

## Capítulo XI. El Banco de la República y la Política Económica entre 1935 y 1945

Por: Alejandro López Mejía<sup>1</sup>

### Introducción

En el período comprendido entre 1935 y 1945 se solidificaron muchos de los procesos iniciados a finales de los años veinte y comienzos de la década del treinta. En la esfera política, el fin de la hegemonía conservadora dio paso a los gobiernos liberales, los cuales pretendieron introducir cambios sociales mediante las reformas laboral y agraria y vincularon a las instituciones, los movimientos obreros y campesinos, considerados como problema de orden público, con anterioridad a 1930<sup>2</sup>.

Desde una perspectiva macroeconómica, el período se puede dividir en dos partes. Por un lado, entre 1935 y 1939 existió una relativa prosperidad, a pesar de las limitaciones al comercio exterior. En esta época, el país se vio obligado a equilibrar su balanza comercial, puesto que el mercado internacional de capitales estuvo cerrado y era imposible financiar con créditos externos un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para contribuir a generar el equilibrio del sector externo se creó, desde 1931, la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones como dependencia adscrita al Banco de la República. La estrategia adoptada por la nueva entidad se enmarcó dentro de las políticas de retaliación, típicas de los años treinta; se colocaron barreras a los artículos provenientes de los países que restringieran el comercio con Colombia, así como a aquellas mercancías que vinieran de las naciones con las cuales la balanza comercial fuera deficitario.

Esta política condujo al superávit del sector externo entre 1935 y 1939. Al mismo tiempo, se produjo un saneamiento de las finanzas públicas, gracias a los esfuerzos realizados en la primera administración de López Pumarejo, para aumentar los ingresos del Gobierno Central, a través de medidas como el impuesto a la renta. De esta manera, en ausencia de una brecha interna entre ahorro e inversión, se puede decir que en este período existió un equilibrio macroeconómico, puesto que el superávit del sector externo estuvo acompañado

---

<sup>1</sup> Una versión preliminar se benefició de manera sustancial con los comentarios de Joaquín Bernal Hernando José Gómez y Santiago Herrera. Posteriormente, recibí valiosas sugerencias de Armando Montenegro, Fernando Montes, Roberto Salazar, Roberto Steiner y Humberto Mora. No obstante, las ideas aquí expresadas son de mi exclusiva responsabilidad.

<sup>2</sup> No obstante, el impacto de estos objetivos fue mucho más reducido de lo que se había pensado originalmente. Para una completa revisión de la literatura sobre el tema, consultar: José Antonio Ocampo "Crisis Mundial y Cambio Estructural" en José Antonio Ocampo (editor), Historia Económica de Colombia, Fedesarrollo-Siglo Veintiuno editores, Bogotá, 1987.

por una balanza fiscal positiva<sup>3</sup>. Este fenómeno estuvo acompañado de un moderado ritmo de crecimiento de los precios y de los medios de pago.

A partir de 1940 se inició una nueva etapa. Al comenzar la Segunda Guerra Mundial los Estados Unidos se apropiaron del mercado anteriormente atendido por los países europeos, evitando así una caída drástica en las importaciones. Sin embargo, con el ataque japonés a Pearl Harbor, la economía se enfrentó a un "shock " de oferta. Entre 1942 y 1944 las importaciones alcanzaron niveles bastante bajos y se generó un doble efecto: por un lado, disminuyó el ritmo de la actividad económica, debido al desaprovechamiento de materias primas y capital y por otro, se creó una presión inflacionaria ocasionada por la acumulación de reservas internacionales.

El período comprendido entre 1940 y 1944 también se caracterizó por el enorme déficit fiscal. No obstante, al contrario de lo que se ha creído hasta el presente, la principal causa del comportamiento de las finanzas públicas, no fue la disminución de la renta de aduanas. Tal como se verá en este capítulo, a partir de los dos últimos años de la administración de Eduardo Santos se adoptó una política keynesiana que aumentó los gastos del Gobierno Central.

Dados el enorme superávit del sector externo y el cuantioso déficit fiscal durante el período comprendido entre 1940 y 1944, el ajuste macroeconómico se dio, muy probablemente, a través de una caída de la inversión, generada por la disminución de las importaciones y por un aumento en el ahorro. En efecto, mediante la suscripción obligatoria de bonos de deuda pública, el sector privado, al restringir su gasto, colaboró en el ajuste.

En este segundo período, el Banco de la República se acomodó a la nueva estrategia fiscal y a los acontecimientos del sector externo. La ley facultó al Emisor para otorgarle al Gobierno un crédito a largo plazo por \$ 17.500.000 en 1940 y posteriormente liberó el presupuesto de las cargas contraídas a raíz de los adelantos de las salinas y del préstamo otorgado en 1940. Adicionalmente, el Decreto 1361 de 1942 le abrió un nuevo cupo de crédito al Gobierno, en el Banco de la República, equivalente al 40% del capital y de la reserva legal de dicha institución, con el propósito de que se usara en las necesidades de tesorería del presupuesto ordinario. En el campo cambiario, la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones empezó a relajarlas restricciones a partir del primer semestre de 1942, pues debido a la entrada de los Estados Unidos a la guerra, habían disminuido las importaciones.

---

<sup>3</sup>  $(S-I) + (T-G) = (X-M)$

S = Ahorro; I = Inversión; (S I) = Brecha Interna

T = Impuestos; G = Gastos; (T-G) = Brecha Fiscal

X = Exportaciones; M = Importaciones; (X M) = Cuenta comercial de la balanza de pagos.



## Parte B. El Sector Externo

En esta sección se estudiará el comportamiento de la balanza comercial, con el propósito fundamental de entender el papel ejercido por la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones entre 1935 y 1942. Se verá también que la entrada de los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial causó una disminución de las importaciones, que llevó a la economía colombiana a la estanflación, fenómeno que era imposible de solucionar a través de la política de comercio exterior.

El agotamiento de las fuentes de recursos externos desde 1929 y la moratoria que decretaron la gran mayoría de los países latinoamericanos durante los años treinta, cerró el mercado internacional de capitales. Dada la imposibilidad de financiar con crédito externo un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, las naciones afectadas por este fenómeno se vieron obligadas a equilibrar el comercio exterior<sup>4</sup>.

En el caso colombiano, el control de cambios, introducido en 1931, contribuyó a generar una balanza comercial positiva durante casi todo el período comprendido entre 1935 y 1941. Sin embargo, a partir de la entrada de los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial, se dio la drástica caída de las importaciones, lo que ocasionó el inmenso superávit del sector externo.

Para estudiar el comportamiento y los determinantes de la balanza comercial, es necesario analizar separadamente las exportaciones y las importaciones.

### **La evolución de las exportaciones entre 1935 y 1945: La importancia del café**

Tal como ha sido reconocido en la literatura<sup>5</sup>, el mayor "shock" de las economías latinoamericanas, durante los primeros años de la década del treinta, fue la política proteccionista adoptada por los países europeos y los Estados Unidos. En vista de estas medidas, las autoridades colombianas intentaron aumentar sus exportaciones mediante la celebración de contratos con diferentes países. Con ello se buscó asegurar mercados que, en el peor de los casos, habrían podido llegar a cerrarse, dadas las restricciones al comercio exterior.

En este sentido, en la segunda mitad de los años treinta, los mayores logros se alcanzaron en mayo de 1936, al firmarse un convenio con los Estados Unidos y en mayo de 1937, al

---

<sup>4</sup> Carlos F. Díaz-Alejandro, "Stories of the 1930s for the 1980s" en P. Aspe, R. Dornbusch, M.

<sup>5</sup> Ver, por ejemplo, Carlos F. Díaz-Alejandro, "Latin American in Depression, 1929-39" en *The theory and experience of economic development*, editado por M. Gersavitz, C. F. Díaz-Alejandro, G. Ranis, M. Rosenzweig, George Allen and Unwin, Londres, 1982.

celebrarse un acuerdo con Alemania, el cual aseguró un mercado importante para el café<sup>6</sup>. Las exportaciones del grano a Alemania habían venido creciendo desde los años veinte; pasaron del 0.4% del total de las exportaciones cafeteras en el período 1922-1924, hasta alcanzar una participación del 14.9% entre 1935-1939<sup>7</sup>.

En el cuadro 1, se observa que el desempeño de las exportaciones cafeteras era de vital importancia para la balanza comercial del país; pues ellas representaban un alto porcentaje de las exportaciones totales. A partir de esta situación, es entendible el papel protagónico otorgado a los acontecimientos que rodearon el mercado internacional del café durante la década del treinta y principios de los años cuarenta<sup>8</sup>.

**Cuadro 1. Composición porcentual del valor de las exportaciones colombianas por productos**

<b>Año</b>	<b>Café</b>	<b>Petróleo</b>	<b>Oro</b>	<b>Bananos</b>	<b>Otros</b>
1935	54.1	19.9	15.5	6.1	4.4
1936	56.8	17.5	15.5	5.1	5.1
1937	54.7	19.4	16.0	3.9	6.0
1938	49.4	20.7	19.7	4.9	5.3
1939	50.4	18.5	21.1	5.0	5.0
1940	44.5	24.0	24.2	3.4	3.9
1941	48.3	23.5	22.5	1.7	4.0
1942	70.3	6.9	17.0	0.0	5...8
1943	69.5	7.9	13.8	0.0	8.8
1944	63.3	14.3	12.7	0.0	9.7
1945	66.4	14.2	10.2	0.0	9.2

**Fuente:** CEPAL, El Desarrollo Económico de Colombia, Anexo Estadístico, DANE, pág.191. La cifra de exportaciones de oro que aparece en este cuadro no es equivalente a la

<sup>6</sup> Carlos Lleras Restrepo, Memoria de Hacienda, 1939, pág. 128.

<sup>7</sup> José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro, "La crisis mundial de los años treinta en Colombia" en Crisis mundial, protección e industrialización, CEREC, 1984, Pág. 75.

<sup>8</sup> Ver, por ejemplo, las diferentes Memorias de Hacienda de esos años. Así mismo, ver José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro, Op. cit., págs. 63-78.

calculada por la CEPAL. En efecto, acá las exportaciones de oro son equivalentes a las compras del metal efectuadas por el Banco de la República. Véase Informes del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva.

Recapitulando lo que ha dicho la literatura sobre el tema, se puede decir que hasta el inicio de la Segunda Guerra Mundial, la política adoptada por el país estuvo en contra de protocolizar un acuerdo de cuotas que hiciera recaer en el Brasil la responsabilidad de organizar el mercado internacional del café<sup>9</sup>. Una excepción fue el camino escogido por Alejandro López quien, como gerente de la Federación de Cafeteros, firmó un acuerdo en 1936, que consistió en establecer un diferencial de precios que facilitara la venta del grano brasileño. Sin embargo, en septiembre de 1937, después de numerosas dificultades y ante el fracaso de la conferencia cafetera celebrada en La Habana, Brasil estableció el libre comercio del producto mencionado. Bajo estas circunstancias, en el cuadro 2 se observa que en 1938 el precio nominal del café en Nueva York cayó, pero en 1939, gracias a las bajas cosechas brasileñas durante 1937 y 1938, dicho precio volvió a subir. Al iniciarse la Segunda Guerra Mundial, la situación cambió dramáticamente. La gran mayoría de los importadores europeos de café, especialmente Alemania, cerraron sus mercados; se produjo entonces un exceso de oferta que llevó a una caída drástica del precio del grano en Nueva York, en 1940.

**Cuadro 2. Las Exportaciones y el precio del café colombiano**

Año	Exportaciones del café (millones de dólares)	Preico de café en Nueva York (US. CTS. / lb)	Precio del café en Nueva York términos reales (1)	Miles de ensacos de 60 kilos
1935	44.446	10.26	11.06	3.769
1936	52.454	11.26	12.02	3.942
1937	55.984	11.62	11.62	4.129
1938	49.662	10.97	12.06	4.229
1939	49.721	11.66	13.04	3.702
1940	42.257	8.38	9.21	4.443

<sup>9</sup> Roberto Steiner, "La Política de Estabilización en Colombia durante la Segunda Guerra", Mimeo, Nueva York, 1984, pág. 4.

1941	47.498	14.74	14.55	2.912
1942	82.589	15.87	13.87	4.309
1943	100.710	15.87	13.25	5.251
1944	94.329	15.87	13.18	4.923
1945	103.978	16.22	13.22	5.150

(1) Precio del caafé en Nueva York, deflactado por el índice de precios en Estados Unidos que aparece en el Cuadro 7.  
**Fuente:** Memorias del Gerente del Banco de la República

Tan sólo en ese momento volvió a plantearse la necesidad de un acuerdo internacional que se llevó a cabo en Washington en noviembre de 1940, con Estados Unidos como único consumidor firmante del convenio. El pacto estableció que las cuotas asignadas a cada país se basarían en negociaciones y no en la producción o en las exportaciones que con anterioridad se hubieran realizado a los Estados Unidos.

Si bien, el Acuerdo Internacional Cafetero no hizo referencia a los precios que deberían regir, éstos se elevaron en 1941 y posteriormente se congelaron cuando los Estados Unidos entraron a la guerra. Después de un brusco descenso, desde 1942 la cantidad exportada de café aumentó por dos razones. En primer lugar, porque fue necesario suplir el mercado de los Estados Unidos con el café que Brasil no había podido transportar por la agudización del conflicto bélico y segundo, porque se amplió la cuota de exportación.

Las exportaciones de café, fueron adquiriendo mayor importancia en la medida que avanzaba la guerra. Tal como se aprecia en el cuadro 1, el peso de las exportaciones del grano dentro del total de las exportaciones, se elevó desde 1942. Esto se debió a lo que había ocurrido con los otros tres principales productos de exportación. En primer lugar, las exportaciones de banano disminuyeron al aparecer la sigatoca en los cultivos<sup>10</sup> y posteriormente, por la escasez de los medios de transporte y la agudización de la guerra submarina<sup>11</sup>. Un fenómeno semejante ocurrió con el petróleo desde 1942<sup>12</sup>. Por último, la producción aurífera del país empezó a decaer a partir de finales de 1941, como

<sup>10</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, junio 1939 -julio 1940, pág. 27.

<sup>11</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, junio 1941 -julio 1942, pág. 26.

<sup>12</sup> *Ibíd.*

consecuencia de las dificultades surgidas en la importación de maquinarias y otros elementos indispensables para las explotaciones mineras<sup>13</sup>.

Dado el comportamiento del banano, el petróleo y el oro, es claro que el pacto cafetero de 1940 contribuyó, río sólo a que las exportaciones del grano no se vieran perjudicadas por la guerra, sino también a que las exportaciones totales presentaran un permanente incremento a partir de 1940.

Tal como se observa en el cuadro 3, la evolución de las exportaciones contribuyó a que la balanza comercial del país fuera positiva durante casi todos los años comprendidos entre 1935 y 1945. Sin embargo, fue el comportamiento de las importaciones, lo que determinó las características más interesantes de la balanza comercial.

### **La evolución de las importaciones**

La situación impuesta por el mercado internacional de capitales hizo que el control de cambios, las barreras aduaneras y otros tipos de limitaciones al comercio exterior, no fueran políticas ajenas a las autoridades colombianas durante los años treinta. Al fin y al cabo, estas medidas contribuían a que la balanza comercial no presentara déficit, que en esa época era imposible de financiar con crédito externo.

### **El papel de la Oficina de Cambios y Exportaciones entre 1935 y 1942**

Tal como se vio en el capítulo anterior, el Decreto 1683 de 1931 estableció el control de cambios, con el propósito de contribuir a la recuperación económica después de la crisis desatada al final de los años veinte.

---

<sup>13</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio 1941 -junio 1942, pág. 15. Es importante mencionar que desde la introducción del control de cambios en 1931, el Banco de la República se convirtió en el único comprador y vendedor de oro. En esta forma, no todo el metal adquirido por el Emisor era exportado, situación que se agudizó a partir de 1942. Sin embargo, tal como sucede en la actualidad, en este capítulo se consideró como exportación, el oro comprado por el Banco de la República.

**Cuadro 3. Balanza comercial entre 1935-1945 (Miles de dólares)**

<b>Año</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>	<b>Balanza comercial</b>	<b>Exportaciones reales (miles de dólares 1937) (1)</b>	<b>Importaciones reales (miles de US\$ dólares de 1937) (1)</b>	<b>Balanza comercial (miles de US\$ dólares de 1937) (1)</b>
1935	82.081	67.121	14.960	88.449	72.329	16.120
1936	92.417	76.736	15.681	98.631	81.895	16.736
1937	102.366	95.866	6.500	102.366	95.866	6.500
1938	100.555	89.067	11.488	110.500	97.876	12.624
1939	98.689	104.705	-6.016	110.390	117.120	-6.730
1940	94.862	84.585	10.277	104.244	92.951	11.293
1941	98.233	96.925	1.308	96.972	95.681	1.291
1942	117.604	59.926	57.678	102.800	52.383	50.417
1943	145.018	83.920	61.098	121.050	70.050	51.000
1944	148.967	99.981	48.986	123.727	83.041	40.686
1945	156.482	160.492	-4.040	127.532	130.800	-3.286

(1) Las importaciones y exportaciones reales son las nominales en miles de dólares corrientes, deflactadas por el índice de precios en Estados Unidos que aparece en el Cuadro 7.

