

La economía colombiana en la *Revista del Banco de la República,* 1927-2015

Mauricio Avella Gómez



Tomo I



LA ECONOMÍA COLOMBIANA
EN LA *REVISTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA*,
1927-2015
TOMO I

MAURICIO AVELLA GÓMEZ

**LA ECONOMÍA COLOMBIANA
EN LA *REVISTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA*,
1927-2015**

Tomo I



Avella Gómez, Mauricio

La economía colombiana en la Revista del Banco de la República /autor editor Mauricio Avella Gómez. -- Bogotá : Banco de la República, 2016.

568 páginas ; 24 cm.

Incluye índice de contenido.

ISBN 978-958-664-344-3

1. Banco de la República (Bogotá) - Publicaciones 2. Revista del Banco de la República 3. Colombia - Condiciones económicas 4. Colombia - Política económica 5. Colombia - Política monetaria I. Tít.

330.9861 cd 21 ed.

A1557400

CEP-Banco de la República-Biblioteca Luis Ángel Arango

Banco de la República

Diciembre de 2016

ISBN 978-958-664-344-3

Corrección de estilo: Nelson Rodríguez

Diseño de interiores: María Fernanda Latorre

Coordinación editorial: Sección de Gestión de Publicaciones

Departamento de Servicios Administrativos, Banco de la República

Armada electrónica, diseño de carátula y finalización de arte: Asesores Culturales S. A. S.

Impresión La Imprenta Editores S. A.

Las opiniones expresadas por el autor son de su exclusiva responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

A mi familia.

*A los redactores y editores de la
Revista del Banco de la República
desde 1927.*

TOMO I

CONTENIDO

Prólogo	1
1. El panorama: la economía y las instituciones monetarias	7
I. El contexto macroeconómico	8
A. Perspectiva histórica de la estructura productiva	8
B. El crecimiento y los ciclos económicos	10
C. La inflación	11
D. El dinero creado por el Banco de la República	13
E. Las tasas de interés	17
F. La intermediación financiera	19
G. El Banco de la República y la deuda pública interna	20
II. Las instituciones monetarias: la independencia del banco central	24
A. Perspectiva histórica de las reformas del Banco de la República	24
B. Desde la fundación del Banco de la República hasta la Segunda Guerra Mundial	28
C. De la Segunda Guerra Mundial a la creación de la Junta Monetaria	39
D. La Junta Monetaria	46
E. Las reformas de los años noventa	53
Recuadro 1. Constitución Política de Colombia, 1991. Título XII. Del régimen económico y de la hacienda pública.	
Capítulo VI. De la Banca Central	60
Referencias	62
2. Auge y depresión: 1923-1933	67
I. A modo de introducción	67
A. Credibilidad en medio de las vicisitudes	67
B. El panorama macroeconómico	69
C. Instrumentos de política económica	70
D. Organización del capítulo	71

II. Bajo los auspicios del patrón oro	71
A. El retorno al patrón oro	71
B. La circulación monetaria y el crecimiento bancario	74
C. El ciclo económico	86
D. La tasa de cambio	108
E. El patrón de cambios oro	115
F. El redescuento	127
III. El colapso del patrón oro	138
A. El panorama del descenso según la Revista	138
B. Los signos de la crisis	142
C. Tendencias internacionales	146
D. Políticas internas tras el derrumbe del patrón oro	155
E. Hacia nuevos escenarios macroeconómicos	190
Anexos	192
Referencias	200
 3. De la Gran Depresión a la Segunda Guerra Mundial (1934-1945)	 205
Una década de escenarios macroeconómicos cambiantes	
Instrumentos de política económica	
Organización del capítulo	
I. El contexto económico internacional	208
A. El crecimiento	208
B. La inflación	212
C. El comercio internacional y la acumulación de activos externos	213
D. Las instituciones económicas	218
II. El ciclo económico en Colombia	225
A. El crecimiento	225
B. Los precios	227
C. El comercio exterior	235
D. El precio del café	240
E. El comercio interno y la producción	258
III. La tasa de cambio	265
A. Las tasas de cambio en América Latina	265
B. La acumulación de reservas internacionales en Colombia	267
C. La tasa de cambio nominal	270
D. La intervención del Banco de la República sobre la tasa de cambio	272
E. La tasa de cambio real	280
IV. La hacienda pública	281
A. Las rentas públicas totales	281
B. Los ingresos nacionales	281
C. Los gastos nacionales	287
D. La ejecución presupuestal: diferencia entre ingresos y gastos	292
E. La deuda pública	294
V. El dinero y otros activos financieros	305

A.	La creación de dinero por parte del Banco de la República	305
B.	El balance del Banco de la República	307
C.	La banca y la intermediación financiera	321
D.	La oferta monetaria real	330
E.	El papel de la tasa de redescuento	331
F.	El mercado de hipotecas y las tasas de interés	332
G.	El mercado bursátil y el rendimiento de los títulos valores	335
VI.	Crecimiento y limitaciones externas en los primeros lustros de la posguerra. Temas del siguiente capítulo	341
	Referencias	341
4.	La posguerra hasta la creación de la Junta Monetaria (1946-1962)	345
	Dos experiencias macroeconómicas distintas	
	Instrumentos de política económica	
	Organización del capítulo	
I.	El contexto económico internacional	350
A.	El crecimiento	350
B.	La inflación	352
C.	La cuenta corriente y la acumulación de activos externos en América Latina	355
D.	Las instituciones económicas	360
	Recuadro 1. Algunos aspectos de la Carta de Bretton Woods*	361
E.	La política monetaria a mediados del siglo	370
II.	El ciclo económico en Colombia	375
A.	El crecimiento	375
	Recuadro 2. Banco de la República, Investigaciones Económicas. Programa para la estimación del ingreso nacional de Colombia en 1945*	378
B.	Los precios	385
	Recuadro 3. El costo de la vida y el cooperativismo	399
C.	El comercio exterior	400
D.	El precio del café	403
E.	El comercio interno y la producción	427
III.	La tasa de cambio	441
A.	La acumulación de reservas internacionales en Colombia	441
B.	La tasa de cambio nominal	443
C.	El control de cambios	443
D.	La intervención del Banco de la República sobre la tasa de cambio	447
E.	La tasa de cambio real	483
IV.	La Hacienda Pública	484
A.	Las rentas públicas corrientes totales	484
B.	Los ingresos nacionales	485
C.	Los gastos nacionales	488
D.	El balance de la ejecución presupuestal	493
E.	La deuda pública	494

V. El dinero y otros activos financieros	497
A. La profundización financiera	497
B. La creación de dinero por parte del Banco de la República	500
C. El balance del Banco de la República	503
Recuadro 4. La estructura del Banco de la República (fragmentos)	533
Recuadro 5. Financiamiento primario del Gobierno: segundo semestre de 1962	537
D. La banca y la intermediación financiera	540
E. La oferta monetaria real	551
F. El mercado de hipotecas y las tasas de interés	552
G. El mercado bursátil y el rendimiento de los títulos valores	555
Referencias	561

PRÓLOGO

“El dinero, [...] la gran rueda de la
circulación, el gran instrumento
del comercio [...]”.
Adam Smith

*An Inquiry into the Nature and
Causes of the Wealth of Nations*
(1938: 126).

La *Revista* vio la luz en una época de cambios institucionales relevantes. Estaban todavía frescas las páginas de los diarios oficiales en los que se habían publicado las reformas fiscales, administrativas y financieras emprendidas entre 1922 y 1925. En relación con la banca central se habían expedido las leyes 30 de 1922, 25 de 1923, y 17 de 1925; en cuanto a los establecimientos de crédito, y la supervisión financiera, se había sancionado la Ley 45 de 1923 y, específicamente, la banca hipotecaria había ganado terreno con la creación oficial del Banco Agrícola Hipotecario en 1924, y su puesta en marcha en 1925.

A mediados de los años veinte se contaba con instituciones a la altura de los mejores diseños de la época; por entonces podía augurarse que las predicciones de la economía clásica sobre la relevancia de la banca podrían materializarse¹.

¹ Los efectos benéficos que sobre la economía puede producir la “operación juiciosa” de la banca son resaltados en la *Riqueza de las naciones*. El autor recurre al lenguaje metafórico para destacar su convencimiento acerca de los beneficios de contar con un sistema bancario:

El dinero en la forma de oro y plata que circula en cualquier país, apropiadamente puede compararse a un camino real, el cual, mientras circula y lleva al mercado los forrajes y los granos del campo, por sí mismo no produce ninguno de estos bienes. Las operaciones juiciosas de la banca, al proveer, si se me permite una metáfora fuerte, una forma de camino real aéreo, habilitan a la economía para convertir, si fuera el caso, una parte importante de sus caminos reales en buenos pastos y cultivos, y por consiguiente, para incrementar considerablemente el producto anual de su tierra y de su trabajo (Smith, 1838: 141; traducción del autor).

Estas reformas fueron hijas de su tiempo, y ellas se irían matizando o replanteando a la luz de las circunstancias. Las de la *Revista* serían las del mundo cambiante, a partir de los años veinte, y en relación con este tomo, entre los años veinte y principios de los sesenta. La década de nacimiento de la *Revista* fue testigo del desvanecimiento de la posición privilegiada de Europa, conocida por centurias como “la fábrica del mundo” en los ámbitos internacionales de la economía y el progreso técnico. Tras la debacle de la Primera Guerra Mundial, los Estados Unidos surgieron como potencia mundial en diversos órdenes, y sus centros financieros, en especial el de Nueva York, se convirtieron en la principal referencia de los mercados de valores en el ámbito internacional.

En los momentos más agudos de la llamada Gran Depresión, las principales economías, entre ellas los Estados Unidos y Gran Bretaña, acudieron desenfadadamente al proteccionismo. La deflación fue una experiencia común de los países, previa al desencadenamiento de devaluaciones que dieron vida a las “políticas de empobrecimiento del vecino” y al desbarajuste del comercio entre naciones. El tamaño del sector público en las economías más desarrolladas, porcentualmente bajo a principios del siglo, adquirió dimensiones impensadas treinta años atrás, y florecieron los cambios institucionales relacionados con la intervención económica de los poderes públicos.

Al presagiarse la culminación de la Segunda Guerra Mundial, vinieron al mundo instituciones internacionales que preconizaban el desmonte de las barreras comerciales y cambiarias instauradas en los años treinta. Se trataba de revitalizar el comercio entre países y de reavivar el financiamiento internacional. Se crearon organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, cuyas acciones empezaron a percibirse en el primer lustro de la posguerra, y los bancos centrales de los países socios de aquellas instituciones encontraron posibilidades para sortear sus contingencias, y así adquirieron nuevos compromisos. La política monetaria, básicamente subordinada a objetivos fiscales durante décadas, en las principales economías del mundo volvió a primer plano a principios de los años cincuenta en los Estados Unidos y Gran Bretaña, y adquirió relevancia universal.

La historia de la *Revista* no es solo una parte de la propia de la institución que la auspició desde sus inicios, sino la de unos procesos económicos, sociales e institucionales, lo que se revela en balances cuantitativos y cualitativos: el sector externo, el presupuesto público, los requerimientos financieros del sector privado; en buena medida, todos ellos convergen en el balance del banco central. En su versión básica, el dinero es contablemente un pasivo en el balance de dicho banco, resultado de decisiones económicas adoptadas en aquellos sectores. Desde sus primeras páginas, y según el leal saber y entender de gerentes y funcionarios, la *Revista* dio a conocer aspectos de la trama compleja de relaciones entre instituciones, gremios y otros grupos participantes en aquella toma de decisiones sectoriales.

Concebido en grandes líneas a imagen y semejanza del Sistema de las Reservas Federales de los Estados Unidos, el proyecto de creación del Banco de la República incorporó tradiciones y principios que caracterizaban aquella institución, algunos de los cuales se habían heredado de más antiguas experiencias de banca central, como la del Banco de Inglaterra.

Entre las visiones que permearon la ley originaria de las Reservas Federales, y que hicieron tránsito al estatuto fundacional del Banco de la República, se encuentra la de los

criterios para la creación de dinero. Uno dominante, y que se extendió de diversas maneras a lo largo del período estudiado en este tomo, fue el del *crédito productivo*, que correspondía a la llamada doctrina de las letras de cambio comerciales (*real bills doctrine*). De acuerdo con dicho criterio, un banco central podría descontar letras de cambio originadas en transacciones comerciales sobre bienes agrícolas o industriales; por supuesto, el banco central se abrogaría el derecho de definir las características de los títulos elegibles para el descuento².

OBJETIVOS DE LA REVISTA

La *Revista del Banco de la República* hizo su aparición en noviembre de 1927. Se le concibió como una publicación económica y financiera, de periodicidad mensual. La Junta Directiva dejó un claro manifiesto de los propósitos de la publicación en los siguientes términos:

La Junta Directiva del Banco de la República, en su propósito de dotar al país de una publicación de carácter netamente económico y financiero, que aparezca con la debida regularidad y que circule profusamente, ha dispuesto empezar a publicar desde el presente mes esta *Revista*, con la patriótica mira de que ella sirva, a un mismo tiempo, de vehículo de información de las labores del Banco de la República y de órgano de propaganda de Colombia en el exterior.

Julio Caro
Gerente

Noviembre de 1927

Ochenta y nueve años después la edición mensual de la *Revista*, reiterada sin solución de continuidad a lo largo del tiempo, sigue cumpliendo con los objetivos de sus impulsores originales. En un período tan largo la organización de los contenidos, los énfasis y los formatos estadísticos han cambiado en varias ocasiones, atendiendo al propósito de obrar como vehículo de información económica y financiera, de acuerdo con las exigencias de los tiempos.

EL FORMATO DE LA REVISTA

Por más de seis décadas el formato de la *Revista* estuvo compuesto por tres secciones principales, a saber: las notas editoriales, una o más colaboraciones específicas sobre temas económicos de amplio interés público, y una sección de información estadística compuesta por indicadores económicos y financieros, que se actualizaba mensualmente. Un componente fijo de esta última sección fue el balance mensual del Banco de la República. Algunas secciones, ya extinguidas, fueron de relevancia durante décadas; entre ellas y de manera notable, la que daba cuenta del mercado del café en Nueva York. También,

² Sobre las Reservas Federales y el crédito productivo, una referencia es Timberlake (1993, capítulo 17).

se enriquecieron las entregas mensuales con selecciones de las normas económicas y financieras más recientes. Por un cierto período la *Revista* incluyó una reseña de las notas editoriales publicadas exactamente veinticinco años antes.

