito se solicitó como refuerzo cambiario, en un momento en el cual se creyó oportuno el aprovisionamiento de productos externos ante la agudización de los conflictos internacionales. Bajo la política de defensa del “arsenal de las democracias”, preconizada por Roosevelt, se extendió la norma de la “escasez” de ciertos productos y se restringieron las rutas del transporte marítimo. Además, la reducción consiguiente de los créditos otorgados por los proveedores, obligó a la banca comercial a financiar con sus tenencias de divisas las operaciones tradicionales del comercio exterior. Estas consideraciones alentaron al gobierno para buscar el financiamiento externo con el doble fin fiscal y cambiario²². Posteriormente, algunos analistas controvirtieron el segundo crédito con el Eximbank, señalándolo como una de las fuentes de los notorios incrementos monetarios ocurridos en 1942 y 1943²³.

2. Combinación de políticas para conjurar el déficit fiscal

La caída vertical de los ingresos aduaneros en el primer semestre de 1942 motivó el planteamiento de un “paquete” de medidas para sortear el desequilibrio de las finanzas públicas. El plan gubernamental incluyó ajustes en los gastos presupuestados, apertura de cupos de emisión para la Tesorería, consolidación de las deudas corrientes en créditos de largo plazo y apertura de nuevas fuentes tributarias —impuesto a las ventas—. El “paquete” fue aprobado en virtud de una legislación extraordinaria concebida para “conjurar un eventual desequilibrio fiscal” al final de la administración Santos²⁴. Se entendió que las medidas ofrecerían un beneficio temporal, y que la persistencia de la guerra requeriría “un vuelco completo en el manejo de nuestra hacienda pública”²⁵. El “vuelco” consistiría en forjar un sistema tributario menos dependiente de las contingencias externas y en encontrar la vía para “derivar el ahorro privado hacia el sostenimiento de los servicios públicos”²⁶. El segundo camino fue el que se intentó recorrer a finales de 1942 y en el curso de 1943 para estabilizar la economía.

²¹ El 58% del empréstito fue apropiado para la construcción y pavimentación de carreteras; el 18% para fomento agrícola; el 7% para edificios nacionales; el 13% para equipamiento militar; y el 4% para inversiones varias. *Memoria de Hacienda, 1943*, pág. 46.

²² Lleras Restrepo, Carlos. Discurso del ministro de hacienda ante el Senado, el 23 de septiembre de 1941. Reeditado en la obra del autor *Crónica de mi propia vida*, *Ibid.*, tomo IV, págs. 62 a 67.

²³ Por ejemplo, el superintendente bancario aceptó la necesidad inicial del crédito para facilitar las importaciones, pero censuró su utilización cuando el aumento del acervo de reservas internacionales ocasionado por las operaciones corrientes fue suficiente para adquirir los importables dentro de las restricciones del momento. Vargas, Héctor José. “La cooperación del Banco de la República en la defensa de la economía colombiana”, *Revista del Banco de la República*, agosto de 1942, págs. 310 y ss.

²⁴ Decreto 1361 de 1942 expedido en virtud de la Ley 128 de 1941.

²⁵ Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda, 1942*, pág. 169.

²⁶ *Ibid.*, pág. 160.

3. Déficit fiscal, superávit cambiario e inflación.

Diseño de una política de estabilización

A fines de 1942 las autoridades encontraron una situación macroeconómica diferente a la enfrentada en los dos años precedentes. El bienio 1940-1941 estuvo caracterizado por una disminución en el ritmo de la actividad económica acompañada de la reducción de los índices del costo de la vida (Cuadro No. 9). El crédito externo logró compensar el desequilibrio externo corriente, preservando un nivel estable de reservas internacionales. Los mayores desequilibrios se concentraron en el sector fiscal por el desfallecimiento de los ingresos ordinarios. En estas circunstancias, las autoridades se concentraron en el problema fiscal proveyendo mecanismos que evitaran un mayor receso de la actividad económica y eliminaran la eventualidad de una deflación generalizada. Dentro de esta línea de acción se contrató el nuevo empréstito con el Eximbank para obras públicas y se abrieron cupos de financiamiento para la Tesorería en el Banco de la República (Decreto 1361 de 1942). Simultáneamente se adoptaron medidas para recuperar el equilibrio presupuestal en el mediano plazo con la creación de nuevos impuestos indirectos.

En el curso de 1942 nuevos argumentos modificaron la trama en el escenario macroeconómico: la actividad económica prácticamente se estancó, pero los precios viraron de una dirección deflacionaria a una francamente inflacionaria. Se pasó entonces de una fase de receso con deflación. (1940 y 1941), a otra de mayor postración con índices sostenidos de inflación (1942 y 1943). A lo largo de 1942 los activos internacionales del Banco de la República pasaron de US\$22 millones a US\$62 millones, o sea, un incremento del 181%, sin precedentes en la historia de dos décadas del Emisor. Simultáneamente los rendimientos del impuesto de aduanas cayeron en un 39% en relación con el producido de 1941, ahondando la brecha fiscal. Se configuró entonces una situación macroeconómica en la cual al desajuste fiscal se unió una acumulación inopinada de activos internacionales. La política económica se orientó en el sentido de compensar los efectos expansionistas del sector externo y financiar el déficit fiscal. A través de un "Plan Fiscal", y su complemento, el "Plan Económico" se pusieron en marcha los instrumentos de estabilización.

a. Transferencia de ahorro del sector privado al sector público

El Plan Fiscal (Ley 45 de 1942) diseñó el instrumento por medio del cual el ahorro realizado por el sector privado —comerciantes, importadores, cafeteros— se utilizaría para el financiamiento del déficit fiscal. La Ley 45 autorizó la emisión de un activo de deuda pública denominado Bono de la Defensa Económica Nacional, Denal.

La emisión de \$60 millones en Denal fue colocada compulsivamente entre los sectores beneficiarios de las circunstancias macroeconómicas²⁷. Las liquidaciones de impuestos directos debieron soportar un recargo tributario del 50% a cambio de bonos Denal por igual porcentaje; se afectaron las compras de giros sobre el exterior originadas en exportaciones de bienes, autorizando al Banco de la República para pagar el 10% en Denal sobre las exportaciones distintas de café, y 5% sobre los reintegros cafeteros; y, finalmente, se intervino en las importaciones de capital, pagando el 20% de los ingresos con bonos Denal.

b. El manejo cambiario

El ascenso vertical del acervo de activos internacionales expuso a las autoridades, una vez más, ante el dilema cambiario: permitir la evolución libre de la tasa de cambio, o mantener la estabilidad cambiaria interviniendo administrativamente en el mercado de las divisas. De nuevo, y esta vez para evitar la revaluación nominal del peso, se acudió al desmonte de varias regulaciones sobre los cambios y las exportaciones. La Ley 7 de 1943 —Plan Económico— autorizó al gobierno para modificar o suspender el régimen vigente sobre el comercio exterior y los cambios, pero con la advertencia definitiva según la cual las medidas no podrían contrariar, sino antes bien, facilitar el sostenimiento de un tipo de cambio favorable a los exportadores²⁸.

Las autoridades adoptaron una vez más la actitud de preservar el valor externo del peso, siguiendo no solo “una grave cuestión de principio” que aconsejaba la estabilidad de la cotización de los cambios independientemente de la coyuntura cambiaria —acumulación o desacumulación de activos internacionales—, sino protegiendo los intereses de los sectores exportadores. La tasa de cambio siguió a la cotización de \$1.75 por dólar, correspondiente al contenido de oro fijado en la Ley 167 de 1938²⁹.

Las nuevas disposiciones cambiarias se orientaron a estimular los giros al exterior y facilitar las importaciones. Se eliminaron impuestos sobre operaciones de cambio internacional; se abrió la compuerta de las importaciones otorgando licencias para cualquier turno y sin la exigencia de depósitos previos; se autorizó al sistema financiero para abrir cuentas en moneda extranjera y al Banco de la República para emitir títulos de oro físico; y se estimuló el pago de la deuda externa³⁰.

²⁷ Ley 45 de 1942. Exposición de Motivos en “Medidas económicas y fiscales del gobierno”. *Revista del Banco de la República*, Suplemento, mayo de 1943.

²⁸ Ley 7 de 1943, artículo 6, en “Medidas económicas y fiscales del Gobierno”. *Ibid.*, artículo 28.

²⁹ Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida*, *Ibid.*, tomo I, pág. 64.

³⁰ Decreto No. 736 de 1943 y Resoluciones Nos. 118 y 119 de 1943, en “medidas económicas y fiscales del gobierno”, *Ibid.*, págs. 30 a 33.

Las determinaciones cambiarias fueron acompañadas por medidas de regulación de la liquidez interna. Los Denal sirvieron para poner en manos del gobierno los pesos no entregados a los exportadores, abriendo la posibilidad de un incremento más gradual del circulante. Además, con el propósito de “asegurar mercado y buen precio a los bonos” se estableció la *inversión forzosa* en bonos Denal de un porcentaje de las reservas líquidas de las cajas de ahorro y de las compañías de seguros, así como de las empresas industriales.

De la regulación se pasó a un esquema francamente contraccionista de la expansión monetaria. Las motivaciones centrales de las medidas fueron la preservación del tipo de cambio y el control inflacionario. El esquema utilizado fue novedoso no sólo en términos de los sectores afectados, sino de los instrumentos empleados.

c. Nuevos conceptos e instrumentos de la política monetaria.

De la banca intermediaria a la banca de cuentas corrientes

A mediados de 1941 el valor absoluto de los depósitos en cuenta corriente de la banca comercial fue prácticamente igual al del efectivo en poder del público —familias y empresas—. Casi dos décadas después de la reforma financiera de 1923, la *generalización de los pagos a través del sistema bancario* se convirtió en un hecho monetario sin precedentes. La noción según la cual la emisión de dinero correspondía exclusivamente al Banco de la República, y la banca comercial se ocupaba de la mediación de fondos, fue sustituida por un nuevo enfoque del proceso de creación de dinero (Gráficos 9 a 12).