**Fuente: Banco de la República.**

El Decreto en cuestión, creó la Comisión de Control de Operaciones de Cambio, la cual estuvo compuesta por el Superintendente Bancario, un miembro designado por el Presidente de Colombia y otro elegido por la Junta Directiva del Banco de la República.

Meses más tarde, por medio del Decreto 2092 de 1931, surgió la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones, al integrarse la Comisión formada por el Decreto 1683, con la junta de Control de Exportaciones. La ley creó la nueva institución como una dependencia

administrativa del Banco de la República y determinó que sus funciones, con respecto a la ejecución de la política cambiaria, fueran diferentes a las del Emisor<sup>14</sup>. Entre las tareas que se le asignaron se destacan las siguientes:

Restringir o prohibir los giros de monedas extranjeras, así como la compra y venta de dichas monedas y de oro.

Otorgar permiso previo y escrito para efectuar las operaciones de cambio internacional destinadas afines económicamente necesarios, entendiéndose por ello, entre otras cosas, el pago de las importaciones no prohibidas y de las deudas externas de la nación, de los departamentos y de los municipios.

Prohibir las operaciones de cambio internacional que no correspondieran al movimiento necesario de las actividades económicas y financieras normales. Imponer multas cuando se presentaran infracciones al Decreto 1683 de 1931.

Por otra parte, es importante mencionar que el Decreto 2148 de 1931, creó una Junta Consultiva de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones integrada por tres miembros, designados, uno por el Gobierno Nacional, otro por la Junta Directiva del Banco de la República y el último por la Superintendencia Bancaria. Esta Junta tenía entre sus funciones la de revisar las solicitudes que, de acuerdo con, el jefe de la Oficina de Control, no fuera conveniente aprobar, así como la de resolver las consultas que le hiciera el Emisor, sobre las operaciones sujetas al control de cambios y exportaciones<sup>15</sup>.

Operando dentro de estos parámetros, hasta 1934, se concedieron licencias para la compra de divisas destinadas a pagar importaciones de mercancías, sin tener en cuenta el país de origen. Sin embargo, diferentes naciones, tales como Alemania, Italia, España y Dinamarca, empezaron a imponer restricciones al comercio regular con Colombia. Dichos países establecieron cupos que reducían la capacidad de venta de la nación y bloquearon los fondos de los exportadores colombianos, al impedir que remesas el producto de sus exportaciones<sup>16</sup>. En vista de tales circunstancias, en septiembre de 1934 se colocaron barreras parecidas a los artículos provenientes de los países que de una u otra forma hubieran restringido el comercio con Colombia, así como a aquellas mercancías que vinieran de países con los cuales la balanza de pagos fuera deficitario<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Jorge Enrique Ibáñez, La Oficina de Cambios: Antecedentes y Regulación Actual Mimeo, Banco de la República, abril de 1987.

<sup>15</sup> Ibíd. pág. 8.

<sup>16</sup> Héctor José Vargas, Memoria de Hacienda, 1938, pág. 70.

<sup>17</sup> Gonzalo Restrepo, Memoria de Hacienda, 1935-1936, pág. 189.

Al poco tiempo, en 1935, se impuso el registro previo a las importaciones y en 1936 se implantó el mismo régimen para las exportaciones, al igual que la licencia previa para los productos venidos del exterior<sup>18</sup>.

En noviembre de 1937, el Decreto 1985 autorizó a la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones para exigir depósitos previos, con el objeto de aumentar el costo de las importaciones. Así, en uso de las autorizaciones conferidas por el Decreto 1985, la oficina en cuestión expidió la Resolución 66, mediante la cual impuso un depósito previo, en efectivo, en el Banco de la República, por el equivalente al 5% en moneda legal, del valor de la licencia de importación.

Meses más tarde, en julio y octubre de 1938, la Junta de Control de Cambios suspendió el otorgamiento de licencias de importación para los tejidos de algodón y lana; esto trajo como resultado la disminución de las importaciones de dichas telas, de 96 millones de metros en 1937, a 55 millones en 1938<sup>19</sup>.

Durante buena parte de 1939 existió la tendencia a ir suavizando las restricciones establecidas<sup>20</sup>. Esta política, la inminencia de la guerra europea y la perspectiva de que se cerraran los mercados internacionales, causaron un aumento especulativo de las importaciones que trajo consigo, tal como se observa en el cuadro 3, un déficit en la balanza comercial de 6.0 millones de dólares.

En vista del crecimiento de las importaciones, en diciembre de 1939 la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones volvió a reforzar las restricciones al flujo de mercancías provenientes del exterior. En efecto, la Resolución 87 estableció que las licencias de importación tan solo podrían usarse en una cuantía semanal equivalente a los depósitos en monedas extranjeras recibidos por el Banco de la República en la semana anterior. Además, ordenó que las solicitudes aprobadas para el pago de importación deberían colocarse en dos turnos, el primero de los cuales tendría preferencia porque correspondía a los elementos considerados indispensables para el desarrollo económico e industrial del país.

Posteriormente, en abril de 1940, la Resolución 89 acabó de perfeccionar el sistema adoptado en diciembre, al imponer licencias para el pago de importaciones en cuatro turnos. En el primero estaban las máquinas, las materias primas para la industria, las drogas y otras mercancías consideradas de primera necesidad. Se dispuso que la Oficina de Cambios atendería preferentemente dichos artículos y que expediría los giros a la tasa de 1.75 pesos por dólar. Dicha tasa sería cada vez mayor, de manera tal que el último turno

---

<sup>18</sup> José Antonio Ocampo, Santiago Montenegro, "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", Op. cit., pág. 107.

<sup>19</sup> Santiago Montenegro, "El surgimiento de la industria textil en Colombia, 1900- 1945", en José Antonio Ocampo, Santiago Montenegro, Op. cit., Pág. 200.

<sup>20</sup> Carlos Lleras Restrepo, Memoria de Hacienda, 1939, págs. 132-133. A pesar de que los controles se habían venido relajando, Carlos Lleras R. era totalmente reacio a un régimen de libertad absoluto.

tendría una de 1.90 pesos por dólar. La Oficina de Cambios se encargaría también de determinar, periódicamente, las cantidades que pudieran apropiarse para el pago al exterior, de las mercancías de los tres últimos turnos.

Otra medida restrictiva impuesta por la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones, fue la Resolución 92 del 25 de abril de 1940, mediante la cual se estableció un depósito previo a las importaciones, equivalente al 10% del valor del pedido<sup>21</sup>.

Con el propósito de proteger el nivel existente de reservas internacionales, las autoridades colombianas tomaron medidas restrictivas, tales como las tasas de cambio múltiples, la asignación de un cupo de divisas y el establecimiento del depósito previo de las mercancías provenientes del exterior. Por otra parte, en el cuadro 7 se observa que entre 1939 y 1942, la tasa de cambio real del mercado preferencial pasó de 1.322 a 1.630 pesos por dólar, devaluación que debió contribuir también a controlar el crecimiento de las importaciones.

En el cuadro 3 se observa que en 1940 y 1941, las importaciones reales volvieron a niveles semejantes a los presentados en 1937 y 1938 y que la balanza comercial volvió a registrar saldos positivos. En esos primeros años de la Segunda Guerra Mundial, el país se vio poco afectado por el conflicto armado puesto que, tal como se ve en el cuadro 4, los Estados Unidos se apropiaron del mercado que los países europeos empezaron a perder desde 1939. Sin embargo, con el ataque japonés Pearl Harbor, la situación cambió drásticamente.

### **El "shock" de oferta**

En el cuadro 3, se observa que en 1942, al entrar los Estados Unidos a la guerra, las importaciones reales cayeron de manera brusca y conservaron niveles bajos en 1943 y 1944. La consecuencia de este fenómeno la expresó así el Gerente del Banco de la República: "la suspensión total de las importaciones de diversos elementos indispensables en la vida nacional, tiene que ser motivo de honda preocupación para las autoridades y los ciudadanos. La falta de vehículos automóviles y de sus accesorios y repuestos, especialmente de llantas, asume particular gravedad... La escasez de hierro y de otros elementos de edificación, tiende a paralizar el activo movimiento de construcciones que se venía realizando en las principales ciudades del país, y empieza a crear en ellas el problema del desempleo obrero"<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> *Ibíd.*, pág. 48.

<sup>22</sup> Julio Caro, Informe Anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio de 1941-junio de 1942, pág. 26.

**Cuadro 4. Distribución de las importaciones por regiones (porcentajes)**

Año	Estados Unidos	Europa	América Latina	Otros
1935	41.4	49.1	2.1	7.4
1936	41.3	52.4	3.7	2.6
1937	48.4	46.4	2.5	2.7
1938	51.2	44.8	1.8	2.2
1939	55.7	38.8	2.8	2.7
1940	74.4	17.7	5.5	2.4
1941	77.3	8.5	11.7	2.5
1942	59.6	8.7	29.5	2.2
1943	62.2	7.4	28.9	1.5
1944	67.0	3.8	26.8	2.4
1945	67.7	6.3	23.4	2.6

**Fuente:** CEPAL, El Desarrollo Económico en Colombia, Anexo Estadístico, DANE, cuadro 29.

La entrada de los Estados Unidos a la guerra provocó un "shock" de oferta que llevó a la economía colombiana a la estanflación. Por un lado, en el cuadro 5 se aprecia que el crecimiento de la actividad económica se estancó en 1942 y 1943<sup>23</sup>. Dado que las importaciones de bienes de capital y de materias primas habían ganado participación dentro del total<sup>24</sup> (ver cuadro 6), el desabastecimiento de estos productos se reflejó en un peor desempeño de la economía.

<sup>23</sup> Se ha sostenido que no es muy confiable el Producto Interno Bruto calculado por la CEPAL, el cual se presenta en el cuadro 5. Sin embargo, algunos indicadores de la actividad económica, que aparecen en el anexo 1, también dan indicios de recesión durante la Segunda Guerra Mundial.

<sup>24</sup> Este fenómeno se enmarcó dentro de la política de sustitución de importaciones practicada por los países latinoamericanos durante los años treinta. Ver Carlos F. Díaz-Alejandro, Op. cit.

Por otro lado, la drástica caída de las importaciones en 1942, aumentó el superávit que registraba la balanza cambiaria desde 1940. Esto trajo consigo la acumulación de reservas internacionales, lo cual presionó los precios hacia el alza.

Ante la caída de las mercancías venidas del exterior, las autoridades buscaron darle prioridad a la importación de materias primas y bienes de capital para solucionar el problema de la estanflación. Así mismo, se bajó al 5% el depósito previo aplicable a las importaciones y en el primer semestre de 1942, se eliminó<sup>25</sup>. Casi un año más tarde, el 2 de marzo de 1943, la Ley 7a. autorizó al Gobierno para suspender o modificar las disposiciones vigentes sobre el control de cambios, con el propósito de evitar que la acumulación de divisas siguiera influyendo o en el incremento de los precios. A partir de 1942 se intentó liberar el comercio internacional de todas las trabas que ya existentes en los años treinta, se habían reforzado cuando se presentó el aumento especulativo de las importaciones, en 1939.

Sin embargo, los esfuerzos realizados por la política de comercio exterior fueron inútiles, puesto que las importaciones no se habían reducido por las restricciones cambiarias prevalecientes, sino por el "shock" de oferta surgido a raíz de la entrada de los Estados Unidos a la guerra. En esta forma, a finales de 1944, el comportamiento de la balanza cambiaría empezaría a mortificarse, gracias a las variaciones hechas por los Estados Unidos al sistema de control de exportaciones para los países de América Latina<sup>26</sup>.

#### **Cuadro 5. Producto Interno Bruto (millones de pesos de 1950)**

<b>Año</b>	<b>PIB Real</b>	<b>Crecimiento %</b>
1935	3.478	2.4
1936	3.662	5.3
1937	3.719	1.6
1938	3.961	6.5
1939	4.204	6.1
1940	4.295	2.2
1941	4.367	1.7
1942	4.376	0.2

<sup>25</sup> Carlos Lleras R. Memoria de Hacienda, Primera Parte, 1942, pág. 179.

<sup>26</sup> Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, enero de 1945.

1943	4.394	0.4
1944	4.691	6.8
1945	4.911	4.7

Fuente: CEPAL, El Desarrollo Económico en Colombia, Anexo Estadístico, DANE, cuadro 1.

**Cuadro 6. Composición de las importaciones 1935-1945 (porcentajes)**

Año	Bienes de consumo	Materias primas y productos intermedios	Combustibles y lubricantes	Materiales de construcción	Bienes de capital
1935	46.8	27.8	1.7	4.5	19.2
1936	45.0	26.2	1.5	5.3	22.0
1937	42.0	26.6	1.5	5.7	24.2
1938	35.1	27.5	1.5	8.0	27.9
1939	39.2	27.2	2.9	6.1	24.6
1940	34.1	30.8	1.9	6.7	26.5
1941	31.6	37.9	2.1	5.1	23.3
1942	26.0	53.3	2.1	2.6	16.0
1943	27.8	52.3	1.8	5.1	13.0
1944	26.2	43.8	2.3	8.7	19.0
1945	26.0	34.6	1.7	8.5	29.2

Fuente: CEPAL, El Desarrollo Económico en Colombia, Anexo Estadístico, DANE, Cuadro 30.

El comportamiento de la tasa de cambio real también debió contribuir al aumento de las importaciones. En efecto, en el cuadro 7 se observa que la tasa de cambio real del mercado preferencial, es decir, aquel a través del cual se importaban las materias primas los bienes

de capital, empezó a revaluarse desde 1943, pasando de 1.63 pesos por dólar en 1942 a 1.13 en 1945.

El déficit de 4 millones de dólares registrado en la balanza comercial en 1945, condujo a organizar de nuevo el control de importaciones. Se establecieron cinco grupos de productos con cupos de divisas para cada uno de ellos y diferentes depósitos previos, que variaban del 2% hasta el 20%. Mientras que en el grupo preferencial estaban la maquinaria industrial y agrícola, las herramientas, los equipos de construcción y transporte y sus repuestos, en los cuatro grupos restantes estaban las mercancías que figuraban en las listas de turnos de licencias de cambio, establecidas por la Resolución 89 de 1940<sup>27</sup>

Con base en lo dicho, el sector externo del país, en el período comprendido entre 1935 y 1942, se enmarcó dentro de las restricciones al comercio internacional que prevalecieron durante los años treinta tanto en Europa y Estados Unidos como en Latinoamérica. Las diferentes medidas introducidas por la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones, buscaron generar un superávit en la balanza comercial, dado que la situación en el mercado internacional de capitales hacía imposible financiar un déficit del sector externo, con recursos provenientes del ahorro de otros países.

**Cuadro 7. Tasa de cambio nominal y real del peso Colombiano respecto al dólar (promedio anual)**

<b>Año</b>	<b>Tasa de cambio nominal</b>	<b>Tasa de cambio real</b>	<b>Índice de precios en Colombia</b>	<b>Índice de precios en Estados Unidos</b>
1935	1.78	1.754	94.2	95.8
1936	1.75	1.601	102.4	93.7
1937	1.77	1.759	100.6	100.0
1938	1.79	1.438	11.3	91.0
1939	1.75	1.322	118.3	89.4
1940	1.75	1.390	114.6	89.4
1941	1.75	1.569	113.0	101.3
1942	1.75	1.630	122.8	114.4

<sup>27</sup> Carlos Sáenz de Santamaría, Memoria de Hacienda, 1945, pág. 27.

1943	1.75	1.473	142.3	119.8
1944	1.75	1.231	171.2	120.4
1945	1.75	1.127	190.6	122.7

**Fuente:** Tasa de Cambio nominal e Índice de Precios en Colombia: Memoria del Gerente del Banco de la República y revistas mensuales del Banco de la República. Entre 1938 y febrero de 1937 se utilizó el índice promedio del costo en Bogotá de algunos artículos alimenticios. A partir de febrero de 1937 se trabajó con el índice del costo de vida obrera en Bogotá. Índice de Precios de Estados Unidos: U.S. Bureau of the Census, Historical Statistics of the U.S., Colonial times, to 1970, Part I, Washington D.C., 1975, págs. 199-201

Al entrar los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial, se relajaron los controles a las importaciones con el infructuoso propósito de darle solución al "shock" de oferta que se generó. En efecto, a partir de 1942 la política de importaciones buscó disminuir la presión inflacionario causada por la acumulación de reservas, así como reactivar la economía mediante un aumento de las provisiones de materias primas y capital. Sin embargo, los logros alcanzados con estas medidas no serían los mejores, debido a que era imposible modificar las condiciones impuestas por la guerra al comercio internacional. Por lo tanto, el eje de la estabilización económica fueron las medidas monetarias y fiscales.

