

**Capítulo VIII**  
**De las reglas de**  
**juego a la política**  
**económica**  
**(1932-1938)**

---



Visto en su conjunto, el período 1923-1950 podría dividirse en dos partes diferentes: la primera, relacionada con el subperíodo 1923-1931, en el cual se establecieron los cimientos de la nueva organización financiera, se acogió la doctrina monetaria clásica y se aplicaron las herramientas de política correspondientes. La segunda, se caracteriza por el abandono progresivo de aquellos principios fundamentales en la medida en que los hechos produjeron su sustitución por ideas, métodos y caminos alternativos; esta segunda etapa se extendió desde los albores de 1932 hasta finales de la década de los cuarenta.

Este capítulo se detiene en los eventos salientes de la *política económica* anteriores a la Segunda Guerra Mundial, en particular en el programa reflacionista ejecutado entre 1932 y 1934.

### **8.1 Una nueva coyuntura. Leyes “naturales”, Estado y política económica**

El tránsito a la coyuntura que abarca los años de 1932 a 1938 quedó representado en el derrumbe de algunos aspectos que identificaron el modelo ortodoxo de la banca central, y en las primeras manifestaciones de una participación más decidida del Estado en el diseño y la aplicación de la *política económica*. Si se deja atrás el esquema ancestral que confiaba a las leyes económicas “naturales” la normalización de las condiciones económicas, una vez se presentaron algunos desajustes “transitorios”, se optó por enfrentar directamente las fuentes de la perturbación. En otras palabras, se sustituyó la noción según la cual la acción gubernamental estaría confinada a adaptarse a las “reglas de juego” patrocinadas por los ideólogos del patrón oro, por la de “hacer” la *política económica*, como una nueva actitud del Estado en la vida económica. Se abrió así un nuevo campo de posibilidades, en el cual predominaría el papel activo del Estado en las cuestiones económicas.

En el capítulo precedente se aludió a la pérdida de importancia de la tasa de redescuento como instrumento principal de la *política monetaria*; en el último tramo de la recesión, la tasa de redescuento se empleó más como una palanca de la *política crediticia* que como una herramienta idónea de *política monetaria*.

Sin embargo, también en el área crediticia el prestigio de la tasa de redescuento se desgastó rápidamente; el paso de la recesión exigió un tratamiento de naturaleza diferente. Fueron estas las circunstancias que condujeron a remover la noción convencional acerca del papel del Banco de la República en la política monetaria: de la función pasiva de ajustar el tipo de redescuento según el movimiento de las reservas metálicas, a la noción activa de regular la oferta monetaria y satisfacer los requerimientos financieros de ciertos sectores económicos mediante el crédito primario.

Se trató de una modificación cualitativa del quehacer de la autoridad monetaria. En la nueva coyuntura se sintió el vigor de la política económica agenciada por el Estado para paliar los efectos de la recesión y crear condiciones reactivadoras. La política monetaria fue una de las rutas de la nueva intencionalidad del Estado; acentuadas las circunstancias recesivas, el Gobierno planteó las bases de una política reflacionaria, cuyo eje central fue el Banco de la República. En otras palabras, el Banco Emisor lideró la empresa de remontar las condiciones adversas en las que se debatió la economía. Con esta actitud, el Gobierno y el Emisor participaron en la corriente intervencionista propalada en las economías occidentales como camino para salvar la situación de estancamiento. El haberse mantenido impermeable a las exigencias del momento habría minado los fundamentos institucionales del Instituto de Emisión. Así lo reconoció el ministro Jaramillo:

Si el Banco de la República se hubiera encerrado dentro de los muros de su estatuto original, contemplando impasible la ruda batalla económica que se libraba a su alrededor; y se hubiera abstenido sistemáticamente de acudir con sus poderosos recursos en auxilio de los elementos más quebrantados de esa economía, se habría puesto en abierta pugna con las prácticas tradicionales de los establecimientos de su especie, y habría creado en su contra una opinión pública tan desfavorable, que su misma existencia habría quedado comprometida (*Memoria de Hacienda*, 1933: 31).

La reorientación de las actividades del Banco de Emisión sobre la base de la aceptación del principio según el cual los bancos centrales tendrían poder “para regular la provisión de moneda, independientemente de los movimientos del oro” (*Revista del Banco de la República*, marzo de 1928: 126) fue aceptada originalmente sin abdicar del patrón monetario oro. Al contrario, no se consideraron incompatibles el sostenimiento del sistema oro y la autonomía e iniciativa del Banco de la República para producir determinados efectos en la circulación monetaria y en la dirección del crédito.

Ni siquiera la suspensión de la convertibilidad de los billetes y el abandono de las paridades metálicas fueron aceptadas en principio como un aislamiento

del patrón oro; se pensó que el régimen metálico, a pesar de sus limitaciones, era el cimiento ideal de la reconstrucción, y que solo unas circunstancias económicas extremas como las de ese momento podrían comprometer transitoriamente su permanencia. La trama de los acontecimientos internos entre 1932 y 1934 y la tendencia del mundo occidental en favor de la dirección de las economías modificaron la percepción inicial sobre la continuidad del patrón monetario oro.

## **8.2 Conflicto de intereses en torno a la emisión. Expansión oficial y contracción privada**

### **8.2.1 La evidencia empírica**

La emisión del Banco de la República aumentó en 122 % entre 1932 y 1939. Hasta 1936 la principal fuente de expansión fue el crédito al Gobierno. El crédito al sector privado predominó de 1937 a 1939<sup>106</sup>. El valor nominal de los medios de pago se incrementó 142 % en el período<sup>107</sup>. Este crecimiento mo-

<sup>106</sup> El crédito al Gobierno fue el origen principal de la expansión en los años 1932-1933, con el 52,8 %, 1933-1934, con el 34,5 %, y 1935-1936, con el 49,8 %. Las reservas internacionales tuvieron su mayor impacto en los años 1934-1935, con el 43,7 %, y 1936-1937, con el 47,1 %. El sector privado se impuso en los movimientos expansivos de la base en los años 1937-1938, con el 98,7 %, y 1938-1939, con el 25,6 %. Precisamente en estos dos últimos años el crédito al sector privado fue la única fuente de variación expansiva de la base, al tiempo que las reservas internacionales y el crédito al sector Gobierno tuvieron un efecto contraccionista sobre los cambios en la magnitud de la base (Cuadro A2.3, véase pp. 316-317). La composición del crédito primario, que en los años veinte favoreció al sector privado sobre el público, se revirtió a partir de 1932, cuando el crédito a los dos sectores se repartió por partes iguales; en adelante, hasta 1936, el crédito al sector privado fluctuó entre el 10 % y el 15 % del crédito destinado al sector público. En los tres últimos años el crédito del Emisor al sector privado creció continuamente, al tiempo que descendió la financiación para el sector público, de modo que en 1939 el crédito otorgado al sector privado significó el 73 % del crédito destinado al sector público (Cuadro A2.2, véase pp. 314-315).

<sup>107</sup> El multiplicador monetario creció entre 1931 y 1934. En los dos primeros años debió influir especialmente la caída en la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente; en el último, el crecimiento del multiplicador debió responder a la caída en la relación de reservas. Posteriormente, en los años 1934-1939, el multiplicador aumentó continuamente atendiendo más al comportamiento descendente de la relación de efectivo a depósitos en cuentas corrientes ( $e$ ), que a la conducta ascendente de la relación de reservas a depósitos de cuenta corriente ( $r$ ). En definitiva, el multiplicador monetario presentó una tendencia ascendente inducida por el descenso de la relación ( $e$ ), que no alcanzó a ser contrarrestada por el ascenso de la relación ( $r$ ) (Cuadro A2.4, véase p. 318). Del incremento en los medios de pago, el 45,2 % fue explicado estadísticamente por la base monetaria, el 25 % por el multiplicador y el 29,8 % por un efecto cruzado entre las dos variables.

netario fue afectado por el comportamiento contraccionista de los bancos, el cual se manifestó en el crecimiento de las reservas monetarias. La demanda excesiva de aquellas reservas fue considerada como uno de los síntomas de la paralización del crédito en 1932, cuando la nueva política reflacionaria requirió una actitud más positiva de parte de los bancos<sup>108</sup>. A lo largo del período, particularmente entre 1932 y 1937, la banca comercial presentó en sus balances unos saldos de reservas libres sin precedentes<sup>109</sup>.

No solo en términos de la expansión secundaria, sino de la creación global de crédito, la banca comercial fue también contraccionista. Los activos financieros emitidos por los bancos —depósitos de ahorro y a término— se debilitaron notablemente en el período: los ahorros de libreta cayeron 38 % y los depósitos a término 39 %; únicamente los de ahorro experimentaron un notable aumento en 1938 y 1939 alcanzando guarismos sin precedentes (Cuadro A2.1, véase p. 313). Para recalcar la actitud contraccionista basta señalar que

<sup>108</sup> El comportamiento ascendente del multiplicador y su importancia relativa en la producción de los medios de pago —25 %, porcentaje superior al de la época del auge, 14,6 %— no ocultaron la tendencia contraccionista de los bancos, la cual se manifestó en el crecimiento de la relación de reservas bancarias a depósitos en cuenta corriente. En otras palabras, la cuarta parte de los medios de pago producidos por el sistema bancario total en el período 1932-1939 se debió al resurgimiento de la preferencia del público por los depósitos en cuenta corriente, en comparación con sus tenencias en efectivo. Por su lado, la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente se incrementó continuamente en el período 1934-1938 (de 0,40 a 0,48), pero sus valores fueron especialmente altos en 1932 (0,546) y 1933 (0,523), lo cual sugiere que la demanda de los bancos por liquidez tendió a sostenerse y en algunos años a incrementarse a pesar de estar ya en un período de recuperación. El encaje promedio del sistema bancario ( $\bar{r}$ ) ascendió casi continuamente entre 1932 y 1937, disminuyendo entre 1937 y 1939. Este comportamiento correspondió al de cada tipo de depósitos: el de los depósitos a la vista ( $r_0$ ), presentó una tendencia descendente exceptuando 1936 y 1937, mientras los encajes sobre los depósitos a término ( $r_t$ ) y de ahorro ( $r_a$ ), se elevaron francamente de 1932 a 1937. La relación de endeudamiento con el Banco de la República ( $b$ ), se redujo considerablemente a lo largo del período, exceptuando los años 1938 y 1939. Las relaciones de depósitos a término ( $t$ ) y de ahorro ( $a$ ) en comparación con los depósitos en cuenta corriente disminuyeron ostensiblemente a lo largo del período, excluyendo también 1938 y 1939, cuando los depósitos de ahorro aumentaron (Cuadro A2.4, véase p. 318).