La expansión de los depósitos en cuenta corriente que a mediados de 1942 y 1943 alcanzó tasas anuales de crecimiento del 58.6% y 32.1%, fue la expresión contundente del proceso de creación secundaria de dinero, cuya admisión institucional en términos de la *definición universalmente aceptada de dinero, y de los instrumentos de política monetaria*, sólo se logró en la primera mitad de los años cuarenta. Formalmente el dinero dejó de ser simplemente la base monetaria para integrar un nuevo conjunto de medios de pago formado por el efectivo en poder del público y los depósitos en cuenta corriente. En consecuencia, la política monetaria debió admitir nuevos instrumentos de regulación³¹.

Los decretos 1148 y 1304 de 1943 dictados en virtud del Plan Económico (Ley 7ª del mismo año), crearon las nuevas herramientas de control monetario. Se diseñó un mecanismo para llevar al Banco de la República los excesos de liquidez en manos

³¹ El tema se trata ampliamente en el Anexo de este libro intitulado *La definición del dinero en Colombia, 1923 – 1950*.

del público y de las empresas. Para el efecto se instituyó un título emitido por el Banco de la República (pasivo no monetario del Banco) denominado Certificado de Depósito. Los decretos citados establecieron la obligatoriedad para las empresas de invertir *forzosamente* en certificados una proporción de su flujo de fondos: el 20% de las utilidades y el 50% de las depreciaciones. Además, se obligó a los importadores a adquirir certificados por el 10% de los giros hechos al exterior. Estas medidas fueron arbitradas para intervenir en la demanda de dinero base de los empresarios y los importadores.

Una medida central de los decretos citados fue la elevación de los encajes de los bancos y las cajas de ahorro —excepto los bancos prebendarios y la Caja Colombiana de Ahorros. Inicialmente se dispuso una elevación gradual de los encajes hasta el 100% durante el segundo semestre de 1943, y por un período de dos años —de junio de 1943 a junio de 1945—. Además, se estableció la *inversión forzosa de los encajes* en los nuevos certificados emitidos por el Banco de la República, con una tasa de interés inferior en un punto a la reconocida a los tenedores distintos de las instituciones financieras. Con la remuneración de los nuevos encajes se quiso compensar a los bancos por la intervención de las autoridades en la utilización de las reservas monetarias.

El aumento de los encajes *no constituyó una medida típica de la limitación a la expansión secundaria de dinero*. Fue una medida de inversión forzosa de los incrementos del encaje, más que una disposición orientada a aumentar los depósitos monetarios de los bancos en el Banco de la República³².

Los decretos 1148 y 1304 de 1943 constituyeron un avance de la capacidad institucional del Estado en la regulación monetaria. *Surgieron nuevos instrumentos: las operaciones monetarias del Banco de la República —venta de títulos del Emisor—, los depósitos de los importadores en el Banco de la República, y el manejo del encaje bancario con fines de regulación monetaria*. Con los dos primeros se enriqueció la capacidad de control de la base monetaria, hasta entonces limitada a la acción de las autoridades sobre los activos del Banco de la República; y con el tercero se abrió el camino para la utilización discrecional del encaje con propósitos monetarios. En manos de las autoridades quedaron nuevas herramientas para la regulación de la emisión primaria, y la pieza fundamental para el control de la creación secundaria de dinero.

³² En lenguaje bancario, la medida sobre los encajes no se tradujo en un aumento de los depósitos de los bancos en el balance del Emisor, sino en un incremento de los *pasivos no monetarios*. En el balance de los bancos comerciales la adquisición de los certificados se registró en un renglón diferente al de caja y depósitos en el Banco de la República.

El esquema contraccionista fue uno de los más completos hasta entonces en América Latina³³. Las regulaciones macroeconómicas fueron complementadas con medidas administrativas para el control de precios y la penalización de la especulación. Muy pronto, el gobierno debió enfrentar una franca oposición a las medidas, y en el curso de un semestre las drásticas disposiciones iniciales fueron suavizadas sensiblemente³⁴. De todos modos, la venta de los certificados de depósito sirvió para contrarrestar parcialmente el efecto de la monetización de las reservas internacionales sobre la base monetaria³⁵.

D. Avances del intervencionismo genérico. Sistemas de relaciones entre el Estado y el sector privado

El proceso de intervención del Estado alcanzó nuevos desarrollos constitucionales con motivo de la reforma de 1945, en la cual se atribuyó al Congreso la fijación de planes y programas a los que se sometería el fomento de la economía nacional, así como los programas de obras públicas³⁶.

Entretanto, se creó un sistema de relaciones entre el Estado y los intereses sectoriales, no solo por la participación de los gremios en instancias consultivas del Estado, o su representación en los mecanismos de regulación económica, sino por la representación del Estado en los organismos de dirección del sector privado. Como ilustración del primer caso puede citarse la composición de la Junta de Defensa Económica Nacional en cuyo seno actuaron, entre otros, voceros de la Andi, la SAC, Fenalco y la Federación de Cafeteros. La segunda forma de relación se materializó en las directivas de entidades como el Banco de la República y la Oficina de Cambios. Finalmente, la delegación estatal se llevó a entidades como la Federación de Cafeteros y la SAC.

El proceso de interrelaciones entre el Estado y el sector privado tuvo dos caras: la una, la presentación formal según la cual en la etapa madura de la política económica

³³ "Las medidas antiinflacionistas de control tomadas en Colombia constituyen quizá el sistema más completo y más equilibrado que hasta la fecha se haya ideado contra la inflación en la América Latina". Triffin, Robert. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del Banco de la República*, Suplemento, agosto de 1944, pág. 27.

³⁴ "El movimiento de protesta que contra esa disposición oficial (el Decreto 1148 de 1943) iniciaron las partes interesadas ha sido tal, que ha llegado a producir una seria crisis política aún no resuelta, y ha obligado a tomar sucesivas medidas en sentido regresivo...". Triffin, *Ibid.*, pág. 25.

³⁵ De junio de 1943 a diciembre de 1944, las reservas internacionales del Banco de la República aumentaron en \$119.1 millones, o en el 75% en términos porcentuales. Durante dicho período la inversión obligatoria en los certificados llegó a \$ 46.8 millones, equivalente al 39.3% del crecimiento en pesos de las reservas internacionales.

³⁶ Acto Legislativo No. 1 de 1945, reformativo de la Constitución Nacional, Título VI, artículo 7º. Castro, Jaime. (Compilador). *Constitución política de Colombia* (Bogotá, Fundación Nauman, 1982, pág. 365).

no podría prescindirse de la armonía y la *concertación* entre el Estado y los gremios, y la otra, un proceso ambiguo en el cual se desdibujaría la diferencia clásica entre el interés público y el privado.

En definitiva, tras los alcances institucionales reconocidos a la política económica, como el desarrollo de sus objetivos e instrumentos, se consolidó un esquema de relaciones dentro del cual el sector privado podría influir en la toma de decisiones³⁷.

E. La controversia financiera del medio siglo en perspectiva

Los últimos años cuarenta constituyeron el umbral de una nueva visión acerca de la naturaleza, los objetivos y los alcances de la política monetaria; en dicho lapso se plantaron los cimientos de una nueva estructura financiera en sus distintas dimensiones: la material, con la diversificación de los entes de la intermediación institucional y la propagación de nuevos activos financieros; la ideológica, con el predominio de una concepción heterodoxa del papel del banco central y de las funciones de los bancos comerciales; la política, para intervenir en las áreas monetaria, crediticia y cambiaria, en función del desarrollo económico.

La controversia puede resumirse alrededor, de los siguientes tópicos:

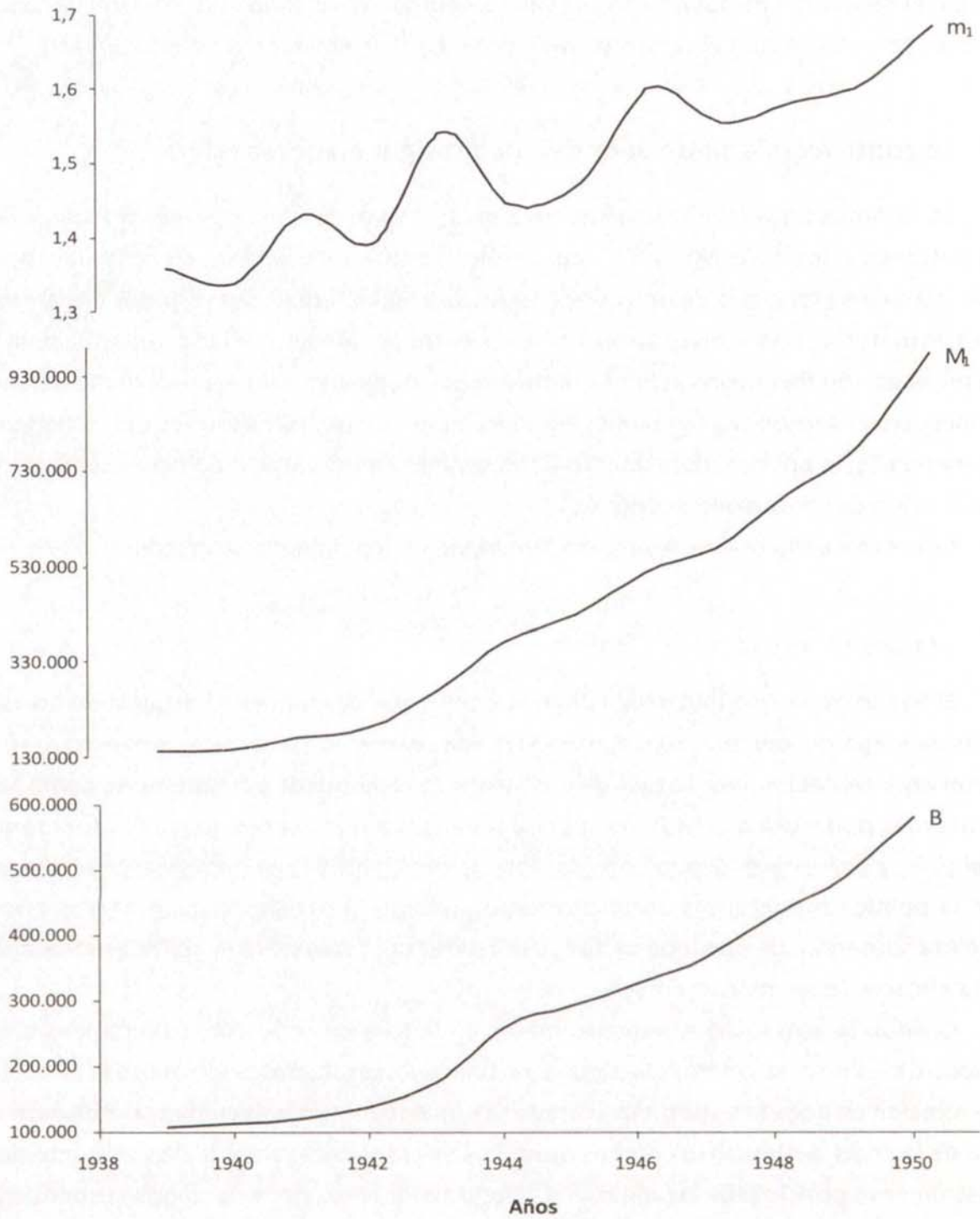
1. La nueva investidura del Emisor

El Banco de la República fue concebido para que operara en el espacio de las reglas de juego del patrón oro, adaptándose “pasivamente”, al comportamiento de las reservas internacionales. La tasa de descuento, recomendada por Kemmerer como “el arma más poderosa que el Banco pueda tener, para proteger el mercado monetario del país, y prevenir el éxodo considerable de oro”, constituyó inicialmente el pivote de la política monetaria y su instrumento principal. La crisis de los primeros años treinta sometió a una prueba de fuego la validez del soporte de la política monetaria y la eficacia de su instrumento.

Cuando la autoridad monetaria manipuló la tasa de redescuento para frenar el éxodo de las reservas metálicas obtuvo, en principio, resultados positivos; más tarde, la reiteración de aquella experiencia ofrecería un saldo menos halagüeño: la contundencia de la crisis desbordó los rangos normales exigidos para la operación eficiente del instrumento principal de la política. En el fondo de la recesión, y siguiendo la conducta observada por otros bancos de emisión, el Banco de la República utilizó la tasa de

³⁷ García, Antonio. *Bases de la economía contemporánea* (Bogotá, RFIOC, 1948, págs. 496 a 516).

Gráfico 9. Base monetaria (B), Medios de pago (M_1), Multiplicador (m_1)
1939 - 1950



Fuentes: Cuadros No. 1 y 4.

redescuento, más como un instrumento de asignación crediticia que como un regulador de la cantidad de dinero. Aquí, el Emisor ya no fue simplemente un dispensador del crédito primario, sino que dejó entrever sus primeros pasos como asignador del crédito, con propósitos de fomento, y hacia ciertos sectores de la economía. Agotadas las posibilidades de la tasa de redescuento —el instrumento de política de los bancos centrales magnificado en *el Informe Cunliffe*—, lo que hizo crisis fue la concepción prístina de la banca central, según la cual sus operaciones estarían moldeadas por el rígido marco de las “reglas de juego”.

Rompiendo con el enunciado clásico de la pasividad a partir de 1932, el Banco de la República se convirtió en el eje central de la política monetaria, a través del crédito primario al gobierno. Esta experiencia confirmó la *participación activa* del Banco en cumplimiento de la política económica. Fue una exigencia del momento, como lo destacara el ministro Esteban Jaramillo, al reconocer que si otra hubiese sido la conducta del Banco, su propia existencia habría quedado en discusión.

Los años treinta y cuarenta sirvieron de escenario a aquella presencia activa del Banco de la República, a través del crédito al gobierno, en la adquisición de documentos de deuda pública, en la compra de acciones de entidades destinadas al fomento, en la difusión permanente del redescuento no sólo a los bancos comerciales sino, de manera particular, a la Caja Agraria, y en una intervención permanente en el mercado de cambios para preservar la estabilidad del tipo de cambio.

Este papel activo cultivado por tres lustros, se consolidó a finales de los años cuarenta, cuando bajo la ideología del desarrollo se pretendió que el Banco liderara una política monetaria, crediticia y cambiaria destinada a crear condiciones propicias para el desarrollo económico. En dos palabras, el Banco de la República se convertiría en una palanca anticíclica al servicio del crecimiento. El nuevo ropaje del Emisor se condensó en los siguientes puntos señalados por uno de los analistas de la época:

Primero.- Restringir o aumentar el crédito comercial por medio de los encajes flexibles.

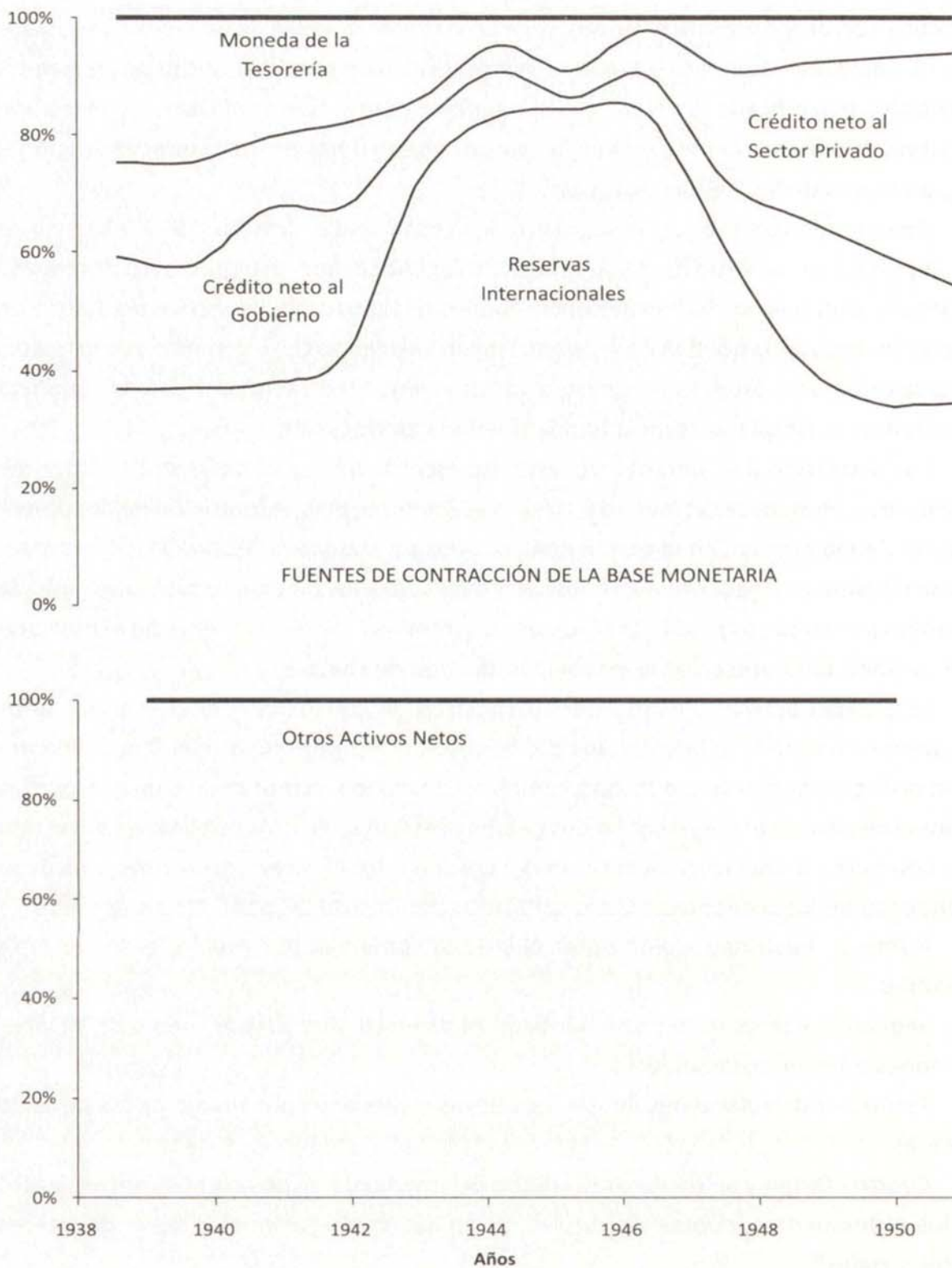
Segundo.- Aumentar o disminuir la moneda en circulación por medio de las operaciones en el mercado abierto.

Tercero.- Estimular o desalentar las nuevas inversiones por medio de las tasas de interés.

Cuarto.- Dirigir y seleccionar el crédito por medio de disposiciones concernientes a los redescuentos, cuotas de cartera, plazo de las obligaciones y tasas de interés diferenciales³⁸.