## **Parte C. La Política Fiscal**

Los esfuerzos de la primera administración de López Pumarejo por sanear las finanzas del Gobierno Nacional condujeron a un continuo superávit fiscal entre 1935 y 1939. Por esta razón, como veremos más adelante en detalle, durante esos años el Banco de la República tan sólo fue presionado a acomodarse a las necesidades de las finanzas públicas, mediante la expedición de la Ley 7a. de 1935. Entre 1940 y 1941, diferentes decretos llevaron a que el Emisor tuviera un papel más activo, con el propósito de validar la política fiscal expansionista adoptada a partir de 1940. Esto condujo a que en los primeros años de la década del cuarenta se monetizara el déficit fiscal, situación que se revirtió en 1943. En diciembre de 1942 se creó un sistema mediante el cual diversos agentes económicos deben suscribir obligatoriamente bonos de deuda interna; esto evitó las presiones inflacionarias adicionales a las generadas por el "shock" de oferta, que significó la Segunda Guerra Mundial.

### **Las Finanzas del Gobierno Nacional Central**

A continuación se describirán los diferentes sistemas que el poder legislativo adoptó para hacerle frente a las necesidades de la política fiscal y se analizará el comportamiento de los ingresos y gastos corrientes del Gobierno Nacional Central; se verá que en los años cuarenta existió un plan fiscal contracíclico diseñado para reactivar la economía; esto reevaluará la creencia de que la principal causa del déficit fiscal fue la caída de los ingresos corrientes, motivada por la disminución de la renta de aduanas. Luego se indicará cuáles fueron los mecanismos diseñados para financiar el desequilibrio de las finanzas públicas. Para llevar a cabo este propósito se estudiarán los diversos contratos celebrados entre el Gobierno y el Banco de la República, así como la evaluación de las deudas externa e interna.

### **El comportamiento de los ingresos corrientes**

A pesar de que los gobiernos anteriores al de Alfonso López Pumarejo, hicieron esfuerzos por eliminar la dependencia de los recursos fiscales nacionales en los impuestos de aduanas, tan sólo en 1936 el Congreso aprobó la medida tributaria que se estaba buscando desde hacía muchos años: el impuesto sobre la renta, el patrimonio y el exceso de utilidades. En efecto, si bien, desde 1919 existía el impuesto sobre la renta, fue a partir de 1936 cuando dicho recurso pesó de manera considerable dentro de los ingresos corrientes del Gobierno Central.

El cuadro 8 presenta la participación del impuesto sobre la renta, patrimonio y exceso de utilidades dentro del total de los ingresos corrientes; dicha participación pasó del 7% en 193

5 a una cifra cercana al 20% en 1939. El cuadro citado indica que el impuesto de aduanas, como porcentaje de los ingresos corrientes, había empezado a perder importancia relativa desde la reforma fiscal de 1936. Este hecho se hizo evidente entre 1935 y 1941, con excepción de 1939, cuando la demanda especulativa de importaciones elevó el coeficiente, ingresos de aduanas/ ingresos corrientes, a los niveles presentados años atrás.

**Cuadro 8. Componentes principales de los ingresos corrientes (1)**

Año	Ingresos corrientes	Ingreso de aduanas	Ingresos de aduanas/Ingresos corrientes %	Impuesto a la renta	Impuesto a la renta/Ingresos corrientes %
1935	61.805	27.488	44.48	4.340	7.02
1936	73.136	30.015	41.04	12.907	17.65
1937	86.179	34.326	39.83	15.520	18.01
1938	88.479	31.117	35.17	18.178	20.54
1939	99.654	40.620	40.76	19.354	19.42
1940	81.629	27.670	33.90	21.967	26.91
1941	87.670	30.471	34.76	22.216	25.34
1942	85.537	18.712	21.88	27.521	32.17
1943	103.844	21.676	20.87	26.295	25.32
1944	126.425	23.018	18.21	29.337	23.21
1945	162.873	41.303	25.36	44.057	27.05

(1) Entre 1935 y 1945. aproximadamente el 50% de los ingresos corrientes estuvo conformado por impuestos a la renta y a las aduanas. El otro 50% lo representaron impuestos que de manera aislada no fueron nunca el 10% del total de los ingresos corrientes. Dentro de estas rentas, de mayor a menor importancia se destacaron las provenientes de: papel sellado y timbre nacional, correos y telégrafos, consumo de gasolina, salinas, herencias, sucesiones y donaciones, venta de oro y giros de exportación y la participación en la explotación de petróleos.

(2) Desde 1936, las cifras del impuesto sobre la renta comprenden los impuestos sobre patrimonio.

**Fuente:** Informe del Contrajo, General de la República.

El proceso de pérdida de participación de las rentas de aduana dentro del total de ingresos corrientes se agudizó con la drástica caída de las importaciones, causada por la entrada de los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial. En esta forma, los bajos niveles registrados por los ingresos de aduana entre 1942 y 1944, dieron lugar a que se generalizara la creencia de que ellos fueron la causa del déficit fiscal presentado en los primeros años de la década del cuarenta.

Entre 1942 y 1944 la disminución de los ingresos reales del Gobierno Nacional Central, observada en el cuadro 9, debió ser causada, en gran parte, por la inflación que generó el "shock" de oferta. Por otra parte, es importante mencionar que la caída de los ingresos de aduana se compensó con la creación de nuevos tributos. En este sentido, el Decreto Extraordinario 1361 de junio de 1942, recargó en un 20% el impuesto sobre el exceso de utilidades y estableció un impuesto equivalente al 3% del valor de las rentas realizadas por las fábricas de cemento, cerveza, hilados y tejidos. Por otra parte, la Ley 45 de diciembre de 1942, aunque eliminó el último impuesto mencionado, elevó las tarifas del impuesto a la renta y el de asignaciones y donaciones en un 35% y 20%, en su orden. Además, decretó un recargo del 50% en la liquidación correspondiente a 1942 y 1943 del impuesto de renta y patrimonio.

Los impuestos creados impidieron la caída brusca de los ingresos nominales del Gobierno Nacional Central en 1942 y contribuyeron al permanente incremento de éstos, desde 1943. Por ello, aunque los ingresos corrientes fueron presionados por la caída de la renta de aduanas, no es correcto concluir que este fenómeno fue la principal causa del déficit fiscal registrado desde 1942.

### **El comportamiento de los gastos corrientes**

En el cuadro 9 se observa que entre 1935 y 1939, con excepción de 1938, siempre tendieron a subir los gastos reales del Gobierno Nacional. Sin embargo, sólo a partir de 1940 estos gastos empezaron a ser utilizados con el propósito de generar un déficit fiscal que reactivara la demanda generada.

Con respecto a la política de expansión del gasto, Carlos Lleras Restrepo, Ministro de Hacienda de la época, expresó: "una nueva noción económica, surgida en medio de la última crisis, vino a multiplicar hasta lo increíble el monto de las erogaciones públicas. Se ha considerado que el Estado puede y debe modificar el ritmo de los ciclos económicos a través de las actividades del fisco, y es así como, paradójicamente, el déficit, antiguo y temible espectro de todos los gobiernos, ha llegado a ser un instrumento buscado para actuar sobre la vida económica, variar el nivel de precios y acelerar el movimiento de los

negocios"<sup>28</sup>.

**Cuadro 9. Estadísticas fiscales del gobierno nacional central según la contabilidad de caja (miles de pesos)**

Año	Ingresos corrientes (1)	Gastos corrientes excluyendo la deuda (2)	Superávit fiscal (1)-(2)	Ingresos en pesos de 1937	Gastos en pesos de 1937	Superávit fiscal en pesos 1937	Déficit fiscal como porcentaje del PIB
1935	61.805	52.243	9.562	65.610	55.460	10.150	1.07
1936	73.136	60.834	12.302	71.422	59.408	12.014	1.20
1937	86.179	73.088	13.091	85.665	72.652	13.013	1.28
1938	88.479	82.070	6.409	78.093	72.436	5.657	0.52
1939	99.654	88.425	11.229	84.238	74.746	9.492	0.83
1940	81.629	104.372	-22.743	71.229	91.075	-19.846	-1.70
1941	87.670	96.253	-8.583	77.584	85.180	-7.596	-0.64
1942	85.537	99.880	-14.343	69.656	81.336	-11.680	-0.98
1943	103.844	127.441	-23.597	72.975	89.580	-16.605	-1.39
1944	126.425	155.420	-28.995	73.846	90.783	-16.937	-1.33
1945	162.873	163.920	-1.047	85.453	85.002	-549	-0.04

**Fuente y metodología:** de 1935 a 1938: Joaquín Bernal, Las finanzas públicas en los años veinte y treinta en Colombia, Tesis de Magister, Universidad de los andes, Facultad de Economía, 1983, pág.237. Las cifras difieren de las de Bernal al no incluir los ingresos y gastos correspondientes a los Ferrocarriles Nacionales. De 1938 a 1945: Informes anuales del Contralor General de la República. La metodología es la misma de Bernal. Así, tanto los ingresos como los gastos corrientes incluyen ciertas rentas y erogaciones extraordinarias que, conceptualmente, con son diferentes de las corrientes. Por otra parte, la columna de gastos incluye los gastos causados y pagados en la vigencia así como los gastos causados en vigencias anteriores pero pagados en n. Por último, es importante mencionar que para

<sup>28</sup> Carlos Lleras R., Memoria de Hacienda, Segunda Parte, 1942, pág. 8.

calcular la última columna se obtuvo el déficit fiscal en pesos de 1950, utilizando el índice de precios que aparece en el cuadro 7, puesto que sólo de esta manera era posible dividirlo por el PIB presentado en el cuadro 5.

Desde 1940 la administración Santos generó un déficit fiscal enmarcado dentro de una concepción keynesiana, con el propósito de sacar al país de la coyuntura deflacionaria (ver cuadro 16) y de la disminución en el ritmo de crecimiento económico que se estaba presentando desde 1939 (ver cuadro 5 y anexo 1). Sin embargo, al contrario de lo ocurrido en ocasiones anteriores, los recursos no se destinaron únicamente a la construcción de vías de comunicación. En este sentido, se comentó: "El país necesita desarrollo armónico y no puede olvidarse ni de la defensa ni seguridad públicas, ni de la higiene ni de la educación, ni de la agricultura, para construir sólo ferrocarriles"<sup>29</sup>.

Con esta filosofía, el Gobierno hizo grandes aportes de capital a la Caja de Crédito Agrario y al Instituto de Crédito Territorial, con el objeto de facilitar el crédito a los agricultores y de construir vivienda popular. Igualmente, inició programas para mejorar los servicios de higiene, tales como las campanas contra la fiebre amarilla y la bartonelosis, y creó institutos como el de la investigación de la lepra y hospitales antituberculosos. En el campo de la educación, los gastos se destinaron a la fundación de establecimientos de enseñanza normalista, a la educación vocacional agrícola y a la creación de restaurantes escolares<sup>30</sup>.

En el cuadro 9 se observa que en 1940 el gran aumento del gasto público, unido a la caída de los ingresos corrientes, trajo consigo un déficit fiscal con respecto al PIB de 1.70% después de varios años de superávit. Por otra parte, se ve que en 1941 y 1942 los gastos reales cayeron, pero que, sin embargo, el déficit fiscal siguió existiendo gracias a que las erogaciones registradas permanecieron en alturas muy superiores a las de la década del treinta y a que los ingresos cayeron a niveles inferiores a los alcanzados años atrás. Tal como veremos a continuación, hasta 1942 se buscó que el desequilibrio de las finanzas fuera financiado a través de contratos celebrados entre el Gobierno y el Banco de la República. No obstante, la tendencia creciente del déficit fiscal en 1943 y 1944, generada por un aumento de los gastos proporcionalmente mayor al de los ingresos, se financió casi en su totalidad con la creación de un ingenioso sistema de bonos de deuda interna. Así, se evitó que la monetización del desequilibrio de las finanzas del Gobierno Nacional Central, reforzara las presiones inflacionarias generadas por el "shock" de oferta.

---

<sup>29</sup> *Ibíd.*, pág. 158.

<sup>30</sup> *Ibíd.*, págs. 158-166

## Los mecanismos de financiación del déficit fiscal

Entre 1935 y 1945 existieron tres formas de financiar el desequilibrio de las finanzas públicas. La primera de ellas fue la celebración de contratos entre el Banco de la República y el Gobierno. La segunda fue la obtención de recursos de origen externo, los cuales volvieron a existir desde 1940, una vez que Colombia abandonó la moratoria decretada en 1935. Por último, la emisión de bonos de deuda interna se convirtió en una fuente importante de recursos desde 1942. A continuación describiremos cada uno de estos tres mecanismos.

Los contratos celebrados entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional. Dado el esfuerzo de la primera administración de López Pumarejo por sanear las finanzas públicas, los años comprendidos entre 1935 y 1939 se registraron un permanente superávit fiscal. Por ello, en esta época tan sólo se celebró un contrato entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional, el cual, además de solucionar problemas temporales de las finanzas públicas, dio origen a la Cuenta Especial de Cambios y al Fondo de Estabilización.

Tal como se ha mencionado, al iniciarse la década del cuarenta el superávit fiscal se tornó en déficit. En esas circunstancias, las leyes condujeron a que el Emisor validara el desequilibrio de las finanzas públicas generado entre 1940 y 1942. En estos primeros años las fuentes de financiamiento dieron origen a presiones inflacionarias, dado que se limitaron a recursos del Emisor y a préstamos externos que se monetizaron.

La Ley 7a. de 1935. Esta ley aprobó dos contratos celebrados entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional el 31 de octubre de 1934. El primero de ellos liberó el presupuesto de una parte de la carga que representaba la deuda adquirida por el Gobierno con el Emisor, como consecuencia de los adelantos de la Concesión Salinas<sup>31</sup>. Estableció que las amortizaciones volverían a realizarse a partir del 1o. de enero de 1936 y que, al contrario de lo pactado en 1931, el Banco de la República no recibiría el total del producto líquido proveniente de las salinas. En esta forma, enmarcado dentro de la política de saneamiento fiscal del gobierno de López Pumarejo, el primer contrato estipuló que en 1935 el Gobierno Nacional recibiría el 100% de la renta de salinas y que, de ahí en adelante, la distribuiría por mitades con el Emisor. Dado que con la concesión de dicha renta el Gobierno le pagaba al Banco de la República los préstamos que le había hecho desde 1932, la medida de dividir los ingresos de las salinas por mitades, traía consigo la ampliación del plazo para cancelar la deuda<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Tal como se recuerda, la administración de las salinas terrestres se le adjudicó al Banco de la República por medio de un contrato celebrado con el Gobierno Nacional en diciembre de 1931. En dicho contrato, se estipuló que el Emisor debería entregarle al Gobierno un anticipo sobre utilidades futuras de las salinas por valor de 15 millones de pesos con un interés anual del 3

<sup>32</sup> Ley 7a. del 5 de febrero de 1935.

Si se tiene en cuenta que en 1935 la ley no había reconocido el aumento en el valor que registraron las existencias de oro, como consecuencia de la devaluación sufrida por el peso colombiano desde 1932<sup>33</sup> es fácil entender las características del segundo contrato. Por un lado, éste dio origen a la Cuenta Especial de Cambios, al establecer que las utilidades que tuviera el Banco de la República en la compra y venta de oro físico y de giros al exterior, fueran llevadas a lo que se llamó Cuenta Especial, cuyo saldo crearía unas ganancias en el momento en que la ley reconociera la devaluación experimentada por el peso.

De otro lado, el contrato estipuló que las utilidades generadas al computarse las reservas de oro del Emisor, a la tasa de cambio de mercado, fueran utilizadas para pagar las deudas contraídas por el Gobierno durante la guerra con el Perú. Estas ganancias también servirían para crear un Fondo de Estabilización, el cual debería mantener estable el precio de los bonos de Estado y regular la política monetaria.

Con la formación del Fondo de Estabilización, el legislativo previó la necesidad de intervenir en el mercado de capitales con el objeto de hacer atractivos al público los papeles del Estado, creados para financiar el déficit fiscal y evitar así la monetización del desequilibrio de las finanzas públicas. Es interesante hacer notar que cuando el Fondo de Estabilización comprara o vendiera bonos para mantener su precio estable, la cantidad de dinero en circulación se vería afectada. Sin embargo, las consecuencias monetarias de esta institución no fueron importantes durante el período comprendido entre su creación y 1945 puesto que no contó con capital suficiente<sup>34</sup>. En efecto, sus recursos nunca sobrepasaron el 3.07% de la base monetaria.

En resumen, además de buscarle solución a los problemas coyunturales de las finanzas públicas, la Ley 7a. de 1935 intentó crear un mecanismo que facilitara, a largo plazo, la ampliación y el respaldo de los bonos de deuda interna<sup>35</sup>, con el propósito de minimizar las presiones inflacionarias del déficit fiscal. Tal como estaba previsto, los recursos iniciales para llevar a cabo esta tarea surgieron de la devaluación legal del peso, decretada en 1938.