Las notas editoriales adoptaron un formato similar al de las páginas editoriales del *Federal Reserve Bulletin*, del Banco de las Reservas Federales de los Estados Unidos, cuya experiencia en análisis coyunturales venía aplicándose mensualmente desde 1914³. Las notas editoriales se convirtieron en el medio de expresión de la gerencia del Banco de la República y, por el prestigio ganado entre el público, durante varios años aparecieron como una separata para facilitar su llegada oportuna a los lectores, con anterioridad a la edición completa de las entregas mensuales.

LA REVISTA EN EL PERÍODO 1927-1962

El estudio de la trayectoria de la *Revista* entre 1927 y 2015 está organizado para aparecer en dos tomos. El primero presenta un capítulo panorámico sobre la economía y las instituciones monetarias colombianas entre los años veinte del siglo xx, y la primera década y media del xxi. En seguida aparecen tres capítulos que cubren el período que va de 1923 a 1962.

Aquellos tres capítulos se nutren de los análisis coyunturales y de los esfuerzos de organización de estadísticas económicas y financieras realizados por el equipo de colaboradores del Banco, entre noviembre de 1927 y diciembre de 1962; el primero abarca el período 1923-1933, década que coincide con un ciclo completo de auge y depresión, y que en lo fundamental, discurrió bajo el signo del patrón oro; el segundo considera el lapso transcurrido entre 1934 y el final de la Segunda Guerra Mundial en 1945; y el tercero se concentra en los primeros tres lustros de la posguerra hasta 1962.

LA REVISTA Y LA CULTURA

La *Revista* ha sido también un apoyo a la cultura, así no lo hayan propuesto sus fundadores. Numerosas expresiones del trabajo técnico de generaciones de colaboradores del Banco han quedado plasmadas en sus páginas, desafiando el correr del tiempo, “devorador y consumidor de todas las cosas” en un empeño permanente de participar en la investigación de procesos económicos y sociales de significado para el país, pensando en contribuir al “camino de la verdad, cuya madre es la historia, émula del tiempo, depósito de las acciones, testigo de lo pasado, ejemplo y aviso de lo presente, advertencia de lo porvenir”⁴.

³ Los años veinte presenciaron el auge de *Revistas* de formato ágil que transmitían información sobre los aspectos más diversos. Para entonces, el boletín mensual de las Reservas Federales ya tenía una posición ganada en el especializado mundo financiero, al lado de *Revistas* mensuales, y aun semanales, con información económica para el gran público, como *TIME*, publicada desde marzo de 1923 (Angeletti y Olivia, 2010).

⁴ Las frases entre comillas en este párrafo son de Cervantes (1999 [1605]: 58 y 60-61).

AGRADECIMIENTOS

El autor agradece el apoyo del Banco de la República para la realización del trabajo y su publicación. La labor contó siempre con el respaldo constante y entusiasta de José Darío Uribe Escobar, gerente general del Banco. Igualmente, se agradece la colaboración administrativa del Departamento de Servicios Administrativos y de la Sección de Gestión de Publicaciones de la misma institución.

REFERENCIAS

- Angeletti, N.; Oliva, A. (2010). *TIME: The Illustrated History of the World's Most Influential Magazine*, Rizzoli, New York: Beaux Arts Editions.
- Cervantes Saavedra, M. de (1999 [1605]). *El ingenioso hidalgo Don Quijote de la Mancha*, Bogotá: Panamericana Editorial.
- Smith, A. (1838). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, introducción y notas de J. R. McCulloch, Edinburgh: A. & C. Black & W. Tait; y London: Longman & Co.
- Timberlake, R. H. (1993). *Monetary Policy in the United States. An Intellectual and Institutional History*, The University and Chicago Press, Chicago.

1. EL PANORAMA: LA ECONOMÍA Y LAS INSTITUCIONES MONETARIAS

Este capítulo está organizado en dos grandes partes. En la primera se presenta una imagen rápida de grandes tendencias seguidas desde mediados de los años veinte por indicadores tradicionales de desempeño macroeconómico, con énfasis en los monetarios y financieros más generales. Y en la segunda se abordan las instituciones monetarias, teniendo como eje central de la discusión la noción de independencia del banco central.

La perspectiva macroeconómica presenta el trasfondo de largo plazo de los análisis coyunturales efectuados por la *Revista*, en materia de crecimiento, comportamiento de los precios, el régimen cambiario, el desarrollo de la intermediación financiera, y los nexos entre lo fiscal y lo monetario por medio de la monetización de parte de la deuda interna pública.

Un tema invariable en las discusiones acerca de banca central es el de su autonomía para cumplir con sus funciones tradicionales de estabilización monetaria. Alrededor de esta idea se organiza la discusión de las instituciones monetarias en este capítulo. Tanto en los años veinte como en los noventa del siglo pasado el tema de la independencia de los bancos centrales ocupó un lugar de privilegio. En aquella época porque se venía de una experiencia de inestabilidad monetaria asociada a la Primera Guerra Mundial y al primer lustro de la posguerra; y en la última década de la centuria por el empeño en abatir las tasas de inflación que se enseñorearon de numerosas naciones a partir de los años setenta.

Un gran paréntesis institucional separó las dos décadas citadas. Las complejas circunstancias vividas desde la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial se tradujeron en reformas de las instituciones monetarias y en especial de la banca central en varios países. En todo este proceso las funciones tradicionales de numerosos bancos centrales fueron revisadas, y el concepto de independencia forjado en los años veinte perdió su vigor original.

Inicialmente se presenta un bosquejo de las reformas a las que fue sometida la banca central en Colombia desde su instauración en 1923. Luego, se estudian los alcances del

concepto de independencia en la ley originaria del Banco, y se recorren los avatares a los que fue sometida dicha idea durante la Gran Depresión. En seguida se describe el contexto y se detalla el proceso que culminó con la reforma del Banco en 1951; igualmente, se destacan las propuestas y controversias suscitadas por dicha reforma en relación con las funciones del Banco y la conformación de su junta directiva. Posteriormente, se trata el tema de la Junta Monetaria, creada en 1963, con especial énfasis en la confrontación de opiniones acerca de su conformación y en los potenciales conflictos que podría enfrentar como autoridad monetaria.

El capítulo finaliza con la descripción de los esfuerzos de principios de los años noventa enderezados a dotar al Banco de la República de la autonomía requerida para contribuir a la estabilidad monetaria; en el marco constitucional diseñado en esa época se estableció que la obligación del Estado de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda se ejercería por intermedio del Banco de la República.

I. EL CONTEXTO MACROECONÓMICO

A. Perspectiva histórica de la estructura productiva

La experiencia colombiana no ha sido ajena a los cambios en la estructura de la producción y del empleo que han acompañado el crecimiento en otras economías. En la Gran Bretaña desde el siglo XVIII y en los Estados Unidos desde el XIX, para solo citar dos referencias clásicas, el cambio estructural se ha manifestado en alteraciones en la composición de la producción y el empleo. Sus participaciones originalmente dominantes en la agricultura, cedieron en importancia ante las industrias manufactureras, y luego estas últimas hicieron lo propio ante las industrias de servicios.

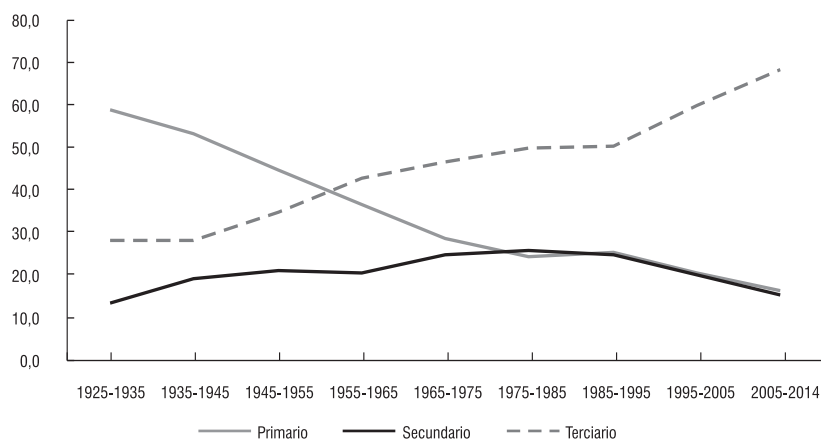
Colombia era un país predominantemente agrícola en los años veinte. En tal escenario ocurrieron la fundación del Banco de la República, en julio de 1923, y la publicación del primer número de la *Revista*, en noviembre de 1927. A lo largo de casi nueve décadas los editores de la *Revista* presenciaron y consignaron en sus páginas las transformaciones de la economía ocurridas desde entonces.

El proceso de industrialización fue el protagonista sobresaliente durante medio siglo, al menos hasta finales de los años setenta; para entonces, el sector primario de la economía ya representaba menos del 30% de la actividad económica. En las últimas décadas, a la pérdida de importancia de la agricultura y de la industria se unieron el auge de la producción minera, la mayor participación del Gobierno y, especialmente, el amplio desarrollo de los servicios modernos, en particular los asociados con el sector financiero, los transportes y las comunicaciones. A finales de la primera década del siglo XXI el predominio del sector terciario era del orden de las dos terceras partes de la economía (Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1

Estructura económica sectorial, promedios decenales, 1925-2014

(porcentajes del PIB)



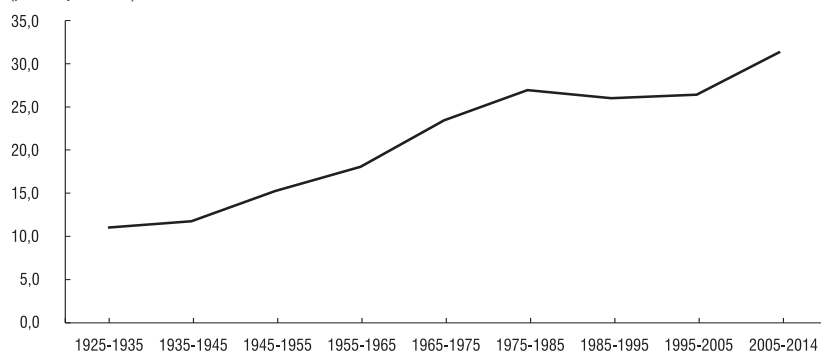
Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

En los años veinte la actividad económica clasificada como comercio y finanzas en las Cuentas Nacionales representaba menos del 10% del producto interno bruto (PIB). Mediante un proceso escalonado, con puntos destacados a principios de los treinta, los cincuenta y los setenta, dicha actividad conquistó una participación que ha variado entre el 25% y el 30% del producto de la economía desde los años setenta (Gráfico 1.2). En promedio, el comercio y las finanzas han representado el 50% del pujante sector terciario desde 1950.

Gráfico 1.2

Comercio y finanzas, promedios decenales, 1925-2014

(porcentajes del PIB)

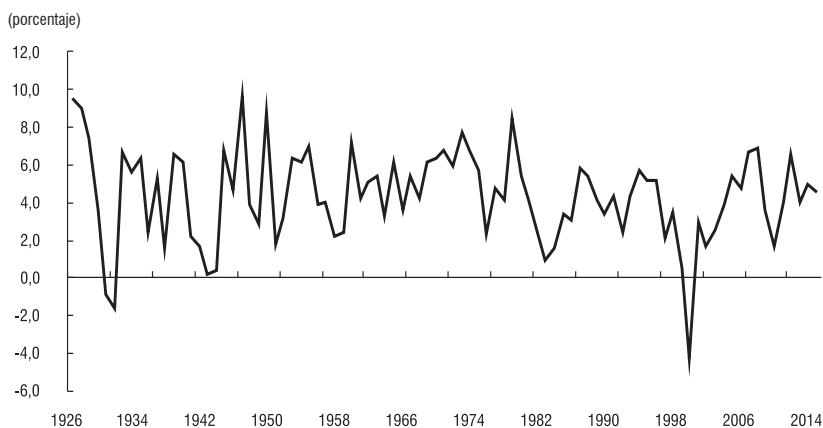


Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

B. El crecimiento y los ciclos económicos

El producto de la economía en 2014 fue 43 veces mayor que el alcanzado en 1925. La tasa media de crecimiento a lo largo del período transcurrido entre las dos fechas fue del 4,25% por año. Tal como lo revela el Gráfico 1.3, los crecimientos anuales de la economía a partir de 1980 fueron en promedio inferiores a los obtenidos durante el medio siglo anterior. En efecto, la economía creció al 4,7% anual en promedio entre 1925 y 1980, y solo al 3,6% en promedio entre 1981 y 2014.

Gráfico 1.3
PIB real
Tasas anuales de crecimiento, 1926-2014
(año base: 2005)



Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

Un ciclo completo se inauguró a mediados de los años veinte: la economía acababa de equiparse con reformas institucionales que buscaron poner a tono con el avance internacional, entre otras áreas, a la administración pública, al sistema monetario y bancario y a la legislación comercial. Los mercados foráneos de productos primarios entraron en auge, y la bienandanza de las cotizaciones cafeteras no podía ser la excepción. De manera simultánea, el reciclaje bancario de los dividendos reportados por la reconstrucción europea después de la Gran Guerra se tradujo en una oleada de fondos externos en busca de demandantes por fuera de los Estados Unidos; parte de aquella oferta extraordinaria se canalizó hacia América Latina, y Colombia se convirtió en uno de los principales deudores en el continente. Entre 1926 y 1928 la economía creció a tasas anuales cercanas al 9%; el rumbo de las cosas cambió precipitadamente hacia 1929 tras los eventos internacionales que precipitaron el advenimiento de la Gran Depresión. Las cotizaciones internacionales de los bienes primarios entraron en barrena, y la oferta de crédito internacional se desvaneció. Tras el abandono del liderazgo monetario mundial por parte de la Gran Bretaña, el cierre de las economías se puso a la orden del día.