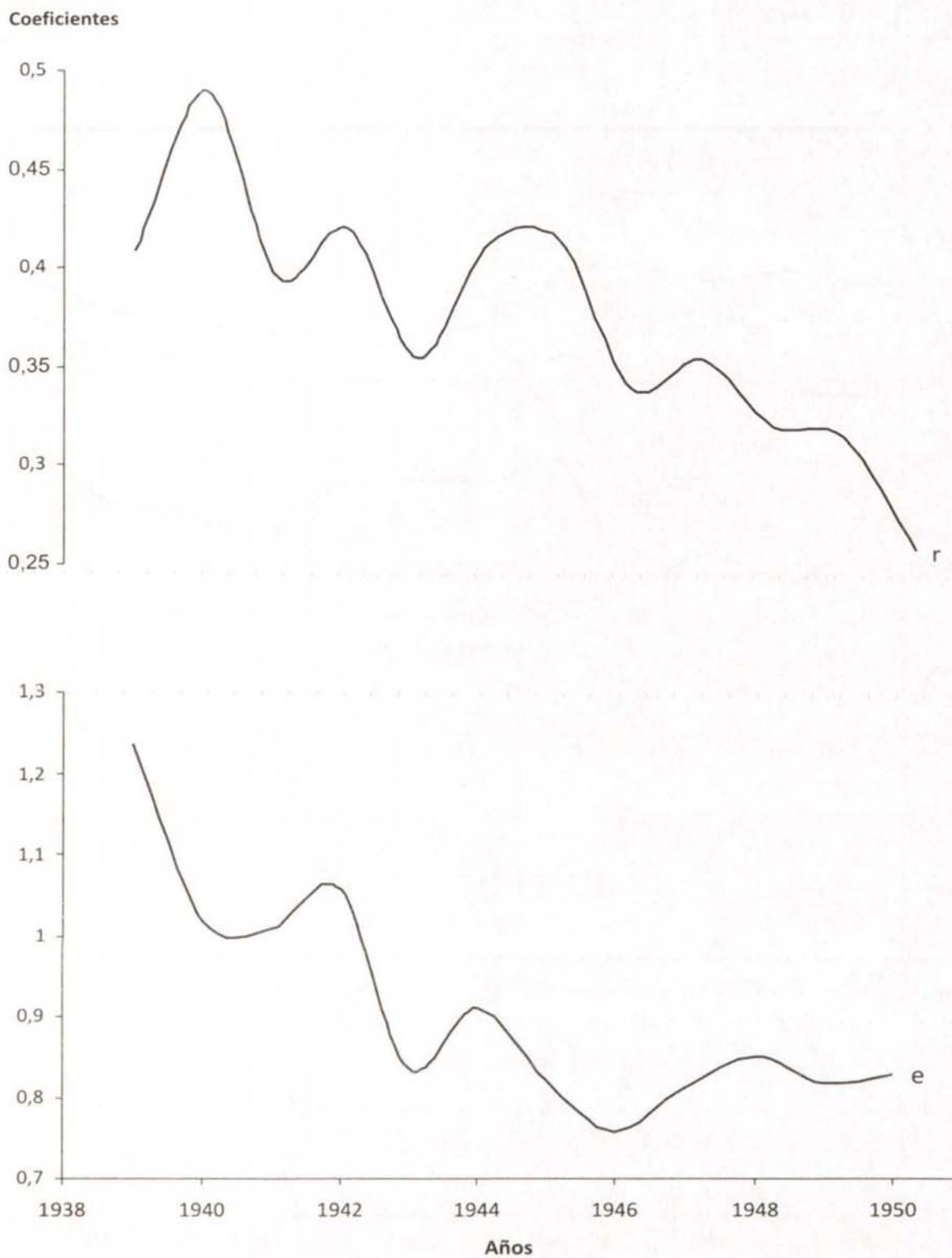
³⁸ Villaveces, Carlos. “Política anticíclica”, *Revista del Banco de la República*, 1949, pág. 1266.

Gráfico 10. Fuentes de expansión de la base monetaria
1939 - 1950



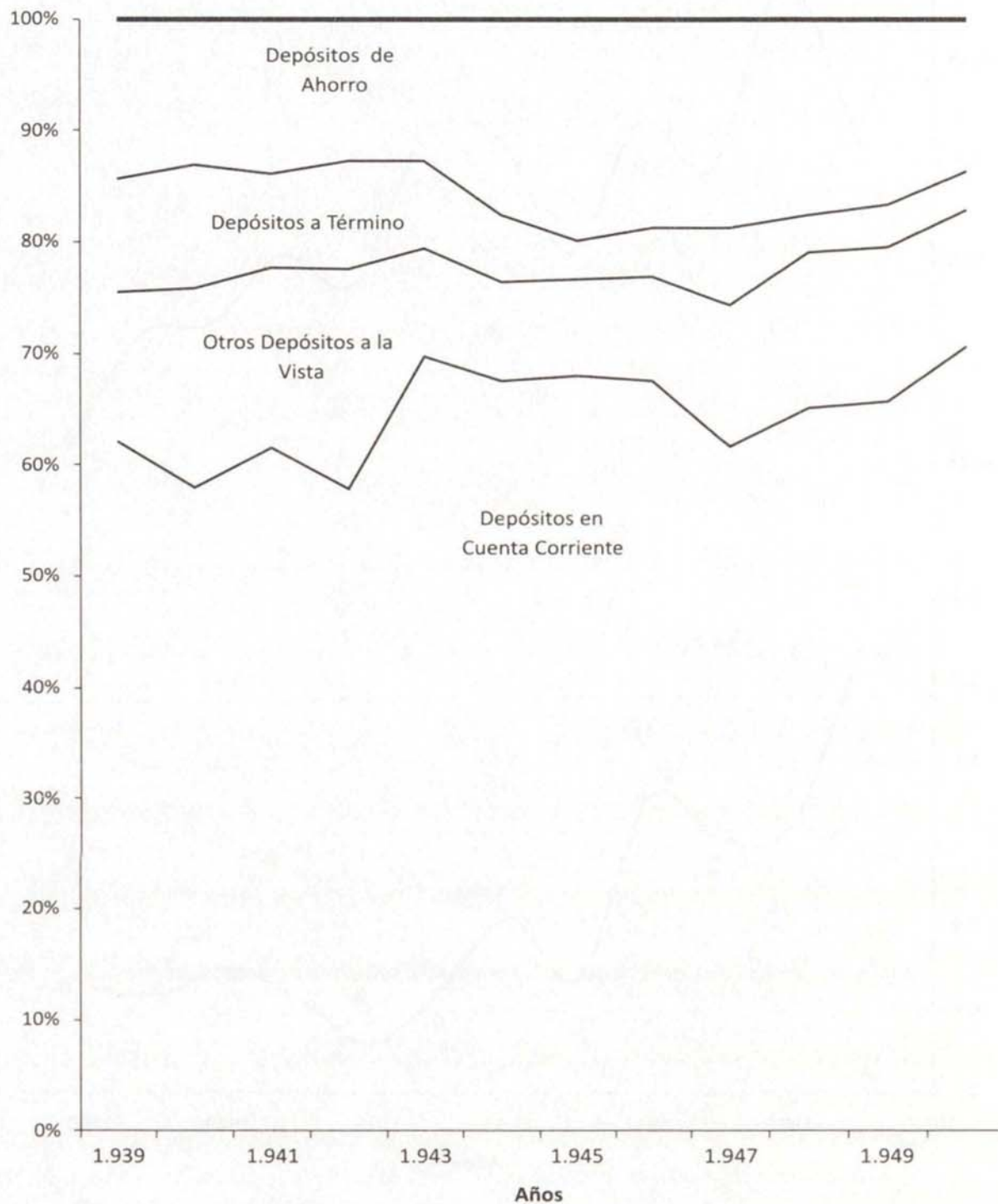
Nota: El crédito neto al sector privado en 1944 fue contaccionista, al igual que el crédito neto al gobierno en 1946.
Fuentes: Cuadro No. 2

Gráfico 11. Relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente (e,r)
1939 - 1950



Fuentes: Cuadro No. 1.

Gráfico 12. Depósitos totales
1939 - 1950



Fuentes: Cuadro No. 1.

Con excepción de las operaciones del mercado abierto, los enunciados anteriores fueron acogidos en el Decreto 756 de 1951 con el cual se cerraron dos décadas de cambios que progresivamente alejaron al Emisor de varios de los principales enunciados de la reforma financiera de 1923.

2. El resquebrajamiento del principio de la liquidez de los activos bancarios

Un principio sobresaliente en la reforma de 1923 fue el de la liquidez de los activos de riesgo. De aquí el que se fijara en la ley, que los plazos de la cartera bancaria no deberían exceder los noventa días.

El principio de la liquidez de los créditos fue sinónimo de solidez bancaria. Teóricamente, el redescuento en el Emisor exigió la observación de dicho principio. La inflexibilidad del principio de liquidez aplicado sobre la banca comercial limitó sus operaciones al corto plazo; el financiamiento otorgado a los sectores productivos se restringió a los requerimientos de capital de trabajo. Sobre la banca comercial pesó el viejo principio de los créditos comerciales según el cual “cada peso de crédito correspondería a un peso de producción”³⁹.

Ante la quiebra del modelo hipotecario para el financiamiento del largo plazo en la Gran Depresión, se crearon instituciones *ad hoc*, y organizaron sistemas que permitieran la canalización de recursos hacia la industria y la agricultura. A fines de los años cuarenta, la versión tradicional según la cual la solidez de la banca comercial dependería del grado de liquidez de los activos de riesgo, fue colocada en tela de juicio por la Misión Currie al modificar los términos de referencia para juzgar el estado de solidez de la banca:

“Como argumento... para limitar a los bancos a conceder sólo créditos a corto plazo, se aducía el de que solo por medio de ellos sería posible asegurar la necesaria liquidez del sistema bancario. Este principio tiene un cierto grado de validez y la preocupación de la Misión Kemmerer por la liquidez de los bancos, es fácilmente comprensible, si se tiene en cuenta la historia del crédito bancario antes de 1923. Sin embargo, la solidez del sistema bancario no depende, en última instancia, del plazo de vencimiento de los activos del banco, sino de la solidez de la economía en general. Un banco individual, por más líquida y a corto plazo que mantenga su cartera, se encontrará en una posición completamente ilícita si el nivel general de la actividad económica se derrumba. Por lo tanto, en una economía sana y en estado de expansión, tener documentos

³⁹ Currie, Lauchlin. *Bases de un programa de fomento para Colombia* (Bogotá, Imprenta del Banco de la República, 1950, pág. 396).

a plazos mayores, es absolutamente compatible con una sólida estructura de los activos bancarios⁴⁰.