<sup>109</sup> La conducta contraccionista de los bancos puede observarse una vez más en el (Cuadro A2.4, véase p. 318), al leer la columna de la relación de reservas libres con respecto a los depósitos totales ( $r_t$ ): del año 1933 al 1937 dicha relación fue positiva, contrariando el comportamiento evidenciado entre 1924 y 1932, cuando la relación de endeudamiento de los bancos con el Banco de la República ( $b$ ) fue superior a la relación de reservas bancarias excesivas a depósitos totales ( $r_t$ ). Las estadísticas correspondientes a la relación de reservas excesivas en el período 1932-1939 prácticamente duplicaron las del período 1923-1932. Tal comportamiento de las reservas excesivas y de las reservas libres confirmó la actitud contraccionista asumida por la banca comercial entre 1932 y 1939.

la dinámica de adquisición de activos rentables de la banca comercial en el período fue inferior a la demostrada en la época de la recesión<sup>110</sup>.

### 8.2.2 El “sabotaje” de la banca comercial a la política monetaria. El papel de la banca oficial

Las autoridades monetarias percibieron a mediados de 1932 la marcha en contravía de la banca comercial en relación con los objetivos expansionistas de la política económica. Frente al incremento deliberado de la base monetaria, las autoridades discutieron la absorción de los nuevos recursos por los bancos en la forma de reservas. El Directorio del Emisor denunció la paralización del crédito privado e invitó a la banca comercial a cooperar con la política reflacionista. Ante todo, destacó el compromiso conjunto del Gobierno y el Banco de la República:

Aquel [el Gobierno] con su incansable esfuerzo para obtener el equilibrio presupuestal, base necesaria de la restauración del país, y con sus múltiples iniciativas para aliviar la situación; y este [el Banco] con su decisiva cooperación a la realización de tales iniciativas, como lo hizo al suscribir los Pagarés del Tesoro; al efectuar la negociación sobre las salinas terrestres, para ayudar a cubrir el déficit pendiente y reanudar las obras públicas; al tomar los bonos de la prima a la exportación de café, para fomentar la industria cafetera; al establecer de sus propios fondos una prima considerable a los productores de oro; al hacerse cargo del control del cambio, y al colaborar en la fundación de las nuevas instituciones destinadas a desarrollar la agricultura y facilitar la solución del grave problema de las deudas (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1932: 51).

Los directores del Banco señalaron la situación favorable de la banca comercial para integrarse al proceso reflacionista, después de los ajustes de cartera

<sup>110</sup> La caída de las relaciones de depósito ( $t$ ) y ( $a$ ) que estimularon el ascenso del multiplicador de los medios de pago para la base fuente neta ( $\phi_1$ ), contribuyó a la disminución de los coeficientes del multiplicador del crédito ( $z$ ). Solo al final, en los años 1938 y 1939, se encuentra un comportamiento paralelo de efectos expansivos sobre el crédito y sobre el dinero de los dos multiplicadores ( $\phi_1$  y  $z$ ). La razón descansa en el hecho simultáneo del descenso del encaje promedio, del aumento de la relación de endeudamiento con el Banco de la República y de la recuperación de la relación de depósitos de ahorro a depósitos en cuenta corriente. Las observaciones sobre los multiplicadores del dinero y el crédito pueden resumirse considerando la evolución de la relación que puede establecerse entre ellos mismos, o sea, entre los activos rentables adquiridos por los bancos en el mercado de crédito y los medios de pago. Esta relación, que creció continuamente entre 1924 y 1932, y acentuó su ascenso durante el período crítico, se redujo tan rápidamente que en los años 1935 a 1937 no llegó a la mitad de lo que había significado en 1931.

realizados para sanear los activos de riesgo, y de la creación de instituciones oficiales para el arreglo definitivo de las deudas pendientes con los bancos:

Hoy los principales bancos nacionales se hallan en una posición sobremanera sólida, habiendo verificado, muy cuerdamente, un severo análisis de su cartera, castigando, a costa de sus utilidades y reservas, toda la parte de aquella que presentara alguna duda o dificultad para el cobro [...]. Cuentan ellos con disponibilidades abundantes, como lo muestra el hecho de haber reducido sus descuentos en el Banco Central en más de \$ 6.000.000 en los últimos cinco meses, y han de ver aumentar esos recursos a medida que la Corporación Colombiana de Crédito desarrolle sus operaciones y que el nuevo Banco Central Hipotecario entre a funcionar, como que una y otro están destinados a facilitar el arreglo y cancelación de las deudas a favor de los bancos.

A esas favorables condiciones, que ponen a los bancos comerciales y a la Caja de Crédito Agrario en posición de ayudar eficientemente al fomento de la producción y del comercio, hay que agregar el constante apoyo con que cuentan de parte del Banco Central de Emisión [...].

Todas esas circunstancias llevan a la conclusión de que parece llegado el caso de que las instituciones de crédito estudien la forma de reanudar aquellas operaciones sanas y seguras que tiendan a desarrollar la producción y a reanimar la economía nacional (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1932: 52).

Los resultados estadísticos comentados atrás dejaron en claro hasta dónde llegó la colaboración solicitada. En los años posteriores a 1932, el reclamo gubernamental ante la renuencia crediticia de la banca fue un lugar común en los documentos oficiales<sup>111</sup>.

<sup>111</sup> En 1936, el ministro de Hacienda reiteró la convicción oficial sobre el retraimiento crediticio de los bancos:

“He dicho ya con claridad que, en mi concepto, los bancos comerciales no han adoptado una política en materia de concesión de créditos, que corresponda a las necesidades actuales del país. Me explico esta circunstancia como un resultado inevitable y muy humano de la última crisis. Pero no debe perderse de vista que el exceso de precauciones, el temor a los riesgos, es tan perjudicial en el terreno de los negocios como la imprudencia misma. He afirmado también que no hay causas que justifiquen el estancamiento de las operaciones de banca. Al menos son desconocidas de todos, pues nunca se han expuesto con precisión. El Gobierno tiene especial empeño en que los bancos comerciales amplíen su radio de acción y presten un concurso más eficaz a los hombres de trabajo.

El llamamiento encarecido que el Gobierno hace a los directores de los bancos privados, para que abran con más amplitud las puertas del crédito, se justifica, pues, plenamente, por la abundancia de recursos de que disponen, y se traducirá en beneficios inmediatos para las mismas instituciones y para la economía del país en general” (*Memoria de Hacienda*, 1935-1936: 114-118).

La ausencia de un compromiso efectivo de la banca privada con la política reflacionista fue compensado en parte por la banca oficial: como se verá adelante, el Banco Agrícola Hipotecario adquirió la cartera de los hipotecarios privados y el Banco Central Hipotecario (BCH) destinó su capital, formado principalmente con recursos del Banco de la República, a la recuperación de la liquidez de la cartera bancaria comercial. Estos pasos de la banca oficial, orientados a descongelar el crédito bancario, fueron complementados por la actividad de la Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero, fundada en 1932. Los créditos de la Caja se enfilaron principalmente a las regiones cafeteras y al financiamiento del capital de trabajo requerido por las industrias.

### **8.3 Naturaleza y proyecciones institucionales de la política económica**

#### **8.3.1 Intervencionismo genérico y desarrollo de facultades constitucionales del Estado en el campo económico**

El desequilibrio del sector externo y la crisis generalizada de las transacciones internas sirvieron de marco a la política económica, activa, concebida y ejecutada desde finales de 1930. Las autoridades económicas plantearon los objetivos, diseñaron las políticas y definieron las variables que obrarían como instrumentos. Fue una ilustración sin precedentes de cómo realizar una política económica con objetivos explícitos, y medios para cumplirlos. Bajo el peso de circunstancias extremas se tomó la senda de la intervención, dejando en manos de las autoridades el control de variables que en condiciones normales dependerían de las fuerzas mercantiles.

Lo ocurrido con la política económica fue un ángulo del proceso institucional que a mediados de los treinta se incorporó al texto constitucional. Aunque con precedentes en el régimen colonial y en el desarrollo institucional posterior a la Independencia, la etapa más avanzada del intervencionismo se gestó en el fondo de la crisis, en los primeros años treinta.

El Acto Legislativo 1 de 1932 (8 de septiembre) extendió el espectro de la intervención a la inspección de industrias y profesiones en lo atinente a la seguridad y salubridad públicas, y sentó la libertad del ejercicio profesional y de los oficios con independencia de las asociaciones gremiales. El Acto Legislativo 1 de 1936 (5 de agosto) garantizó la propiedad privada definiéndola como “una función social que implica obligaciones” (artículo 10.º); estableció que “el Estado puede intervenir por medio de leyes en la explotación de industrias o empresas públicas y privadas, con el fin de racionalizar la producción, distribución y consumo de las riquezas, o de dar al trabajador la justa protección

a que tiene derecho” (artículo 11.º); definió que “el trabajo es una obligación social y gozará de la especial protección del Estado” (artículo 17.º), y reconoció que “la asistencia pública es una función del Estado” (artículo 16.º).

Las iniciativas de política económica adoptadas desde 1930, derivadas de la actitud activa del Estado en la economía, nacieron a la vida institucional por designio inmediato del Congreso —como lo fueron las leyes 73 de 1930 y 82 de 1931— o por la acción ejecutiva basada en facultades extraordinarias —como lo fueron el Decreto 1683 de 1931 sobre control de cambios, los decretos 234, 280 y 711 de 1932, por los cuales se abrió paso institucional a la solución del problema de las deudas, y el Decreto 2214 de 1931, aprobatorio del contrato entre el Gobierno y el Banco de la República para la administración de las salinas terrestres—. Ninguna de estas disposiciones, y otras complementarias, en las cuales se basó la política macroeconómica concebida para remontar la crisis, requirió la vigencia del intervencionismo genérico, cuya adopción formal se debió al constituyente de 1936. En un ambiente favorable a una mayor injerencia estatal sobre el curso de la economía, la política se valió de las atribuciones constitucionales reconocidas al Estado en materias económicas, por lo menos desde la reforma de 1886<sup>112</sup>.