La economía se sumergió en crecimientos negativos en 1930 y 1931, pero ya en 1932 y 1933 estaba creciendo al 6% anual, tras la aplicación de una serie de políticas proteccionistas y de reactivación del mercado interno. En los años siguientes se creció en promedio al 4% por año, hasta que el desencadenamiento de la Segunda Guerra Mundial sumió a la economía en una nueva fase recesiva: durante cuatro años escasamente se creció al 1%, hasta que el cese de las hostilidades internacionales permitió el reavivamiento del comercio internacional en la segunda mitad de los años cuarenta. Aunque con altibajos, se volvió a crecer a tasas medias del 6%, hasta la primera mitad de los años cincuenta, gracias al auge de los precios externos del café, cuya vigencia efímera se hizo evidente en su empinado descenso durante la segunda mitad de la década; estos últimos episodios se tradujeron en bajas tasas de crecimiento hasta los albores de los años sesenta. Para entonces, la concurrencia de acuerdos políticos internos, como la inauguración del Frente Nacional, la celebración de convenios internacionales relacionados con el manejo de la oferta cafetera, y el lanzamiento de iniciativas como la de la Alianza para el Progreso crearon un escenario optimista acerca de las posibilidades de un crecimiento sostenido en los años por venir.

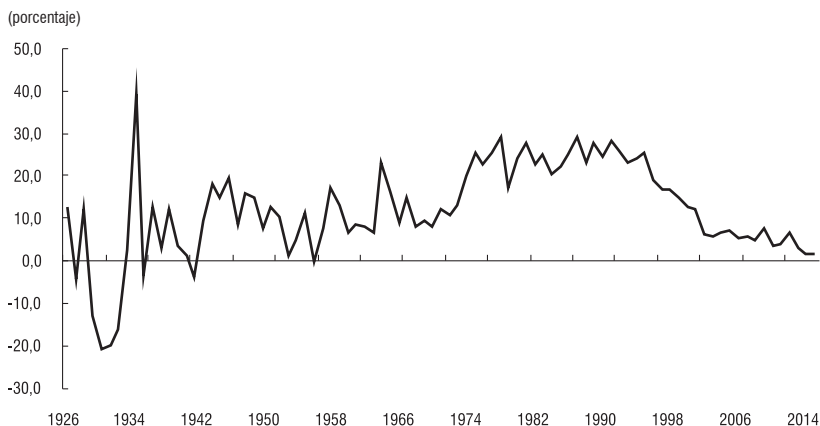
La economía creció a una tasa media anual del 5,5% entre 1958 y 1974; de 1966 a 1974 la cifra correspondiente fue del 6%. La bonanza cafetera de la época prolongó dicho ritmo hasta 1978, cuando se alcanzó el crecimiento anual más alto de la posguerra; alcanzada dicha cima, la descolgada de las tasas de crecimiento en el siguiente lustro no fue un episodio transitorio, sino el preludio de tasas de crecimiento que escasamente rebasarían el 3,5% anual en las siguientes tres décadas. Dos ciclos completos se vivirían entre 1982 y 1990, y entre 1991 y 1999; este último culminó con la mayor tasa negativa de crecimiento a lo largo de la trayectoria iniciada en 1925, excediendo a las alcanzadas durante la Gran Depresión. A partir de 2002 y hasta 2014 la economía alcanzó de nuevo tasas medias de crecimiento del orden del 4,6%.

C. La inflación

Entre 1925 y 2014 la tasa media de inflación medida según el deflactor del PIB fue del 11,98%, con una dispersión relativamente alta del 8,44%. Como lo revela el Gráfico 1.4, el comportamiento de la inflación a lo largo del tiempo estuvo lejos de ser uniforme. Durante la Gran Depresión (1929-1932) la deflación se mantuvo alrededor del 17%, y en sus momentos más profundos (1931-1932) tocó la cima del 20%. Otros episodios deflacionarios menores aparecerían posteriormente, en especial durante los primeros años de la Segunda Guerra Mundial. Tras las políticas reflacionarias adoptadas para dejar atrás la depresión con deflación de principios de los años treinta, la norma durante las dos décadas siguientes fue la presencia de tasas de inflación cuya media fue superior al 10%, con una pronunciada volatilidad¹.

¹ En el período 1933-1950 la tasa media de inflación fue del 10,6%. La volatilidad de las tasas de inflación de la época se manifiesta en los valores alcanzados por la desviación estándar y el coeficiente de variación: 7,3% el primero y 69% el segundo.

Gráfico 1.4
Tasas de inflación
Deflactor del PIB, 1926-2014
(año base: 2005)



Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

El Gráfico 1.4 sugiere que la inflación siguió un curso ascendente durante las siguientes cuatro décadas. Tan amplio período puede escindirse al menos en dos partes iguales, entre 1950 y 1970, y entre 1970 y 1990. En la primera, la tasa media de inflación fue inferior al 10 % y, por tanto, algo menor que la registrada entre 1933 y 1950²; al mirar hacia atrás, un observador de la época habría constatado que la inflación media desde 1925 habría sido del 7,6 % con una alta volatilidad³. En la segunda, la tasa de inflación se empinó hasta hacerse superior al 23 %, con una alta estabilidad⁴.

Tras haber estado atada a una inercia inflacionaria a lo largo de dos décadas, la economía entró en un franco proceso de reducción de la inflación, el cual se acentuó durante la aguda recesión económica iniciada hacia 1996. Así, si la tasa de inflación para 1994 fue del 25,6 %, para 1999 (cuando el PIB creció a la tasa negativa del 4,2 %) lo fue de sólo el 12,6 %, y para 2001, del 6,2 %. En años posteriores, las tasas de inflación tendieron a instalarse entre el 6 y el 7 % entre 2002 y 2008, y por debajo del 3,5 %, pero más volátiles, entre 2009 y 2014⁵.

² La media de las tasas inflacionarias entre 1951 y 1969 fue de 9,8 %, y la desviación estándar de 4,0 %.

³ Entre 1926 y 1970, tanto la tasa media de inflación como su desviación estándar fueron de 7,6 %.

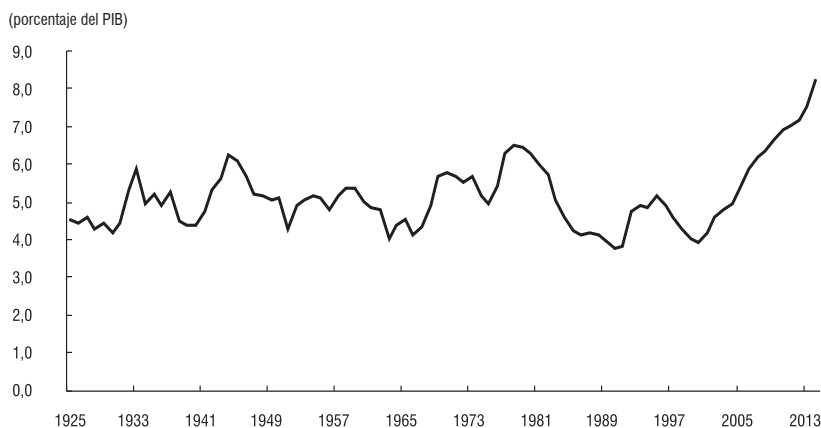
⁴ Durante el período 1971-1991, la media de la inflación alcanzó el 23,3 % y la desviación estándar el 3,6 %; así, el coeficiente de variación fue de solo 15 %.

⁵ La tasa media de inflación entre 2002 y 2008 fue de 6,3 %, con una desviación estándar de 0,8 %; y la incurrida entre 2009 y 2014 fue de 3,4 %, con una desviación estándar de 1,2 %.

D. El dinero creado por el Banco de la República

En 1925 el dinero creado por el Banco de la República, y que se encontraba en manos de los bancos y del público, representaba el 5,4 % del PIB nominal. A lo largo de los 89 años siguientes la función creadora de dinero en manos del Banco se ejerció en tal correspondencia con el crecimiento nominal de la economía que, para la totalidad del período en consideración, la media de la base monetaria como porcentaje del PIB escasamente sobrepasó el 5 %⁶. Como puede observarse en el Gráfico 1.5, desde 2009 hasta 2014, cuando dicha media fue del 7%, sus valores fueron monótonamente crecientes y superiores a los alcanzados en el pasado; finalmente, en 2014 se arribó al 8,3 % del PIB. Con anterioridad, como porcentaje del PIB, los máximos históricos se alcanzaron en 1933 (5,89%), en 1944 (6,25%) y en 1978 (6,5%). De igual manera, los mínimos históricos acontecieron en 1930 (4,16%), en 1963 (4%), en 1966 (4,12%), en 1990 (3,78%) y en 2000 (3,93%).

Gráfico 1.5
Base monetaria, 1925-2014
(año base del PIB: 2005)



Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

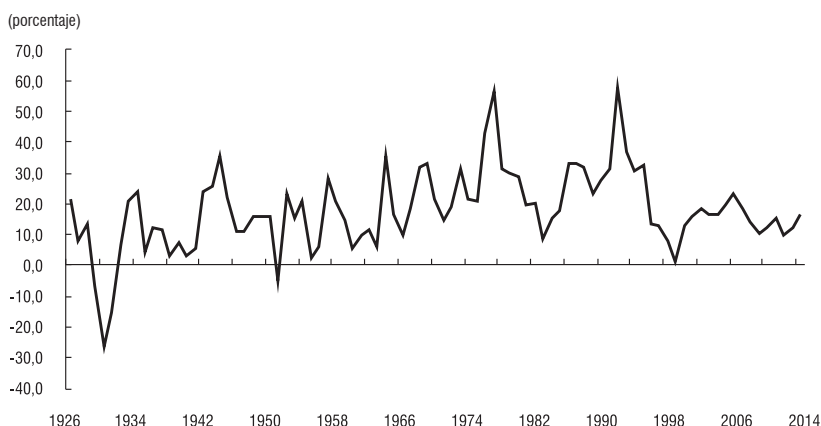
En el Gráfico 1.6 se presenta el crecimiento anual de la base monetaria⁷. En las condiciones extremas de la Gran Depresión, el monto de la base declinó durante tres años consecutivos (1929, 1930 y 1931), al punto que entre 1928 y 1931 el nivel de dicho agregado monetario cayó en 41,6%; estos eventos ocurrieron bajo el régimen monetario internacional del patrón oro. Colombia estableció controles cambiarios en septiembre de 1931 tras consumarse el abandono de aquel patrón monetario por parte de la Gran

⁶ El promedio de la relación entre la base monetaria y el PIB para el período 1925-2014 fue del 5,14%, con una desviación estándar del 0,67% y un coeficiente de variación del 13%.

⁷ La media de los crecimientos anuales de la base fue de 17,7% y la desviación estándar de 9,4%. Los valores correspondientes para el PIB nominal fueron del 16,9% y del 9%.

Bretaña; la tasa de cambio, por entonces al nivel de \$1,035 por dólar, quedó sometida a un régimen de flotación administrada en manos del Banco de la República. Se abrió así la puerta a políticas de expansión monetaria interna originadas en el crédito del Banco de la República, que para 1934 habían recuperado los niveles de la base correspondientes a 1928. Para entonces, el PIB real había reencontrado el camino del crecimiento, y el nominal se encontraba cerca de los niveles alcanzados al sobrevenir la Gran Depresión.

Gráfico 1.6
Base monetaria
Tasas de crecimiento anual, 1926-2014



Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

Culminado el ciclo reflacionista, la base monetaria creció a una tasa anual inferior a la del PIB nominal en la segunda mitad de los años treinta. En dicho contexto, la tasa de cambio, con intervenciones del Banco, se estabilizó al nivel de \$1,75 por dólar desde finales de 1935. Una nueva etapa expansiva de la base por encima de su media histórica se desencadenó entre 1942 y 1945, tras la entrada de los Estados Unidos al conflicto bélico internacional. Las nuevas circunstancias del comercio exterior ocasionaron un superávit súbito de la balanza comercial. Con el propósito de defender la tasa de cambio nominal, la intervención del Banco se tradujo en un aumento extraordinario de sus activos externos, los cuales pasaron de US\$23 millones en 1941 a US\$177 millones en 1945.

Los crecimientos de la base se moderaron en los primeros años de la posguerra: hubo drenaje de reservas internacionales tras la restauración del comercio importador y la reaparición de resultados deficitarios en la balanza comercial. Por entonces se consideró que la tasa de cambio con respecto al dólar se había venido sobrevaluando, de modo que se introdujeron ajustes en 1948 y 1951 para fijarla en \$2,50 por dólar. Al despuntar la segunda mitad del siglo, los precios externos del café se encontraban en plena alza, y sus cotizaciones cimeras se alcanzaron entre 1954 y 1956; sus efectos positivos iniciales en la balanza comercial no se hicieron esperar, pero el ritmo creciente de las importaciones terminó doblegando al de las exportaciones y forzando una caída precipitada de los activos

externos, de US\$ 270 millones en 1954 a US\$ 144 millones en 1956. La tasa de cambio fue sometida a nuevas rectificaciones, ubicándose en \$6,40 por dólar a fines de 1958. Como resultado de estos eventos, la base monetaria debió soportar bruscas alteraciones a lo largo de la década.

Uno de los denominadores comunes de los años sesenta, y con mayor contundencia en la primera mitad de la década, fue el déficit de la balanza comercial y, por ende, el descenso de las reservas internacionales brutas. Estos eventos se reflejaron en la base monetaria, tanto en la forma de menores porcentajes del PIB, como en menores tasas de crecimiento anual. Desde mediados de la década el comportamiento de la base estuvo regido por una sucesión de mayores y menores tasas de crecimiento, con un promedio ascendente hasta mediados de los años setenta, como lo sugiere el Gráfico 1.6. Tal comportamiento dependió de la mayor o menor importancia de las operaciones crediticias del Banco (como el crédito a la banca comercial y la compra de títulos de deuda pública), en comparación con sus operaciones pasivas (como los depósitos del Gobierno o del sector privado). Las vicisitudes del sector externo condujeron a devaluaciones del peso como la ocurrida en noviembre de 1962, cuando la tasa de cambio se incrementó de \$6,80 a \$9 por dólar, y a modificaciones del régimen cambiario, como la acontecida a principios de 1967; al inaugurarse este último régimen de cambios y de comercio exterior, la tasa de cambio era de \$13,50 por dólar. También desde 1967 se puso en práctica un sistema de ajustes graduales y periódicos de paridad de la tasa de cambio, cuya vigencia se extendería hasta 1990. Así, en diciembre de 1969, la tasa de cambio ya había alcanzado la cotización de \$17,80 por dólar.