3. Nuevos instrumentos de política monetaria.

Cambio en el concepto de encaje bancario

Uno de los fundamentos conceptuales más caracterizados de la reforma financiera de 1923 consistió en que el control del crédito se aseguraría mediante la estricta observación de las normas definidas para su otorgamiento en las leyes 25 y 45 de aquel año. Se sostuvo como suficiente que los pagarés sujetos al descuento de los bancos comerciales y al redescuento del Banco de la República resultaran elegibles a la luz de las prescripciones legales. Fue una concepción cualitativa del control crediticio, tan arraigada, que en las circunstancias de mayor expansión del crédito de los bancos, el gerente del Emisor en su *Informe anual* siempre se refirió a la solicitud con la que el Banco estudiaba las peticiones de redescuento. Se supuso que esta actitud cuidadosa y ceñida a los cánones legales bastaba para impedir que las nuevas operaciones de crédito contribuyeran a la financiación de actividades ajenas a la producción. Se reinició en la concordancia con la *teoría clásica de los préstamos comerciales*, según la cual, el valor de los créditos equivaldría a un valor igual en bienes y servicios.

El encaje requerido de los bancos se entendió, principalmente, como una reserva de seguridad, aplicada sobre los depósitos del público en los bancos. Esta noción primigenia del encaje, heredada de los postulados doctrinarios de la banca clásica, prevaleció durante las dos primeras décadas que siguieron a la reforma financiera de 1923. Precisamente en 1943, veinte años después de aquel cambio institucional, se utilizó por primera vez el encaje como instrumento de política monetaria. En dicha oportunidad estuvo asociado a otros nuevos instrumentos: las operaciones monetarias del Emisor y los depósitos de los importadores en el Banco de la República.

Posteriormente, los proyectos de reforma bancaria presentados al Congreso en la segunda mitad de los años cuarenta, insistieron en que para que la autoridad monetaria en cabeza de la junta directiva del Banco de la República ejerciera una dirección monetaria y crediticia más efectiva, se requería otorgar flexibilidad a los encajes bancarios, delegando en el propio Banco de la República la facultad discrecional para modificar sus niveles según los objetivos de la política monetaria⁴¹.

⁴⁰ Currie, Lauchlin, *Ibid.*, pág. 397.

⁴¹ Por ejemplo, el proyecto de ley "por la cual se dictan algunas disposiciones sobre entidades bancarias" y su exposición de motivos presentados al Congreso el 2 de agosto de 1948, *Memoria de Hacienda, 1948*, págs. 3 a 13 del anexo sobre Proyectos de Ley.

En la adopción del encaje como instrumento monetario se materializó el nuevo enfoque según el cual la cantidad de dinero no se regula por sí sola. Como lo señalara la Misión Currie:

“El principio básico del control monetario es que la cantidad de dinero no se regula a sí misma. El control cualitativo no substituye al control cuantitativo de los créditos y depósitos”⁴².

La reorientación del pensamiento sobre el control monetario marchó a tono con la aceptación oficial de una nueva definición del dinero en la cual se consideró a los depósitos en cuenta corriente como parte integrante de la oferta monetaria. En otras palabras, se reconoció la importancia de la expansión secundaria del dinero y se enriqueció la noción de regulación y control de la oferta monetaria. A estos eventos que por sí solos significaron un avance en el pensamiento de las autoridades monetarias siguieron los cambios institucionales en la naturaleza, objetivos e instrumentos de la política monetaria. Tales acontecimientos hicieron parte del proceso que condujo finalmente a la reforma de 1951 (Decreto 756) en la cual se consignó que el Banco de la República realizaría una política monetaria y crediticia en favor del crecimiento económico.

En el texto de la reforma se indica que el Banco de la República podría “fijar y variar el encaje legal de los bancos y caja de ahorros que funcionan en el país, a fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimara más oportuna...”⁴³. De esta manera, el encaje bancario, que en las leyes inaugurales del sistema financiero en 1923 fue establecido como un fondo de garantía de los depósitos bancarios, pasó a integrar el arsenal de instrumentos de la política monetaria dentro de una nueva visión de la naturaleza y alcances de dicha política.

4. La reforma institucional. Hacia una solución de compromiso

En la segunda mitad de los cuarenta el balance bancario presentó una configuración en la cual los recursos predominantes fueron los depósitos en cuenta corriente. En otras épocas, particularmente en los veinte, los recursos mayoritarios fueron los depósitos de ahorro y a término, las cédulas hipotecarias y los fondos obtenidos en la banca externa.

Las controversias de finales de los cuarenta en torno a una eventual reforma del ordenamiento financiero no fueron independientes de las nuevas características del balance bancario.

⁴² Currie, Lauchlin, *Ibid.*, pág. 396.

⁴³ Decreto 756 de 1951, artículo 1. *Memoria de Hacienda*, 1951, pág. 84.

El problema de fondo fue el restablecimiento del crédito de largo plazo. Una posición consideró que el ordenamiento financiero debía atender prioritariamente los requerimientos del desarrollo económico; para tal efecto, el mercado crediticio quedaría dividido en dos segmentos; el uno, sustentado por una nueva institución oficial que resultaría de la fusión de las existentes; y, el otro, atendido por la banca tradicional de depósito. La institución oficial proveería el crédito de largo plazo con el resorte financiero del Banco de la República y las inversiones forzosas de la banca comercial. A su turno, la banca de depósito otorgaría los préstamos ordinarios en el segmento crediticio de corto plazo⁴⁴.

La puesta en marcha del esquema reseñado exigiría una reforma del Banco de la República, dejando en su dirección, mayoritariamente oficial, el racionamiento sectorial y geográfico del crédito. El Banco tendría bajo su dominio las políticas cambiaria y monetaria, pudiendo acudir al sistema de encajes flexibles para efectos de la regulación monetaria.

Otras posiciones se abstuvieron de cuestionar el ordenamiento existente concentrándose en los instrumentos de regulación monetaria. El gobierno planteó a mediados de 1947 la iniciativa de los encajes flexibles como una urgencia impostergable⁴⁵.

El debate parlamentario no fue favorable a la propuesta de reforma del ordenamiento existente, sobre todo en los puntos relacionados con la composición de la Junta Directiva del Emisor⁴⁶. Más adelante, la controversia quedó relegada a un segundo plano, hasta las recomendaciones ofrecidas por una misión del Sistema de Reserva Federal a principios de 1950. El avance concreto fue la ruptura con el esquema de la autoliquidez de los activos, al permitirle a los bancos comerciales el otorgamiento de préstamos hasta con 5 años de plazo para ciertos sectores económicos⁴⁷. *La medida tuvo como trasfondo la existencia de una banca comercial aprovisionada de recursos sin costo, con el soporte financiero del Banco de la República.*

Dentro de un contexto internacional favorable a la intervención de los bancos centrales en la promoción del crecimiento económico, se inició a fines de 1950 un debate

⁴⁴ Proyecto de ley por la cual se crea la Corporación Colombiana de Crédito, Fomento y Ahorro, y se reorganiza el Banco de la República. *Anales del Congreso*, No. 36, septiembre de 1947.

⁴⁵ "He creído que estamos en mora de modernizar en el sentido indicado (los encajes flexibles) la organización de nuestro sistema bancario y a esa convicción obedece el proyecto..." Pérez, Francisco de Paula. "Exposición de motivos del proyecto de ley por la cual se dictan algunas disposiciones sobre entidades bancarias". *Anales del Congreso*, No. 5, julio de 1947, pág. 59. Un proyecto muy similar fue presentado al Congreso en 1948. Ver nota 41.

⁴⁶ Las ponencias desfavorables fueron presentadas en el Senado en noviembre de 1947, y en la Cámara en noviembre de 1948. *Anales del Congreso*, No. 107 de 1947 y 91 de 1948.

⁴⁷ Decreto 384 de 1950. Varios decretos en "la misma línea" fueron expedidos a partir del 384. Franco Holguín, Jorge. *Evolución de las instituciones financieras en Colombia* (México, Cemla, 1966, capítulo VIII).

en torno a la *naturaleza y funciones* del Banco de la República⁴⁸. Las medidas financieras de emergencia adoptadas en abril de 1948, convertidas posteriormente en disposiciones permanentes, constituyeron el antecedente normativo de la discusión⁴⁹.

La temática se centró en la composición y facultades de la Junta Directiva del Banco de la República, tomando como referencia inmediata un informe preparado por Daniel Grove del Sistema de Reserva Federal⁵⁰.

Grove sostuvo la incompatibilidad de un banco central con la plenitud de las facultades monetarias y la participación de los intereses privados en la dirección del mismo. También llamó la atención sobre la inconveniencia de la participación de los bancos privados en la dirección de los bancos centrales por ser aquéllos el objeto del control de estos últimos; pero reconoció que en algunos casos podría ser pertinente tal participación en aras de la confianza pública. En cuanto a las facultades, la comisión opinó que el Banco de la República podría encargarse de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria si el Estado otorgaba al Banco las facultades de regulación correspondientes.

La comisión tomó un camino equidistante de la posición extrema del banco central considerado como banco de los banqueros, y del banco oficial constituido en piedra angular del desarrollo económico, a la manera del proyecto de 1947. Se configuró una Junta con representación mayoritaria de los particulares en la cual el Estado delegaría las facultades de regulación cambiaria y monetaria para el ejercicio de políticas enderezadas al desarrollo de la economía.

El Decreto 2057 de 1951 autorizó una nueva composición de la junta directiva del Emisor, y el 756 del mismo año definió el campo de acción del Banco de la República en lo relativo a los cupos de crédito, la fijación de las tasas de interés y descuento y la determinación y variación de los encajes. Todas estas facultades delegadas por el Estado con el fin de “estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana”.

⁴⁸ Aunque los temas de discusión fueron tratados por el Comité de Desarrollo Económico y por varios analistas públicos, la controversia se efectuó a “puerta cerrada” entre los miembros de una comisión de reformas bancarias designada por la Junta Directiva del Banco de la República.