### 8.3.2 La prioridad del criterio de “estricta necesidad” e “intereses supremos” del Estado<sup>113</sup>

La política económica ideada para enfrentar la crisis debió traducirse no solo en orientaciones que chocaron con la férrea ortodoxia del patrón oro, sino también en medidas radicales que tropezaron con la interpretación literal de los textos legales. En uso de “facultades extraordinarias” otorgadas por el Congreso —leyes 99 y 119 de 1931—, el Ejecutivo trazó los lineamientos de la nueva política interviniendo en campos disímiles, como el crédito del Banco Emisor al Gobierno, los contratos entre acreedores y deudores, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y el control sobre los cambios externos.

<sup>112</sup> Estos tópicos son discutidos por Hernán Toro Agudelo en su estudio para la Corte Suprema de Justicia sobre las normas legales originarias de la Junta Monetaria (Sentencia de la Sala Plena de junio 12 de 1969, de la Corte Suprema de Justicia, *Boletín Jurídico y del Congreso* (Asociación Bancaria de Colombia), núm. 474-20).

<sup>113</sup> Los términos entre comillas fueron empleados por el superintendente bancario en 1933, al recordar la pertinencia para Colombia en esa época de los criterios sostenidos por la Corte de los Estados Unidos al sancionar la constitucionalidad de las *Legal Tender Acts* de 1862 y 1863 (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, 1933: 22 y ss.).

Los artículos 4.º de la Ley 99 de 1931 y 3.º de la Ley 119 del mismo año, así como los decretos expedidos en virtud de tales artículos, fueron demandados por la violación de varios artículos de la Constitución. El artículo 4.º mencionado revistió al presidente de facultades extraordinarias “para tomar las medidas financieras y económicas que sean precisamente indispensables para conjurar la crisis por que atraviesa el país”. Y el 3.º de la Ley 119 dispuso que dentro del artículo 4.º de la Ley 99 “queda comprendida la de establecer, aumentar, disminuir, reorganizar o refundir los impuestos que el Gobierno considere indispensables”.

Los fallos jurisdiccionales resultaron finalmente favorables a la política gubernamental. La Corte Suprema de Justicia declaró la exequibilidad de los textos legales en los cuales se apoyaron las medidas económicas (*Memoria de Hacienda, 1934: 113-147*)<sup>114</sup>.

#### **8.4 La realidad concreta: diseño y ejecución de una política macroeconómica reflacionista**

En el curso de 1930 y 1931 los precios declinaron 30 % en relación con el índice para finales de 1929 (Ocampo y Montenegro, 1982: Cuadro 8). La estabilidad de los precios y la normalización de los pagos internos y externos aparecieron como los objetivos últimos de la nueva política. La legislación extraordinaria de 1931, 1932 y 1933 creó los instrumentos para la ejecución de la política. A la discrecionalidad de las autoridades se confió la regulación del tipo de cambio y de las tasas de interés; se abrió la posibilidad de nuevos contratos entre el Gobierno y el Emisor para comprometer el crédito primario con el financiamiento del déficit fiscal, el rescate del sistema financiero y la reactivación de la economía. Otras *variables controladas* fueron las restricciones cuantitativas aplicadas sobre las importaciones, los giros sobre el exterior y ciertos cupos de emisión.

<sup>114</sup> Todavía en 1937 la Corte Suprema de Justicia se encontró fallando sobre la legislación extraordinaria de 1932 y 1933, en particular sobre los impuestos que gravaron los intereses sobre las cédulas hipotecarias y los contratos entre particulares (Decreto 280 de 1932, artículo 1.º; Decreto 420 de 1932, artículo 1.º; y Ley 37 de 1932, también artículo 1.º). Los fallos se refirieron además a las demandas entabladas contra la legislación sobre obligaciones contraídas en moneda extranjera (Ley 46 de 1933, artículos 1.º, 2.º y 7.º) (*Revista del Banco de la República, abril de 1937: 119*).

### **8.4.1 Recuperación y protección de bienes públicos: estabilidad cambiaria y estabilidad financiera**

El desequilibrio externo y la deflación de precios de los bienes, servicios y factores comprometieron la estabilidad cambiaria y quebrantaron el crédito y las relaciones normales entre acreedores y deudores. Estos bienes públicos, asegurados institucionalmente en las reformas de 1923, se habrían malogrado sin las políticas de emergencia aplicadas desde 1931. Las ventajas (externalidades positivas) derivadas de la organización cambiaria y financiera se habrían convertido en fuentes de inestabilidad (externalidades negativas), como ocurrió en las tres décadas que antecedieron a la legislación de 1923.

### **8.4.2 Los puntos cardinales de la política**

#### **8.4.2.1 Políticas fiscal y monetaria**

A finales de 1931 se configuró una “mezcla” de políticas fiscales y monetarias. En lo fiscal se persiguió un *ajuste gradual* del presupuesto, y la *orientación selectiva* del gasto, sobre todo en obras públicas generadoras de empleo. El ajuste gradual permitió utilizar el déficit como mecanismo de reactivación. La política monetaria vino en auxilio de la fiscal aportando el financiamiento primario de los déficits acumulados en la Tesorería y de los programas de obras públicas. El mecanismo utilizado no fue el de los cupos gubernamentales en el Emisor, sino un contrato administrativo de concesión mediante el cual el Gobierno entregó al Banco de la República la explotación de las salinas terrestres. La contrapartida obligada fue el crédito extraordinario al Gobierno.

La política fiscal también acudió en apoyo de la cambiaria cuando se aprobaron primas en favor de algunos sectores de exportación. Igualmente, en favor de la recuperación de los pagos del sector privado a los bancos, al financiar parcialmente —con documentos de la deuda pública— el arreglo de las deudas. La política monetaria acudió también en beneficio del sector privado, abriendo cupos para la licuefacción de las deudas y financiando el aporte gubernamental en los nuevos bancos oficiales.

#### **8.4.2.2 El financiamiento monetario del presupuesto**

##### **8.4.2.2.1 Los requerimientos de la reflación**

El financiamiento del déficit del presupuesto fue uno de los núcleos significativos de la controversia económica en los albores de los años treinta. La primera

medida de fondo fue buscar un crédito externo extraordinario, cuando ya se cerraban las esclusas del mercado financiero internacional, en el primer semestre de 1930. Las gestiones ante los banqueros extranjeros fueron realizadas por el propio presidente electo. Siguiendo una recomendación de Kemmerer en 1923, y reiterada en 1930, el Gobierno escogió un grupo de banqueros para representar sus intereses en los centros financieros. Dicho grupo consiguió la renovación de empréstitos externos que vencieron a mediados de 1930, hasta finales del tercer trimestre de 1931, y el advenimiento de recursos frescos también exigibles a finales de 1931. Estos recursos nuevos fueron transferidos en buena parte por la nación a los departamentos, los cuales, a su vez, los destinaron a la compra de giros sobre el exterior para el servicio de la deuda (“Notas Editoriales”, julio de 1931). Sobre los nuevos fondos, los banqueros foráneos exigieron, a la manera del futuro Fondo Monetario Internacional, la organización autónoma y con criterios comerciales de los Ferrocarriles Nacionales, la continuidad de la política de equilibrio presupuestal y la disminución del endeudamiento público (“Notas Editoriales”, enero de 1931).

Uno de los objetivos de la Ley 73 de 1930, comentada en el capítulo anterior, fue permitirle a la nación la transferencia de recursos debidos a los departamentos, cuando aún los banqueros internacionales no habían presentado su oferta de recursos “frescos”. Al extender el cupo legal del Gobierno en el Banco de la República, la Ley 73/30 abrió la posibilidad de poner en práctica la autorización de la Ley 20 del mismo año, según la cual se podrían emitir hasta \$ 6.000.000 en pagarés del Tesoro. El Banco de la República adquirió una tercera parte; los bancos otra tercera parte, y la restante, las empresas Tropical Oil Company y Andian National Corporation.

El “cierre” del crédito externo y las dificultades presentadas en el sostenimiento del servicio de la deuda, así como el deterioro del crédito interno, sellaron el acceso a las fuentes no monetarias de financiamiento del déficit. La operación de crédito sobre las salinas terrestres, una vez establecido el control de cambios, constituyó un mecanismo sin precedentes desde la creación del Banco de la República, destinado al financiamiento monetario del déficit del presupuesto.

Se convino, originalmente, en un avance de \$ 15,5 millones con la opción de aumentos posteriores. A mediados de 1934, el endeudamiento gubernamental neto por concepto del contrato sobre las salinas rebasó los \$ 17 millones. De esta suma, \$ 6 millones se destinaron a financiar el déficit efectivo de la Tesorería; \$ 3,5 millones al financiamiento de los aportes gubernamentales en la Caja Agraria y la Caja Colombiana de Ahorros; \$ 0,6 millones al descuento de operaciones de recuperación de la cartera de los bancos; \$ 0,4 millones para financiar el arreglo de deudas privadas patrocinado por la Corporación Colombiana de Crédito, y \$ 9,7 millones para los programas de obras públicas. De los

avances hechos por el Emisor, \$ 5 millones se destinaron a cancelar préstamos anticipados del Banco de la República para la capitalización de la Caja Agraria y la Caja Colombiana de Ahorros (*Memoria de Hacienda*, 1934: 36-55).

#### 8.4.2.2.2 Las urgencias de la guerra

El programa de ajuste macroeconómico debió encarar los requerimientos derivados del conflicto fronterizo con el Perú desatado en septiembre de 1932, prácticamente un año después de que se pusiera en marcha la política reflacionaria. El Gobierno buscó en el mercado financiero y en el Banco de la República los recursos exigidos por la defensa nacional (*Memoria de Hacienda*, 1933: 14-25; 1934: 55-71). En el último trimestre de 1932 se colocaron en el mercado interno los bonos del “empréstito patriótico” autorizados por la Ley 12 de 1932; la operación allegó los primeros \$ 10 millones destinados a sufragar los gastos del conflicto. Tales recursos resultaron francamente insuficientes para cubrir los gastos de la guerra. Como el menguado mercado de valores no podía satisfacer las demandas crecientes e inmediatas de la confrontación, el Gobierno acudió, de nuevo, al expediente del financiamiento monetario del presupuesto.

La “monetización” del presupuesto de guerra se realizó en el curso de 1933 y los primeros meses de 1934. En febrero de aquel año se materializó un nuevo convenio con el Emisor para extender el crédito primario al Gobierno en \$ 5 millones más. Posteriormente, la Ley 44 de 1933 autorizó una nueva operación crediticia con el Banco de la República por \$ 5 millones adicionales. En 1934, el Gobierno requirió el contingente de la emisión primaria y el complemento del crédito de la banca hipotecaria y comercial para mejorar el equipamiento de guerra; el crédito primario se comprometió con otros \$ 10 millones, y el bancario comercial con \$ 3,5 millones.