Los activos externos del Banco crecieron continuamente en la primera mitad de los años setenta; simultáneamente, otros factores con capacidad de expandir la base monetaria, como el crédito al Gobierno, el crédito a los bancos y a los fondos de fomento, y el crédito a otros agentes privados, también se incrementaron. Todos ellos contribuyeron al aumento continuo de la base monetaria en la primera mitad de la década, pero los eventos extraordinarios ocurrieron en su segunda mitad, de la mano de una nueva y prolongada bonanza de la industria cafetera. Las cotizaciones externas del grano pasaron de un promedio de US\$0,63 por libra en el período 1972-1975 a un promedio de US\$1,85 por libra entre 1976 y 1979. En julio de 1975, cuando comenzó a sentirse la oleada alcista de los precios del café, la tasa de cambio era de \$31,18 por dólar. La inminencia del influjo acrecentado de divisas abrió la disyuntiva de aceptar la apreciación nominal del peso o mantener el sistema cambiario vigente desde 1967 mediante la acumulación de reservas internacionales en el Banco de la República. Entre diciembre de 1975 y diciembre de 1979 dichas reservas pasaron de US\$553 millones a US\$4113 millones. Para esta última fecha, aunque la tasa de cambio nominal era de \$43,79 por dólar, superior a la que regía al iniciarse la bonanza, los estimativos del Banco mostraron que, en términos reales, la tasa de cambio entre aquellas fechas se había apreciado en un 20%.

Bajo el signo de la bonanza, la base monetaria creció a una tasa media del 40% entre 1976 y 1979; en términos reales dicho crecimiento fue del 13% por año. Esta evolución tocaría a su fin al sobrevenir el término del auge cafetero. La entonces denominada “destorcida” de los precios cafeteros se materializó en la caída desde su cotización más alta en abril de 1977 (US\$3,19 por libra) hasta su cotización en el mismo mes de 1983 (US\$1,26 por libra), equivalente a un 60,4%.

El crecimiento económico se vino abajo con posterioridad a 1978: tras el 8,5% alcanzado en dicho año, el acumulado en los años siguientes hasta 1983 fue de solo 2,36%; la base monetaria que en 1978 había representado el 6,5% del PIB, para 1983 era del 5,05%, y seguiría descendiendo hasta 1990 cuando representó el 3,78% del PIB, como elocuentemente lo ilustra el Gráfico 1.5. En otras palabras, la base monetaria real se redujo entre 1978 y 1990⁸.

Por esta época se aceleraron los ajustes de la tasa de cambio, cuyo rezago en términos reales había llegado al 25% en los primeros años de la década de los ochenta; así, los ajustes cambiarios efectuados desde 1985 hasta el final de la década se tradujeron en depreciaciones reales del peso. La recuperación transitoria de las cotizaciones cafeteras en 1985-1986 contribuyó a acrecentar temporalmente las tasas de crecimiento económico, antes de su debilitamiento hacia finales de la década.

La base monetaria creció de manera acelerada en la primera mitad de los años noventa: sus variaciones anuales entre 1990 y 1995 fueron en promedio del 36%, de modo que el acervo real de la base creció a una tasa media del 4,19% anual. En términos del Gráfico 1.5, la base pasó de representar el 3,8% del PIB en 1990 al 5,2% del PIB en 1995. La tasa de inflación se mantuvo en promedio al nivel del 24% y la evolución de la tasa de cambio real se tradujo en un período de apreciación real del peso. El curso de los eventos sería muy distinto en la segunda mitad de la década: el PIB real, que entre 1992 y 1995 creció por encima del 5% anual, apenas lo hizo a la mitad en 1996 y 1997, antes de sucumbir en 1998 y 1999, con tasas del 0,6% y -4,2%. Los crecimientos de la base se desplomaron año tras año llegando a su nivel más bajo en 1999 (1,4%), y su monto escasamente rebasó el 4% del PIB, acercándose a los niveles de principios de la década.

La inflación se descolgó, pasando del orden del 18,9% en 1995 al 12,6% en 1999, y el peso recobró la ruta de su depreciación real.

En 1999 se adoptaron decisiones importantes para el manejo macroeconómico y para el cumplimiento de los objetivos que, constitucional y legalmente se le confiaron al Banco de la República en las reformas de principios de la década. Se implantó un régimen cambiario de tasa flotante, sin renunciar a que, de acuerdo con las circunstancias, las autoridades pudieran intervenir en el mercado de divisas. Y, para velar por la capacidad adquisitiva de la moneda, se acogió la estrategia de política monetaria conocida como inflación objetivo, ya aplicada en otros países, especialmente del mundo industrializado.

Un nuevo panorama macroeconómico acompañaría el cambio de siglo. Una afluencia extraordinaria de divisas condujo al descenso de la tasa de cambio nominal de pesos por dólares. Así, la tasa de cambio promedio alcanzada en 2003 de \$ 2 877 por dólar descendería continuamente hasta llegar a \$ 1 898 por dólar en 2010, o sea, una apreciación nominal del peso del orden del 34% al terminar la primera década; en 2014 la tasa media fue de \$ 2 000, lo cual reflejaba el cambio de dirección de la tasa nominal, de modo que la apreciación medida desde 2003 fue del 30%.

⁸ El descenso de los valores reales de la base monetaria fue continuo entre 1980 y 1985, y a pesar de su recuperación en el lustro siguiente, el saldo real en 1990 fue todavía inferior en un 16% al alcanzado en 1980. El crecimiento promedio anual de la base monetaria real entre 1978 y 1990 fue de -0,95%.

La intervención del Banco en el mercado de divisas se tradujo en una acumulación sin precedentes de las reservas internacionales en su poder, las cuales pasaron de US\$8103 millones a fines de 1999 a US\$28464 millones en diciembre de 2010, y a US\$47328 millones a finales de 2014. En estas condiciones, la base monetaria como porcentaje del PIB creció continuamente, y alcanzó la cifra histórica más alta en toda su trayectoria desde 1925: 8,25% en 2014. Pero lo notable fue su comportamiento atípico en contraste con los ciclos registrados en el pasado, que mantenían su promedio anual alrededor del 5,13%.

La tasa de inflación, que en 1999 estaba en el 12,4%, descendió, con altibajos, al 3,8% al cierre de la primera década, y al 1,8% en 2014. La apreciación del peso en términos reales medida entre finales de 2003 y finales de 2012 fue del orden del 25%; luego vino un período de año y medio, hasta julio de 2014, con momentos alternados de depreciación y apreciación que dejaron la tasa de cambio real en un nivel similar al del cierre de 2012. Finalmente, en solo el segundo semestre de 2014 la depreciación real de la tasa de cambio, tras una reacción sostenida, sin antecedentes en la última década, se acercó al 15%.

E. Las tasas de interés

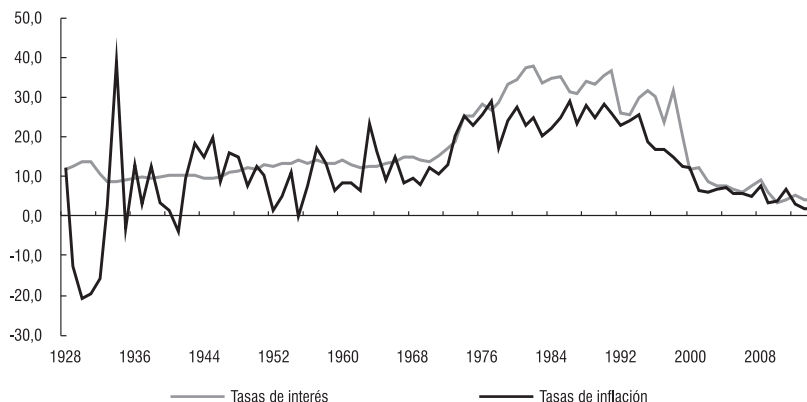
Las tasas nominales de interés siguieron en promedio el movimiento de la inflación a lo largo del tiempo; en 68 años de los 87 considerados la tasa de interés fue superior a la tasa de inflación, de modo que la tasa real de interés fue positiva en el 78% de los casos⁹.

En pleno auge de finales de los años veinte las tasas de interés nominales se encontraban en ascenso, y su ajuste rezagado ocurrió cuando la deflación se hizo más aguda; luego las tasas cayeron desde su punto más alto en esa época, 13,6% en 1931, a 8,8% en 1933 (Gráfico 1.7). Una vez remontados los años de deflación, las tasas de interés se elevaron lentamente a lo largo de los años treinta y cayeron levemente durante la Segunda Guerra Mundial. En la posguerra reiniciaron su ascenso más empujadamente hasta principios de la segunda mitad de los años cincuenta, cuando se estabilizaron; con posterioridad declinaron hasta bien entrada la primera mitad de los sesenta y finalmente crecieron levemente hasta el fin de la década. Con el recrudecimiento de la inflación en la primera mitad de los años setenta, y su persistencia en niveles sin precedentes durante las siguientes dos décadas, las tasas de interés crecieron muy ceñidas a la evolución de la inflación hasta 1977, y luego se instalaron en niveles más altos, también durante dos décadas.

⁹ La tasa de interés real en el período t , r_t , está dada por la condición $(1 + r_t) = (1 + R_t)/(1 + \pi_t)$; r es la tasa de interés real, R la tasa de interés nominal, y π es la tasa de inflación.

Gráfico 1.7
Tasas de interés e inflación, 1928-2014

(porcentajes anuales)



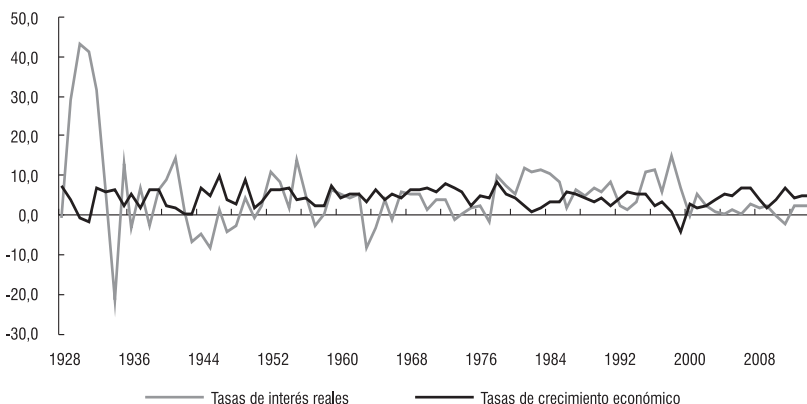
Nota: tasas de interés “libres”, en el sentido de no contar con una intervención directa de las autoridades económicas para su fijación.

Fuentes: para el período 1928-1970, la tasa de interés del mercado de hipotecas según Banco de la República; para los años 1971-1973, las acciones ponderadas por sus precios según Carrizosa (1985); para el lapso 1974-1979, el descuento sobre el certificado de abono tributario (CAT) a 120 días según Carrizosa (1985); para los años 1980-1984, la tasa media negociada sobre los certificados de depósito a término (CDT) a 90 días según Banco de la República; y para los últimos 30 años, la tasa de captación de los depósitos a término (DTF) según Banco de la República. Banco de la República (tasa de inflación, según Gráfico 1.3).

La evolución de la tasa de interés real aparece en el Gráfico 1.8, junto con la trayectoria de la tasa de crecimiento. En 39 de los 87 años considerados la tasa de interés real fue superior a la de crecimiento.

Gráfico 1.8
Tasas de interés reales y de crecimiento económico, 1928-2014

(porcentaje anual)



Fuente: Banco de la República (gráficos 1.3 y 1.7)

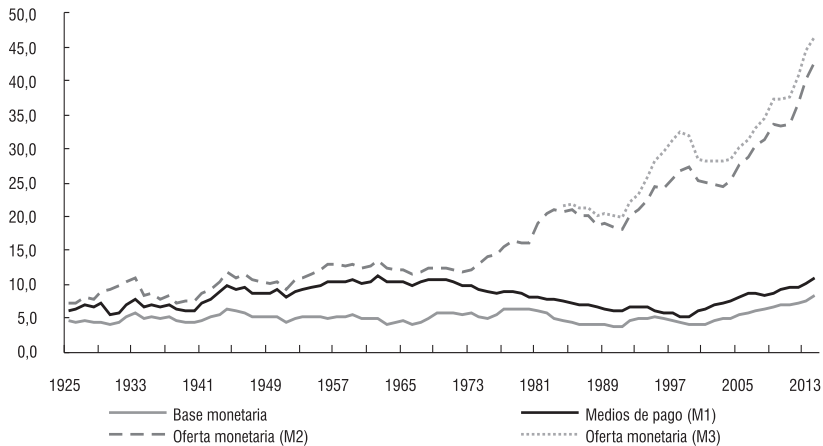
Dejando de lado el episodio extremo de la Gran Depresión, durante el cual las tasas reales de interés alcanzaron sus cimas históricas en toda la serie, dichas tasas excedieron a las de crecimiento en los primeros años de la Segunda Guerra Mundial, en la época de la bonanza cafetera de los cincuenta, en el período que se inicia con la destorcida cafetera y que se prolonga hasta principios de los años noventa y, finalmente, en la segunda mitad de los noventa. Y como períodos de predominio del crecimiento se destacan la temprana posguerra, los años sesenta hasta el fin de la bonanza cafetera de los setenta y, finalmente, la mayor parte de lo corrido del nuevo siglo.