La Ley 167 de noviembre de 1938 reconoció la devaluación sufrida por el peso colombiano con respecto al oro, durante el período comprendido entre 1932 y 1935, puesto que estableció que el valor del contenido de oro del peso colombiano no sería ya de \$ 1 sino de

---

<sup>33</sup> El valor del contenido de oro del peso colombiano había pasado de \$ 1 en 1932 a \$ 2.88 en 1935. Carlos Lleras Restrepo, Memoria de Hacienda, 1939, pág. 101

<sup>34</sup> Esta idea también fue sugerida por Pedro A. Gómez Naranjo, El Fondo de Estabilización, Imprenta del Banco de la República. Bogotá, 1949, pág. 10.

<sup>35</sup> Germán Botero de los Ríos, Informe Anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1976, págs. 41-53. Leyes expedidas con posterioridad a 1938 le adjudicaron al Fondo de Estabilización funciones que se apartaron del pensamiento original del Gobierno al crear la institución. Así, el Fondo terminó convirtiéndose en el administrador fiduciario de todos los bienes pertenecientes a los ciudadanos alemanes, italianos y japoneses. Por otra parte, de acuerdo con el Decreto 548 de 1940, el Fondo se encargó de la entrega de las divisas necesarias para el pago de las importaciones y tuvo la posibilidad de contratar empréstitos en moneda extranjera.

\$ 2.88<sup>36</sup>. En este sentido es importante aclarar que, aunque legalmente el patrón oro siguió vigente, en la práctica la suspensión de la convertibilidad del peso se extendió de manera indefinida.

El artículo 2o. de la Ley 167 de 1938 determinó el destino de los 17.3 millones de pesos que generaron los saldos de la Cuenta Especial y de las existencias de oro del Banco de la República, en el momento en que el valor del contenido metálico del peso colombiano se contabilizó a \$ 2.88 y no a \$ 1. Así, cinco millones de pesos fueron empleados para financiar el gasto público, lo cual representó el 5.65% y el 5.12% de los ingresos corrientes y de la base monetaria en 1938, respectivamente. Por otra parte, ocho millones de pesos se utilizaron para cancelar las deudas que tenía el Gobierno con el Banco de la República, a raíz de la guerra con el Perú.

Además de estos 13 millones de pesos, la devaluación legal produjo 4.3 millones de pesos adicionales. De ellos, 1.3 se destinaron a la apertura de otra Cuenta Especial de Cambios<sup>37</sup>, la cual, a semejanza de la anterior, se formó con las utilidades o pérdidas de la compra y venta de oro físico, así como con las de los giros al exterior. Los tres millones restantes dieron origen al Fondo de Estabilización, tal como lo había estipulado la Ley 7a. de 1935.

Una vez estudiados los objetivos fiscales de los contratos celebrados entre el Banco de la República y la primera administración de López Pumarejo, analicemos el propósito de aquellos que se firmaron durante los dos últimos años del gobierno de Santos.

Los contratos celebrados por el Gobierno y el Banco de la República entre 1940 y 1942. Diversas leyes decretadas en 1940 y 1942 presionaron al Emisor a validar la estrategia adoptada a partir de los últimos años de la administración Santos, la cual, como se recuerda, buscó generar un desequilibrio en las finanzas públicas que reactivara la demanda agregada.

En el cuadro 9 se aprecia que en 1940 el déficit fiscal surgió como consecuencia de la caída de los ingresos y, en especial, por el aumento de \$ 15.9 millones en los gastos corrientes. En vista de estas circunstancias, mediante un contrato celebrado el 21 de junio de 1940, el Banco de la República le otorgó un préstamo al Gobierno por \$ 17.5 millones, monetizándose \$ 10.6 millones en 1940 y \$ 6.9 millones en 1941<sup>38</sup>. De ese crédito, la mitad

---

<sup>36</sup> Es interesante ver la similitud de la Ley 167 de 1938 con la reforma monetaria de Reyes en 1905, la cual, como se recuerda, estableció que \$ 1 00 papel moneda se cambiarían por un peso oro. En efecto, la semejanza entre las dos reformas consiste en que en ellas la legislación reconoce la devaluación del peso, registrada en el mercado años atrás. Así, al igual que la Ley 59 de 1905, la, "Ley 167 vino a sancionar simplemente la realidad existente entonces". Carlos Lleras R., Memoria de Hacienda, 1939, pág. 101.

<sup>37</sup> Aunque la Ley 167 de 1938 habló de la creación de una nueva Cuenta Especial de Cambios, en realidad lo que sucedió fue que la antigua Cuenta Especial quedó con un saldo de \$ 1.3 millones después de utilizados los \$ 16 millones restantes en la financiación del gasto público, en la cancelación de las deudas contraídas a raíz de las guerras con el Perú y en la creación del Fondo de Estabilización.

<sup>38</sup> Balances del Banco de la República.

se incorporó a la cuenta de avances sobre la Concesión Salinas y se estipuló que la otra mitad se cubriera en ocho años, con los fondos provenientes de la renta de la gasolina<sup>39</sup>.

En 1942 el Banco de la República se vio otra vez obligado a validar la política fiscal del gobierno de Santos. El Decreto 1361 abrió un nuevo cupo de crédito en el Emisor, el cual debería ser utilizado para atender las necesidades de tesorería derivadas del presupuesto ordinario. Se estipuló, que el préstamo se otorgaría por una cantidad equivalente al 40% del capital y reserva legal del Banco de la República, es decir, por una suma cercana a los \$ 6.4 millones (o sea, el 6.4% de los gastos corrientes del Gobierno Nacional Central en 1942). No obstante, se utilizaron \$ 4.3 millones correspondientes al cupo ordinario del Gobierno en el Emisor y tan sólo \$ 0.5 millones del cupo otorgado por el Decreto 1361<sup>40</sup>.

Con la expedición del Decreto 1512 de junio de 1942, se amplió el plazo de pago de la deuda que el Gobierno había contraído con el Emisor, a raíz de los avances de la Concesión Salinas y del préstamo por \$ 17.500.000 otorgado en 1940. Con ello, una fracción de los recursos que con anterioridad tenían que destinarse a pagar las deudas en cuestión, ahora podrían emplearse en aquellos gastos que el Gobierno considerara prioritarios. La manera como funcionó este mecanismo fue mediante la emisión, por parte del Gobierno, del "Bono Interno de Salinas", el cual fue "comprado" por el Banco de la República. Así, se reemplazaron en el balance de dicha institución los préstamos a largo plazo por inversiones en documentos de deuda pública interna. Los nuevos bonos fueron de dos clases y devengaron un interés igual al de las obligaciones que sustituyeron; se estableció que el plazo para su amortización sería de 29 años, que estarían garantizados por la concesión de las salinas terrestres y marítimas y que podrían ser negociables en el mercado<sup>41</sup>.

Como una adición a los contratos celebrados con el Banco de la República, entre 1940 y 1942 el Gobierno también utilizó los recursos de origen externo para financiar el déficit fiscal.

La deuda externa. El agotamiento de la fuente de recursos externos desde 1929 y la moratoria que decretaron la gran mayoría de los países latinoamericanos durante los años treinta, cerró el mercado internacional de capitales. Sin embargo, en el caso colombiano esta situación empezó a revertirse en la década del cuarenta.

---

<sup>39</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio de 1939-junio de 1940, pág. 21. De acuerdo con el Decreto 1355 de 1940, los \$ 17.5 millones tuvieron la siguiente destinación: \$ 7.0 millones para aumentar el capital de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero; \$ 2.0 millones para el Instituto de Fomento Industrial; \$ 0.5 millones para el fomento de la agricultura; 5 3.0 millones para la construcción de carreteras troncales; \$ 2.0 millones para la continuación del plan ferroviario y \$ 3.0 millones para pagar parte de la deuda de la nación al Consejo de Ferrocarriles Nacionales y para la adquisición de equipo para trabajos fluviales y de obras públicas.

<sup>40</sup> Balances del Banco de la República.

<sup>41</sup> Estos préstamos estaban representados por los avances de las salinas y por el crédito de \$ 17.5 millones otorgado en 1940.

El Gobierno de Eduardo Santos inició, en 1940, la renegociación de la deuda externa de la nación con los tenedores de bonos americanos y en 1942, con los ingleses. Las características del arreglo fueron semejantes. En primer lugar se acordó capitalizar la mitad de los intereses vencidos. Adicionalmente, se emitieron nuevos bonos con un plazo de treinta años y una tasa de interés del 3% para la mayoría de los préstamos, lo cual equivalía a la mitad de la tasa de interés original. Por último, se creó un fondo de amortización para las compras en el mercado abierto<sup>42</sup>.

Una vez adoptada la política de renegociar la deuda externa, los créditos internacionales volvieron a ser una realidad para el país. En 1940 el Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos le abrió al Banco de la República un crédito por 10 millones de dólares, garantizado por el Gobierno<sup>43</sup>. Sin embargo, el préstamo no se constituyó en una fuente de financiamiento del déficit fiscal, puesto que tenía que ser usado por los importadores privados, en la compra de bienes de capital y mercancías americanas. Así, aunque este crédito representó un 11.8% de las importaciones realizadas en 1940, no tuvo ningún efecto monetario<sup>44</sup>.

Posteriormente, en julio de 1941 se contrató un nuevo préstamo por 12 millones de dólares (21 millones de pesos) con el Banco de Exportaciones e Importaciones. Este crédito se monetizó en su totalidad y fue señalado como una de las causas de la expansión de la oferta de dinero registrada a partir de 1941<sup>45</sup>. El préstamo se utilizó de la siguiente forma: en 1941 se emplearon 3.6 millones de pesos, o sea el 3.7% de los gastos corrientes en la construcción de carreteras, en obras de irrigación y desecación y en tareas de fomento agrícola en la zona bananera. En 1942 se monetizaron los 17.4 millones de pesos restantes, lo cual representó el 17.4% de los gastos corrientes. De ellos, \$ 12.1 millones se destinaron a las carreteras nacionales, \$ 2.7 millones a obras de irrigación y desecación, \$ 0.5 millones a la terminación del Palacio de Comunicaciones y \$ 2.1 millones a inversiones del Ministerio de Guerra<sup>46</sup>.

Dado que en 1943 ya se había utilizado la totalidad del préstamo contratado en 1941, se consiguió otro crédito por 8 millones de dólares, o sea, \$ 14 millones de pesos. De este, se

---

<sup>42</sup> José Antonio Ocampo, "Cuatro décadas de endeudamiento externo", en José Antonio Ocampo, Eduardo Lora, Colombia y la Deuda Externa, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1988, pág. 17. En 1942 también se arregló la deuda contraída por el Banco Agrícola Hipotecario y la adquirida con el National City Bank y otros bancos.

<sup>43</sup> Sin embargo, parece ser que la renegociación no era una condición de las autoridades americanas o inglesas para que Colombia tuviera acceso a los nuevos recursos. Carlos Lleras R., Crónicas de mi Propia Vida, Bogotá, Stamato Editores, 1983, Tomo 11, págs. 470-471. Citado por José Antonio Ocampo, *Ibíd.*, págs. 21-22.

<sup>44</sup> Si bien, es indudable que este crédito no tuvo ningún efecto monetario, es interesante mencionar que su cuantía representó el 16.4% de la base en 1940.

<sup>45</sup> Ver Roberto Steiner, *Op. cit.*, pág. 23. Así mismo, ver Mauricio Avella, Pensamiento y Política Monetaria en Colombia 1886-1945, Contraloría General de la República, Bogotá, 1987, pág. 287.

<sup>46</sup> Carlos Lleras Restrepo, Memoria de Hacienda, 1942, pág. 48.

utilizaron \$ 10 millones en 1944 (6.4% de los gastos corrientes) en la construcción y pavimentación de carreteras. El dinero restante se empleó, en 1945, en el mismo tipo de obras<sup>47</sup>.

Es indudable que la política de renegociar la deuda externa, adoptada por el gobierno de Santos, trajo consigo una cuantía considerable de recursos que sirvieron para financiar el déficit fiscal. No obstante, al generarse la caída de las importaciones, como consecuencia de la entrada de los Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial, el Gobierno prefirió recurrir a la emisión de bonos de deuda interna para suplir las necesidades de las finanzas públicas. Al fin y al cabo, con ello se evitaba que los recursos del Banco de la República y la monetización de los préstamos externos, se convirtieran en una presión inflacionaria adicional al "shock" de oferta.

Los Bonos de Deuda Interna. Igual a lo sucedido con la deuda externa, la administración de Santos buscó en 1940 normalizar la situación de la deuda interna. En vista de que el servicio de amortización de varios de los bonos nacionales se había suspendido desde hacía algunos años, el Gobierno expidió el Decreto 1389 de 1940, mediante el cual se emitieron \$ 40.000.000 en bonos de la "Deuda Interna Unificada", que serían utilizados en su totalidad para la conversión, transformación o amortización de la deuda interna. De acuerdo con el Decreto 1389, los bonos eran de dos tipos y no los respaldaba el Banco de la República. Por un lado estaban los de la clase A, emitidos por una cuantía de \$ 20 millones, con una tasa de interés del 6% y un plazo de 30 años para su amortización. Por otro lado estaban los de la clase B, por un valor de \$ 20 millones, con una tasa de interés del 4% y un plazo para su amortización, de 25 años.

Después de que se normalizaron los pagos de la deuda interna, el Gobierno volvió a acudir a la emisión de bonos para financiar el desequilibrio de las finanzas públicas. En el cuadro 10 se observa que en 1942, el Decreto 381 autorizó la emisión de 7 millones adicionales de bonos de la "Deuda Interna Unificada" clase B, es decir, una cuantía equivalente al 7% de los gastos corrientes del Gobierno Nacional Central. Estos recursos se destinaron a suscribir acciones del Estado en el IFI y en el I.C.T. En diciembre de 1942, la Ley 45 expidió unos bonos de suscripción obligatoria por valor de \$ 60 millones de pesos<sup>48</sup>. De ellos, \$ 11.6 millones se utilizaron para saldar el déficit de 1942, el cual, tal como se ve en el cuadro 9, ascendió a \$ 14.3 millones. Por otra parte, \$ 24 millones se destinaron a establecer el equilibrio presupuestal de 1943 y \$ 19.7 millones se

---

<sup>47</sup> Carlos Sáenz de Santamaría, Memoria de Hacienda, 1945, pág. 219. Ver también, Alfonso Palacio Rudas, Informes del Contralor General de la República, 1944, 1945.

<sup>48</sup> A mediados de 1942, el Decreto 1361 ordenó la emisión de S 15.000.000 en "Bonos de la Tesorería de la República de Colombia". Sin embargo, la escasa cuantía que se emitió de dichos bonos se recogió de acuerdo con el artículo lo. de la Ley 45 de 1942.

emplearon en la construcción de obras públicas, desarrollo, higiene y fomento municipal<sup>49</sup>. Sin embargo, es importante mencionar que los depósitos del Gobierno en el Banco de la República, pasaron de \$ 10.3 millones en diciembre de 1942, a \$ 30.7 millones en el mismo mes de 1943<sup>50</sup>. Todo parece indicar que en 1943 existió un sobrefinanciamiento del déficit fiscal del Gobierno Nacional Central, por un valor cercano a los \$ 20.4 millones.

Los papeles emitidos por la Ley 45 se denominaron Bonos de la Defensa Económica y Nacional, DENAL, y tuvieron una tasa de interés del 5% anual, pagadera trimestre vencido y un plazo de 30 años para su amortización. La característica más importante de los bonos fue la de que su suscripción se hizo obligatoria para casi todos los agentes económicos, con el propósito de evitar la monetización del déficit fiscal.

Así, estuvieron obligadas a invertir en los Bonos DENAL y a mantener esos valores en sus activos, las cajas de ahorros en no menos del 20% de los depósitos recibidos del público, las compañías de seguros en suma no inferior al 10% de sus reservas, y las empresas con no menos de 20 trabajadores y con un capital no inferior a \$ 50.000, en un porcentaje no inferior al 10% de su reserva legal.

**Cuadro 10. Principales bonos de deuda interna emitidos entre 1942 y 1945**

Decreto Ley Año	Título	Emisión autorizada (en millones)	Características	Año de la suscripc.	Suscriptor
Decreto 381 de 1942	Deuda interna de unificada Clase B	7	Tasa de interés anual  Plazo: 25 años	1942	Bancos privados
Decreto 1512 de 1942	Interno de de salinas Clase A y Clase B	35	Tasa de interés: 3% y 4% anual. Plazo 29 años	1942	Banco de la República  (al contrario de los bonos emitidos en 1945, estos papeles tan solo fueron una operación contable cuyo efecto fue el da

<sup>49</sup> Los 4.7 millones restantes se emplearon en el aumento de las apropiaciones presupuestales destinadas a pagar a los departamentos, intendencias, comisarías y municipios lo que el Gobierno les adeudara por virtud de la construcción de carreteras y otras obras nacionales.