En definitiva, el financiamiento monetario bruto del presupuesto recorrió dos etapas diferentes entre 1932 y 1934: la primera identificada con el plan reflacionista, concebido y ejecutado desde 1931; y la segunda, derivada del litigio fronterizo. La primera etapa correspondió a la denominada “inflación deseada”; la segunda fue la respuesta obligada a unos episodios imprevisibles. En el primer caso se acudió expresamente al Emisor; en el segundo, inicialmente al mercado financiero, y luego, en un proceso escalonado, al Banco de la República.

La conclusión de la contienda fronteriza supuso el retorno a la normalidad presupuestal y, por ende, la clausura del plan de financiamiento extraordinario concebido para la reflación y, luego, para el sostenimiento de la guerra. De hecho, “los niveles de precios se elevaron por encima del 40 % entre el comienzo de la política reflacionista y el relevo de la administración ejecutiva en

el segundo semestre de 1934” (Ocampo y Montenegro, 1982: Cuadro 8). La verdad presupuestal impuso la vuelta a las fuentes ordinarias de financiamiento del gasto público en un contexto macroeconómico diferente al enfrentado a finales de 1931.

#### 8.4.2.2.3 El epílogo: ajuste de las fuentes presupuestales y reforma tributaria

El retorno a la regularidad en el manejo fiscal fue un tema prioritario en la agenda gubernamental a finales de 1934. El proceso de acomodamiento institucional fue explicado gráficamente por el presidente López Pumarejo (1934):

[...] estamos pasando de la actividad del tiempo de guerra, de los presupuestos de guerra, de la inflación monetaria, de los gastos imprevistos, de los gastos extraordinarios, de las emisiones de bonos, de las emisiones de billetes, a la normalidad política y fiscal [...] (pp. 379-381).

La preparación del presupuesto de 1935 convenció al Gobierno de la incapacidad absoluta para reiniciar los pagos suspendidos de la deuda externa, y de la imposibilidad de cumplir los plazos fijados en los contratos de deuda con el Banco de la República. Se convino con el Emisor en que las rentas de salinas de 1935, destinadas originalmente a la amortización parcial de la obligación, engrosaran en su totalidad los ingresos del Gobierno, y que las de 1936 se repartieran por mitades entre el fisco y el Emisor. Además, se estableció que las deudas de guerra adquiridas con el Emisor se pagarían en un plazo de cinco años, que los intereses acumulados se congelarían, y que las rentas otorgadas en prenda al Banco quedarían liberadas. Estos acuerdos fueron ratificados por la Ley 7.<sup>a</sup> de 1935, como se verá más adelante. Como el desahogo fiscal derivado de los nuevos convenios con el Emisor resultaba insuficiente para recobrar el equilibrio presupuestal, se propuso un plan impositivo en el cual se gravarían progresivamente los capitales y las exportaciones (Soto, 1934: 382-384). Los proyectos tributarios del Gobierno tomaron forma en las sesiones ordinarias de 1936 con la denominación de *reforma tributaria*. Los pilares de la reforma fueron tres: el relacionado con el impuesto a los giros procedentes de las exportaciones cafeteras; el alusivo a la reforma del impuesto sobre la renta, así como a la creación de la imposición sobre los patrimonios y los excesos de utilidades, y el que propuso el impuesto sobre la masa global hereditaria (Lleras, 1975: 397-402).

La reforma apuntó a un doble objetivo: el fiscal, entendido como la vigorización de los ingresos ordinarios del Estado y la financiación del gasto público con prescindencia del crédito del Emisor; y el social, concebido como un mecanismo de redistribución de la riqueza mediante la imposición

y el gasto asistencial del Estado. Estabilización con redistribución fueron las guías del reordenamiento fiscal puesto en marcha a mediados de los años treinta<sup>115</sup>.

#### **8.4.2.3 El tema de las deudas impagas. El “rescate” estatal de los bancos**

Uno de los principales puntos de apoyo de la política reflacionista fue la normalización de las corrientes internas de pagos entre los bancos y sus clientes, y de los particulares entre sí. Las medidas centrales fueron adoptadas en el primer semestre de 1932. En cada caso los actores fueron los mismos: los deudores, la banca acreedora, el Estado y el Banco de la República. El criterio general de las autoridades fue conciliar los intereses contrapuestos de acreedores y deudores, procurando una “equitativa distribución de sacrificios” entre estos.

Los instrumentos empleados fueron: la deuda pública, el crédito de instituciones oficiales, los cupos *ad hoc* en el Emisor y las tasas de redescuento e interés. Pero, en último análisis, la viabilidad y el peso de la política recayeron en el crédito primario del Banco de la República.

##### **8.4.2.3.1 El ajuste del balance bancario**

En el primer semestre de 1931 la Superintendencia Bancaria tomó las primeras provisiones para la eventual pérdida de activos que la crisis podría acarrearles a las instituciones financieras. Se dispuso la capitalización de las utilidades del primer semestre de 1931, y la cancelación con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, o reservas, de los activos que se consideraran irremediamente perdidos (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, 1931: 18). En consecuencia, los bancos se abstuvieron de repartir dividendos en 1931 y en el primer semestre de 1932, en contra de los intereses de los accionistas (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, 1932: 9).

El Decreto Extraordinario 945 de 1932 autorizó las disminuciones de capital cuando el demérito de los activos bancarios así lo exigiera. En virtud de dicha disposición, los bancos castigaron el 25 % del valor del capital y las reservas contabilizados a finales de 1931 (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, 1933: 8). Los bancos de mayor tamaño realizaron ajustes significativos a mediados de 1932: el de Bogotá, sin alterar su capital, redujo sus reservas

<sup>115</sup> Estos fueron los aspectos prioritarios señalados por el presidente al explicar públicamente el proyecto de presupuesto para 1935 (López, 1934).

legales y eventuales 75 %; y el de Colombia castigó su capital 40 %, y sus reservas 49 %. Los ajustes se efectuaron para reconocer en el balance las pérdidas de patrimonio causadas por activos considerados como definitivamente incobrables (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda, 1932: 10-11*).

Para reivindicar los valores patrimoniales de los bancos, el mismo Decreto 945 de 1932 dispuso que en los casos de recuperación de activos eliminados del balance, no menos del 40 % se llevara al fondo de reserva legal.

#### 8.4.2.3.2 Deflación y deudas hipotecarias

La caída de los precios en 1930 y 1931 trajo aparejado el desbarajuste del crédito hipotecario, y lo que pareció un nuevo problema financiero para la banca hipotecaria, afectada por el cierre del crédito externo, se transformó en un conflicto colectivo:

[...] existía una corriente de opinión, organizada en el país entero, tendiente a fomentar una especie de huelga de deudores hipotecarios; en todos los centros de alguna importancia comercial, constituyéndose juntas o comités que se proponían obtener para los deudores una reducción en la cuantía de sus obligaciones que, hasta donde fuera posible, guardara proporción con la desvalorización de la propiedad raíz, con la disminución en la capacidad de lucro de las empresas agrícolas e industriales, y con el aumento en el poder de compra de la moneda (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda, 1932: 12*).

En otras palabras, los deudores plantearon una rebaja de sus obligaciones del orden del 40 %. La situación fue sorteada por el Ejecutivo con una serie de medidas, entre las cuales el Decreto 280 de 1932 trató directamente el asunto de las deudas hipotecarias. Sus principales disposiciones sobre los negocios hipotecarios fueron las siguientes:

Primera. Se destinaron \$ 0,6 millones provenientes del crédito sobre salinas al financiamiento, sin intereses, de la banca hipotecaria. El préstamo se otorgó por un plazo de cinco años, para ser reembolsado en los cuatro siguientes por cuotas anuales. A cambio de esta inyección gratuita de liquidez, los hipotecarios quedaron comprometidos a recibir como pago de la cartera las cédulas internas y externas emitidas por ellos mismos. Por las cuotas vencidas recibirían no menos del 50 % en cédulas, y el 100 % en los abonos extraordinarios a capital. Las cédulas internas se recibirían a la par y en especie; las externas con un descuento del 20 %, y en moneda nacional, de acuerdo con las normas del control de cambios.

*Segunda.* Suspensión del servicio de amortización de las cédulas internas durante tres años, prorrogables. A cambio de este privilegio, los hipotecarios quedaron obligados a doblar los plazos pendientes de los préstamos de amortización gradual sin exceder el límite de veinte años.

*Tercera.* Reducción de la tasa de interés de captación al 7 % y de colocación al 9 %. Los excesos por encima de dichos porcentajes se gravaron con un impuesto del 100 %.

*Cuarta.* De acuerdo con la legislación sobre control de cambios, se fijó un cupo mensual en pesos para la adquisición de divisas destinadas a la compra de cédulas externas de los bancos hipotecarios.

Como resultado de la aplicación del Decreto 280, en año y medio (febrero de 1932 a junio de 1933) la banca hipotecaria redujo su cartera 25 %, recogió el 55 % de las cédulas vendidas internamente y el 19 % de las cédulas transadas en el exterior.

Al entrar en vigencia el Decreto 280, las cédulas se cotizaban con un menor valor, del orden del 50 %. Este margen fue visto como la compensación requerida por los deudores luego de la deflación. El sensible agotamiento de las cédulas internas —reducidas 55 %— y la dificultad para conseguir las externas, elevaron las cotizaciones de dichos valores, estrechando el margen buscado por los deudores. Esta dificultad se agravó con la renuencia de los hipotecarios privados a aceptar depósitos de sus deudores como alternativa de cancelación mientras los propios bancos readquirían sus cédulas. Finalmente, la situación precaria de las reservas internacionales no permitió una exportación de oro en la medida necesaria para satisfacer las demandas de cédulas externas.

Las circunstancias citadas agotaron las posibilidades prácticas del Decreto 280 y las autoridades se encontraron de nuevo ante una agitación social como la enfrentada a principios de 1932. Se adoptó entonces una medida radical, en virtud de la cual se traspasó la cartera de largo plazo de la banca hipotecaria privada al Banco Agrícola Hipotecario, de origen oficial. Realizada la absorción, el Banco Agrícola Hipotecario dispuso la rebaja automática del 40 % sobre el valor del principal y los intereses.

Este mismo Banco se obligó a cancelar, hasta por el valor real de la cartera recibida, las obligaciones de los hipotecarios privados en relación con las cédulas colocadas por ellos en el exterior. Además, en virtud de la autorización excepcional del Decreto 1308 de 1933 para emitir cédulas no relacionadas directamente con el crédito agropecuario, el Agrícola entregó a los antiguos bancos hipotecarios privados una suma en cédulas equivalente al 50 % de la diferencia entre el valor de la cartera recibida y el de las cédulas externas colocadas por aquellos bancos (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda, 1933: 20*). Quedó, entonces, en manos del Estado la solución definitiva del problema de los deudores hipotecarios.