⁴⁹ Tales medidas facultaron a la Junta Directiva del Emisor para entre otras disposiciones “fijar el encaje legal de las instituciones bancarias... a fin de hacer efectiva la política de crédito que se estimare más oportuna...” Decreto 211 de 1949, en Kalnins, Arvids. *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana* (Bogotá, Tercer Mundo, 1963, pág. 330).

⁵⁰ Las actas de la discusión fueron publicadas por el Banco de la República en 1980. Mz-Recarmán, Jaime. *Historia jurídica del Banco de la República* (Bogotá, Banco de la República, 1980, Capítulo IV).

Cuadro 1. Principales agregados monetarios y del crédito¹
(Miles de pesos corrientes)

Metodología

Base (B) = Efectivo en poder del público + Reservas bancarias².

Base fuente neta, (B*) = Reservas bancarias — Préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales (= Reservas no prestadas) + Efectivo en poder del público.

Efectivo en poder del público (E) = Moneda de la Tesorería + Billetes del Banco de la República en circulación + Oro amonedado en poder de los bancos comerciales – Caja de los bancos comerciales – Caja del Banco de la República + Depósitos de los particulares en el Banco de la República.

Reservas bancarias (R) = Caja de los bancos comerciales + Depósito de los bancos comerciales en el Banco de la República.

Depósitos en cuenta corriente (Dc).

Depósitos bancarios totales (Dt) = Depósitos a la vista (V) + Depósitos a término (T) + Depósitos de ahorro (A).

Medios de pago (M1) = Efectivo en poder del público + Depósitos en cuentas corrientes realizables por medio de cheques³.

Crédito bancario neto, (CN).

Años	B	B*	E	R	Dc
1924	44.344	41.138	34.954	9.389	15.909
1925	52.057	44.590	41.673	10.386	19.511
1926	64.383	52.680	53.383	10.999	28.491
1927	68.608	54.250	56.298	12.309	34.247
1928	78.644	71.284	64.141	14.503	39.792
1929	76.139	61.385	62.214	13.924	36.012
1930	56.079	42.561	46.120	9.958	23.633
1931	48.596	33.654	38.875	9.720	20.206
1932	48.915	36.379	35.354	13.560	24.805
1933	59.867	56.183	43.990	15.877	30.344
1934	78.202	74.239	61.708	16.312	40.325
1935	80.270	74.986	63.119	17.151	38.362
1936	88.840	85.270	67.535	21.305	45.203
1937	101.932	94.096	74.812	26.580	54.425
1938	97.921	79.583	74.652	23.269	55.538
1939	107.233	89.987	80.545	26.668	65.068
1940	111.567	96.065	75.249	36.318	73.968
1941	120.644	111.243	86.688	33.956	85.919
1942	138.046	127.350	98.635	39.411	93.374
1943	176334	164.928	123.830	52.504	148.053
1944	258.716	255.924	178.014	80.702	195.588
1945	291.908	277.490	194.156	97.752	236.442
1946	325.108	289.657	224.531	100.577	295.828
1947	366.306	319.169	255.180	111.126	314.209
1948	431.905	333.013	314.037	117.868	369.353
1949	488.962	378.165	353.175	135.787	432.213
1950	581.999	421.932	444.316	137.683	536.472

¹ Los datos corresponden a junio de cada año.

² Corresponde al concepto de base fuente según sus aplicaciones

³ No incluye los depósitos del público en el Banco de la República. Esta partida está integrada dentro del efectivo en poder del público.

Fuente: Informe anual del superintendente bancario. Informe anual del gerente del Banco de la República. Anexo.

V	T	A	Dt	M1	CN
22.519	7.571	995	31.086	50.863	24.888
29.643	9.580	1.409	40.633	61.184	37.723
38.011	10.096	1.909	50.017	81.874	51.363
46.933	11.353	3.343	61.689	90.545	63.798
56.389	14.724	5.937	77.051	103.933	70.001
52.504	18.723	9.174	80.402	98.226	81.274
34.333	16.710	8.906	59.950	69.753	63.501
27.793	19.398	10.527	57.719	59.081	62.899
32.589	17.588	9.651	59.768	60.159	58.752
39.179	16.829	8.231	64.239	74.334	52.082
47.995	12.702	7.310	68.007	102.033	53.007
47.788	13.731	8.930	70.449	101.481	58.564
54.161	12.503	5.422	72.086	112.748	54.317
67.222	11.370	6.044	84.636	129.237	65.303
67.163	10.685	13.153	91.001	130.190	86.109
78.904	10.771	14.885	104.560	145.613	94.936
96.757	14.150	16.760	127.667	149.217	106.824
108.665	11.834	19.276	139.775	172.607	115.470
125.003	15.722	20.527	161.252	192.009	132.444
168.700	16.810	27.007	212.517	271.883	171.195
221.433	17.363	50.772	289.568	373.602	211.393
266.555	12.547	68.908	348.010	430.598	264.725
336.624	18.669	82.334	437.627	520.359	373.368
378.569	35.133	95.742	509.544	569.389	444.922
448.827	18.580	99.931	567.338	683.390	548.472
522.344	25.933	108.952	657.229	785.388	632.081
629.422	25.444	104.526	759.392	980.788	780.152

Cuadro 2. Fuentes de la base monetaria¹
(Miles de pesos corrientes)

	1924		1925		1926		1927	
Reservas internacionales	14.125	27,2	26.286	42,0	37.470	49,9	42.201	52,3
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno. ²	942	1,8	-2.721	26,3	-2.284	21,4	-2.098	16,6
Crédito neto al sector privado	3.202	6,2	7.469	11,9	11.341	15,1	14.015	17,4
Otros activos netos	-6.503	100,0	-7.612	73,7	-8.367	78,6	-10.572	83,4
Moneda de la Tesorería	33.574	64,8	28.862	46,1	26.229	35,0	24.479	30,3
	51.843	100,0	62.617	100,0	75.040	100,0	80.695	100,0
	-6.503	100,0	-10.333	100,0	-10.651	100,0	-12.670	100,0
Base monetaria	45.340	--	52.284	--	64.389	--	68.025	--
	1928		1929		1930		1931	
Reservas internacionales	62.418	67,5	55.307	60,3	31.162	46,0	21.169	35,3
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno. ³	-3.325	23,1	-3.124	19,2	1.875	2,8	3.106	5,2
Crédito neto al sector privado	6.753	7,3	13.941	15,2	12.943	19,1	14.373	23,9
Otros activos netos	-11.094	76,9	-13.123	80,8	-12.785	100,0	-12.110	100,0
Moneda de la Tesorería	23.314	25,2	22.527	24,5	21.778	32,1	21.368	35,6
	92.485	100,0	91.775	100,0	67.758	100,0	60.016	100,0
	-14.419	100,0	-16.247	100,0	-12.785	100,0	-12.110	100,0
Base monetaria	78.066	--	75.528	--	54.973	--	47.906	--
	1932		1933		1934		1935	
Reservas internacionales	16.270	26,2	18.029	26,9	20.116	24,7	30.486	30,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	16.359	26,4	24.655	36,7	35.356	43,4	37.057	37,2
Crédito neto al sector privado	7.922	12,8	2.848	4,2	4.266	5,2	5.087	5,1
Otros activos netos	-13.178	100,0	-8.430	100,0	-5.205	100,0	-21.855	100,0
Moneda de la Tesorería	21.482	34,6	21.563	32,1	21.819	26,8	26.862	27,0
	62.033	100,0	67.095	100,0	81.557	100,0	99.492	100,0
	-13.178	100,0	-8.430	100,0	-5.205	100,0	-21.855	100,0
Base monetaria	48.855	--	58.665	--	76.352	--	77.637	--
	1936		1937		1938		1939	
Reservas internacionales	32.470	30,9	44.607	36,8	43.103	35,9	41.852	36,7
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	40.581	38,6	36.744	30,3	35.522	29,6	25.769	22,6
Crédito neto al sector privado	4.422	4,2	12.234	10,1	13.682	11,4	18.275	16,0
Otros activos netos ⁴	-20.902	100,0	-20.982	100,0	-22.266	100,0	-7.201	100,0
Moneda de la Tesorería	27.583	26,3	27.611	22,8	27.630	23,0	28.123	24,7
	105.056	100,0	121.196	100,0	119.937	100,0	114.019	100,0
	-20.902	100,0	-20.982	100,0	-22.266	100,0	-7.201	100,0
Base monetaria	84.154	--	100.214	--	97.671	--	106.818	--

(Continúa...)

(Viene...)

	1940		1941		1942		1943	
Reservas internacionales	42.572	37,1	52.427	37,9	66.635	42,8	153.015	72,8
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	23.680	20,6	40.983	29,6	39.326	25,2	19.329	9,2
Crédito neto al sector privado	20.371	17,8	16.759	12,1	21.723	13,9	9.683	4,6
Otros activos netos	-3.502	100,0	-21.062	100,0	-18.096	100,0	-34.856	100,0
Moneda de la Tesorería	28.062	24,5	28.062	20,3	28.111	18,0	28.270	13,4
	114.685	100,0	138.231	100,0	155.795	100,0	210.297	100,0
	-3.502	100,0	-21.062	100,0	-18.096	100,0	-34.856	100,0
Base monetaria	111.183	--	117.169	--	137.699	--	175.441	--
	1944		1945		1946		1947	
Reservas internacionales	256.577	83,1	275.618	84,5	309.491	83,4	231.036	60,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	23.281	7,5	6.219	1,9	-17.765	37,1	44.526	11,7
Crédito neto al sector privado	-27.101	36,5	15.233	4,7	28.566	7,7	71.464	18,7
Otros activos netos	-47.066	63,5	-35.723	100,0	-30.117	62,9	-17.131	100,0
Moneda de la Tesorería	28.835	9,3	29.237	9,0	32.852	8,9	34.239	9,0
	308.693	100,0	326.307	100,0	370.909	100,0	381.265	100,0
	-74.167	100,0	-35.723	100,0	-47.882	100,0	-17.131	100,0
Base monetaria	234.526	--	290.584	--	323.027	--	364.134	--
	1948		1949		1950			
Reservas internacionales	188.571	41,4	176.391	34,4	212.478	34,5		
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	112.201	24,6	132.021	25,7	124.811	20,3		
Crédito neto al sector privado	119.708	26,3	169.310	33,0	242.399	39,3		
Otros activos netos	-28.429	100,0	-26.391	100,0	-37.296	100,0		
Moneda de la Tesorería	35.049	7,7	35.776	7,0	36.526	5,9		
	455.529	100,0	513.498	100,0	616.214	100,0		
	-28.429	100,0	-26.391	100,0	-37.296	100,0		
Base monetaria	427.100	--	487.107	--	578.918	--		

¹ Los datos corresponden al mes de junio de cada año.