F. La intermediación financiera

Hasta el medio siglo el perfil del desarrollo financiero siguió, a grandes rasgos, el comportamiento de la base monetaria. El Gráfico 1.9 muestra cómo a partir de esa época se hace más explícita la importancia de la expansión secundaria de dinero. Hasta 1970 los depósitos en cuenta corriente (sin intereses) constituyeron el pasivo predominante de la banca con el público depositante; los depósitos de ahorro y a término no eran muy significativos. Para entonces, la base monetaria constituía la mitad de los agregados monetarios, y la oferta monetaria representada por M1, también conocida como medios de pago, era considerada como un indicador apropiado del desarrollo financiero.

Gráfico 1.9
Agregados monetarios, 1925-2014
(año base del PIB: 2005)

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República (1998) y sus actualizaciones estadísticas.

Los años setenta presenciaron la aparición de nuevos intermediarios financieros y de nuevos mecanismos de captación de depósitos. El protagonismo de las tasas de

remuneración de los depósitos no se hizo esperar en el nuevo escenario inflacionario. Los denominados cuasidineros —principalmente depósitos de ahorro y a término, depósitos en el sistema de la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), y CDT con tasas de interés negociables, creados a finales de los años setenta— lideraron el crecimiento monetario a lo largo de la década. La oferta monetaria representada por M2, entendida como el conjunto de los medios de pago y los cuasidineros, conquistó casi diez puntos del PIB, al pasar del 12 % al 21 % de dicha variable macroeconómica entre 1970 y 1983. La crisis financiera de la época y sus secuelas en los años siguientes se tradujeron en una pérdida importante de participación de dicha oferta en el PIB.

Varios factores concurren en la primera mitad de los años noventa para desembarcar en un renovado impulso al desarrollo financiero; entre los más destacados, los cambios institucionales de la época que incluyeron dos reformas financieras y, como ocurriera en la segunda mitad de los años veinte y a finales de los setenta, una importante afluencia de capitales externos. Hacia 1998 la oferta monetaria representada por M3 constituía ya el 32% del PIB, luego de un crecimiento excepcional de 10 puntos porcentuales (pp) en dicha relación en solo seis años. Pero la crisis financiera de entonces, acompañada por la paralización del financiamiento externo, tal como ocurriera a principios de los años treinta y ochenta, se tradujo en un nuevo retroceso del desarrollo financiero como lo atestigua el Gráfico 1.9: así, para 2002 el M3 apenas era un poco más del 28 % del PIB.

El pronunciado avance financiero registrado desde 2003, reflejado en las trayectorias empujadas de los agregados monetarios (Gráfico 1.9), estuvo animado por el auge interno derivado del apogeo de los términos de intercambio y los inlfujos de capital externo, no solo hacia los sectores exportadores de minerales, sino hacia sectores más tradicionales, como el manufacturero y el comercial. En consecuencia, el M3 como porcentaje del PIB logró un avance extraordinario de 18 pp en una década, al conquistar la cifra equivalente al 47 % del PIB a finales de 2014.

G. El Banco de la República y la deuda pública interna

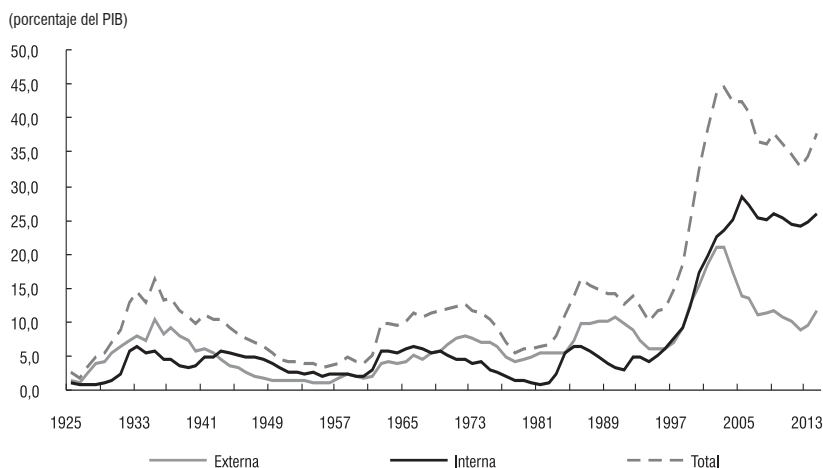
1. Trayectorias de las deudas interna y externa del Gobierno Nacional

La deuda interna ha sido un componente destacado de la deuda total del Gobierno Nacional. A lo largo del período 1925-2014 su participación promedia en dicho total fue del 47,5 %. Como porcentaje del PIB, la cifra media relevante fue del 7,5 %, pero su importancia varió ampliamente a lo largo del tiempo, en especial desde principios de los años ochenta, como lo sugiere el Gráfico 1.10. En el decenio transcurrido entre 1995 y 2005 la deuda interna vivió un auge sin precedentes, al pasar del 6,4 % al 34 % del PIB.

La deuda externa colombiana creció de manera sustancial en los años veinte, cuando el país decidió beneficiarse del auge de exportaciones de capitales originado en los Estados Unidos. En el endeudamiento público externo de la época participaron en proporciones similares, tanto el Gobierno Nacional, como algunos departamentos y municipios. El turno de la deuda interna del Gobierno Nacional llegó al ponerse en marcha las políticas reflacionistas destinadas a rescatar la economía de la profunda recesión con deflación en

la que se había caído entre 1929 y 1931. De representar el 1,1 % del PIB en 1929, la deuda interna llegó a significar el 6,5 % en 1933; en la primera fecha la participación del crédito del Banco de la República en el acervo de la deuda interna era del 9,7%, y en la segunda, del 33,2 %. Luego, a principios de los años cuarenta, dicho endeudamiento extraordinario registrado hasta entonces en las cuentas de cartera del Banco, se transformó en una inversión del Emisor en bonos gubernamentales¹⁰.

Gráfico 1.10
Gobierno Nacional
Deuda externa, interna y total, 1925-2014
(año base del PIB: 2005)



Fuentes: Contraloría General de la República y Banco de la República.

El endeudamiento público con el Banco de la República volvió a ser significativo en los años sesenta: en esta década el tamaño de la deuda interna fue en promedio del 5,2 % del PIB, el cual fue financiado en una tercera parte por el Banco. Durante los años setenta la deuda interna se redujo continuamente como porcentaje del PIB, de modo que para 1981 no pasó del 1 %; a lo largo de la década la deuda con el Banco fue en promedio del 21 % de la deuda interna.

Ante el estallido de la crisis económica de principios de los años ochenta, las políticas de reactivación y rescate adelantadas en ese momento se tradujeron en un nuevo incremento vertical de la deuda interna, análogo al experimentado en los años treinta. La deuda interna creció de manera continua hasta representar el 6,4% del PIB en 1985; y en 1983, 1984 y 1985 la deuda con el Banco llegó a constituir el 56,4%, el 81,3% y el 63,2% de la deuda interna, respectivamente.

¹⁰ Esta sustitución de activos en el balance del Banco se tradujo en un incremento sustancial de 30 pp en la cuenta de inversiones entre 1941 y 1942. Otro proceso similar ocurriría a mediados de los años cincuenta.

En 1991 la deuda interna del Gobierno Nacional se había reducido al 3 % del PIB, cuyo 62 %, es decir, un 1,9 % del PIB, se adeudaba al Banco de la República. La decisión institucional de la época consistió en consolidar créditos otorgados al Gobierno Nacional en los años ochenta y respaldar dicha suma con unos títulos (TES, clase A) creados en favor del Banco de la República, cuya amortización gradual se completó en 2004. A partir de 1991 las operaciones de endeudamiento interno del Gobierno Nacional se adelantarían en el mercado de capitales mediante la colocación de bonos (TES, clase B). A lo largo de los años noventa la dinámica del endeudamiento interno dependió en especial de la colocación de dichos bonos. A finales de la década la deuda total del Gobierno Nacional se aproximaba al 30 % del PIB, al doblar los guarismos alcanzados hacia 1990. Y si en 1990 la deuda interna representaba la cuarta parte de la deuda total, en 1999 era ya la mitad.

A partir del año 2000, tanto la deuda interna, como la externa, crecieron aceleradamente, de manera que para 2003 en conjunto representaban una cifra cercana al 45 % del PIB. En los años más recientes el endeudamiento total se desaceleró, y lo característico fue la dependencia del endeudamiento a partir de fuentes internas; así, para 2014 la deuda total llegó al 38 % del PIB, y tan solo la deuda interna al 26 % del PIB. Para esta fecha la participación de la deuda externa en la deuda total se había reducido al 31 %, cuando en los albores del siglo era del orden del 48 %. En perspectiva histórica el impulso otorgado por la deuda interna a la total a comienzos de los años treinta y ochenta fue apenas un pálido antecedente de lo ocurrido en los primeros tres lustros del siglo XXI.

2. *Condicionamientos fiscales de la política monetaria*

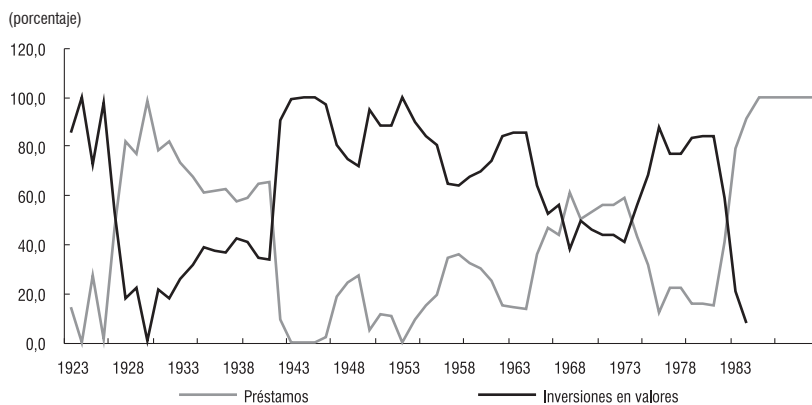
La participación del banco central como prestamista directo no agota los canales mediante los cuales el Banco de la República contribuyó al financiamiento primario de los requerimientos fiscales. En la práctica, se acudió al expediente de emitir bonos de deuda pública con la venia de las leyes que lo autorizaban, que también facultaban al Banco para adquirirlos, sin que se afectaran los cupos legales (el ordinario y los llamados especiales) de endeudamiento del Gobierno Nacional en el Banco de la República. Se puso en manos de las autoridades un mecanismo expedito para el financiamiento de los desequilibrios fiscales. Resultó así, un influjo de lo fiscal sobre lo monetario, de manera que la programación de este último terminaba acomodándose, al menos de modo parcial a los requerimientos del primero.

Un indicio de la fortaleza relativa que las exigencias fiscales pudieron haber ejercido sobre el manejo monetario a lo largo del tiempo, hasta las reformas constitucionales y legales del Banco a principios de los años noventa, se obtiene de la información de créditos al Gobierno e inversiones en deuda pública, provista por el balance del Banco de la República.

En el Gráfico 1.11 se presenta el crédito otorgado por el Banco al Gobierno Nacional, desglosado entre sus dos componentes: los préstamos y las inversiones en valores de la deuda interna. En promedio, las inversiones en estos últimos representaron el 63 % del crédito total (con una desviación estándar del 23 %). La compra de valores predominó durante un cuarto de siglo, entre 1941 y 1967, aunque con tendencia decreciente; en este período su participación media en el crédito total fue del 79,5 %. Los préstamos dominaron en los años treinta y en los ochenta, como parte de las políticas implementadas para

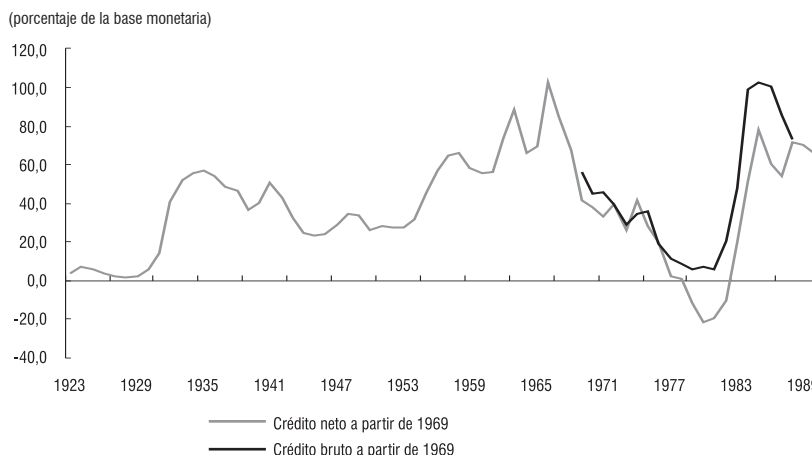
enfrentar las recesiones económicas de esas épocas. Entre 1984 y 1990 no se registraron inversiones en valores. La trayectoria de la participación del crédito al Gobierno Nacional en las fuentes de la base monetaria aparece en el Gráfico 1.12.

Gráfico 1.11
Crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional
Préstamos en inversiones en valores, 1923-1984



Fuente: Banco de la República (balance del Banco de la República).

Gráfico 1.12
Crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional, 1923-1990



Nota: crédito total del Banco de la República al Gobierno Nacional = créditos y descuentos + inversiones en valores de deuda pública (bonos y pagarés). En los años setenta se hace notoria la diferencia entre los valores bruto y neto del crédito del Banco a la Tesorería. La diferencia estaba constituida por la suma de cuentas como los depósitos en cuenta corriente de la Tesorería en el Banco, los saldos de la Cuenta Especial de Cambios, registrados como pasivos con la Tesorería, y otras menores. La trayectoria del crédito bruto a partir de 1969 corresponde a la del crédito del Banco al Gobierno Nacional, sin tener en cuenta los pasivos mencionados a cargo del Banco.

Fuente: balance del Banco de la República.

En promedio, el crédito total del Banco al Gobierno Nacional entre 1923 y 1990 rebasó el 37 % de la base monetaria (con una desviación estándar del 21 %). La participación de dicho crédito en la base experimentó su primer empujamiento entre 1931 y 1935, y logró mantenerse por encima del 40 % en promedio hasta 1945. En el primer decenio de la posguerra se sostuvo escasamente por debajo del 30 %, como preámbulo de un ascenso con fuertes discontinuidades, el cual se extendió entre 1954 y 1966, año en el que se llegó al tope del 100 %; en el lustro de 1963 a 1968 se mantuvo en promedio al 80 %.