#### 8.4.2.3.3 Recuperación de la cartera de los bancos comerciales

Una semana antes de la expedición del Decreto 280 de 1932, se promulgó el Decreto 234 del mismo año, por medio del cual se creó la Corporación Colombiana de Crédito con el propósito de “negociar con bancos nacionales y extranjeros accionistas de la entidad, aquella parte de su cartera que, a juicio de ellos, requiera para su liquidación facilidades, arreglos o transacciones de índole especial” (Decreto 234 del 11 de febrero de 1932). La Corporación fue autorizada para emitir bonos hasta por el valor de los activos tomados a los bancos; a su vez, el Banco de la República fue autorizado para recibir en garantía de préstamos a los bancos, por el término de diez años, los bonos emitidos por la Corporación.

Complementariamente, el Decreto 280 de febrero de 1932 extendió el redescuento del Banco de la República a las obligaciones bancarias admisibles cuyo término no fuera superior a 180 días. Esta medida duplicó los plazos normales para el redescuento, abriendo a los bancos la posibilidad de otorgar prórrogas similares a sus clientes. Además, el decreto estableció que el Banco de la República, en acuerdo con la Superintendencia Bancaria, fijaría las tasas de interés sobre los depósitos bancarios en el caso de que los bancos comerciales no llegaran a un acuerdo.

Más tarde, el Decreto 420 de marzo de 1932 autorizó a la banca comercial para transformar deudas comerciales en hipotecarias de largo plazo, permitiendo el acceso de los bancos comerciales a las facilidades otorgadas por el Decreto 280 a los hipotecarios. Adicionalmente, el decreto autorizó la entrega de \$ 0,4 millones del empréstito sobre salinas a la Corporación Colombiana de Crédito para facilitar la liquidación de operaciones hipotecarias de pequeños deudores (Decreto 420 del 7 de marzo de 1932).

Las medidas citadas no resultaron tan eficientes en el caso de la banca comercial como lo fueron las disposiciones sobre la banca hipotecaria. Se diseñó, entonces, una estrategia doble para devolver la liquidez al crédito de los bancos comerciales. Por una parte se acudió a la deuda pública en circulación y, por la otra, se autorizó la creación de una nueva institución financiera de origen estatal, con el apoyo del Banco de la República y la participación en el capital de la propia banca privada. Tomó forma entonces el Decreto 711 de 1932, a partir de cuya vigencia se abrió en firme la recuperación de la cartera bancaria comercial. Las principales definiciones contenidas en el Decreto 711 fueron las siguientes:

*Primera.* Los bancos se obligaron a recibir documentos de deuda pública como pago de sus acreencias. En cada caso aceptarían bonos internos del 10 % o del 8 % de interés, por el 50 % de la deuda, si el otro 50 % se cancelaba en efectivo.

*Segunda.* Los bonos del 10 % y el 8 %, recibidos en pago de deuda, se transformarían en bonos de deuda pública del 7 %. Los que permanecieran en poder del público quedarían gravados con un impuesto del 100 % sobre los intereses por encima del 7 %.

*Tercera.* Los bancos comerciales fueron autorizados para presentar los bonos recibidos como garantía de préstamo en el Banco de la República. Por cada peso en bonos los bancos ganaron el derecho de adquirir un peso en efectivo, con la única restricción del 75 % del capital y reservas de cada banco.

*Cuarta.* Se autorizó a los bancos para recibir bonos externos con un descuento del 20 % sobre su valor nominal. Tales documentos se canjearían también por los bonos del 7 %. Si se tienen en cuenta las normas del Control de Cambios, la adquisición de los bonos externos supuso la consignación por parte del público de los pesos requeridos en el Banco de la República y la existencia de un presupuesto de divisas suficiente para adquirir los bonos externos. El 20 % de descuento fue concebido como un “premio” en favor del Gobierno.

*Quinta.* Se autorizó al Ministerio de Hacienda y a la Superintendencia Bancaria para fundar un Banco Hipotecario con la participación del Banco de la República y la banca comercial en el capital inicial (Decreto 711 del 22 de abril de 1932).

Posteriormente, el Decreto 1021 de 1932 aprobó el contrato sobre organización del Banco Central Hipotecario (BCH), señalando que en los primeros tres años de funcionamiento el BCH solo haría “operaciones de préstamo destinadas al arreglo de deudas comerciales o hipotecarias contraídas en favor de los bancos comerciales o hipotecarios” (Decreto 1021 del 11 de junio de 1932).

A mediados de 1933 el Gobierno y los banqueros acordaron una nueva prórroga para la redención de las deudas hasta finales de 1934 a cambio de la cancelación de los intereses y un abono al principal no menor del 5 %. Para estimular dichos pagos, el Gobierno cedió en favor de los deudores la prima del 20 %, y los bancos, a su turno, aceptaron que a partir de agosto de 1933 los bonos recibidos en pago devengarían un interés del 6 %. De esta manera, los bonos fueron pasando del 10 % y 8 % de rendimientos al 7 % y al 6 %.

Los tropiezos encontrados por los deudores hipotecarios al elevarse la cotización de las cédulas en el mercado de valores se repitieron en el caso de los deudores de la banca comercial. También se reiteraron las dificultades para adquirir bonos de la deuda externa por las limitaciones de reservas internacionales. La situación se tornó crítica a principios de 1934 cuando el Banco de la República no pudo responder a los demandantes de bonos externos sin disminuir riesgosamente sus activos internacionales. Se ingenió, entonces, otro bono para ser colocado entre los demandantes de bonos externos a cambio de sus consignaciones en el sector financiero. El bono se colocó entre los depositantes por el 50 % de su valor nominal para ser aceptado por los bancos a la par

como pago de la mitad de las deudas. Por este medio los deudores obtuvieron una reducción de la cuarta parte del valor de lo debido, y no fue necesario comprometer las reservas internacionales. La nueva emisión fiscal destinada a resolver definitivamente el problema de las deudas bancarias comerciales se colocó con un rendimiento exiguo del 3,5 % para reducir el efecto fiscal de la medida (*Memoria de Hacienda, 1934: 51-52*).

La utilización de la deuda pública fue un mecanismo expedito, aunque limitado por el tamaño de las emisiones, para el arreglo de las deudas bancarias. En principio logró conciliar los intereses encontrados de los protagonistas: los deudores se beneficiaron, de acuerdo con las circunstancias del mercado, de los descuentos sobre el valor nominal en la compra de los bonos; los bancos se encontraron con un medio seguro y liquidable como garantía de préstamo en el Banco de la República; y el propio Estado logró progresivamente la unificación de la deuda interna y la reducción de sus intereses nominales, lo cual resultaba imperativo con motivo de la depreciación de los papeles. Finalmente, al permitirse la utilización de bonos externos, el Estado propició un proceso de nacionalización parcial de la deuda externa.

Como en los años posteriores a la crisis la banca comercial presentó excesos de liquidez y, por lo tanto, fue remisa a acudir al crédito primario, los bonos recibidos en pago de la deuda pasaron a engrosar el renglón de inversiones. La parte más significativa de la deuda pública —los Bonos de Deuda Pública Interna del 7 %, 6 % y 3,5 %— quedó en poder del sector financiero después de la crisis. La inversión prácticamente se convirtió en un “crédito forzoso” al Gobierno en la medida en la que las amortizaciones se suspendieron a mediados de los años treinta.

Aparte de la deuda pública como mecanismo de recuperación de la cartera bancaria, el Decreto 711 de 1932 previó la creación del Banco Central Hipotecario con la función inicial de destinar su capital al servicio de la recuperación de la cartera del sistema bancario. En su primer año, el BCH otorgó préstamos por \$ 6,4 millones para cancelar deudas por \$ 10,4 millones (*Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda, 1933: 32*); al final del segundo, el crédito acumulado fue de \$ 16,6 millones, de los cuales el 58 % se había dedicado al arreglo de deudas hipotecarias, el 29 % a la liquidación de deudas con la banca comercial y el 13 % a la conciliación de deudas entre particulares. Todavía al final de la década, el BCH continuó su labor inicial de consolidar la liquidación de las deudas de principios de los años treinta; a finales de 1940, los recursos totales dedicados a la redención de las deudas sumaron \$ 29,7 millones, equivalentes al 58 % de los recursos totales prestados por el BCH. El 42 % restante se destinó al financiamiento de edificaciones urbanas, obras municipales y negocios comerciales y agrícolas (*Revista del Banco de la República, septiembre de 1942*).

#### 8.4.2.3.4 La “intervención” de los cafeteros en la solución del problema de los deudores

Los cafeteros tomaron cartas en el asunto de los deudores, reiterando “que el problema de las deudas es el más grave y apremiante de cuantos afectan a los productores de café” (Federación Nacional de Cafeteros, 1932: 76). Con anterioridad a la expedición de las medidas extraordinarias de comienzos de 1932, la Federación planteó varias sugerencias que finalmente se vertieron en los decretos: rebaja general de los intereses, suspensión temporal de los juicios ejecutivos y cancelación de las acreencias hipotecarias con cédulas emitidas interna o externamente por los bancos hipotecarios. Estas aspiraciones se recogieron principalmente en el Decreto 280 de 1932. Más tarde, los decretos relativos al BCH proveyeron los recursos necesarios para liquidar la cartera atrasada de los deudores cafeteros (“Memorando de la Federación Nacional de Cafeteros al Gobierno”, 1932: 17-22).

El interés por la liquidación del crédito congelado corrió a la par con la presión sobre el Ejecutivo y el Congreso para crear una institución oficial destinada al crédito agrícola, particularmente a los pequeños productores de café. La Ley 52 de 1931 materializó aquella iniciativa de los cafeteros en la denominada Caja de Crédito Agrario e Industrial, a cuya financiación inicial se destinó una parte del crédito “sobre salinas terrestres”<sup>116</sup>.