² Incluye los bonos del Tesoro adquiridos al público por el Banco de la República, como parte del proceso de unificación de la moneda. El saldo de 1924 se debe en gran medida a las compras de dichos bonos por el Banco las cuales llegaron a \$823000.

³ A partir de 1930 incluye los bonos del Tesoro adquiridos por la Ley 37 de 1930.

⁴ Incluye la cuenta especial de cambios, así como otros activos y otros pasivos.

Fuente: Anexo.

Cuadro 3. Origen de las variaciones de la base monetaria¹
(Miles de pesos corrientes)

	1924-25		1925-26		1926-27		1927-28	
Reservas internacionales	12.161	74,0	11.184	72,2	4.731	62,3	20.217	100,0
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-3.663	38,6	437	2,8	186	2,5	-1.227	12,1
Crédito neto al sector privado	4.267	26,0	3.872	25,0	2.674	35,2	-7.262	71,4
Otros activos netos	-1.109	11,7	-755	22,3	-2.205	55,8	-522	5,1
Moneda de la Tesorería	-4.712	49,7	-2.633	77,7	-1.750	44,2	-1.165	11,4
Total de los incrementos	16.428	100,0	15.493	100,0	7.591	100,0	20.217	100,0
Total de las disminuciones	9.484	100,0	3.388	100,0	3.955	100,0	10.176	100,0
Variación total de la base	6.944	--	12.105	--	3.636	--	10.041	--
	1928-29		1929-30		1930-31		1931-32	
Reservas internacionales	-7.111	71,6	-24.145	93,3	-9.995	96,1	-4.899	39,5
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	201	2,7	4.999	93,7	1.231	36,9	13.253	99,1
Crédito neto al sector privado	7.188	97,3	-998	3,9	1.430	42,9	-6.451	51,9
Otros activos netos	-2.029	20,4	338	6,3	675	20,2	-1.068	8,6
Moneda de la Tesorería	-787	7,9	-749	2,9	-410	3,9	114	0,9
Total de los incrementos	7.389	100	5.337	100,0	3.336	100,0	13.367	100,0
Total de las disminuciones	9.927	100	25.892	100,0	10.405	100,0	12.418	100,0
Variación total de la base	-2.538	--	-20.555	--	-7.069	--	949	--
	1932-33		1933-34		1934-35		1935-36	
Reservas internacionales	1.759	11,8	2.087	11,8	10.370	57,8	1.984	27,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	8.296	55,7	10.701	60,5	1.701	9,5	3.524	49,1
Crédito neto al sector privado	-5.074	100,0	1.418	8,0	821	4,6	-665	100,0
Otros activos netos	4.748	31,9	3.225	18,2	-16.650	100,0	953	13,3
Moneda de la Tesorería	81	0,5	256	1,4	5.043	28,1	721	10,0
Total de los incrementos	14.884	100,0	17.687	100,0	17.935	100,0	7.182	100,0
Total de las disminuciones	5.074	100,0	--	--	16.650	100,0	665	100,0
Variación total de la base	9.810	--	17.687	--	1.285	--	6.517	--
	1936-37		1937-38		1938-39		1939-40	
Reservas internacionales	12.137	60,8	-1.504	37,5	-1.251	11,4	720	11,1
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-3.837	98,0	-1.222	30,5	-9.753	88,6	-2.089	97,2
Crédito neto al sector privado	7.812	39,1	1.448	98,7	4.593	22,8	2.096	32,2
Otros activos netos	-80	2,0	-1.284	32,0	15.065	74,8	3.699	56,8
Moneda de la Tesorería	28	0,1	19	1,3	493	2,4	-61	2,8
Total de los incrementos	19.977	100,0	1.467	100,0	20.151	100,0	6.515	100,0
Total de las disminuciones	3.917	100,0	4.010	100,0	11.004	100,0	2.150	100,0
Variación total de la base	16.060	--	-2.543	--	9.147	--	4.365	--

(Continúa...)

(Viene...)

	1940-41		1941-42		1942-43		1943-44	
Reservas internacionales	9.855	36,3	14.208	64,0	86.380	99,8	103.562	95,8
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	17.303	63,7	-1.657	100,0	-19.997	41,0	3.952	3,7
Crédito neto al sector privado	-3.612	17,1	4.964	22,4	-12.040	24,7	-36.784	75,1
Otros activos netos	-17.560	82,9	2.966	13,4	-16.760	34,3	-12.210	24,9
Moneda de la Tesorería	0	0,0	49	0,2	159	0,2	565	0,5
Total de los incrementos	27.158	100,0	22.187	100,0	86.539	100,0	108.079	100,0
Total de las disminuciones	21.172	100,0	1.657	100,0	48.797	100,0	48.994	100,0
Variación total de la base	5.986	--	20.530	--	37.742	--	59.085	--
	1944-45		1945-46		1946-47		1947-48	
Reservas internacionales	19.041	25,9	33.873	60,0	-78.455	100,0	-42.465	79,0
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-17.062	100,0	-23.984	100,0	62.291	52,1	67.675	58,0
Crédito neto al sector privado	42.334	57,5	13.333	23,6	42.898	35,9	48.244	41,3
Otros activos netos	11.793	16,0	5.606	9,9	12.986	10,9	-11.298	21,0
Moneda de la Tesorería	402	0,5	3.615	6,4	1.387	1,2	810	0,7
Total de los incrementos	73.570	100,0	56.427	100,0	119.562	100,0	116.729	100,0
Total de las disminuciones	17.062	100,0	23.984	100,0	78.455	100,0	53.763	100,0
Variación total de la base	56.508	--	32.443	--	41.107	--	62.966	--
	1948-49		1949-50					
Reservas internacionales	-12.180	100,0	36.087	32,8				
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	19.820	27,5	-7.210	39,8				
Crédito neto al sector privado	49.602	68,7	73.089	66,5				
Otros activos netos	2.038	2,8	-10.905	60,2				
Moneda de la Tesorería	727	1,0	750	0,7				
Total de los incrementos	72.187	100,0	109.926	100,0				
Total de las disminuciones	12.180	100,0	18.115	100,0				
Variación total de la base	60.007	--	91.811	--				

¹ Los datos corresponden a junio de cada año.

Fuente: Cuadro No.2, fuentes de la base monetaria.

Cuadro 4. Parámetros de los multiplicadores del dinero y del crédito

Metodología

Coefficiente del efectivo en poder del público en relación con los depósitos en cuenta corriente, $\frac{E}{Dc} = e$

Coefficiente de las reservas bancarias en relación con los depósitos en cuenta corriente, $\frac{R}{Dc} = r$

Coefficiente del multiplicador de medios de pago, $\frac{l + e}{e + r} = m_1$

Encaje promedio (r): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos totales.

Encaje de los depósitos a la vista (r_0): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a la vista.

Encaje de los depósitos a término (r_1): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a término.

Encaje de los depósitos de ahorro (r_2): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos de ahorro.

Coefficiente de las reservas requeridas (r_r): es el cociente entre las reservas requeridas de los bancos y los depósitos totales.

Coefficiente de las reservas excesivas (r_e): es el cociente entre las reservas excesivas de los bancos y los depósitos totales.

Años	e	r	m_1	\bar{r}	r_0	r_1	r_2	r_r
1924	2,20	0,59	1,147	0,302	0,416	1,240	9,436	0,21
1925	2,14	0,53	1,175	0,255	0,350	1,084	7,369	0,21
1926	1,87	0,39	1,272	0,220	0,289	1,089	5,762	0,12
1927	1,64	0,36	1,320	0,199	0,262	1,084	3,682	0,12
1928	1,61	0,36	1,322	0,188	0,257	0,985	2,443	0,12
1929	1,73	0,39	1,291	0,173	0,265	0,744	1,518	0,11
1930	1,95	0,42	1,244	0,166	0,290	0,596	1,118	0,10
1931	1,92	0,48	1,216	0,165	0,349	0,501	0,923	0,09
1932	1,43	0,55	1,230	0,227	0,416	0,771	1,414	0,10
1933	1,45	0,52	1,242	0,247	0,405	0,943	1,929	0,10
1934	1,53	0,40	1,308	0,239	0,339	1,284	2,281	0,12
1935	1,65	0,45	1,264	0,243	0,358	1,249	1,920	0,11
1936	1,49	0,47	1,269	0,295	0,393	1,703	3,929	0,12
1937	1,37	0,49	1,275	0,314	0,395	2,337	4,397	0,13
1938	1,34	0,42	1,330	0,255	0,346	2,177	1,769	0,12
1939	1,24	0,41	1,359	0,255	0,337	2,475	1,791	0,12
1940	1,02	0,49	1,338	0,284	0,375	2,566	2,166	0,13
1941	1,01	0,40	1,431	0,242	0,312	2,859	1,761	0,12
1942	1,06	0,42	1,393	0,244	0,315	2,506	1,919	0,12
1943	0,84	0,35	1,543	0,247	0,311	3,123	1,944	0,12
1944	0,91	0,41	1,445	0,278	0,364	4,647	1,589	0,12
1945	0,82	0,41	1,476	0,286	0,366	7,790	1,418	0,12
1946	0,76	0,34	1,603	0,229	0,298	5,387	1,221	0,12
1947	0,81	0,35	1,555	0,218	0,293	3,154	1,160	0,11
1948	0,85	0,32	1,583	0,207	0,262	6,343	1,179	0,12
1949	0,82	0,31	1,607	0,206	0,259	5,236	1,246	0,12
1950	0,83	0,26	1,686	0,181	0,281	5,411	1,317	0,13

* Los datos corresponden a junio de cada año.