<sup>50</sup> Ver Balances del Banco de la República.

					ampliar el plazo de pago de algunas deudas contraídas años atrás.
Ley 45 de 1942	Defensa económica y nacional	60	Tasa de interés: 6% anual. Plazo: 30 años	1943	Cajas de ahorros, compañías de seguros, empresas, contribuyentes, exportadores.
Decreto 2233 de 1944	Bonos colombianos de tesorería de 1944	25	Tasa de interés: 6% anual. Plazo: 30 años.	1945	Cajas de ahorro, Federación Nacional de Cafeteros, exportadores, importadores de capital.
Ley 35 de 1944	Bonos colombianos de tesorería de 1945	50	Tasa de interés: 6% anual. Plazo: 30 años	1945: 35 millones. 1946: 15 millones	Exportadores, importadores de capitales.
Decreto 31 de 1944	Deuda interna unificada Clase A	3	Tasa de interés: 6% anual. Plazo: 30 años.	1945	Banco de la República.
Decreto 558 de 1945	Interno de salinas Clase A y Clase B	4	Tasa de interés: 3% y 4% anual. Plazo: 26 años y nueve meses	1945	Banco de la República
1942	85.537	99.880	-14.343	69.656	81.336
1943	103.844	127.441	-23.597	72.975	89.580
1944	126.425	155.420	-28.995	73.846	90.783
1945	162.873	163.920	-1.047	85.453	85.002

Los bonos DENAL también se colocaron entre el público a través del impuesto a la renta, del cambio de giros al exterior y de la compra de oro, plata y platino. Por un lado, el recargo del 50% sobre el impuesto a la renta, patrimonio y exceso de utilidades, decretado por la Ley 45 de 1942, debería ser utilizado por los contribuyentes en la compra de bonos DENAL.

De otro lado, el Banco de la República empezó a pagar los giros así: los provenientes de las exportaciones diferentes al café: 90% en moneda legal y 10% en bonos DENAL; el oro, la plata y el platino entregados al Banco de la República por valor superior a los \$ 150.000: 80% en moneda legal y 20% en bonos DENAL.

En 1944, con el propósito de saldar el déficit de \$ 28.9 millones (ver cuadro 9), se emitieron los "Bonos Colombianos de Tesorería de 1944" por un valor de \$ 25 millones<sup>51</sup>. En el cuadro 10 se observa que a semejanza de los bonos DENAL, estos nuevos papeles tuvieron una tasa de interés del 6% anual y un plazo de amortización de 30 años. Así mismo, para impedir que el desequilibrio fiscal se tradujera en una presión inflacionario adicional a la ejercida por el aumento de las reservas internacionales, los "Bonos Colombianos de Tesorería" fueron colocados obligatoriamente dentro del público, de tal forma que en junio de 1945 ya se habían suscrito \$ 21 millones<sup>52</sup>.

En 1945 se emitieron \$ 4.0 millones adicionales de los títulos denominados "Bonos Internos de Salinas", con la intención de terminar la construcción el y montaje de una planta de productos químicos. Dichos bonos, cuyo plazo de amortización fue de 26 años y nueve meses<sup>53</sup>, trajeron consigo la expansión de la oferta monetaria, dado que los compró el Banco de la República<sup>54</sup>.

Por otra parte, de acuerdo con el Decreto 31 de 1945, se emitieron \$ 3.0 millones más de los bonos de la Deuda Interna Unificada Clase A, para pagar el aporte del Gobierno al capital del Instituto Nacional de Abastecimiento. Al igual que los Bonos Internos de Salinas, estos papeles los compró el Emisor<sup>55</sup>.

Por último, con el propósito de saldar el probable déficit de ejecución de los presupuestos de 1945 y 1946, en diciembre de 1944 la Ley 35 autorizó sacar al mercado \$ 50 millones en documentos de deuda interna, con características semejantes a los bonos DENAL y a los "Colombianos de Tesorería de 1944". En esta forma, hacia finales de 1945 ya se habían emitido \$ 35 millones, los cuales fueron suscritos de manera obligatoria por diversos agentes económicos<sup>56</sup>. Sin embargo, dado que en 1945 el desequilibrio fiscal cayó a \$ 1.0 millón (ver cuadro 9), se produjo un sobrefinanciamiento del déficit del Gobierno Nacional Central. Así, los depósitos del Gobierno en el Banco de la República aumentaron en \$ 33

---

<sup>51</sup> Decreto 2233 de septiembre de 1944.

<sup>52</sup> Carlos Sanz de Santamaría, Memoria de Hacienda, 1945, pág. 14.

<sup>53</sup> Alfonso Palacio Rudas, Informe del Contralor General de la República, 1945, pág. XLIII. En relación con los bonos internos de Salinas emitidos en 1945, se debe mencionar que 5 2.0 millones fueron clase A y 5 2.0 millones clase B, con unas tasas de interés del 4% y 3%, respectivamente.

<sup>54</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio 1944-junio de 1945, pág. 12

<sup>55</sup> *Ibíd.*

<sup>56</sup> Alfonso Palacio Rudas; *Op. cit.*, pág. LXII. 51 Ver Balances del Banco de la República.

millones, al pasar de \$ 3 1.1 millones en diciembre de 1944 a \$ 64.1 millones en el mismo mes de 1945<sup>57</sup>.

Una vez analizado el comportamiento de las finanzas del Gobierno Nacional Central, en el período 1935-1945, es claro que hay dos épocas bien diferentes.

De un lado, aquella comprendida entre 1935 y 1939, caracterizada por el continuo superávit fiscal, gracias a los esfuerzos de la primera administración de López Pumarejo por sanear las finanzas públicas. Por esta razón, no fue necesario acudir a fuentes de financiamiento, aunque en 1935 el Banco de la República firmó un contrato con el Gobierno Nacional, con el propósito de aliviar las necesidades temporales del tesoro. Sin embargo, se debe recalcar que el aspecto más importante de este contrato fue la creación del Fondo de Estabilización y de la Cuenta Especial de Cambios, cuyos efectos fiscales y monetarios tan sólo se verían años más tarde.

Al contrario de lo ocurrido en la época precedente, en el período 1940-1945 el Gobierno buscó generar un déficit fiscal para reactivar la demanda agregada. Este desequilibrio se financió mediante tres mecanismos. En primer lugar, entre 1940 y 1942, los recursos provinieron de contratos celebrados entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional, así como de préstamos externos otorgados por el Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos. No obstante, con el propósito de evitar que la política fiscal contracíclica se convirtiera en una presión inflacionario adicional al "shock" de oferta, a finales de 1942 se estableció un ingenioso sistema de suscripción obligatoria de bonos de deuda interna. Este mecanismo no sólo evitó la monetización total del déficit fiscal, sino que también contribuyó a restringir el gasto del sector privado y a aumentar el ahorro del mismo.

Si bien es cierto que a partir de 1940 existió un plan fiscal contracíclico para reactivar la economía, es importante estudiar las finanzas del Fondo Nacional del Café, para ver hasta qué punto dicha institución reforzó o compensó la política fiscal adoptada desde 1940.

### **El Fondo Nacional del Café: sus funciones y sus finanzas entre 1941 y 1945**

En esta sección se estudiará hasta qué punto el Fondo Nacional del Café, creado en 1940, compensó el plan fiscal contracíclico, diseñado a partir de los últimos años de la administración de Santos.

Teniendo en cuenta el pacto de cuotas de exportación de café, celebrado en 1940, el gobierno de Santos consideró necesario crear el Fondo Nacional del Café. La función principal que se le adjudicó a dicha institución fue la de comprar aquella parte de la cosecha

---

<sup>57</sup> Ver Balances del Banco de la República.

cafetera que se requiriera para darle cumplimiento al Acuerdo de 1940. Sin embargo, la Federación de Cafeteros terminó adquiriendo la gran mayoría de la cosecha del grano<sup>58</sup>, lo cual, tal como se observa en el cuadro 11, estabilizó el precio interno real del café desde 1941, en un nivel superior al registrado desde 1938.

Con el fin de que el Fondo Nacional del Café llevara a cabo sus funciones, el Legislador lo dotó de los siguientes recursos: el Decreto 2078 de noviembre de 1940, introdujo un impuesto equivalente a \$ 0.05 por cada dólar girado al exterior<sup>59</sup>. Así, por este concepto ingresaron recursos al Fondo, por valor de \$ 32.5 millones entre 1941 y 1945<sup>60</sup>.

El Decreto 2078 también creó un impuesto para gravar la valorización que obtuviera el café por encima de sus precios básicos. El gravamen consistió en vender al Banco de la República a \$ 1.00, las divisas obtenidas por las ventas del grano, realizadas por encima de US\$ 9 c/ lb.<sup>61</sup>. De esta manera, el Fondo Nacional del Café obtuvo recursos por valor de \$ 14.0, \$ 25.9, \$ 27.3 y \$ 3.5 millones en 1941, 1942, 1943 y 1944, respectivamente<sup>62</sup>.

Adicionalmente, el Fondo contó con \$ 10 millones provenientes de la emisión de los denominados bonos del "Fondo Nacional del Café", autorizados por el Decreto 2079 de noviembre de 1940.

---

<sup>58</sup> Ver diferentes números de la Revista del Banco de la República, a partir de 1941.

<sup>59</sup> En 1942, el impuesto se redujo a \$ 0.01. Carlos Lleras Restrepo, Memoria de Hacienda, segunda parte, 1942, pág. 94.

<sup>60</sup> Informes Anuales del Contralor General de la República.

<sup>61</sup> Este impuesto sería semejante al que más tarde se llamó "Retención Cafetera". Ver José Antonio Ocampo (editor), Historia Económica de Colombia, Op. cit., pág. 228.

<sup>62</sup> Informes Anuales del Contralor General de la República. Es importante anotar que la caída observada en 1944 se debió a que el gravamen fue eliminado en febrero de ese año, después de sucesivas reducciones en junio y noviembre de 1943.

**Cuadro 11. Precio interno del café**

<b>Año</b>	<b>Precio nominal (1)</b>	<b>Precio real</b>
1934	3.63	3.95
1935	2.85	3.03
1936	3.17	3.10
1937	3.33	3.31
1938	3.08	2.72
1939	3.13	2.65
1940	2.30	2.01
1941	3.49	3.09
1942	3.74	3.05
1943	4.01	2.82
1944	4.83	2.82
1945	5.37	2.82
(1) Valor en pesos de la arroba		
(2) Precio nominal deflactado por el índice del costo de la vida obrera en Bogotá que aparece en el cuadro 7.		
<b>Fuente:</b> Banco de la República		

En el cuadro 12 se pueden analizar los efectos que tuvieron las finanzas del Fondo Nacional del Café sobre el déficit fiscal. La única vez que el Fondo reforzó la política contracíclica del Gobierno Nacional Central, fue en 1944. En dicho año el Fondo generó un déficit de \$ 2.5 millones, como consecuencia de la eliminación del impuesto a la valorización del grano. Sin embargo, durante los otros años, las finanzas del Fondo redujeron el monto del déficit fiscal. Por ejemplo, en 1943, el superávit de dicha institución disminuyó el desequilibrio fiscal en \$ 15.9 millones, o sea, en un 67.4%.

**Cuadro 12. Las finanzas del Fondo Nacional del Café (miles de pesos)**

Año	Ingresos (1)	Gastos	Superávit F.N.C.	del Superávit incluyendo al F.N.C.	fiscal Superávit excluyendo al F.N.C.	fiscal
1941	19.335	18.449	886	-7.697	-8.583	
1942	32.901	27.885	5.016	-9.327	-14.343	
1943	32.103	16.209	15.894	-7.703	-23.597	
1944	9.719	12.207	-2.488	-31.484	-28.995	
1945	9.152	261	8.891	7.844	-1.047	

(1) No incluye la emisión de bonos por valor de \$10 millones, destinados a la creación del Fondo Nacional del Café.

**Fuente:** Informes Anuales del Contralor General de la República.

Una vez estudiada la manera como el Fondo Nacional del Café afectó la política fiscal contracíclica, adoptada desde 1940, entremos a analizar la política monetaria.

## Parte D. La política monetaria

Tal como se observó en el capítulo anterior, en 1931, gracias al contrato de la Concesión Salinas, el Banco de la República dejó de operar dentro de las reglas del patrón oro, pasando de desempeñar un rol pasivo, a adoptar un papel activo que le permitió cambiar la oferta monetaria de manera significativa. Sin embargo, una vez realizado el préstamo de las salinas, el Emisor volvió a tener poca capacidad para afectar la cantidad de dinero, puesto que su intervención, a través del crédito doméstico, tuvo que ceñirse a los límites fijados por la ley<sup>63</sup>.

Los préstamos a los bancos y al Gobierno tuvieron un tope equivalente a la tercera parte y al 45% del capital pagado más reservas del Emisor, respectivamente<sup>64</sup>. Este fue el principal mecanismo con que contó el Banco de la República para afectar la oferta monetaria puesto que, con anterioridad al Decreto 756 de 1951, el nivel de encaje se cambiaba por ley y en lugar de ser utilizado como instrumento de control de los medios de pago, era considerado como una medida de seguridad que le se--vía como garantía al depositante.

El hecho de que el Banco de la República no interviniera en la expansión secundaria de dinero, se puede explicar, en parte, porqué dicha institución, al definir los medios de pago, se acercó al concepto de base y desconoció el efecto del multiplicador sobre la oferta monetaria<sup>65</sup>.

### La consolidación de la expansión secundaria de dinero

En el gráfico No. 1 se observa que los medios de pago siguieron una ruta similar a la trayectoria de la base monetaria. No obstante, es claro que la brecha entre estos dos agregados, cada año se iba haciendo mayor. Esto refleja la creciente importancia de la expansión secundaria de dinero. En este fenómeno contribuyó la ampliación del sistema bancario, a partir de 1923.

---

<sup>63</sup> Si bien es cierto que la tasa de descuento era el principal instrumento de política monetaria con que contaba el Emisor, ésta permaneció fija entre 1935 y 1945 en el nivel de 4% para las operaciones ordinarias con los bancos afiliados.

<sup>64</sup> La Ley 25 de 1923 fijó el tope de los préstamos al Gobierno en el 30% del capital pagado más reservas. Sin embargo, en 1930, el tope se elevó al 45%.

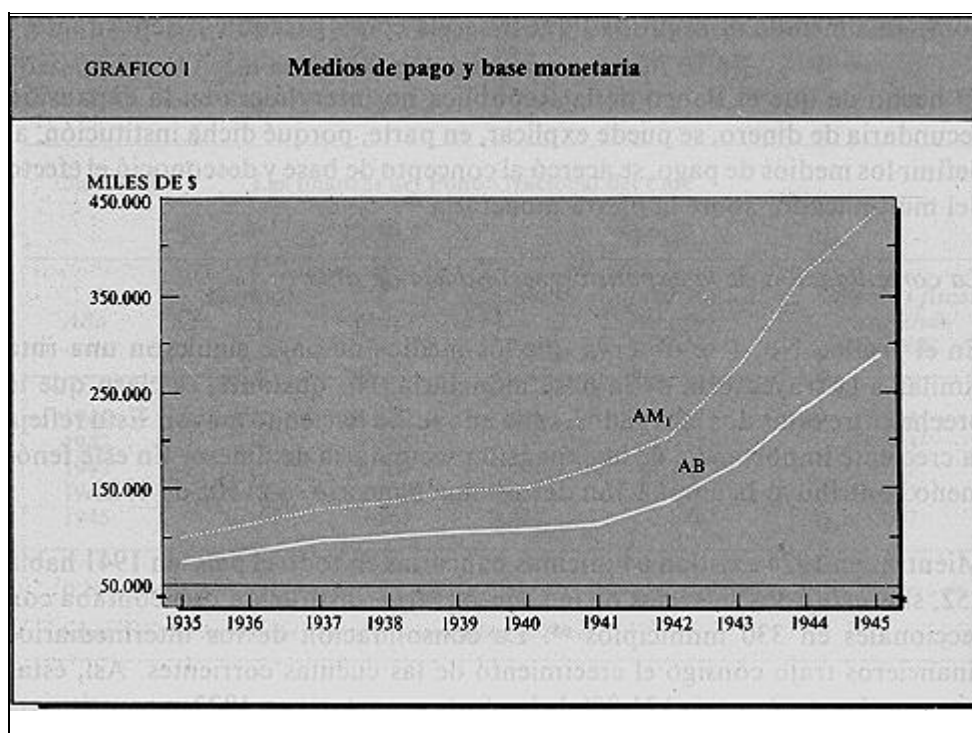
<sup>65</sup> El reconocimiento de la expansión secundaria de dinero daría lugar a una polémica entre el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria sobre la definición del dinero en Colombia. Por un lado, el Emisor se acercó al concepto de base mientras que la Superintendencia adoptó una definición semejante a la de los medios de pago. Mauricio Avella, Op. cit., págs. 319-353.