#### 8.4.2.4 Integración de la política cambiaria al proceso reflacionista

En el campo cambiario la nueva política económica quiso preservar la estabilidad, entendiendo por ella la vigencia de un régimen de cotizaciones estables y una cobertura en oro de los billetes del Banco de la República que se considerara suficiente en el caso de un eventual retorno del régimen metálico con convertibilidad de los billetes. Este marco cambiario fue apellidado por

<sup>116</sup> El gerente Mariano Ospina Pérez llevó a la Cámara de Representantes un proyecto de ley inspirado en un acuerdo del Cuarto Congreso Nacional de Cafeteros, el cual dispuso lo siguiente:

“El comité nacional y la gerencia de la Federación gestionarán por todos los medios a su alcance, la creación de un establecimiento de crédito agrario destinado a hacer préstamos a los agricultores, y en especial a los pequeños productores de café, en la forma de prenda agraria y en las condiciones más favorables posibles”.

Ospina resumió las gestiones correspondientes así:

“Mediante tenaces gestiones en la Cámara y en la prensa, con el apoyo de las solicitudes formuladas por los comités departamentales y con la colaboración de un grupo de miembros del Congreso, amigos del proyecto, se logró la aprobación de este en los términos que aparecen en la Ley 52 de 1931 [...]” (Federación Nacional de Cafeteros, 1932: 14-15).

Esteban Jaramillo como “el patrón oro controlado”, al cual se aludió en el capítulo anterior como una de las consecuencias inmediatas de la adopción del control de cambios. Con el nuevo contexto institucional se pretendió resguardar la “buena imagen” externa, para preservar el crédito internacional. En lo interno, se propuso sostener el cambio exterior inmodificable dentro de la relación existente con el dólar de los Estados Unidos, y mantener un cubrimiento en oro de los billetes, no inferior al 35 %. La práctica de la política cambiaria con tales criterios tuvo algunos efectos recesivos transitorios, pero posteriormente se integró a la política reflacionista.

El final de dicha política quedó señalado por la moratoria de la deuda externa y el abandono de los puntos del oro como referencia para fijar la tasa de cambio. En el capítulo precedente se refirieron algunos debates que trascendieron públicamente luego de la adopción del nuevo régimen cambiario: posiciones encontradas en torno al pago de la deuda externa; presiones de los sectores exportadores en disputa por las rentas derivadas de la devaluación de la tasa de cambio, y las críticas del comercio importador a la política “discriminatoria” del Banco de la República. El énfasis recae ahora sobre los principales desarrollos de la política.

#### 8.4.2.4.1 Dilemas y conflictos en el servicio de la deuda externa. Fracaso de medidas recesivas

La ortodoxia kemmeriana dominó en el primer año de la administración Olaya Herrera<sup>117</sup>. La resistencia se doblegó en septiembre de 1931; el argumento de fuerza mayor fue el drenaje del 42 % de los activos internacionales del Banco de la República, ocurrido en los tres primeros trimestres de 1931. El derrumbe de las reservas fue el reflejo de la crisis bancaria internacional, que desembocó en una *corrida de depósitos* de los corresponsales extranjeros, no solo en los bancos de origen nacional, sino en las sucursales de la banca foránea en Colombia. La crisis del crédito internacional se tradujo, entonces, en una exportación de oro del Banco de la República.

Un mes después de establecido el control cambiario, la defensa de los activos internacionales exigió disposiciones más radicales del Ejecutivo en

<sup>117</sup> “En realidad el error de la administración Olaya fue no haber implantado el control antes de que el descenso vertiginoso de las reservas provocara una deflación monetaria interna tan grave como la que se presentó. Pero Olaya estaba muy apegado en un comienzo a la ortodoxia de Kemmerer; creyó por algún tiempo que era posible manejar la crisis sin apartarse de aquella y pensó que el equilibrio de la balanza de pagos se restablecería por la contracción del medio circulante interno, sin alterar la tasa de cambio, con alguna ayuda financiera de la banca norteamericana. En conformidad con esa política se empeñó también en mantener el servicio de la deuda externa” (Lleras, s. f.: 62).

relación con el giro al exterior del servicio de la deuda. A pesar de su decisión de pagar la deuda, las autoridades se encontraron con el dilema de mantener los desembolsos o —según sus palabras—, evitar “el exceso peligroso en las exportaciones de oro”. Aunque la balanza se inclinó en favor de la protección de las reservas internacionales, las autoridades idearon mecanismos para garantizar el pago parcial de la deuda cuando el acervo de reservas lo permitiera, y para preservar la continuidad en el servicio de los intereses. El Decreto 1951 del 31 de octubre de 1931 puso bajo discrecionalidad de la Junta de Control de Cambios la remisión al exterior de las amortizaciones de principales e intereses de la deuda gubernamental. Además estableció que los deudores deberían depositar en moneda nacional, en el Banco de la República, y en favor de los acreedores, las sumas correspondientes a los pagos que no se pudieran materializar debido a la estrechez de reservas (*Memoria de Hacienda*, 1932: 28).

Como de hecho el Decreto 1951 interrumpió el servicio oportuno de la deuda exterior, el Gobierno ofreció a los acreedores externos de los departamentos y municipios un *scrip* con intereses. El decreto no tuvo un desenlace feliz; además de no resolver el pago de las acreencias, propició efectos recesivos al congelar en el Emisor una fracción de los mermados fiscos departamentales y municipales. La situación se complicó después de la expedición del Decreto 186 de febrero de 1932, que oficializó un convenio entre el Gobierno Nacional y los entes departamentales y municipales, el cual preveía la continuación de las consignaciones en pesos para efectuar los giros cuando la situación de reservas lo permitiera. A pesar del compromiso inicial, las entidades departamentales y municipales declararon posteriormente la moratoria de la deuda, independientemente del criterio del Gobierno<sup>118</sup>.

Ante el fracaso del plan inicial de *scrips*, el Ejecutivo nacional insistió en la continuidad del pago de los intereses de la deuda pública nacional y de los intereses sobre las cédulas colocadas en el exterior por el Banco Agrícola Hipotecario, dentro de las restricciones cambiarias y fiscales de la época (*Memoria de Hacienda*, 1934: 71-81). En marzo de 1933, bajo la presión del conflicto fronterizo, se expidió el Decreto Extraordinario 643, mediante el cual se suspendió el servicio de la deuda pública externa y se autorizó la celebración de acuerdos con los acreedores extranjeros<sup>119</sup>. Con motivo de la apertura de negociaciones para la superación pacífica de las diferencias fronterizas, los acreedores requirieron una vez más al Gobierno, el cual ofreció un arreglo de liquidación de

<sup>118</sup> Delegados de las asambleas departamentales se reunieron en Medellín en abril de 1932 por iniciativa de la Asamblea de Antioquia. “La Conferencia de Medellín estudió la situación fiscal de los departamentos y municipios deudores, uno por uno, y todos llegamos a la conclusión de que se imponía la moratoria, gustárale o no al doctor Olaya” (Lleras, s. f.: 36).

<sup>119</sup> El mismo decreto permitió la suspensión de las amortizaciones de la deuda interna.

los bonos que se vencieran en 1933, pagando en efectivo una tercera parte de los cupones, y las dos restantes mediante scrips sin intereses. Planteado el problema, de nuevo, para la vigencia de 1934, el Congreso modificó el sistema eliminando el pago en efectivo y extendiendo el scrip a la totalidad del servicio con el reconocimiento de intereses. Este fue el último arreglo antes de entrar en la *moratoria completa*, que se extendería hasta las negociaciones del Gobierno con los tenedores de bonos de 1940. A finales de 1934, el ministro Soto del Corral explicó públicamente el *Plan Fiscal del Ejecutivo*, anunciando que en el cálculo del déficit presupuestal no se habían considerado partidas para el servicio de la deuda externa. Por el momento, sin desestimar la importancia de reanudar el servicio de las acreencias externas, el objetivo prioritario fue el ajuste fiscal<sup>120</sup>.

#### 8.4.2.4.2 Prima cafetera y reflación. El camino hacia el cambio semilibre. Surgimiento del diferencial cafetero

La prima cafetera no fue solo una compensación a los intereses del gremio, como se vio en el capítulo anterior. En términos de sus efectos macroeconómicos, constituyó un aliciente de la demanda agregada, el cual no estuvo incluido en la agenda inicial de la política reflacionista. Fue un motivo más para la emisión primaria, en la medida en la que el Banco de la República fue autorizado para invertir en los bonos creados para pagar la prima, hasta el 15 % de su capital y reservas. También fue la oportunidad para asignar “forzosamente” los recursos captados por el sistema financiero, al obligar a las cajas de ahorros a invertir en los bonos cafeteros.

En el diseño de la prima cafetera como “fórmula compensatoria” para los productores, la Federación tuvo un papel protagónico juntamente con la Sociedad de Agricultores de Colombia. Estas entidades discutieron con las autoridades —ministro de Hacienda y gerente del Banco de la República— los términos del acuerdo que quedó plasmado en el Decreto 422 de 1932 (Federación Nacional de Cafeteros, 1932: 24).

En la práctica, la prima cafetera se convirtió en un soporte del ingreso interno de los cafeteros ante el descenso de las cotizaciones externas a lo largo de 1932. Como se señaló en el capítulo anterior, al expirar la vigencia del

<sup>120</sup> “Muchas personas piden al Gobierno un programa. Nosotros no lo tenemos. No creemos que lo podamos preparar de un día para otro. No se lo hemos ofrecido al país. No se lo vamos a ofrecer. No lo juzgamos necesario. Pero nuestras obras no pueden ir todas a un tiempo, sino que irán unas primero que otras. El problema de la deuda externa, por ejemplo, no se puede solucionar de la noche a la mañana, ni simultáneamente con el presupuesto” (López, 1934: 381).

Decreto 422 de 1932, el 404 de 1933 preservó la “prima cafetera”, colgándola de los hombros de los importadores. La innovación consistió en adoptar un esquema de tasas diferenciales, separándose del punto de exportación del oro del 105 % sostenido institucionalmente mediante el control cambiario. A partir del Decreto 404, el Banco reconoció a todos los exportadores —no solo a los cafeteros— \$ 1,13 por cada dólar, para venderlos a los importadores a \$ 1,16 y al Gobierno a \$ 1,05. En otras palabras, la “prima cambiaria” obtenida de los importadores se distribuyó entre los exportadores y el Gobierno, con lo cual quedó claramente expresa la participación fiscal en una medida concebida originariamente para resarcir a los cafeteros, y demás exportadores, por los ingresos menores en moneda nacional originados en el control de cambios.