Informe Anual del gerente del Banco de la República. Informe Anual del superintendente bancario.

Anexo.

Coefficiente de las reservas libres (r_f): es la diferencia entre el coeficiente de las reservas excesivas y la relación de endeudamiento en el Banco de la República.

Relación de endeudamiento con el Banco de la República (b): es el cociente entre los créditos y los descuentos del banco de la república a los bancos comerciales y los depósitos totales en los bancos comerciales.

Relación de los depósitos a término y los depósitos en cuenta corriente (t).

Relación de los depósitos de ahorro y los depósitos en cuenta corriente (a).

Relación de los depósitos a la vista que no son realizables por medio de cheques y los depósitos en cuenta corriente (v).

Multiplicador de los medios de pago (μ_1): es la cantidad de medios de pago originada por una unidad de base, entendida como fuente base neta (Unborrowed high powered money).

Multiplicador del crédito bancario, (z).

$$\mu_1 = \frac{1+c}{(\bar{T}-b)(1+i+a+v)+c} \quad z = \frac{(1+t+a+v) - (\bar{T}-b)(1+i+a+v)}{(\bar{T}-b)(1+i+a+v)+c}$$

r_e	r_f	b	t	a	v	μ_1	z	z/μ_1
0,09	-0,01	0,103	0,476	0,062	0,415	1,236	0,605	0,489
0,04	-0,14	0,183	0,491	0,072	0,519	1,372	0,846	0,616
0,10	-0,13	0,234	0,354	0,067	0,356	1,555	0,975	0,627
0,08	-0,15	0,233	0,332	0,098	0,372	1,671	1,178	0,705
0,07	-0,03	0,096	0,370	0,149	0,417	1,459	0,983	0,673
0,06	-0,12	0,183	0,520	0,255	0,458	1,600	1,323	0,827
0,07	-0,16	0,225	0,707	0,377	0,453	1,638	1,492	0,910
0,08	-0,18	0,259	0,960	0,521	0,375	1,766	1,887	1,069
0,13	-0,08	0,210	0,709	0,387	0,317	1,654	1,618	0,978
0,14	0,08	0,057	0,555	0,271	0,291	1,323	0,926	0,700
0,12	0,07	0,055	0,314	0,181	0,100	1,387	0,714	0,514
0,13	0,06	0,075	0,357	0,232	0,245	1,354	0,781	0,577
0,17	0,12	0,049	0,276	0,119	0,197	1,323	0,637	0,481
0,12	0,03	0,086	0,208	0,111	0,235	1,374	0,694	0,505
0,14	-0,06	0,201	0,192	0,236	0,209	1,636	1,081	0,661
0,14	-0,02	0,164	0,165	0,228	0,212	1,617	1,055	0,652
0,17	0,05	0,121	0,191	0,226	0,308	1,554	1,112	0,716
0,12	0,05	0,067	0,137	0,224	0,264	1,554	1,037	0,668
0,12	0,05	0,066	0,168	0,219	0,338	1,508	1,040	0,690
0,12	0,07	0,053	0,113	0,182	0,139	1,648	1,037	0,630
0,16	0,15	0,009	0,088	0,259	0,132	1,460	0,827	0,566
0,16	0,12	0,041	0,053	0,291	0,127	1,541	0,940	0,610
0,11	0,03	0,081	0,063	0,278	0,137	1,800	1,289	0,716
0,10	0,01	0,092	0,112	0,304	0,204	1,783	1,393	0,781
0,09	-0,08	0,174	0,050	0,270	0,215	2,054	1,648	0,802
0,09	-0,08	0,168	0,060	0,252	0,208	2,077	1,672	0,805
0,06	-0,15	0,210	0,047	0,194	0,173	2,323	1,849	0,796

Cuadro 5. Bancos comerciales.
Cartera.
1925 - 1933 (junios)
(Millones de pesos)

Años	Cartera descontable (1)	Cartera no descontada (2)	Cartera no descontable (3)	Total (4)	(1)/(4)	(2)/(4)	(3)/(4)
1925	19.6	4.7	22.6	46.9	0.41	0.10	0.48
1926	16.8	8.9	24.9	50.6	0.33	0.18	0.49
1927	27.9	13.4	33.1	74.4	0.38	0.18	0.44
1928	37.3	6.8	40.3	84.4	0.44	0.08	0.48
1929	41.9	20.5	45.9	108.3	0.39	0.19	0.42
1930	34.0	17.6	39.2	90.8	0.37	0.19	0.43
1931	24.1	17.2	40.8	82.1	0.29	0.21	0.50
1932	17.2	6.4	34.4	58.0	0.30	0.11	0.59
1933	15.6	1.9	28.9	46.4	0.34	0.04	0.62

Fuente: Informe del superintendente bancario.

Cuadro 6. Bancos comerciales e hipotecarios.
Captaciones y cartera.
1925 - 1933* (junios)
(Millones de pesos)

Años	Captaciones banca comercial* (1)	Cédulas banca hipotecaria (2)	Total 1 + 2 = (3)	(2)/(3)	Cartera banca comercial (1)	Cartera banca hipotecaria (2)	Total 1 + 2 = (3)	(2)/(3)
1925	8.6	6.1	14.7	0.41	46.9	7.9	54.8	0.14
1926	10.6	16.5	27.1	0.61	50.6	20.7	71.3	0.29
1927	12.4	34.4	46.8	0.74	74.4	38.1	112.5	0.34
1928	18.4	56.6	75.0	0.75	84.4	60.8	145.2	0.42
1929	25.6	75.9	101.5	0.75	108.3	81.1	189.4	0.43
1930	21.9	77.4	99.3	0.78	90.8	83.9	174.7	0.48
1931	26.4	76.4	102.8	0.74	82.1	81.1	163.2	0.50
1932	24.8	68.9	93.7	0.74	58.0	73.1	131.1	0.56
1933	23.5	48.8	72.3	0.67	46.4	61.2	107.6	0.57

* Depósitos de ahorro a término. No se incluyen las operaciones de las secciones hipotecarias.

Cuadro 7. Reservas internacionales brutas del Banco de la República. 1928-1945*
(Millones de US\$)

1928	I	62.4	1934	I	17.6	1940	I	24.4
	II	64.7		II	13.7		II	24.9
1929	I	55.3	1935	I	16.6	1941	I	30.0
	II	37.7		II	18.4		II	22.5
1930	I	31.2	1936	I	18.5	1942	I	38.4
	II	27.4		II	24.1		II	61.9
1931	I	21.2	1937	I	25.4	1943	I	87.5
	II	13.8		II	20.0		II	113.4
1932	I	16.3	1938	I	23.9	1944	I	146.6
	II	17.2		II	27.0		II	158.2
1933	I	18.0	1939	I	23.9	1945	I	157.5
	II	16.8		II	24.2		II	176.8

* I: Primer semestre.

II: Segundo semestre.

Fuente: *Revista del Banco de la República*.

Cuadro 8. Recaudos Corrientes de la Nación. 1924—1925
(Millones de Pesos)

Años	Renta (1)	Aduanas (2)	Ingreso corriente (1)+(2)
1924	0.6	19.9	20.5
1925	0.7	22.2	22.9
1926	1.1	25.9	27.0
1927	1.3	29.2	30.5
1928	3.2	37.1	40.3
1929	2.7	35.4	38.1
1930	3.3	18.4	21.7
1931	2.8	17.7	20.5
1932	1.5	17.5	19.0
1933	1.7	22.3	24.0
1934	2.0	24.6	26.6
1935	4.3	27.5	31.8
1936	12.9	30.1	43.0
1937	15.5	34.3	49.8
1938	18.2	31.1	49.3
1939	19.4	40.6	60.0
1940	21.9	27.7	49.6
1941	22.2	30.5	52.7
1942	27.5	18.7	46.2
1943	33.6	21.6	55.2
1944	38.5	26.1	64.6
1945	58.5	41.3	99.8

Fuente: Informe Financiero. Contraloría General de la República, 1946.

Cuadro 9. Actividad económica, inflación y expansión primaria y secundaria de dinero
Tasas porcentuales de crecimiento 1939 - 1950

Años	PIB	Precios	Emisión primaria	Emisión secundaria	Depósitos a la vista	Medios de pago	Reservas internacionales*
1939	6.1	4.5	9.4	2.1	17	12.0	--
1940	2.2	-3.3	4.1	-1.5	14	2.5	2.1
1941	1.7	-1.4	8.0	7.0	16	15.7	22.9
1942	0.2	8.7	14.4	-2.8	8.7	11.2	28.0
1943	0.4	16.0	27.7	10.9	58.6	41.6	128.0
1944	6.8	20.4	46.7	-6.4	32.1	37.4	67.5
1945	4.7	11.2	12.8	2.1	20.9	15.3	7.4
1946	9.6	9.3	11.4	8.6	25.1	20.8	9.1
1947	3.9	18.3	12.7	-2.9	6.2	9.4	-23.2
1948	2.8	16.4	17.9	1.7	17.6	20.0	-18.4
1949	8.7	6.7	13.1	1.5	17.1	15.0	-16.0
1950	1.1	21.5	19.0	5.0	24.1	24.9	20.0

* Reservas internacionales brutas en US\$.
Fuente: PIB. Cepal

Precios. Serie de precios basada en el Índice de costo de la vida obrera en Bogotá, *Revista del Banco de la República*.

Otros. Cuadros No. 1 y 7.