Los años setenta presenciaron la descolgada del crédito como factor expansionista de la base y, al contrario, un comportamiento inusual a partir de 1978: mediante la constitución de depósitos significativos por parte de la Tesorería en el Banco, algunos provenientes de crédito externo, así como por la acumulación de saldos de la Cuenta Especial de Cambios en favor de la Tesorería, se produjo un saldo negativo del crédito neto al Gobierno Nacional hasta 1982, si bien el crédito bruto seguía siendo positivo. Luego, los saldos en cuenta corriente de la Tesorería en el Banco siguieron marcando una notoria diferencia entre el crédito bruto y el crédito neto al Gobierno Nacional.

Un condicionamiento más sutil de la política monetaria por parte de la política fiscal fue el ejercicio mediante el traslado de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios al Gobierno. Según el Decreto-Ley 444 de 1967, dichas utilidades se consideraban como parte de los ingresos corrientes del Gobierno. Con las reformas fiscales y cambiarias emprendidas a principios de los años ochenta, aquellas utilidades fueron reinterpretadas como una forma de financiamiento del déficit fiscal.

En los años ochenta los cupos especiales de crédito en el Banco creados para enfrentar situaciones críticas de la economía, llevaron al endeudamiento gubernamental con el Emisor a representar elevados porcentajes de la base monetaria: la cifra más alta se alcanzó en 1985 con el 77 %, y el promedio para el lustro 1985-1990 fue del 66,5 %. Estas fueron las alturas alcanzadas por el financiamiento primario del Gobierno Nacional en vísperas de las reformas institucionales de principios de los años noventa.

II. LAS INSTITUCIONES MONETARIAS: LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL¹¹

A. Perspectiva histórica de las reformas del Banco de la República

1. Fundación y primer cuarto de siglo del Banco de la República

El Banco fue fundado en 1923 como parte de un paquete de reformas financieras, fiscales y administrativas propuestas por la Misión Kemmerer. La Ley 25 de dicho año que autorizaba la creación del Banco, fue expedida el 11 de julio y menos de dos semanas después, el día 23, la institución abrió sus puertas al público.

¹¹ Partes de esta sección fueron originalmente preparadas para la Gerencia General del Banco de la República (2013) y posteriormente publicadas en Avella (2014).

El Banco fue creado como una entidad mixta, de interés público. El celo existente para preservar al Banco de la influencia directa del Gobierno o de intereses políticos en general fue tan acentuado que en la primera Junta, de diez miembros, solo tres eran designados por el Gobierno, los cuales tenían voz pero no voto en sus deliberaciones; y aunque el ministro de Hacienda fue siempre uno de los representantes gubernamentales, la ley originaria del Banco omitió mencionarlo explícitamente. También, existía una gran prevención pública, en especial de organizaciones gremiales, ante la perspectiva de que el Banco fuera dominado por banqueros privados; la Misión buscó resolver parcialmente el interrogante permitiendo el acceso a la Junta de representantes de aquellas organizaciones.

La Ley 25 impuso restricciones al acceso del Gobierno al crédito del Banco, estableciendo como máximo un porcentaje limitado sobre su capital. Se otorgó amplia libertad al Banco para el manejo de su tasa de redescuento, pero dicho instrumento también se autorizó como mecanismo de asignación del crédito primario a sectores privilegiados, mediante tasas preferenciales en beneficio de dichos sectores.

En su primer lustro al Banco le correspondió transitar por un período de auge de la economía, dentro del contexto del patrón oro internacional. Coincidieron elevadas cotizaciones del café, la indemnización por la pérdida de Panamá, y una entrada inusitada de crédito externo. Entre 1926 y 1928 la economía creció a una media del 8,6% y los precios a una del 7,1%¹². En su momento el Banco consideró que el crecimiento del dinero puesto por él en circulación era semejante al de varios indicadores de la actividad económica, y que por tanto la inflación se debía a la expansión del crédito otorgado por la banca comercial. En aquella época no existía el sistema de encajes flexibles que los Estados Unidos empezaron a aplicar a mediados de los años treinta y Colombia hasta mediados del siglo.

Durante la Gran Depresión la actividad económica sufrió crecimientos negativos en 1930 y 1931, y la deflación media entre 1929 y 1932 fue del orden del 17%. Por autorización del Congreso el Ejecutivo adoptó medidas extraordinarias como el abandono de la convertibilidad y la flotación cambiaria, el establecimiento del control de cambios, un alza sustancial de los aranceles, y la expansión del gasto público financiada en especial con crédito del Banco de la República. El surgimiento de un conflicto bélico con un país fronterizo acrecentó las urgencias fiscales y su financiamiento parcial por parte del Banco. Como resultado de un conjunto de medidas cambiarias, fiscales y monetarias adoptadas entre 1932 y 1934, la economía remontó el estado de depresión con deflación que la había postrado desde 1929.

A mediados de 1934 el crédito al Gobierno llegó a representar el 60% de los activos del Banco, con el agravante de ser principalmente una deuda de largo plazo. El Gerente reconoció que en aras de superar la crisis extrema de la época, se había abandonado la ortodoxia propia de los bancos centrales en condiciones normales, pero fue enfático en exigir la búsqueda del equilibrio en las cuentas fiscales. En 1942 se dispuso que una porción importante de aquellos créditos se transformara en inversiones del Banco en títulos de deuda pública, que en aquel momento llegaron a representar el 35% de sus activos.

¹² Las tasas de crecimiento y de inflación citadas en esta sección se basan en las series publicadas en Banco de la República (1998).

Una segunda Misión Kemmerer arribó al país, cuando ya la quietud de los negocios era aguda y los precios habían iniciado su descenso. Sus propuestas se orientaron principalmente a actualizar la legislación de 1923. En relación con el Banco, su Junta fue ampliada con dos miembros más: uno en representación de la Federación de Cafeteros y otro de agricultores y comerciantes; además, el ministro de Hacienda, quien había asistido de manera regular a la Junta como uno de los representantes del Ejecutivo, fue reconocido como miembro por derecho propio, en virtud del carácter cuasipúblico del Banco, con voz, pero todavía sin derecho al voto.

En resumen, la noción de autonomía del Banco se desdibujó sensiblemente tras los eventos extraordinarios de principios de los años treinta. A su Junta llegaron dos representantes gremiales de primera línea, y el ministro de Hacienda se convirtió en miembro nato de ella. En adelante, por mandato legal podría alterarse el cupo legal del Gobierno en el Banco, pero también por mandato de la ley se facultaría al Banco para invertir en deuda pública sin afectar el cupo legal del Gobierno.

En la segunda mitad de los años treinta la economía creció a una tasa media del 4,5%, con una inflación promedio del 11%. Con el estallido de la Segunda Guerra Mundial, la economía se deprimió alcanzando un crecimiento de solo el 2,0% entre 1939 y 1942; período durante el cual la inflación fue del 2,5%. La economía se reanimó a partir de 1943 y durante el resto de la década creció al 5,5% con una inflación del 13,7%. Como la tasa de cambio nominal se había mantenido estable desde mediados de los años treinta, la tasa de cambio real se apreció continuamente hasta finales de los cuarenta y principios de los cincuenta, cuando el peso fue devaluado en varias ocasiones. Para esa época varias iniciativas de reforma bancaria cobraron fuerza, animadas por un entorno internacional donde sobresalía la idea de asignarle a la banca central un papel más comprometido con políticas de fomento económico.

2. Las reformas de los años cincuenta y sesenta

En la reforma de 1951 al Banco se le confió la misión de implementar “una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana”. El Banco ganó en autonomía para el manejo de instrumentos de política monetaria y crediticia, pero para sus decisiones más relevantes se exigió el voto favorable del Ministro de Hacienda. La continuidad de los representantes gremiales en la Junta preservó el sesgo inflacionario de sus determinaciones.

La controversia sobre el manejo monetario ganó audiencia a principios de los años sesenta, y entre diversas iniciativas, entre ellas la nacionalización del Banco, se adoptó la idea de crear en 1963 una Junta Monetaria como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Desde la reforma de 1951 la economía había crecido a una tasa del 4,5% con una inflación del 9%, junto con una evolución crítica del sector externo que había demandado varios ajustes de la tasa de cambio nominal. De acuerdo con el concepto de soberanía monetaria del Estado, se buscó independizar las decisiones de política monetaria de la influencia directa de los intereses particulares. Pero al conformar la Junta no se le integró con personalidades independientes sino con funcionarios de rango ministerial y sectorial como los ministros de Agricultura, de Fomento y el Jefe de Planeación Nacional. Continuó así el

sesgo inflacionario en manos de la autoridad monetaria. Era evidente, como lo señalaron muchos de sus críticos provenientes de sectores diversos (como la academia y la política), que la conformación de la Junta no le permitiría ejercer un control monetario independiente por sus funciones de asignación crediticia.

En la primera década de la Junta la economía creció a una tasa cercana al 6% y la inflación media desbordó la barrera de los dos dígitos, al sobrepasar el 11%. A partir de 1973 la inflación internacional, que ya venía acrecentándose de manera continua desde finales de los años sesenta, alcanzó niveles sin precedentes en el mundo desarrollado. En Colombia brincó en menos de dos años a cifras cercanas al 25% y en inmediaciones de dicho nivel se mantendría durante las dos décadas siguientes. La tasa de crecimiento de la economía, que desde la Gran Depresión hasta 1972 había superado el 4,5%, en los siguientes veinte años descendería al 4,2%, y en solo los años ochenta al 3,5%.

3. Las reformas de los años noventa

A la preocupación por el quiebre en la tasa de crecimiento de la economía en los años ochenta y la implementación de decisiones económicas para contrarrestarlo, se unió un esfuerzo de renovación de las instituciones en el amanecer de los años noventa. Se adoptaron medidas de apertura comercial y cambiaria que renovaron la fisonomía que había reinado en dichas áreas durante varias décadas. En materia de instituciones, el tema monetario no fue ajeno a los cambios constitucionales puestos en marcha en 1991. En la nueva Carta Política se abrió un capítulo destinado por entero a la banca central.

A partir de 1991 el Banco de la República cuenta con autonomía administrativa, patrimonial y técnica; su Junta Directiva es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y tiene a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco. La Junta está conformada por siete miembros, entre ellos el ministro de Hacienda, quien la preside, cinco miembros nombrados por el presidente de la República, y el gerente general, designado por la misma Junta. Las funciones del Banco deben ejercerse en coordinación con la política económica general.

Según el mandato constitucional, le corresponde al Estado, por intermedio del Banco de la República, velar por la capacidad adquisitiva de la moneda. En tal virtud, no puede otorgar crédito a los particulares, y el crédito directo al Gobierno solamente podría otorgarse con el voto unánime de los miembros de la Junta Directiva. Tampoco le está permitido al Congreso crear cupos de crédito en favor del Gobierno o de los particulares.

En varias oportunidades, a lo largo de los años noventa, la jurisprudencia reiteró de modo incuestionable la autonomía del Banco de la República y de su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. El ejercicio de la coordinación entre el Banco y el Gobierno se ha adelantado desde 1991 dentro del espíritu de cooperación que fuera previsto en los debates constitucionales de dicho año.

En el momento de clausurarse las sesiones de la Constituyente a mediados de 1991, la tasa de inflación era del orden del 31% anual. Una vez instalada la primera Junta se puso en práctica un programa de reducción gradual de la inflación que sopesaba sus costos potenciales sobre el empleo. En la segunda mitad de la década, y tras las crisis asiática y rusa, el desplome de la actividad económica interna se tradujo en la caída

de la tasa de inflación muy por debajo de las metas esperadas. A partir de mediados de 1999 la tasa de inflación anualizada cayó por primera vez en veinticinco años por debajo de dos dígitos. Por la misma época se optó por la flotación de la tasa de cambio y por la puesta en vigencia de un nuevo esquema de política monetaria, que ya no se basaba en el seguimiento y control de los agregados monetarios, sino en la fijación de metas para la tasa de inflación, y en la adopción de la tasa de interés de intervención del Banco como instrumento de control monetario.

En lo corrido del nuevo siglo, con contadas interrupciones, las tasas de inflación han continuado su descenso en correspondencia con las metas de inflación acordadas conjuntamente por el Banco y por el Gobierno. En 2001 se adoptó como meta de inflación de largo plazo la del 3 %, y a partir de 2002 las metas anuales de inflación se han expresado en la forma de rangos. En 2009 la tasa de inflación se ubicó alrededor del 3 %, y desde 2010 se ha acordado un rango entre el 2 % y el 4 %.

B. Desde la fundación del Banco de la República hasta la Segunda Guerra Mundial

1. Antecedentes

Transcurrida la Primera Guerra Mundial, la estabilidad monetaria fue un tema prioritario en la agenda de numerosas naciones. La búsqueda de dicha estabilidad se materializó en la fundación de bancos centrales y el retorno al patrón oro internacional durante la siguiente década. En América Latina varios bancos centrales fueron creados en los años veinte y treinta. En general, el surgimiento de dichas instituciones hizo parte de procesos institucionales amplios que buscaban la modernización financiera de las economías, abarcando no solo los aspectos monetarios y bancarios, sino también fiscales, comerciales y administrativos.

Las reformas financieras de los años veinte en el continente contaron con la asesoría técnica de especialistas con reconocimiento internacional. Le correspondió a Edwin Walter Kemmerer, profesor en la Universidad Princeton, encabezar misiones a varios países, entre ellos a Colombia. Este último país convirtió en leyes nueve proyectos planteados por la Misión Kemmerer en julio de 1923; entre ellas la que autorizaba al Gobierno para fundar un banco de emisión, giro, depósito y descuento, con el nombre de Banco de la República¹³. El marco general de las misiones Kemmerer en América Latina fue el Sistema de Reservas Federales creado en los Estados Unidos a finales de 1913.

¹³ Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República, expedida el 11 de julio de dicho año. Un año antes el Congreso ya había autorizado la creación de un banco con el mismo nombre (Ley 30 de 1922), *Leyes Financieras* (1931).