Dos meses después del ajuste en las tasas de cambio propiciado por el Decreto 404 de 1933, los Estados Unidos abandonaron el patrón oro. Tras este episodio y la desvalorización consecuente del dólar, las autoridades pensaron que el peso debía moverse a tono con aquella moneda (Triffin, 1944). A la tasa de venta de \$ 1,16 por dólar, la demanda de divisas excedió sustancialmente a la oferta de moneda extranjera. Un indicador de la magnitud del desequilibrio fue la acumulación de solicitudes de cambio en las instancias de control. Tal discrepancia entre la oferta y la demanda de cambio extranjero se transformó, desde el punto de vista social, en una situación de conflicto declarada por los importadores en contra de las autoridades. El Banco de la República se refirió a las “violentas críticas” del comercio importador, y optó por dejar al mercado la fijación de las tasas de cambio (“Notas Editoriales”, octubre de 1933). Institucionalmente, el nuevo esquema cambiario adquirió vigencia mediante una resolución de la Junta de Control de Cambios expedida el 25 de septiembre de 1933.

En el nuevo sistema, el Banco de la República pasó de comprador y vendedor exclusivo de cambios internacionales a depositario de estos, y el control de cambios se conservó en la medida en que la demanda de divisas siguió bajo la regulación cuantitativa de la Oficina de Control de Cambios. La liberación del tipo de cambio facilitó a los tenedores de letras sobre el exterior ofrecerlas en venta al Banco de la República, a la cotización vigente en la bolsa de cambios. La restricción consistió en que el 15 % de los giros presentados al Banco se vendiera a la tasa única de \$ 1,13 por dólar para servir los requerimientos de cambio exterior del Gobierno. A cambio de las divisas, el Banco de la República se obligó a expedir títulos de depósito libremente negociables por los exportadores. Las autoridades consideraron que dentro del nuevo régimen se reflejarían las condiciones del mercado cambiario y se eliminaría la especulación contra la moneda nacional (*Memoria de Hacienda*, 1934: 26-27).

El ingreso cedido por los cafeteros en favor de una cotización más baja para los giros gubernamentales recibió el nombre de *diferencial cafetero*. En la práctica

fue un antecedente de los impuestos aplicados sobre los giros cafeteros a partir de la reforma tributaria de 1935 (Lleras, s. f.: 162).

Las urgencias gubernamentales de cambio exterior para atender el conflicto fronterizo provocaron un aumento transitorio —del 15 % al 20 %— del porcentaje de giros vendidos a la tasa subvaluada, entre marzo y junio de 1934<sup>121</sup>. La medida fue protestada por los cafeteros, quienes alegaron que la carga debía repartirse equitativamente entre las distintas actividades económicas (*Memoria de Hacienda*, 1934: 29).

Adoptado el sistema de cambio semilibre, las tasas siguieron un movimiento ascendente, aunque con oscilaciones desde principios de 1934; en el primer semestre de dicho año las cotizaciones variaron entre el 140 % (en marzo) y el 180 % (en junio). Desde mediados de 1934 hasta promediar 1935, el tipo de cambio de los giros en dólares se mantuvo entre el 160 % y el 180 %. Entre junio de 1935 y el mismo mes de 1936 las tasas se mecieron desde el 184 % hasta rozar el 190 % para caer luego al 170 % y recuperar otra vez el nivel de 175 %.

Las variaciones anteriores son ilustrativas de los movimientos alternativos de la tasa de cambio que en no pocas oportunidades alarmaron a los sectores vinculados al comercio exterior. La práctica del Banco de la República desde principios de 1934 hasta mediados de 1936 consistió en intervenir en el mercado de giros para dominar las fluctuaciones del cambio. Una vez superadas las demandas exigentes de la defensa nacional, el Banco pudo influir en la definición de la tasa de cambio rematando en la Bolsa un acervo de divisas equivalente al oro adquirido durante la semana; estas operaciones del Banco estaban destinadas a moderar las fluctuaciones exageradas del tipo de cambio, pero de ninguna manera a “contrariar la tendencia natural que al mercado señalen en cada momento las necesidades del país y sus condiciones económicas” (“El problema de la estabilidad del cambio”, 1934: 230).

Exportadores e importadores convergieron cuando se trató de exigir la menor variabilidad de los tipos de cambio:

Los intereses de los productores de café están absolutamente vinculados en los actuales momentos a la cotización y fluctuación del cambio. Este gremio, como los demás gremios importadores y exportadores del país, está interesado en obtener una situación de cambio lo más estable posible y si esta estabilidad no puede lograrse de manera definitiva por no existir en la actualidad factores que permitan fijar el precio real y preciso de nuestra moneda, al menos debemos procurar que las fluctuaciones del

<sup>121</sup> En la misma reglamentación expedida por la Oficina de Control de Cambios se estipuló que los bancos no podrían mantener en poder de sus corresponsales externos en monedas extranjeras recursos superiores a los requeridos por el comercio exterior (*Revista del Banco de la República*, abril de 1934: 115).

cambio sean lo menos fuertes posible (“El problema de la estabilidad del cambio”, 1934: 229).

Pero si las fluctuaciones cambiarias inquietaron los intereses vinculados al comercio exterior, el ascenso de la tasa de cambio nominal compensó la pérdida sufrida por algunos gremios de la exportación por el desmedro de los precios de sus productos en el mercado internacional, y sirvió de estímulo a otros sectores económicos:

Pero hay que reconocer que ella ha sido eficaz estímulo de la producción, como lo atestigua el desarrollo de las industrias fabriles y de la minería, y puede decirse que ha sido gracias a ella como la industria cafetera, de primordial importancia para el país, ha logrado hacer frente a la extraordinaria baja que los precios del grano han sufrido en los mercados consumidores, que sin aquella circunstancia probablemente habría traído la ruina del negocio (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1935: 16).

En efecto, la tasa de cambio nominal se devaluó 67 % a partir de la cotización de \$ 1,05 por dólar, vigente cuando se expidió el Decreto 404 de 1933 que rebasó la tasa de exportación del oro, hasta mediados de 1934, cuando se ubicó alrededor de \$ 1,75 por dólar. La transmisión del efecto cambiario a los precios nominales internos del café se advirtió en el curso de 1934, cuando el precio promedio del Girardot mostró un crecimiento anual del 68 % (Ocampo y Montenegro, 1982: Cuadro 2). Los resultados fueron destacados por los productores cafeteros, quienes justificaron la presión permanente de la Federación sobre las autoridades para lograr la liberación del tipo de cambio:

Por lo que respecta a los precios en los mercados internos, la situación es todavía mucho más favorable.

La intensa, persistente y razonada campaña de la Federación de Cafeteros en relación con el problema del cambio [...] vino a imponerse al fin, si no totalmente, al menos en gran parte.

Como resultado de esto tenemos lo que se ha llamado el cambio semilibre. La consecuencia del cambio semilibre ha sido la elevación del precio de los dólares, y ello ha traído la consiguiente y lógica elevación de los precios del café en los mercados internos (*Revista Cafetera*, noviembre de 1933; citada por Arango, 1982: 236).

El efecto reanimador de las devaluaciones nominales sobre el precio interno del café coincidió con la recuperación definitiva de los niveles de precios

que había sido el fin de la política reflacionista impulsada desde 1931 (Ocampo y Montenegro, 1982: Cuadro 8). La devaluación nominal de la tasa de cambio no figuró en el catálogo básico de la política de “inflación deseada”; fue un componente tardío del proceso reflacionario, surgido en muy buena parte de las presiones de los grupos de poder vinculados al comercio exterior<sup>122</sup>.

Hacia la mitad de los años treinta, la compraventa de divisas del Banco de la República se convirtió en una política de estabilización cambiaria, cuando la autoridad monetaria procuró mantener la cotización de los giros en dólares alrededor del 175 %, de acuerdo con la experiencia reciente que sugería un acomodamiento del mercado en torno a dicha cotización. A partir del 15 de mayo de 1936 la Junta Directiva del Banco optó por suprimir los remates en la Bolsa e iniciar las ventas directas al público en sus propias oficinas, entregando las divisas a cambio de licencias aprobadas por la Oficina de Control de Cambios. El precio de venta se ubicó al nivel del 175¾ %, mientras que el de compra se ubicó en el nivel del 173 %.

La estabilidad de los cambios se sostuvo hasta el 3 de noviembre de 1937, cuando las reservas de oro del Banco quedaron enfrentadas a una demanda inopinada de giros provocada por el descenso de los precios del café y unas expectativas inquietantes sobre su futuro inmediato. Las nuevas circunstancias llevaron al Banco a retornar al sistema del mercado semilibre de divisas, permitiendo que las cotizaciones sobrepasaran el tipo de venta escogido por el Banco en mayo del año anterior; simultáneamente, el Gobierno expidió nuevas disposiciones orientadas a restringir la entrega de licencias de cambio y a preservar las reservas del Emisor. Además, para impedir que las compras de oro efectuadas por el Banco de la República agudizaran las limitaciones del mercado cambiario, el Gobierno siguió el camino de ofrecer a cambio del oro unos títulos en dólares como los entregados a cambio de los reintegros de las exportaciones. Tales títulos podrían ser utilizados en el mercado cambiario contra licencias aprobadas por la Oficina de Control de Cambios (Decreto Ejecutivo 1985 de 1937 y Resolución 66 de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones; *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1937: 376-380).

La reacción del mercado de giros a las nuevas medidas gubernativas resultó en una relativa estabilización con tendencia a la baja de la tasa de cambio. Así, a lo largo de 1938, el Banco de la República intentó varias veces fijar rangos

<sup>122</sup> José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro (1982) destacan la devaluación de finales de 1933, como “quizás la medida individualmente más importante en la recuperación económica gracias a sus efectos sobre el precio interno del café”. Señalan, además, cómo la liberación nominal del cambio se tradujo también en una devaluación real, cuyos efectos se extendieron en la segunda mitad de los años treinta (Ocampo y Montenegro, 1982: 70-72, Cuadro 8).

para la adquisición y venta de divisas, hasta que las oscilaciones observadas en el mercado se ubicaron, nuevamente, alrededor del 175 %. Precisamente fue esta cotización la que sirvió de referencia al Legislador para expedir la ley de estabilización monetaria sancionada en noviembre de 1938.

En resumen, desde el abandono del punto de exportación del oro como criterio para adoptar la tasa de cambio, a principios de 1933, se alternaron el *mercado semilibre* y la *intervención del Emisor* en la fijación de los precios de compra y venta de los giros. Fue una etapa en la que se hizo el aprendizaje del control de cambios y en la que la autoridad monetaria permitió que las tasas de cambio reflejaran las condiciones del mercado de giros sobre el exterior, como expresión final del comportamiento del sector externo. Después de un período en el cual se defendió a ultranza la bondad de la tasa de cambio fija (1931-1932), se aceptó, en medio de las presiones de los grupos de poder vinculados al sector externo, la flexibilidad cambiaria como mecanismo de ajuste de la balanza de pagos y, eventualmente, como factor de reanimación económica. Fue este último paso el de los ajustes de la cotización cambiaria producidos entre 1933 y 1934, que elevaron sustancialmente los precios internos del café.