Mientras en 1924 existían 64 oficinas bancarias en todo el país, en 1941 había 252, sin incluir los servicios de la Caja Agraria, institución que contaba con seccionales en 330 municipios.<sup>66</sup>

La consolidación de los intermediarios financieros trajo consigo el crecimiento de las cuentas corrientes. Así, éstas pasaron de representar el 31.9% de la oferta monetaria en 1923, a constituir el 57.0% de los medios de pago en 1945<sup>67</sup>. En este sentido, es interesante anotar que en 1940, por primera vez en la historia, el efectivo en poder del público se situó en un nivel inferior al de los depósitos a la vista.

Dado el comportamiento ascendente de las cuentas corrientes, en relación con el efectivo en poder del público, la expansión secundaria de dinero empezó a ser una causa importante del aumento de los medios de pago. Este hecho se reflejó en el constante incremento del multiplicador, el cual, tal como se observa en el cuadro 13, pasó de 1.317 en 1935 a 1.607 en 1944. Sin embargo, veremos más adelante que al igual que en el período comprendido entre 1923 y 1934, la base monetaria fue la que explicó gran parte del movimiento de la oferta de dinero

**Gráfico 1. Medios de pago y base monetaria**



<sup>66</sup> Informe del Superintendente Bancario, 1941, pág. IX. 66

<sup>67</sup> Ver cuadro 2, Capítulo VIII.

A pesar del peso cada vez mayor de las cuentas corrientes y de sus consecuencias sobre los medios de pago, se debe reconocer la existencia de un fenómeno que le impidió al multiplicador alcanzar niveles aún más altos: los sobreencajes durante todo el período. De acuerdo con la ley, el encaje era del 50% para los depósitos a la vista. No obstante, los bancos accionistas del Banco de la República, que eran la mayoría, sólo estaban obligados a mantener la mitad del encaje mencionado. Además, aquellas instituciones afiliadas al Emisor, tenían la facultad de reducir su encaje al 15%, a condición de que no hicieran préstamos a una tasa de interés mayor a dos puntos, con respecto a la fijada por el Banco de la República en sus redescuentos<sup>68</sup>.

**Cuadro 13. Principales agregados monetarios, 1935-1945 (promedio anual / miles de pesos)**

Año	Oferta monetaria	Depósitos a la vista	Circulante en poder del público	Base monetaria	Multiplicador	R/D	C/D
1935	99.846	42.710	57.136	75.840	1.3174	0.4380	1.3396
1936	111.985	48.628	63.358	84.214	1.3295	0.4294	1.3032
1937	127.063	55.411	70.652	95.472	1.3310	0.4298	1.2939
1938	133.797	60.271	73.526	97.733	1.3695	0.4012	1.2209
1939	145.644	68.468	77.176	104.067	1.3997	0.3926	1.1292
1940	149.616	76.279	73.337	107.016	1.3990	0.4422	0.9615
1941	169.673	88.485	81.188	113.172	1.4995	0.3613	0.9197
1942	201.493	101.171	100.322	139.521	1.4456	0.3853	0.9946
1943	276.710	153.850	122.860	177.242	1.5598	0.3562	0.7999
1944	376.682	217.517	159.165	235.477	1.6072	0.3496	0.7315
1945	440.827	251.135	189.692	288.625	1.5270	0.3942	0.7563

Nota: Oferta Monetaria = circulante en poder del público (C) + depósitos a al vista (D).

<sup>68</sup> Desde 1933 la tasa de redescuento del Banco de la República estuvo fijada en 4%. Aparentemente, algunos bancos cobraban una tasa de interés del 7% anual, y por lo tanto tenían que encajar el 25% de sus exigibilidades a la vista. Ver Alberto H. Torres, "El sistema legal de encaje de los bancos en Colombia", en la Revista del Banco de la República, abril, 1939.

Multiplicador =  $(I+C/D)/(C/D+R/D)$  donde R son las reservas de los bancos particulares.  
**Fuente:** Informes Anuales del Gerente del Banco de la República y Revista Mensual del Banco de la República.

Si se tiene en cuenta la Legislación, en el cuadro 13 se detecta el sobreencaje que presentaron los depósitos en cuenta corriente del sistema bancario, puesto que el coeficiente de reserva (R/ D), con excepción de 1944, se situó siempre en niveles superiores al 35%.

Este fenómeno era sin duda la consecuencia de la excesiva prudencia con que los bancos comerciales otorgaban sus créditos. El pensamiento de la mayoría de los banqueros, durante 1935-1945, fue semejante a la idea expresada por el gerente del Banco de Colombia en 1936: "la situación superlíquida ... hubiera permitido atender un pedido mucho mayor de dinero, pero no reunió solicitudes que reunieran los requisitos de seguridad y liquidez"<sup>69</sup>.

El prudente camino escogido por los bancos comerciales suscitó toda una serie de críticas dirigidas desde todas las esferas oficiales. De ellas, quizás la más dura fue la que hizo el Ministro de Hacienda: "He dicho ya con toda 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... 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"<sup>70</sup>.

Aunque es indudable que entre 1935 y 1945 la expansión secundaria empezó a ser una causa importante de la cantidad de dinero en circulación, la política prudente adoptada por los bancos comerciales impidió que el multiplicador registrara niveles superiores a los que presentó. Una vez estudiado este determinante de la oferta monetaria, veamos más en detalle los factores que explicaron el comportamiento de los medios de pago.

## **El comportamiento de la oferta monetaria: el papel del Banco de la República**

<sup>69</sup> Informe presentado por la dirección del Banco de Colombia, primer semestre de 1936, pág. 2.

<sup>70</sup> Gonzalo Restrepo, Memoria de Hacienda, 1935-1936, págs. 114-1 18.

A pesar de la creciente importancia de la expansión secundaria de dinero, en el cuadro 14 se observa que entre 1935 y 1945 el incremento de los medios de pago se dio, principalmente, a través de la base monetaria. Tan sólo en 1938 y en 1941 el multiplicador explicó la mayor parte del crecimiento en la cantidad de dinero, mientras que en la mayoría de los años restantes la base determinó más del 90% de dicho aumento. Por esta razón, es indispensable estudiar los principales componentes de la base monetaria y las herramientas con que se contó para controlar sus variaciones. Veremos que, teóricamente, el Banco de la República estuvo en capacidad de reforzar o compensar con crédito doméstico las variaciones en las reservas internacionales; y que a través del control de cambios existió la posibilidad de afectar el nivel de los activos externos.

**Cuadro 14. Factores explicativas de las variaciones en la oferta monetaria nominal**

Año	Cambio porcentual en los medios de pago	Cambio porcentual en la base monetaria	Cambio porcentual en el multiplicador	Cambio porcentual en la base multiplicado por el cambio porcentual en el multiplicador
1936	12.16	11.04	0.92	0.20
1937	13.46	13.35	0.10	0.01
1938	5.30	2.37	2.89	0.04
1939	8.85	6.48	2.21	0.16
1940	149.616	2.73	2.80	-0.06
1941	13.41	5.75	7.18	0.48
1942	18.75	23.28	-3.60	-0.93
1943	37.33	27.04	7.90	2.39
1944	36.13	32.86	3.04	0.23
1945	17.03	22.57	-4.99	-0.55

(1) Cambio porcentual en los medios de pago = Cambio porcentual en la base monetaria + Cambio porcentual en el multiplicador monetario + Cambio porcentual en la base monetaria multiplicado por el cambio porcentual en el multiplicador monetario.

### **El crédito doméstico**

Al observar los principales componentes del crédito doméstico que aparecen en el cuadro 15, se reflejan las dos partes en que se divide el período 1935-1945 y la tarea desempeñada por el Emisor en cada una de ellas.

Entre 1935 y 1939 no aumentaron los préstamos y descuentos otorgados por el Banco de la República, lo cual era de esperarse, dados los esfuerzos de saneamiento fiscal realizados durante ese período. En consecuencia, tal como se ve en el cuadro 16, en esos años existió una relativa estabilidad monetaria y de precios.

**Cuadro 15. Principales componentes del crédito doméstico (promedio anual/miles de pesos corrientes)**

Año	Préstamos y descuentos a bancos comerciales	P y D a particulares	Subtotal P y D al sector privado	P y D al gobierno nacional	P y D a otras entidades	Subtotal P y D al sector público	Total P y D	Inversiones en documentos de deuda pública
1934 (2)	5.404	1.911	7.315	29.280	227	29.507	36.822	12.399
1935	3.553	2.792	6.345	26.790	100	26.890	33.235	15.817
1936	2.445	3.047	5.492	28.089	92	28.181	33.673	17.512
1937	5.388	5.581	10.969	28.815	88	28.903	39.872	17.212
1938	5.636	2.983	8.619	28.363	48	28.411	37.030	16.812
1939	4.429	2.734	7.163	21.772	120	21.892	29.055	15.709
1940	2.264	5.588	7.852	24.165	1.170	25.335	33.187	17.332
1941	5.135	12.863	17.178	36.863	803	37.666	55.844	19.335
1942	2.339	10.797	13.136	23.734	1.769	25.503	38.639	34.613
1943	1.925	1.451	3.376	25	359	384	3.760	56.023
1944	3.104	118	3.222	150	83	233	3.455	58.837
1945	9.418	714	10.132	1.358	.1250	2.608	12.740	65.847
(1)	No		incluye		la	Caja		Agraria.
(2)	Promedio		de		junio	y		diciembre

**Fuente:** Informe Anual Del Gerente del Banco de la República

**Cuadro 16. Inflación y oferta monetaria en términos reales (miles de pesos de 1937)**

Año	M1 real	Incremento M2 real	Inflación %	Incremento M1 nominal %
1935	105.994	-2.09	2.39	2.82
1936	109.360	3.18	8.70	12.16
1937	126.305	15.50	-1.76	13.46
1938	118.091	-6.51	12.62	5.30
1939	123.114	4.25	4.41	8.85
1940	130.555	6.04	-3.13	2.73
1941	150.153	15.01	-1.40	13.41
1942	164.082	9.27	8.67	18.75
1943	194.455	18.52	15.87	37.33
1944	220.025	13.14	20.31	36.14
1945	231.284	4.99	11.33	17.03

Fuente: cuadros 7 y 13

Entre 1935 y 1939, tan sólo vale la pena resaltar dos aspectos de la evolución de los principales componentes del crédito doméstico. Es interesante señalar que la caída de 6.6 millones de pesos, registrada por los préstamos al Gobierno Nacional en 1939, se debió a la cancelación, en dicho año, de las deudas contraídas a raíz de la guerra con el Perú<sup>71</sup>. Como ya se explicó, esta operación se hizo con los recursos generados al contabilizar el saldo de la Cuenta Especial de Cambios y las reservas de oro del Banco de la República a la tasa de cambio de mercado.

El otro hecho que vale la pena destacar es el aumento registrado en 1937 en los préstamos y descuentos al sector privado. Este fenómeno se debió a la intervención de la Federación de Cafeteros en el mercado interno, con el fin de cumplir con el pacto de cuotas celebrado en 1936. Dado que los recursos con que contó la Federación no fueron suficientes para llevar a cabo la compra de cosecha, el Banco de la República tuvo que apoyar la operación a través

<sup>71</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, junio 1938-julio 1939, págs. 11-13.

de créditos directos y en especial, por medio del redescuento de bonos de prenda<sup>72</sup> agraria . En el cuadro 15, se observa que en 1937 los préstamos a particulares ascendieron en \$ 2.5 millones.

El aumento de \$ 2.4 millones en los descuentos a los bancos comerciales fue el otro factor que presionó el alza de los préstamos al sector privado. Esta política fue necesaria por la creciente demanda de fondos a la cual se enfrentaron los intermediarios financieros, fenómeno que se explicó porque a raíz del fracaso de la conferencia cafetera en La Habana, se generalizó el temor de una devaluación del peso y, con ello, aumentó el pedido de divisas extranjeras. Dicha circunstancia "se vio aumentada por la que exigió el pago de los impuestos directos en septiembre y octubre, que llegaron a una cifra muy elevada, y por la proveniente de los gastos de la recolección de la cosecha de café de fin de año".<sup>73</sup>

El período de estabilidad monetaria que se había dado hasta 1939, cambió en 1940. Tal como se observa en el cuadro 17, el crédito neto real pasó de \$ 51.4 millones en 1939 a \$ 59.8 millones en 1941. En el cuadro 15 se ve que, en parte, este comportamiento fue causado por el aumento, en 1941, de 7.3 millones de pesos corrientes en los préstamos y descuentos a los particulares. De dicha suma, la mayor parte correspondió al incremento en los bonos de prenda de café, garantizados por la Federación de Cafeteros. Esta operación fue necesario puesto que se llenó el cupo de exportación fijado por el convenio celebrado en 1940 y por lo tanto, la Federación se vio en la necesidad de elevar sus compras de café en los mercados nacionales con el objeto de impedir la caída de precio interno del grano<sup>74</sup>.

La principal causa del ascenso presentado en el crédito neto real entre 1939 y 1941, fue el alejamiento de las pautas establecidas por la Ley 25 de 1923, la cual sólo permitía que el Emisor otorgara préstamos a corto plazo. Así, el crédito a largo plazo, por valor de \$ 17.5 millones que le otorgó el Banco de la República al Gobierno de 1940, explicó el incremento de \$ 15.1 millones que registraron los préstamos al Gobierno entre 1939 y 1941 (ver cuadro 15).

Con el crédito de \$ 17.5 millones se buscó validar la política fiscal expansionista adoptada en la parte final de la administración Santos, para apaciguar la tendencia recesiva ocasionada por la situación cafetera. Dado el comportamiento de la cantidad de dinero, es difícil explicar la deflación de 1940 y 1941 por lo que estaba aconteciendo en el mercado monetario; es más factible encontrar la causa de este fenómeno en la disminución de la

---

<sup>72</sup> Julio Caro, Informes del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, junio 1936-julio 1987. junio 1937-julio 1938.

<sup>73</sup> Julio Caro, Informe Anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio 1937-junio 1938, pág. 8.

<sup>74</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio 1940-junio 1941, págs. 15-16.

demanda agregada que, probablemente, fue causada por la caída del precio interno real del café, desde 3.31 en 1937 hasta 2.01 en 1940<sup>75</sup> (ver cuadro 11).

Al originarse la caída de las importaciones, como consecuencia del ataque japonés a Pearl Harbor, la situación cambió bruscamente. La tendencia deflacionista de los últimos años desapareció, dando lugar a una inflación de 8.67%, 15.87%, 20.31% y 11.33% entre 1942 y 1945. Este aumento en los precios fue sin duda el reflejo del ascenso en las reservas internacionales, las cuales subieron de \$ 45.6 millones en 1941 a 285.5 millones en 1945 (ver cuadro 17). Dada la facilidad que el Gobierno Americano les ofrecía a las naciones amigas, de invertir sus excedentes de divisas en oro físico, a razón de US\$ 35 la onza de oro fino, en junio de 1943 el Banco de la República adquirió barras de oro por valor de 10 millones de dólares; éstas fueron colocadas en custodia en el Federal Reserve Bank de Nueva York<sup>76</sup>.

En el cuadro 17 se observa que el enorme crecimiento de las reservas internacionales, registrado entre 1942 y 1944 fue compensado, en parte, por la reducción del crédito doméstico neto. Sin embargo, dicha esterilización no fue la consecuencia de los esfuerzos de la autoridad monetaria.

**Cuadro 17. Origen de la base monetaria (promedio anual / miles de pesos)**

<b>Año</b>	<b>Base monetaria</b>	<b>Variaciones de la base monetaria</b>	<b>Reservas internacionales</b>	<b>Variaciones de las reservas internacionales</b>	<b>Crédito doméstico neto</b>	<b>Variaciones del crédito doméstico neto</b>	<b>Crédito doméstico neto en millones de pesos de 1937</b>
1935	75.840	-2.046	25.928	7.798	49.912	-9.794	52.985
1936	84.214	8.374	34.566	8.638	49.648	-264	48.484
1937	95.472	11.258	42.588	8.022	52.884	3.236	52.569

<sup>75</sup> Esta hipótesis fue desarrollada por Roberto Steiner, Op. cit., págs. 14-15. La disminución en el precio interno del café puede ser explicada porque, cuando fracasó la conferencia de La Habana, la Federación de Cafeteros dejó de intervenir en el mercado doméstico.

<sup>76</sup> Julio Caro, Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, julio 1942-julio 1943, pág. 15.

1938	97.733	2.261	44.039	1.451	53.694	810	47.391
1939	104.067	6.334	43.312	-727	60.755	7.061	51.357
1940	107.016	2.949	42.923	-389	64.093	3.338	55.928
1941	113.172	6.156	45.631	2.708	67.541	3.448	59.771
1942	139.521	26.349	73.585	27.954	65.936	-1.605	53.694
1943	177.242	37.721	158.874	85.289	18.368	-47.568	12.908
1944	235.477	58.235	253..358	94.484	-17.881	-36.249	-10.445
1945	288.625	53.148	285.500	32.142	3.125	21.006	1.640

Nota: Crédito doméstico neto = Base monetaria - Reservas internacionales  
**Fuente:** Informes Anuales del Gerente del Banco de la República y Revista Mensual del Banco de la República.