2. La noción de independencia en la ley originaria del Banco en 1923

a. Naturaleza de la propiedad y administración original del Banco

El Banco fue organizado como una entidad de carácter semipúblico, cuyo capital original estaba dividido por igual entre el gobierno Nacional y el sector privado. La Junta de Directores estaba compuesta por diez miembros, tres de los cuales eran elegidos por el Gobierno, estos últimos con voz, pero sin voto; aunque no se exigía la presencia del ministro de Hacienda, su asistencia fue una práctica invariable desde la fundación del Banco¹⁴. Los siete representantes del sector privado se encontraban repartidos entre cuatro para los bancos nacionales, dos para los bancos extranjeros y uno para los particulares. De los seis miembros designados por los bancos, tres debían ser banqueros, y los otros tres hombres de negocios, agricultores o profesionales. La elección del gerente recaía en la Junta con el voto favorable de al menos siete miembros; dicho funcionario no hacía parte de ella, pero asistía e intervenía en sus reuniones sin derecho al voto.

En atención a la prioridad del interés público en las funciones de un banco central, la composición primigenia de la Junta Directiva otorgaba tres sillas a representantes del Gobierno. Pero, en conjunto, la composición de la Junta buscaba limitar la influencia gubernamental en sus decisiones. Había por entonces un amplio asenso alrededor de preservar las determinaciones de la Junta en relación con intereses políticos. La Misión Kemmerer fue explícita en este respecto:

La Misión, en numerosas conferencias con banqueros, hombres de negocios, empleados del gobierno y otras personas, con referencia al Banco de la República, ha encontrado que el temor más general y acentuado respecto al éxito del Banco consiste en que éste pueda quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que, parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia y de muchos otros países latinoamericanos. [...] A este propósito obedece también en parte el dar a los bancos extranjeros dos representantes en la Junta. Tales representantes, se cree, estarán menos propensos a ceder a la presión política y gubernamental que los nacionales de Colombia, lo cual aumentará la confianza, tanto dentro del país como en el Exterior, en la habilidad del Banco para resistir influencias inconvenientes de los intereses políticos. [...] (*Leyes Financieras*, 1931: 67-68)¹⁵

¹⁴ “Ni siquiera se estableció, como hubiera parecido aceptable siguiendo el ejemplo del sistema de las Reservas Federales, que el Ministro de Hacienda —allá el Secretario del Tesoro— formara parte por derecho propio de la Junta Directiva. Hasta en eso se quiso alejar toda posibilidad de que el Banco se considerara oficial por cualquiera de sus aspectos” (Andrade, 1929: 45).

¹⁵ Las misiones Kemmerer en otros países encontrarían situaciones similares. En el proyecto de creación del Banco Central de Reserva del Perú, presentado en 1931, la Misión hizo constar que “ha encontrado la creencia firme y generalizada de que el mayor peligro que amenazaría a un banco central en el Perú del tipo que se proyecta establecer sería el de su explotación política. En tiempos difíciles al Gobierno urgentemente necesitado a menudo le sería más sencillo conseguir fondos, ya de una manera, ya de otra, del Banco Central [...]” (Kemmerer, 1931: 37-38).

Pero las consideraciones sobre autonomía del Banco no se limitaban a mitigar el influjo gubernamental. Se consideraba que podrían surgir situaciones antagónicas entre banqueros y representantes de la agricultura y el comercio, y que el interés general quedara supeditado al interés del mundo financiero:

Los miembros de la Misión, en repetidas conferencias con hombres de negocios, agricultores y profesionales han oído expresar a menudo el temor de que el Banco de la República pueda ser indebidamente explotado por los intereses bancarios del país, a expensas de las conveniencias agrícolas y comerciales. Con frecuencia se ha expresado la opinión de que los intereses de los bancos y los del comercio y la agricultura nacionales son a veces antagónicos, o al menos parecen serlo a los ojos de los agricultores y comerciantes, y se ha formulado la queja, también muy frecuente, de que los bancos suelen mostrarse inclinados a prestar más atención a sus utilidades inmediatas, que al futuro desarrollo del país. Para responder a estas críticas y acentuar mejor el amplio carácter público del Banco de Emisión, el proyecto de ley [Ley 25 de 1923] da tan considerable representación en la Junta Directiva a los personeros del comercio y de la agricultura del país (*Leyes Financieras*, 1931: 71)¹⁶.

La designación de los personeros del comercio y de la agricultura descansaba en manos de los banqueros, y no de organizaciones gremiales¹⁷. La Misión consideró que no existían organizaciones semejantes en Colombia, como sí lo reconocería luego en países como Chile y Perú. Se aprobó, entonces, en una reforma de los estatutos del Banco en 1925 (Ley 17) que el superintendente Bancario confirmaría que los designados fueran efectivamente representantes de aquellos sectores. Con motivo de dicha reforma, Kemmerer escribió:

Los banqueros controlan en demasía el Banco de la República [...] El Banco de la República es algo más que un banco de banqueros. Es una gran institución de bienestar público, que afecta enormemente el interés público. En su junta directiva, todos los intereses importantes del país deben hallarse representados, y esos intereses debieran elegir sus propios voceros si se encontrase la manera satisfactoria de hacerlo [...] (Andrade 1929: 16).

b. El crédito al Gobierno

En sus estatutos originales quedó establecido que el Banco no podría otorgar empréstitos o descontar valores gubernamentales por una suma superior a la del 30% de su capital

¹⁶ La Misión anotaba también que: “Los mismos temores expresados se manifestaron a menudo en los Estados Unidos durante las discusiones que precedieron al establecimiento de las Reservas Federales [...]” (*Leyes Financieras*, 1931: 71). En su experiencia posterior en el Perú, la Misión señalaba que: “Un segundo peligro que con frecuencia amenaza a los bancos centrales y que es a veces aun más serio que el de la explotación política, es el peligro de ser controlado en forma indebida por los intereses bancarios del país, resultando de allí una atención exagerada con respecto a las utilidades de los banqueros y un miramiento insuficiente con respecto al bienestar del país entero”. (Kemmerer, 1931: 39).

¹⁷ Al recomendar que la elección de los representantes de la agricultura y el comercio la hicieran los bancos, la Misión siguió el modelo de las Reservas Federales de los Estados Unidos (*Leyes Financieras*. 1931: 479).

pagado y reservas, y en todo caso requeriría de la aprobación de siete de los diez miembros de la Junta. La Misión consideró que dicho monto era una restricción razonable para un país como Colombia, y que de ser posible, debería reducirse:

La liquidación de los préstamos para el Gobierno, al treinta por ciento del capital y las reservas del Banco [...], parece ser razonable para un país como Colombia, donde hay un temor tan general de que el banco central pueda ser indebidamente explotado por el Gobierno. [...] Sería peligroso para la eficacia y solidez del Banco, y podría afectar grandemente la confianza que en él se tuviera dentro del país y en el Exterior el aumentar más de lo permitido la cantidad de los anticipos que aquél pueda hacerle al Gobierno. Más bien la Misión desearía, si fuese posible, que se redujera el límite señalado (*Leyes Financieras*, 1931: 72-73).

c. El crédito al sector privado

1) Principios resaltados en la Ley 25 de 1923 y en su exposición de motivos

Pueden destacarse tres aspectos de la ley inaugural del Banco relacionados con el crédito al sector privado, los cuales tendrían incidencia no solo en las primeras etapas de la institución, sino en décadas posteriores, en especial entre 1950 y 1990. Uno tiene que ver con la liquidez de los activos del Banco; el otro con la tasa de redescuento como instrumento de regulación monetaria, y la posibilidad de tasas diferenciales de redescuento con fines de asignación crediticia. Por último, la limitación de acceder a un redescuento a los bancos cuyas tasas de interés no excedieran ciertos puntos por encima de la tasa de redescuento del Banco. Los dos primeros aspectos eran herederos de disposiciones vigentes para los bancos de las Reservas Federales de los Estados Unidos, y el último era una disposición de la Ley 30 de 1922, la cual fue aceptada por la Misión.

En cuanto al primer aspecto, el crédito del Banco al sector privado se ejercía principalmente mediante el mecanismo del redescuento de préstamos de la banca comercial. De acuerdo con la Misión, el activo del Banco debía ser “completamente líquido”, y para asegurar el cumplimiento de este requisito, los pagarés a redescontar deberían ser de muy corto término, máximo de 90 días; con excepción se podrían redescontar documentos con vencimientos hasta de 180 días si estuvieran garantizados con productos agrícolas o ganados, siempre y cuando su valor no excediera la tercera parte del capital y reservas del Banco.

A principios de los años veinte la tasa de redescuento era el principal instrumento de control monetario, y el convencimiento de la Misión acerca de su utilidad y de la necesidad de preservar la autonomía del Banco para su manejo quedó plasmado en la exposición de motivos de la ley inaugural del Banco:

La rata de descuento será sin duda el arma más poderosa que el banco pueda tener para proteger el mercado monetario del país, [...] Por esta razón, y en armonía con las leyes que rigen los bancos centrales de emisión en otros países, la ley colombiana debe dar al Banco amplia libertad respecto a la fijación del tipo de descuento. El Banco tendrá una gran responsabilidad, y deben dársele por consiguiente, todas las facultades necesarias para asumirla, facultades que

serán en gran parte ejercidas por medio de la variación de los expresados tipos de descuento (*Leyes Financieras*, 1931: 74).

La posibilidad de establecer tasas diferenciales de redescuento abría la posibilidad de definir tasas preferenciales con fines de asignación crediticia. Junto con la disposición según la cual las tasas de interés sobre los documentos presentados al redescuento no podían exceder en más de tres puntos a la tasa fijada por el Banco, constituía una forma de orientar el crédito hacia actividades como la agricultura, consideradas como productivas. Posteriormente, la Ley 17 de 1925 autorizó reducciones de encajes para los bancos que fijaran tasas de interés sobre sus préstamos a 90 días que no excedieran la de redescuento del Banco en más de 2 pp¹⁸ (*Leyes financieras*, 1931: 60).

En tiempos de la Misión gozaba de amplia acogida la teoría del crédito productivo o crédito comercial, según la cual la función primordial de los bancos es la de satisfacer las necesidades de endeudamiento de corto plazo de las empresas productivas. Tanto la orientación de los bancos de las Reservas Federales, como de aquellos creados según su inspiración, habrían abrevado en dicho enfoque¹⁹.

2) El crédito productivo

El criterio del crédito productivo para la creación de dinero contó con defensores conspicuos desde el siglo XVIII²⁰. Ya en el siglo XX, en la primera posguerra, compitió en contra de las propuestas abanderadas (entre otras figuras), por Irving Fisher, quien promovía la idea de que se invirtiera a las Reservas Federales con el mandato de seguir una regla de estabilización de precios. A principios de los años treinta Lauchlin Currie, por entonces

¹⁸ Los encajes eran fijados por ley. Así, en el momento de la reforma desde 1918 regían encajes del 25% sobre los depósitos disponibles de los bancos. La Ley 25 de 1923 estableció que los encajes sobre los depósitos a treinta días o menos serían del 50%, y del 25% sobre los depósitos a término. Las reducciones de encaje previstas en la Ley 17 de 1925 eran sustanciales: al 15% sobre depósitos a treinta días o menos, y al 5% sobre depósitos a término.

¹⁹ Expositores reconocidos del pensamiento económico han subrayado, con ánimo crítico, la supervivencia de la teoría del crédito productivo y su inserción en el estatuto original de las Reservas Federales. “La doctrina de las letras de comercio de la banca comercial sobrevivió la crítica reiterada en el siglo XIX, para ser incorporada en la ley de Reservas Federales de 1913, de modo que alcanzó un lugar privilegiado en la lista de ‘las falacias económicas de mayor longevidad en todas las épocas’” (Blaug, 1968: 56). En todo caso, gozó de amplia acogida en debates monetarios de los años veinte, especialmente en los Estados Unidos (Laidler, 1999: 188-195). Hacia finales del siglo XX algunos intentos de rehabilitación de la doctrina mencionada corrieron de la mano de los aportes críticos de la nueva economía clásica (Hoover, 1988: 162-163).

²⁰ Según Adam Smith:

Quando un banco descuenta a un comerciante una letra de cambio comercial girada por un acreedor contra un deudor, la cual es pagada a su vencimiento por el deudor, solamente le adelanta una parte del valor que de otra manera le tocaría guardar como dinero para enfrentar demandas ocasionales. El pago de la letra, al momento de vencerse, reintegra al banco el valor de lo adelantado más el interés. Mientras los negocios del banco se limitan a esta clase de clientes, sus arcas se asemejan a un pozo, del cual están saliendo y al cual están entrando cantidades iguales de agua. Así, el pozo se mantiene siempre lleno o casi lleno. Poco o ningún gasto se requerirá para llenar las arcas de dicho banco (Smith, 1838: 123).

Antecedentes de la doctrina en comento son citados en Green (1989).

un instructor de Economía en Harvard, argumentó que el seguimiento de políticas inspiradas en el crédito productivo habría propiciado la contracción monetaria iniciada en 1929, y de manera aguda la depresión de 1931-1932 (Laidler, 1999: 20).

En su tesis doctoral Currie expuso y discutió las bases del controvertido crédito productivo. Según esta doctrina, para asegurar la elasticidad del circulante sin correr el riesgo de una expansión desmedida de dinero, los créditos bancarios deberían facilitarse solamente para capital de trabajo; tales créditos deberían ser autoliquidables, en el sentido de poder ser cancelados con el fruto de la venta de productos; los que se destinaran para la adquisición de capital fijo no serían autoliquidables en el corto plazo, de modo que el crédito solo debería llegar a deudores comerciales²¹. Cerca de dos décadas más tarde Currie se refirió a la banca colombiana como una institución sujeta a los principios del crédito productivo, y cuatro décadas más adelante cuestionó la capacidad de las autoridades monetarias colombianas para ejercer el control monetario, por depender todavía de aquellos principios como se verá más adelante.

d. *Armonía de los estatutos del Banco en relación con otros proyectos de la Misión Kemmerer*

Entre las iniciativas de la Misión Kemmerer, las relacionadas con el manejo presupuestal y el control fiscal tuvieron especial importancia. Las propuestas, plasmadas en las leyes 34 (sobre el presupuesto nacional) y 43 (sobre la creación de la Contraloría General) de 1923 buscaban perfeccionar el proceso presupuestal y garantizar el seguimiento y control de la ejecución presupuestal.