## **8.5 Variaciones en torno a la estabilidad de los cambios y la moneda en la segunda mitad de los años treinta**

Los años del patrón oro cultivaron el concepto de estabilidad monetaria, entendiéndolo como tal la preservación estricta de las cotizaciones cambiarias dentro de los puntos del oro. En principio, la vigencia del concepto ortodoxo de estabilidad se prolongó por el tiempo de predominio del patrón monetario en especie. Sin embargo, el arraigo de aquella noción perduró aún más allá del abandono del patrón metálico, en permanente controversia con las nuevas percepciones acerca de la estabilidad monetaria.

La razón de la supervivencia de la noción clásica de estabilidad radicó en que la ruptura con el patrón metálico en febrero de 1933 fue considerada inicialmente como una “suspensión transitoria”, mientras renacían las condiciones propias de la normalidad económica. La extensión temporal del concepto primigenio de estabilidad no conservó intactas todas las características del período de permanencia del patrón oro; como ya no se podía hablar de paridades metálicas, la estabilidad aludió a la precisión del verdadero contenido metálico de la moneda y a su preservación, y fue precisamente esta noción de estabilidad la que sirvió de eje a las discusiones monetarias del período 1933-1939.

La complejidad de una política de estabilización fue advertida por Esteban Jaramillo al referirse al “difícil y complicado problema de la reorganización

del sistema monetario nacional” (*Memoria de Hacienda*, 1934: 82). El sistema monetario no había salido indemne de la crisis; la desvalorización de la moneda había afectado su poder adquisitivo en tres frentes diferentes: “Uno en relación con los objetos de comercio interno; otro en relación con el dólar y demás divisas extranjeras, y otro en relación con el oro” (*Memoria de Hacienda*, 1934: 90).

La nueva concepción de la política estabilizadora exhibió matices diferentes a lo largo del período 1933-1939: atada inicialmente a los últimos reconocimientos oficiales al patrón oro, al final se le concibió sin ninguna relación con dicho sistema monetario, al que ya no se le reconocieron las virtudes reiteradas en los textos clásicos<sup>123</sup>, <sup>124</sup>. Además, la nueva versión de estabilización estuvo matizada por la consideración de los precios internos de los bienes, desplazando progresivamente la noción prístina de estabilidad vinculada a los tipos de cambio. Se trató, a fin de cuentas, de un giro gradual, pero definitivo, del concepto de estabilidad monetaria, que afectaría las economías recién liberadas de la ortodoxia impuesta por el patrón oro<sup>125</sup>.

La necesidad de reconocer legalmente la desvalorización de la moneda en términos del oro fue mencionada en ocasiones distintas, pero su viabilidad se abrió camino cuando el curso del cambio se mantuvo alrededor del 175 %. Fue el término del camino recorrido a partir del momento en el que se sobrepasaron los puntos del oro, en febrero de 1933. En otras palabras, los acontecimientos económicos que consagraron la devaluación entre 1933 y 1939 fueron reconocidos institucionalmente en una ley que definió el contenido metálico del peso.

<sup>123</sup> “Colombia ha suspendido el patrón de oro, pero no ha renunciado a hacer del oro la base y garantía de su circulación monetaria” (*Memoria de Hacienda*, 1934: 92).

<sup>124</sup> “Hoy ya no se considera como un ideal el régimen del patrón de oro. Medidas hay, y muy eficaces, para mantener la estabilidad de los cambios fuera de esa concepción. Por otra parte, debemos recordar cuál fue la situación del país bajo ese régimen para no añorarlo con excesiva simpatía. En 1928 el billete se cambiaba por oro a su presentación, el dinero abundaba, y sin embargo no se formó en el país una economía fuerte, no se sentaron las bases de un enriquecimiento duradero” (“Exposición del ministro de Hacienda ante la Cámara de Representantes”, 1938: 325).

<sup>125</sup> “Si el ideal de la política monetaria anterior era la estabilidad de los tipos de cambio internacionales, hoy se impone como supremo postulado de la política monetaria la mantención del poder de compra de la moneda o, en otras palabras, del verdadero valor de la moneda; pues el valor de la moneda no es otra cosa que su poder de compra. Estabilizar el poder de compra de una moneda significa, por lo tanto, estabilizar el nivel general de los precios” (Herman, 1941).

### 8.5.1 El Fondo de Estabilización y la Cuenta Especial de Cambios

De la modificación legal del contenido metálico de la moneda surgieron numerosos interrogantes. Las inquietudes centrales se relacionaron con los verdaderos alcances de establecer en la ley el equivalente en oro de la unidad monetaria nacional, y con el destino final que tendrían las utilidades originadas en la reducción del valor en oro del peso. El segundo interrogante fue atendido en 1934, cuando el ministro Jaramillo sostuvo que las utilidades resultantes de la desvalorización oficial, al quedar en posesión del Estado, deberían consagrarse a la cancelación de las deudas oficiales con el Emisor:

Decretada la desvalorización, la utilidad que esa operación representa en las reservas metálicas del Banco de la República pertenece al Estado, como lo ha reconocido con justicia aquella entidad, pues esa desvalorización no es otra cosa que una pérdida causada por circunstancias inevitables a los tenedores de billetes del Banco, es decir, a los ciudadanos todos, cuyo representante es el Estado. Esta utilidad, como se ha practicado en otros muchos países y recientemente en los Estados Unidos, va al Tesoro Nacional, y puede emplearse entre nosotros para cubrir una parte de la deuda del Gobierno a favor del Banco Emisor, mejorando considerablemente la liquidez de la cartera del Instituto y disminuyendo la carga del Presupuesto del Estado por razón de sus deudas (*Memoria de Hacienda, 1934: 94*).

En su exposición del *Plan Fiscal del Gobierno*, en noviembre de 1934, el ministro Soto del Corral advirtió acerca de la importancia de contar con un proyecto de rebaja del contenido de oro del peso, anunciando que el Banco de la República dejaría a la nación las utilidades derivadas de aquella disminución (Soto, 1934: 384). Dicho proyecto sometería al Congreso la aprobación de dos contratos celebrados entre el Gobierno Nacional y el Banco de la República en octubre de 1934, relacionados con las deudas gubernamentales con el Emisor y el reconocimiento al Estado de las utilidades que el Banco de la República pudiera derivar de sus existencias de oro (Estos fueron los contratos a los cuales se aludió en la sección 8.4.2.2.3 de este capítulo).

Los contratos tuvieron un fin múltiple: el objetivo coyuntural fue liberar al presupuesto de las cargas inmediatas impuestas por los créditos extraordinarios recibidos del Banco de la República —para la defensa nacional y sobre salinas—, así como la recuperación de las rentas nacionales cedidas al Banco en calidad de prenda por los créditos. El segundo objetivo fue reconocer al Estado el derecho sobre las utilidades que obtuviera el Banco sobre sus inventarios de oro físico, al sancionarse una ley que redujera el contenido de oro de la unidad monetaria nacional; este objetivo tuvo también un fin fiscal, no

en el sentido de engrosar el presupuesto, sino de su dedicación prioritaria a la cancelación de la deuda pendiente con el Banco de la República.

Finalmente, en los convenios, se estableció que las utilidades derivadas de la compraventa de oro físico y giros sobre el exterior se llevarían a una cuenta especial cuya liquidación, al verificarse la disminución del contenido de oro del peso, se destinaría a la redención de deudas del Gobierno Nacional con el Banco de la República.

Los contratos aludidos fueron aprobados con la expedición de la Ley 7.<sup>a</sup> de 1935, en virtud de la cual se dio vida institucional al Fondo de Estabilización y a la Cuenta Especial de Cambios (Ley 7.<sup>a</sup> de 1935).

### 8.5.2 La Ley 167 de 1938

Con la sanción de la Ley 167 de 1938 se redujo el contenido de oro de la unidad monetaria nacional. El antiguo contenido de oro ya no correspondería a \$ 1, sino a \$ 2,88<sup>126</sup>. Al expedirse la citada Ley 167 se reconoció legalmente la depreciación sufrida por la moneda nacional en términos del oro durante los años treinta.

Como lo señaló el ministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo, “la Ley 167 vino a sancionar simplemente la realidad existente entonces” (*Memoria de Hacienda*, 1939: 101). Para el ministro, las medidas tuvieron una importancia “evidente” aunque “secundaria”. Al defender el proyecto ante el Congreso advirtió que existiría un beneficio psicológico en la medida en la que “el país tendría la impresión clara de cuál es el valor real de su moneda en relación con el dólar, y ello obraría eficazmente para facilitar al Banco el mantenimiento estable de ese mismo valor” (“La estabilidad de la moneda”, 1938: 326).

En desarrollo de la Ley 167, el Gobierno Nacional y el Banco de la República celebraron un convenio por medio del cual se distribuyeron las utilidades provenientes de la rebaja del contenido de oro del peso. Del saldo existente en la Cuenta Especial de Cambios se tomaron \$ 16 millones, de los cuales \$ 8 millones se destinaron a cancelar al Emisor las deudas adquiridas para financiar los gastos del conflicto fronterizo con el Perú, \$ 5 millones se dejaron a discreción del Gobierno, y \$ 3 millones se canalizaron a la formación del Fondo de Estabilización. El saldo remanente de la cuenta, \$ 1,3 millones, se destinó a la apertura de una nueva Cuenta Especial de Cambios, a la cual se llevarían en adelante las utilidades y pérdidas resultantes de las operaciones de compraventa de oro

<sup>126</sup> Según el artículo 127.º del Código Fiscal de 1912, el contenido de oro del peso era de 1,5976 gramos a la ley de 0,91666 de fino. La Ley 167 rebajó el peso bruto de la unidad monetaria a 0,56424 gramos, a la ley de 0,900 de fino (*Memoria de Hacienda*, 1939: 101).

físico y giros sobre el exterior (*Revista de Hacienda*, diciembre de 1938: 10-15). En otras palabras, el 50 % de las utilidades se esterilizó mediante el expediente de la cancelación de la deuda pública en poder del Emisor, el 20 % se destinó a financiar operaciones de estabilización monetaria, y el 30 % restante al financiamiento de la Tesorería, con el mismo efecto monetario de un crédito del Banco de la República al Gobierno.