A primera vista, la afirmación anterior parece falsa puesto que entre 1941 y 1943 los préstamos al Gobierno Nacional cayeron en \$ 36.8 millones (ver cuadro 15). No obstante, hay que tener en cuenta que dicha disminución fue la consecuencia de la suscripción, por parte del Banco de la República, del Bono Interno de Salinas por un valor de \$ 35.0 millones (ver última columna del cuadro 15)<sup>77</sup>. En esta forma, tal como se había mencionado, lo único que ocurrió fue la sustitución, en el balance del Emisor, de los créditos a largo plazo por documentos de deuda pública.

Dado que el comportamiento de los préstamos y descuentos del Banco de la República no explicó la caída en el crédito doméstico neto observada en el cuadro 17, es necesario encontrar otras razones. De estas, la más importante es el aumento de aquella parte de los

<sup>77</sup> Esta suscripción se llevó a cabo a mediados de 1942. Sin embargo, esto no se ve claramente en la última columna del Cuadro 15 puesto que allí se calcula un promedio anual.

pasivos no monetarios constituida por los depósitos de diferentes entidades en el Emisor. Este fenómeno se aprecia en el cuadro 18.

Al analizar las cifras del último cuadro mencionado, es interesante destacar la manera como se reflejan en él los sobre financiamientos del déficit fiscal registrados en 1943 y en 1945. En dichos años, como se recuerda, la emisión de bonos de deuda interna excedió las necesidades de las finanzas públicas, lo cual trajo consigo un incremento de los depósitos de Gobierno en el Banco de la República, por un valor de \$ 18.9 millones y \$ 24.0 millones en 1943 y 1945, respectivamente.

En el cuadro 18 también se puede observar el incremento de los depósitos de los bancos comerciales en el Emisor, efecto directo del crecimiento de las cuentas corrientes. Sin embargo, su nivel estuvo influenciado por la presencia de los sobreencajes durante todo el período.

Una vez estudiada la evolución del crédito interno, es claro que el Banco de la República adoptó una política monetaria bastante pasiva, dejando que la cantidad de dinero fluctuara, principalmente, a través de los cambios en las reservas internacionales. Así, el Emisor se limitó a otorgar préstamos a corto plazo, la mayoría de los cuales buscaron solucionar las necesidades de liquidez de instituciones como la Federación de Cafeteros.

Sin embargo, en 1940, el Banco volvió a hacer uso del instrumento empleado en 1931 para reactivar la economía. En esta forma, contrariando la filosofía de la Ley 25 de 1923, el Emisor le concedió al Gobierno un préstamo a largo plazo por un monto de 17.5 millones. Con ello, la política monetaria validó la estrategia fiscal expansionista. Al poco tiempo el Banco de la República volvió a intervenir de acuerdo con los parámetros de su ley estatutaria, los cuales le impedían ejercer un rol activo, dados los estrictos topes que tenían los préstamos al Gobierno y a los bancos. Por esta razón, el Emisor no estuvo en capacidad de compensar el aumento en las reservas internacionales, presentado a raíz de la Segunda Guerra Mundial. Si por el lado del crédito doméstico, la autoridad monetaria tuvo un estrecho campo de acción para afectar la cantidad de dinero en circulación, veamos las consecuencias que pudo tener el control de cambios.

**Cuadro 18. Depósitos en el Banco de la República (promedio anual / miles de pesos)**

<b>Año</b>	<b>Total</b>	<b>Depósitos de los bancos</b>	<b>de Depósitos del gobierno</b>	<b>de Depósitos de otras entidades oficiales</b>	<b>Depósitos de los particulares</b>
1935	24.259	15.063	5.903	573	2.720

1936	26.310	16.673	6.470	1.041	2.126
1937	31.690	18.763	9.610	1.135	2.182
1938	35.646	19.579	9.318	2.099	5.650
1939	39.685	24.025	11.926	5.479	2.315
1940	49.563	30.627	11.269	5.479	2.188
1941	50.493	27.944	11.525	6.610	4.414
1942	57.827	35.547	12.129	8.660	1.491
1943	94.070	46.893	30.073	7.468	9.636
1944	125.392	69.712	23.906	7.748	24.026
1945	149.135	87.699	48.225	9.050	4.161
Fuente: Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva.					

### **El Control de Cambios**

Desde 1931 el manejo del control de cambios buscó evitar la generación del déficit en la balanza comercial, dada la imposibilidad de financiarlo con créditos externos, por la situación existente en el mercado mundial de capitales.

Hasta 1939, las diversas restricciones al comercio internacional introducidas tanto en Europa y Estados Unidos como en Latinoamérica, contribuyeron a que la balanza comercial de Colombia no presentara un cuantioso superávit. Durante esos años, el moderado aumento de las reservas internacionales ayudó a que se diera una relativa estabilidad monetaria y de precios. Por ello, en este periodo el manejo del control de cambios no persiguió ningún fin monetario.

Una situación diferente surgió al producirse la caída de las importaciones en 1942. En ese momento la medida de relajar el control de cambios buscó aliviar los problemas ocasionados por el "shock" de oferta. Por un lado se quiso reactivar la economía y por otro, disminuir la inflación. Sin embargo, esta política fue infructuosa debido a que era imposible modificar las condiciones impuestas al comercio internacional por la guerra.

En vista de la rigidez de los instrumentos monetarios con que contaba el Banco de la República y de la imposibilidad que tenía el control de cambios para disminuir la tendencia alcista de las reservas internacionales, en 1943 el Gobierno tomó las riendas del problema inflacionario.

### **La Ley 7a. de 1943**

La política adoptada por el Gobierno para controlar el ascenso de los precios, presentado desde 1942, abarcó dos frentes. Por un lado, tal como se ha visto, empleó un ingenioso mecanismo de bonos de deuda pública que evitó la monetización del déficit fiscal. Por otro, dada la falta de flexibilidad de las herramientas con que contaba la autoridad monetaria, el Gobierno consideró necesario presentarle al Congreso un proyecto de ley que contemplara medidas efectivas contra la inflación.

El proyecto fue aprobado rápidamente y así, el 2 de marzo de 1943, fue expedida la Ley 7a. Entre las medidas adoptadas se destacó el control de precios, establecido con el propósito de reprimir la especulación que se estaba produciendo en los artículos de primera necesidad. Al poco tiempo se elaboró el Decreto orgánico del control de precios, expedido el 11 de mayo de 1943, bajo el número 928. Este creó la interventoría de precios con facultades para fijar precios mínimos y máximos, prevenir el acaparamiento, organizar sistemas de racionamiento, expedir y cancelar licencias de venta y otros<sup>78</sup>.

El Decreto 1 148 de 1943, dictado de acuerdo con la Ley 7a., estableció que el Banco de la República emitiría certificados no negociables que devengarían una tasa de interés del 4% anual. Las empresas fueron obligadas a invertir el 20% de sus utilidades y la totalidad de sus depreciaciones en dichos títulos, mientras que a los importadores se les exigió comprar estos certificados por una cuantía equivalente al 10% del valor de los giros. En esta forma, al contrario de lo sucedido en 1937, los depósitos previos a las importaciones fueron utilizados por primera vez como una medida de control a la cantidad de dinero en circulación<sup>79</sup>.

Quizás el aspecto más importante del Decreto 1 148 para la política monetaria en un futuro, fue el reconocimiento de la expansión secundaria, puesto que se utilizó por primera vez el encaje como instrumento de control de los medios de pago.

Con respecto a esta herramienta, es interesante anotar que la Junta Directiva del Banco de la República no estuvo de acuerdo con que fuera introducida; esto era de esperarse, dado el poder de los representantes de los bancos privados en la Junta del Emisor. Así, antes de que se aumentara por primera vez el nivel de encaje, quedó registrada en el acta de la Junta

---

<sup>78</sup> Alfonso Araújo, Memoria de Hacienda, 1943, pág. 22.

<sup>79</sup> José Antonio Ocampo (editor), Op. cit., pág. 225.

Directiva la opinión de uno de los representantes de los bancos: "El señor Michelsen estima que sería inconveniente la elevación del encaje de los bancos, pues al establecerse la normalidad muy difícilmente se lograría reformar la disposición que se dicte ahora, y ello limitaría la capacidad de préstamo de los institutos de crédito, con perjuicio del comercio y la industria. Por otro lado, considera el señor Michelsen que los sobrantes de encaje que mantienen actualmente los bancos particulares no ejercen una influencia desfavorable sobre la circulación monetaria.

En vista de estas razones, la Junta se abstiene de recomendar al gobierno el aumento del encaje de las empresas bancarias privadas"<sup>80</sup>.

Acerca de la posición del Banco de la República, vale la pena destacar dos aspectos. En primer lugar, la Junta Directiva del Emisor era consciente de que la presencia de sobreencajes le impidió al multiplicador alcanzar niveles más altos de los que registró. En segundo lugar, se debe resaltar el temor que existía por la rigidez de los instrumentos de control monetario. Así, dado que el encaje tan sólo podría ser modificado por ley, se preveían serias dificultades para disminuirlo una vez que cesara la inflación.

A pesar de la reticencia del Banco de la República, el Congreso, por iniciativa del Gobierno, expidió el Decreto 1148 de junio de 1943. Además de las disposiciones mencionadas con anterioridad, éste ordenó que el encaje de los bancos y de las cajas de ahorro fuera elevado gradualmente hasta en un 100%, lo cual debería alcanzarse a finales de 1943<sup>81</sup>, y mantenerse por un período de dos años. Así mismo, estableció que los ascensos en el encaje serían invertidos en los certificados emitidos por el Emisor<sup>82</sup>. Por esta razón, "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 República"<sup>83</sup>.

La gran resistencia política que tuvieron las medidas monetarias, provocó que al poco tiempo fueran suavizadas sensiblemente<sup>84</sup>. El Decreto 1304 de julio de 1943 redujo el monto de los recursos que deberían ser invertidos en los certificados con interés, emitidos por el Banco de la República. Por un a las empresas ya no se les obligó a comprar una suma equivalente a la totalidad de sus depreciaciones, sino tan sólo el 50%. Por otra parte, los

---

<sup>80</sup> Junta Directiva del Banco de la República, Acta del 10 de septiembre de 1942, folio 3371.

<sup>81</sup> El aumento paulatino del encaje se haría de la siguiente forma: 40% antes del 30 de junio de 1943; 30% antes del 30 de septiembre y el otro 30% antes del 31 de diciembre. Sin embargo, se autorizó al Ministro de Hacienda para aplazar y/ o suprimir la fecha de los dos últimos aumentos de acuerdo con las condiciones del mercado.

<sup>82</sup> No obstante, estos certificados devengaron una tasa de interés del 3%, mientras que los suscritos por los importados y las empresas tenían un interés del 4%.

<sup>83</sup> Mauricio Avella, Op. cit., pág. 291.

<sup>84</sup> Robert Triffin, "La Moneda y las Instituciones Bancarias en Colombia". Suplemento de la Revista del Banco de la República, agosto de 1944, pág. 25.

importadores de maquinaria y materias primas sólo tuvieron que invertir el 5% del valor de los giros y, por último, los bancos prebancarios municipales y la Caja Colombiana de Ahorros quedaron exentos de la elevación del encaje.

La ausencia de una política de esterilización entre 1942 y 1944 y el relajamiento de las pautas establecidas en el Decreto 1304 de 1943, probablemente impidieron que las medidas monetarias compensaran el efecto de la estrategia fiscal contracíclica sobre la actividad económica. Así, aunque la inflación ascendió a 15.87% y 20.31% en 1943 y 1944 en su orden, el producto interno bruto ascendió en 6.8% en 1944. Sin embargo, no hay que despreciar el monto de los recursos que se congelaron gracias a las elevaciones del encaje estipuladas en 1943. En efecto, dichos recursos ascendieron a \$ 55.8 millones en abril de 1945, es decir, el 19.3% y el 12.3% de la base y los medios de pago, respectivamente<sup>85</sup>.

### **Anexo 1. Algunos indicadores de la actividad económica**

<b>Indice de producción de Año cemento (1952= 100)</b>	<b>Variación</b>	<b>Indice de producción de energía eléctrica Total (1952= 100)</b>	<b>Variación</b>
193510.9	6.9	14.8	19.4
193614.9	36.7	18.5	25.0
193717.5	17.4	20.8	12.4
193821.8	24.6	23.9	14.9
193923.7	8.7	28.1	17.6
194026.7	12.7	29.4	4.6
194129.9	12.0	31.3	6.5
194229.5	-1.3	32.2	2.9
194336.7	24.4	34.6	7.5
194439.9	8.7	39.7	14.7
194543.0	7.8	45.0	13.4

<sup>85</sup> Informe del Superintendente Bancario, 1945, pág. XIV.

## Anexo 2

	Año y mes	Oferta monetaria	Circulante en poder del público	Depósitos en cuenta corriente
1935	Enero	99.537	54.829	44.708
	Febrero	97.765	55.270	42.495
	Marzo	96.988	55.933	41.055
	Abril	98.265	55.613	42.652
	Mayo	99.040	56.677	42.363
	Junio	98.901	58.633	40.268
	Julio	102.186	57.548	44.638
	Agosto	100.024	57.089	42.935
	Septiembre	100.279	57.006	43.273
	Octubre	99.848	57.986	41.862
	Noviembre	102.129	57.508	44.621
	Diciembre	103.191	61.542	41.649
1936	Enero	105.378	58.076	47.302
	Febrero	106.367	59.456	46.911
	Marzo	107.145	58.895	48.250
	Abril	108.868	60.655	48.213
	Mayo	107.530	61.173	46.357
	Junio	108.439	62.956	.
	Julio	112.186	62.394	45.483
	Agosto	112.984	63.919	49.792
	Septiembre	111.932	63.101	49.065
	Octubre	117.325	65.745	51.580

	Noviembre	121.518	68.649	52.869
	Diciembre	124.150	75.271	48.879
1937	Enero	125.451	70.899	54.552
	Febrero	127.423	71.476	55.947
	Marzo	128.200	69.917	58.283
	Abril	126.472	70.993	55.479
	Mayo	127.041	71.512	55.529
	Junio	128.369	73.679	54.690
	Julio	129.316	72.441	56.875
	Agosto	125.623	71.548	54.075
	Septiembre	126.017	70.783	55.234
	Octubre	128.588	72.011	56.577
	Noviembre	124.216	70.474	53.742
	Diciembre	128.041	74.090	53.951
1938	Enero	128.593	69.907	58.686
	Febrero	128.069	69.933	58.136
	Marzo	129.263	68.817	60.446
	Abril	127.726	69.999	57.727
	Mayo	131.891	70.954	60.937
	Junio	130.329	74.554	55.775
	Julio	135.710	75.459	60.251
	Agosto	134.550	74.135	60.415
	Septiembre	136.134	74.397	61.737
	Octubre	141.529	76.448	65.081
	Noviembre	140.073	76.607	63.466

	Diciembre	141.701	81.104	60.597
1939	Enero	143.855	76.127	67.728
	Febrero	144.415	76.495	67.920
	Marzo	144.163	76.282	67.881
	Abril	144.101	76.717	67.384
	Mayo	143.956	76.799	67.157
	Junio	146.459	81.007	65.452
	Julio	147.643	77.700	69.943
	Agosto	146.911	75.639	71.272
	Septiembre	146.488	76.384	70.104
	Octubre	147.334	75.452	71.882
	Noviembre	146.075	75.336	70.739
	Diciembre	146.333	82.175	64.158
1940	Enero	148.086	72.899	75.187
	Febrero	147.964	72.095	75.869
	Marzo	146.989	71.814	75.175
	Abril	147.413	72.503	74.910
	Mayo	148.887	72.364	76.523
	Junio	149.373	75.098	74.275
	Julio	149.358	72.206	77.152
	Agosto	147.484	72.214	75.270
	Septiembre	147.807	71.945	75.862
	Octubre	151.153	72.853	78.300
	Noviembre	152.549	74.366	78.183
	Diciembre	158.324	79.682	78.642

1941	Enero	162.028	75.160	86.868
	Febrero	164.426	75.766	88.660
	Marzo	163.988	76.744	87.244
	Abril	167.338	77.373	89.965
	Mayo	172.668	81.438	91.230
	Junio	172.777	83.458	89.319
	Julio	173.727	81.273	92.454
	Agosto	170.039	80.857	89.182
	Septiembre	170.730	79.767	90.963
	Octubre	171.026	82.586	88.440
	Noviembre	171.332	84.788	86.544
	Diciembre	175.992	95.046	80.946
1943	Enero	179.368	90.263	89.105
	Febrero	179.299	91.993	87.306
	Marzo	185.068	94.572	90.496
	Abril	187.825	93.686	94.139
	Mayo	192.857	95.479	97.378
	Junio	192.776	99.119	93.657
	Julio	204.221	100.933	103.288
	Agosto	209.306	101.794	107.512
	Septiembre	212.410	101.976	110.434
	Octubre	219.936	106.355	113.581
	Noviembre	222.908	108.372	114.536
	Diciembre	231.945	119.320	112.625
1942	Enero	242.369	112.140	130.229

	Febrero	247.753	113.924	133.829
	Marzo	262.346	112.632	149.714
	Abril	266.741	114.680	152.061
	Mayo	271.932	117.418	154.514
	Junio	272.164	123.282	148.882
	Julio	281.286	126.017	155.269
	Agosto	282.711	125.349	157.362
	Septiembre	284.874	125.734	159.140
	Octubre	294.227	129.290	164.937
	Noviembre	301.459	130.370	171.089
	Diciembre	312.653	143.479	169.174
1944	Enero	327.380	135.025	192.355
	Febrero	332.776	135.707	197.069
	Marzo	343.111	139.018	204.093
	Abril	354.772	143.368	211.404
	Mayo	378.706	145.063	233.643
	Junio	374.165	154.314	219.851
	Julio	396.412	170.458	225.954
	Agosto	399.674	169.900	229.774
	Septiembre	398.437	173.118	225.319
	Octubre	400.503	172.340	228.163
	Noviembre	407.525	175.353	232.172
	Diciembre	406.725	196.314	210.411
1945	Enero	417.588	181.119	236.469
	Febrero	427.739	181.944	245.795

Marzo	428.213	188.326	239.887
Abril	433.071	184.174	248.897
Mayo	435.330	186.269	249.061
Junio	431.224	193.602	237.622
Julio	438.984	187.563	251.421
Agosto	442.418	186.266	256.152
Septiembre	445.486	187.952	257.534
Octubre	451.742	187.290	264.452
Noviembre	465.503	193.149	272.354
Diciembre	472.630	218.649	253.981

### Anexo 3

		<b>Reservas de los bancos comerciales</b>				
<b>Año y mes</b>	<b>Base monetaria</b>	<b>Multiplicador</b>	<b>C/D</b>	<b>R/D</b>		
1935	Enero	71.501	16.672	1392106	1226380	0.372909
	Febrero	72.368	17.098	1350942	1300624	0.402353
	Marzo	72.951	17.018	1329495	1362392	0.414517
	Abril	73.654	18.041	1334143	1303878	0.422981
	Mayo	76.019	19.342	1302832	1337889	0.456578
	Junio	77.700	19.067	1272857	1456069	0.473503
	Julio	78.849	21.301	1295971	1289215	0.477194
	Agosto	76.705	19.616	1304009	1329661	0.456877
	Septiembre	77.279	20.273	1297623	1317357	0.468491
	Octubre	76.123	18.137	1311667	1385170	0.433257

	Noviembre	77.386	19.878	1319735	1288810	0.445485
	Diciembre	79.545	18.003	1297266	1477635	0.432255
1936	Enero	79.684	21.608	1322449	1227770	0.456809
	Febrero	81.063	21.607	1312152	1267421	0.460596
	Marzo	81.094	22.199	1321244	1220622	0.460083
	Abril	82.676	22.021	1316803	1258063	0.456744
	Mayo	81.557	20.384	1318464	1319607	0.439718
	Junio	82.228	19.272	131876	1384166	0.423719
	Julio	84.349	21.955	1330022	1253093	0.440934
	Agosto	84.486	20.567	133731	1302741	0.419179
	Septiembre	82.502	19.401	1356719	1292232	0.397309
	Octubre	86.767	21.022	1352185	1274622	0.407561
	Noviembre	90.455	21.806	1343408	1298474	0.412453
	Diciembre	93.712	18.441	1324804	1539946	0.377279
1937	Enero	93.586	22.687	1340489	1299659	0.415878
	Febrero	96.700	25.224	1317715	1277566	0.450855
	Marzo	96.288	26.371	1331422	1199612	0.452465
	Abril	95.078	24.085	1330192	1279637	0.434128
	Mayo	96.972	25.460	1310079	1287832	0.414884
	Junio	96.369	22.690	1332057	1347212	0.419692
	Julio	96.311	23.870	1342692	1273688	0.412575
	Agosto	93.858	22.310	1338437	1323125	0.407992
	Septiembre	93.318	22.535	1350404	1281511	0.407992
	Octubre	95.569	23.558	1345499	1272796	0.416388
	Noviembre	94.588	24.114	1313232	1311339	0.448699

	Diciembre	97.027	22.937	1319643	1373283	0.425145
1938	Enero	93.359	23.452	1377403	1191204	0.399618
	Febrero	92.065	22.132	1391072	1202921	0.380694
	Marzo	92.631	23.814	1395462	1138487	0.393972
	Abril	93.956	23.957	1359424	1212587	0.415005
	Mayo	96.719	25.765	1363651	1164383	0.422814
	Junio	95.790	21.236	136057	1336692	0.380744
	Julio	98.114	22.655	1383187	1252411	0.376010
	Agosto	99.082	24.947	1357966	1227096	0.412927
	Septiembre	99.659	25.262	1365998	1205063	0.409187
	Octubre	101.335	24.728	1382277	1207056	0.389626
	Noviembre	105.990	29.542	1335305	1174659	0.453927
	Diciembre	104.096	22.992	1361253	1338416	0.379425
1939	Enero	102.346	26.219	1405575	1124011	0.387122
	Febrero	104.152	27.657	1386579	1126251	0.407200
	Marzo	102.404	26.122	1407787	1123761	0.384821
	Abril	101.922	25.205	1413836	1138505	0.374050
	Mayo	102.696	25.897	1401768	1143574	0.385619
	Junio	105.337	24.330	1390385	1237655	0.371723
	Julio	104.695	26.995	141022	1110905	0.385957
	Agosto	104.749	29.110	1402505	1061272	0.408435
	Septiembre	104.560	28.176	1400995	1089581	0.401917
	Octubre	104.013	28.561	1416496	1049665	0.397332
	Noviembre	103.636	28.300	1409501	1064985	0.400062
	Diciembre	108.294	26.119	1351257	1280822	0.407104

1940	Enero	108.145	35.246	1369328	0.969569	0.468778
	Febrero	107.358	35.263	137823	0.950256	0.464788
	Marzo	108.097	36.283	1359788	0.955291	0.482647
	Abril	110.834	38.470	1343333	0.945650	0.521853
	Mayo	111.595	39.092	1320964	0.967868	0.502725
	Junio	108.732	33.634	1373772	1011081	0.452831
	Julio	106.665	34.459	1400253	0.935893	0.446638
	Agosto	102.921	30.707	1432983	0.959400	0.407958
	Septiembre	104.630	32.685	1412664	0.948367	0.430848
	Octubre	103.573	30.720	1459386	0.930434	0.392337
	Noviembre	103.886	29.520	1468427	0.951179	0.377576
	Diciembre	107.757	28.075	1469269	1013224	0.356998
1941	Enero	109.211	34.051	1483623	0.865221	0.391986
	Febrero	111.272	35.506	1477694	0.854568	0.400474
	Marzo	110.881	34.137	1478955	0.879648	0.391282
	Abril	111.488	34.115	1500951	0.860035	0.379203
	Mayo	115.014	33.576	1501278	0.892667	0.368037
	Junio	113.990	30.532	1515721	0.934381	0.341831
	Julio	113.562	32.289	1529799	0.879064	0.349244
	Agosto	111.516	30.659	1524795	0.906652	0.343780
	Septiembre	112.174	32.407	152201	0.876917	0.356266
	Octubre	112.596	30.010	1518935	0.933808	0.339326
	Noviembre	115.257	30.469	1486521	0.9797 10	0.352064
	Diciembre	121.105	26.059	1453218	0.174190	0.321931
1942	Enero	120.153	29.890	149283	1012996	0.335447

	Febrero	124.620	32.627	1438766	1053685	0.373709
	Marzo	127.127	32.555	1455773	1045041	0.359740
	Abril	129.212	35.526	1453619	0.995188	0.377378
	Mayo	130.979	35.500	1472427	0.980499	0.364559
	Junio	133.599	34.480	1442945	1058319	0.368152
	Julio	141.214	40.281	1446181	0.977200	0.389987
	Agosto	145.699	43.905	1436564	0.946815	0.408373
	Septiembre	149.151	47.175	1424127	0.923411	0.427178
	Octubre	155.443	49.088	1414898	0.936380	0.432185
	Noviembre	155.805	47.433	1430686	0.946183	0.4 14132
	Diciembre	161.250	41.930	1438419	1059445	0.372297
1943	Enero	164.018	51.878	1477698	0.861099	0.398360
	Febrero	166.221	52.297	1490504	0.85 1265	0.390775
	Marzo	171.767	59.135	1527336	0.752314	0.394987
	Abril	174.898	60218	1525123	754171	0396012
	Mayo	172.783	55.365	1573835	0.759918	0.358317
	Junio	180.759	57.477	1505673	0.828052	0.386057
	Julio	187.895	61.878	1497038	0.811604	0.398521
	Agosto	180.262	54.913	1568334	0.796565	0.348960
	Septiembre	177.604	51.870	1603984	0.790084	0.325939
	Octubre	179.570	50.280	1638509	0.783875	0.304844
	Noviembre	183.541	53.171	1642461	0.762001	0.310780
	Diciembre	187.592	44.113	1666665	0.848115	0.260755
1944	Enero	196.604	61.579	1665175	0.701957	0.320132
	Febrero	197.637	61.930	1683774	0.688627	0.314255

	Marzo	205.528	66.510	1669412	0.681150	0.32588!
	Abril	212.910	69.542	16663	0.678171	0.328953
	Mayo	226.866	81.803	1669294	0.620875	0.350120
	Junio	222.712	68.398	168004	0.701903	0.311111
	Julio	249.190	78.732	1590802	0.754393	0.348443
	Agosto	251.587	81.687	1588611	0.739422	0.355510
	Septiembre	264.067	90.949	1508848	0.768324	0.403646
	Octubre	260.109	87.769	1539751	0.755337	0.384677
	Noviembre	266.323	90.970	1530191	0.755272	0.391822
	Diciembre	272.191	75.877	1494263	0.933003	0.360613
1945	Enero	276.139	95.020	1512238	0.765931	0.401829
	Febrero	282.861	100.917	1512188	0.740227	0.410574
	Marzo	288.831	100.505	1482573	0.785061	0.418968
	Abril	282.329	98.155	1533923	0.739961	0.394360
	Mayo	290.166	103.897	1500279	0.747885	0.4171'55
	Junio	283.350	89.748	1521878	0.814748	0.377692
	Julio	288.949	101.386	1519244	0.746012	0.403252
	Agosto	288.335	102.069	1534389	0.727170	0.398470
	Septiembre	288.307	100.355	1545179	0.729814	0.389677
	Octubre	288.279	100.989	1567031	0.708219	0.381880
	Noviembre	302.343	109.194	1539652	0.709184	0.400927
	Diciembre	303.933	85.284	1555047	0.860887	0.335789

#### Anexo 4

	<b>Tasa de</b>	<b>Reservas</b>	<b>Precio del café (centavos</b>
<b>Año y mes</b>	<b>pesos/dólar</b>	<b>internacionales</b>	<b>de dólar por libra de 453.6</b>
		<b>cambio(millones</b>	<b>gramos)</b>
		<b>de dólares)</b>	
1935Enero	1.56	8.0	11.97
Febrero	1.70	7.5	11.01
Marzo	1.84	6.9	10.16
Abril	1.81	15.2	9.88
Mayo	1.82	16.6	9.79
Junio	1.84	16.6	9.92
Julio	1.89	16.3	9.82
Agosto	1.88	16.3	9.66
Septiembre	1.78	16.1	10.18
Octubre	1.75	17.5	10.23
Noviembre	1.77	18.1	10.02
Diciembre	1.75	18.4	10.45
1936Enero	1.74	19.8	11.43
Febrero	1.71	20.5	13.00
Marzo	1.75	19.7	11.53
Abril	1.76	20.2	10.64
Mayo	1.76	18.7	10.40
Junio	1.76	18.5	10.29
Julio	1.76	18.9	10.85
Agosto	1.76	18.4	11.25
Septiembre	1.76	18.5	10.87

	Octubre	1.76	18.8	10.87
	Noviembre	1.76	20.8	11.64
	Diciembre	1.76	23.9	12.30
1937	Enero	1.74	27.1	12.46
	Febrero	1.75	28.9	12.73
	Marzo	1.76	28.4	12.72
	Abril	1.76	25.0	11.83
	Mayo	1.76	25.8	11.93
	Junio	1.76	25.4	11.95
	Julio	1.76	24.1	11.63
	Agosto	1.76	23.6	11.79
	Septiembre	1.76	21.4	11.67
	Octubre	1.76	19.4	11.61
	Noviembre	1.82	20.7	9.99
	Diciembre	1.85	19.7	9.08
1938	Enero	1.80	24.9	9.64
	Febrero	1.82	24.3	9.33
	Marzo	1.83	22.2	9.30
	Abril	1.83	22.8	9.08
	Mayo	1.80	22.4	10.05
	Junio	1.81	23.9	10.32
	Julio	1.78	23.7	10.98
	Agosto	1.77	23.5	11.35
	Septiembre	1.76	25.7	11.68
	Octubre	1.75	28.3	12.98

	Noviembre	1.75	27.4	13.88
	Diciembre	1.75	26.9	13.10
1939	Enero	1.75	27.4	12.3 1
	Febrero	1.75	27.1	11.45
	Marzo	1.76	24.7	11.04
	Abril	1.76	24.3	11.02
	Mayo	1.75	24.1	12.28
	Junio	1.75	23.9	12.53
	Julio	1.75	22.8	12.20
	Agosto	1.75	24.5	12.27
	Septiembre	1.75	24.5	12.34
	Octubre	1.75	24.1	12.12
	Noviembre	1.75	25.0	10.90
	Diciembre	1.75	24.2	9.43
1940	Enero	1.75	27.7	9.07
	Febrero	1.75	27.2	9.07
	Marzo	1.75	25.6	8.99
	Abril	1.76	24.8	8.55
	Mayo	1.75	24.9	7.83
	Junio	1.75	24.4	7.99
	Julio	1.75	22.6	7.93
	Agosto	1.76	21.6	7.48
	Septiembre	1.76	22.2	7.51
	Octubre	1.76	24.7	8.11
	Noviembre	1.75	23.6	8.52

	Diciembre	1.75	24.9	9.46
1941	Enero	1.75	29.1	10.43
	Febrero	1.75	27.7	11.92
	Marzo	1.76	27.0	13.47
	Abril	1.75	29.5	14.40
	Mayo	1.75	32.8	15.28
	Junio	1.76	29.9	15.93
	Julio	1.76	25.7	15.88
	Agosto	1.76	21.5	15.88
	Septiembre	1.75	22.5	15.88
	Octubre	1.75	21.6	15.87
	Noviembre	1.75	22.5	15.97
	Diciembre	1.75	22.3	16.00
1942	Enero	1.75	23.7	15.87
	Febrero	1.75	25.1	15.87
	Marzo	1.75	26.9	15.87
	Abril	1.75	32.3	15.87
	Mayo	1.75	34.3	15.87
	Junio	1.75	38.0	15.87
	Julio	1.75	47.4	15.87
	Agosto	1.75	49.8	15.87
	Septiembre	1.75	51.1	15.87
	Octubre	1.75	55.4	15.87
	Noviembre	1.75	58.1	15.87
	Diciembre	1.75	61.7	15.87

1943	Enero	1.75	67.7	15.87
	Febrero	1.75	72.7	15.87
	Marzo	1.75	75.1	15.87
	Abril	1.75	80.3	15.87
	Mayo	1.75	85.8	15.87
	Junio	1.75	87.5	15.87
	Julio	1.75	93.9	15.87
	Agosto	1.75	98.4	15.87
	Septiembre	1.75	101.9	15.87
	Octubre	1.75	104.8	15.87
	Noviembre	1.75	109.0	15.87
	Diciembre	1.75	113.5	15.87
1944	Enero	1.75	120.0	15.87
	Febrero	1.75	125.3	15.87
	Marzo	1.75	129.3	15.87
	Abril	1.75	136.0	15.87
	Mayo	1.75	144.3	15.87
	Junio	1.75	147.0	15.87
	Julio	1.75	151.4	15.87
	Agosto	1.75	153.6	15.87
	Septiembre	1.75	157.2	15.87
	Octubre	1.75	159.2	15.87
	Noviembre	1.75	159.1	15.87
	Diciembre	1.75	158.4	15.87
1945	Enero	1.75	160.1	17.07

Febrero	1.75	157.8	18.87
Marzo	1.75	155.1	15.87
Abril	1.75	155.0	15.87
Mayo	1.75	154.7	15.87
Junio	1.75	157.1	15.87
Julio	1.75	163.8	15.87
Agosto	1.75	168.2	15.87
Septiembre	1.75	167.6	15.87
Octubre	1.75	169.7	15.87
Noviembre	1.75	169.9	17.07
Diciembre	1.75	176.7	18.87