En relación con el proceso presupuestal y la relevancia del equilibrio del presupuesto, la Misión se expresó en los siguientes términos:

De la manera como se forma, se expida, se ejecute y se fiscalice el Presupuesto Nacional, depende [...] el equilibrio armónico de las entradas y los gastos, el desarrollo del crédito nacional, y aun la estabilidad de las instituciones políticas (*Leyes Financieras*, 1931: 115).

Y, más adelante,

La Misión de Consejeros Financieros abriga el íntimo convencimiento de que la primera y más urgente necesidad que tiene la República es la de establecer y conservar permanentemente el equilibrio de los presupuestos, que es la base de toda buena organización financiera (*Leyes Financieras*, 1931: 133).

Más allá del campo estrictamente fiscal, dicha “urgente necesidad” haría viable un manejo monetario más autónomo para el Banco de la República, libre de presiones de financiamiento por parte de la Tesorería, de manera que solo ocasionalmente se acudiría a dicho financiamiento dentro del límite máximo establecido del 30 % del capital y reservas del Banco.

²¹ La tesis, con algunas modificaciones, fue publicada como libro con el título *The Supply and Control of Money in the United States*, por la Universidad de Harvard, en 1934 (Currie, 1934: 34-45, capítulo iv).

e. Conclusiones

El Banco de la República fue creado como una entidad cuasipública, con un capital inicial aportado por partes iguales por el Gobierno Nacional y el sector privado. En su Junta, de diez miembros, el Gobierno contaba solo con tres representantes, los cuales no tenían derecho al voto. Igualmente, se exigió que tres de los siete miembros del sector privado fueron los voceros de sectores productivos.

Las reformas institucionales de 1923 aspiraron a crear un sistema sostenible de finanzas públicas y una banca central que pudiera alcanzar objetivos de estabilidad monetaria. La restricción del crédito al Gobierno y el diseño original de la Junta Directiva del Emisor buscaban garantizarle al Banco una relativa autonomía para alcanzar dichos objetivos.

Además, se enfatizó en la necesidad de asegurarle al Banco amplia libertad en el manejo de la tasa de redescuento, o sea, autonomía operacional en el manejo de su instrumento de política monetaria. En esta materia se incurrió en ambigüedades, al permitir que el instrumento de dicha política fuera también un instrumento de asignación crediticia; se hizo así, en virtud de que, se entendía que por su propia naturaleza, el crédito a los sectores productivos no era inflacionario.

3. La prueba de la Gran Depresión

a. Reformas propuestas por la segunda Misión Kemmerer

En el segundo semestre de 1930 visitó a Colombia una nueva Misión Kemmerer. Sus iniciativas estuvieron relacionadas con la actualización de las reformas de 1923, más que con la coyuntura económica del momento²². En relación con el Banco, se exigió que de los tres representantes gubernamentales en la Junta Directiva, uno de ellos fuera, como miembro nato, el ministro de Hacienda. Además, se amplió la Junta con dos nuevos integrantes, uno en representación de la Federación Nacional de Cafeteros y otro como vocero conjunto de las cámaras de comercio y de las sociedades de agricultores. La experiencia de las misiones Kemmerer en Chile (1925), Ecuador (1926) y Bolivia (1927) sirvió de fundamento para incluir los dos nuevos miembros. Según Kemmerer, se conformaba así “un cuerpo bien equilibrado y ampliamente representativo de los principales intereses de la Nación. [...] cada grupo de tales intereses está en minoría y no puede, por lo mismo, ser dominado por otro grupo cualquiera” (*Leyes Financieras*, 1931: 480). De este modo quedaba zanjada la controversia surgida durante la primera Misión en relación con la oposición de intereses entre banqueros y representantes de los sectores productivos²³.

²² Varias leyes y decretos convirtieron en normas legales las propuestas de la segunda Misión Kemmerer. Entre ellas la Ley 64 de 1931, orgánica del presupuesto nacional, que entre otras disposiciones atribuyó al ministro de Hacienda la responsabilidad por el manejo presupuestal.

²³ En 1933 se suprimieron las sillas correspondientes a los hombres de negocios, de modo que la Junta Directiva quedó compuesta por nueve miembros (*Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1934: 7 y 8).

Otra propuesta fue ensanchar el cupo de crédito al Gobierno. La Misión no lo creía aconsejable, pero se avino a un incremento que ella consideró “modesto” del 15% sobre el límite establecido en 1923, que era del 30% del capital pagado y las reservas del Banco. El mecanismo sería el de préstamos a la banca, garantizados con deuda pública de corto plazo. Como ahora la Junta estaba integrada por doce miembros, el crédito al Gobierno requería el voto favorable de al menos diez de sus integrantes. Entre sus argumentos para el aumento del cupo la Misión tuvo en cuenta “la manera conservadora como (el Banco) ha manejado los préstamos al Gobierno durante los siete años transcurridos” y sus experiencias de asesoría en Chile, Ecuador y Bolivia, países en los cuales los topes crediticios establecidos fueron menores, pero con la opción de ser incrementados por periodos breves (*Leyes Financieras*, 1931: 466 y 482-483).

b. Legislación de emergencia

En su *Informe a la Junta Directiva* de mediados de 1932 (25-26), el gerente general se refirió en los siguientes términos al ambiente reinante en septiembre del año anterior, cuando se adoptó una legislación de emergencia que involucraría al Banco:

El público retiraba apresurado sus depósitos de los bancos, y por vez primera en la vida de este instituto central vimos nuestras cajas asediadas por gentes que pedían el cambio por oro de los billetes del Banco. Al propio tiempo los bancos extranjeros, especialmente los americanos cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas [...] Era el pleno pánico [...] se expidió la Ley 99 de septiembre de 1931, que confirió al gobierno amplísimas facultades extraordinarias para tomar las medidas financieras y económicas indispensables para conjurar la crisis. Por la Ley 119, de 16 de noviembre de ese mismo año, tales facultades fueron completadas y prorrogadas.

En un inicio se adoptaron medidas comerciales y cambiarias; igualmente disposiciones fiscales con amplio financiamiento monetario, y determinaciones institucionales y financieras para el restablecimiento del crédito. Nuevas decisiones extraordinarias serían adoptadas entre 1933 y 1934 con motivo del conflicto bélico con el Perú.

c. La autonomía del Banco ante las medidas de emergencia

Las decisiones comerciales y cambiarias adoptadas por el Gobierno fueron vistas críticamente por el Banco²⁴. Si bien las consideraba necesarias para enfrentar la coyuntura extrema del sector externo, llegó a calificar el nuevo arancel como “violentamente proteccionista”, y al paquete en su conjunto como una normatividad transitoria la cual debería abolirse “tan pronto como las circunstancias tiendan a normalizarse” (*RBR*, enero de 1932: 3-4).

²⁴ Según el gerente, el decreto de establecimiento del control de cambios internacionales fue “acordado previamente con el Banco de la República” (*Revista del Banco de la República*, octubre de 1931: 343; en adelante: *RBR*).

La quietud de los negocios, como solía decirse entonces, se tradujo en crecimientos negativos del PIB en 1930 (-0,86 %) y 1931 (-1,59 %). Pero los signos de deflación ya advertidos por la Junta en la primera edición mensual de la *Revista del Banco de la República* en noviembre de 1927, se agudizaron entre 1929 y 1932 (-12,61 % en 1929, -20,59 % en 1930, -19,42 % en 1931, y -15,90 % en 1932). Para mediados de 1931 la deuda del Gobierno con el Emisor ya agotaba el cupo disponible en esta última institución, incluida la ampliación de la segunda Misión Kemmerer. Se sugirió, entonces, por parte de una comisión interparlamentaria una ampliación considerable del límite para las operaciones de crédito al Gobierno. El Banco calificó la propuesta como “objetable, por las graves consecuencias que pudiera tener en la economía nacional”; y el ministro de Hacienda la combatió en el Senado en términos como los siguientes:

“Si hoy abrimos un nuevo cupo, es evidente que dejamos marcado el derrotero para todas las crisis fiscales futuras y señalamos el recurso único: acudir al Banco de la República. Fue ese el camino recorrido en nuestra vieja historia y ese también será mañana el que sigamos como más fácil y expedito” (*RBR*, abril de 1931: 124).

Un semestre más tarde, tras la caída del patrón oro internacional y la adopción del control de cambios, reapareció la presión por ensanchar el crédito del Emisor al Gobierno, esta vez no por iniciativa parlamentaria, sino en cabeza del Ejecutivo. Se planteó una operación crediticia masiva del Banco al Gobierno, del orden del 30 % del total de los activos de aquella institución, con el fin de reanimar las transacciones, y restablecer “siquiera parcialmente, un nivel de precios menos ruinoso que el que hoy rige” (*RBR* diciembre de 1931: 416)²⁵.

Según el gerente, tal iniciativa, “iniciada y sostenida insistentemente por el Gobierno” pudo “acordarse definitivamente (entre el Gobierno y el Banco) tras detenido estudio” (*RBR*, diciembre de 1931: 416). Además, reconoció explícitamente, que al comprometerse con dicha operación, el Banco estaba “saliéndose ciertamente de las funciones propias de un instituto central de emisión”. E insistió en que “para que la grave medida adoptada se justifique, es absolutamente indispensable que se mantenga un real y efectivo equilibrio en el presupuesto” (*RBR*, diciembre de 1931: 416.).

Con motivo de la creación del Banco Central Hipotecario (BCH) en 1932, con el propósito de contribuir a la solución del problema de la deuda privada acrecentada por la crisis, y la decisión por decreto gubernamental de que el Emisor suscribiera la mitad de su capital, el gerente hizo pública su consideración acerca de la inconveniencia de la medida para el banco central:

Es evidente la inconveniencia y aun el peligro que implica la inmovilización de porción tan importante de los recursos del banco emisor y de los mismos bancos

²⁵ La operación original consistió en la entrega de algunas salinas terrestres de propiedad de la Nación al Banco, el cual se encargaría de administrarlas; el Banco haría avances al Gobierno que figurarían en su balance como cartera, los cuales serían cubiertos con el producto de las salinas. Como el contrato respectivo firmado por trece años excedía el término de veinte años fijado para el Banco de la República, se optó por extender la duración de este último hasta 1953 (Recamán, 1980: 15).

comerciales en una inversión que, si bien segura, no puede ser de fácil realización por bastante tiempo. Pero contra esa consideración, que en tiempos normales habría sido decisiva, militaba otra de mayor fuerza en los actuales momentos: la necesidad de buscar alivio por todos los medios posibles a la grave situación que ha traído al país la crisis [...] (*RBR*, mayo de 1932: 148).

Diversas medidas de carácter extraordinario comprometieron la letra y el espíritu de los estatutos originales del Banco, como aquellas que autorizaban operaciones de descuento sobre activos de largo plazo en la forma de cartera hipotecaria y préstamos de prenda industrial.

La fisonomía de los activos del Banco cambió radicalmente (Cuadro 1.1). El crédito al Gobierno, que representaba el 13% de los activos en junio de 1931, a solo dos meses de la adopción de las medidas extraordinarias llegó a significar el 60% en junio de 1934, una evolución imposible de imaginar a la luz del marco ortodoxo incorporado en la legislación de 1923. Si el diseño de las instituciones en esta última fecha se había confeccionado para limitar la injerencia fiscal en el manejo monetario, el balance posterior a la legislación de emergencia mostraba el predominio de lo fiscal sobre lo monetario.

Cuadro 1.1

Activos del Banco de la República, 1931 (junio)-1934 (junio) (composición porcentual)

Principales cuentas	1931	1934
Oro y divisas	48,6	22,8
Crédito a los bancos	32,4	4,2
Crédito al Gobierno	13,2	59,9
Otros activos	5,8	13,1
Activos totales	100	100

Fuente: *RBR*.

A mediados de 1942 la cartera adquirida por el Gobierno con el Banco, y que era principalmente de largo plazo, fue transformada en una inversión del Emisor en títulos del Gobierno Nacional. Así, el rubro de inversiones del Banco llegó a estar por encima del 35% del balance en dicho año. La redención de algunas de ellas se tomaría otras tres décadas²⁶.

En síntesis, las disposiciones extraordinarias adoptadas durante la Gran Depresión comprometieron críticamente la participación del Banco de la República. El gerente reconoció que dichas medidas, propuestas por el Gobierno, habían sido discutidas con el Banco antes de su adopción. Pero, igualmente, destacó que ellas desbordaban las funciones típicas de un banco central, que su naturaleza debía ser transitoria, y que si el Emisor había

²⁶ Los bonos internos de salinas de las clases A y B continuaron apareciendo individualmente en la contabilidad de la deuda pública hasta 1975 (Contraloría General de la República, *Informe Financiero Anual*).

aceptado participar en su diseño y ejecución había sido por la gravedad de la coyuntura económica. Se imponía, entonces, para recuperar la autonomía de la Junta en consonancia con los criterios fundacionales de 1923, restablecer el equilibrio de las finanzas públicas.

El abandono de las restricciones kemmerianas al endeudamiento gubernamental con el Banco no se limitó a los episodios críticos del segundo semestre de 1931 o a los surgidos de la confrontación bélica con el Perú. En adelante haría carrera el expediente que permitiría acceder al financiamiento primario mediante la expedición de leyes que autorizaran la compra de deuda pública por el Banco sin comprometer la utilización del cupo legal originalmente establecido (Alviar, 1972:85-89)²⁷.

d. Conclusiones

La segunda Misión Kemmerer recomendó ratificar la participación de tres miembros que representara del Gobierno Nacional en la Junta Directiva, “por razón del carácter cuasi público del Banco”, pero esta vez haciendo explícito que uno de ellos debería ser, *ex officio*, el ministro de Hacienda. Igualmente, propuso crear dos nuevos directores, uno que representara la Federación Nacional de Cafeteros, y el otro como vocero de las sociedades de agricultores y de las cámaras de comercio. La Junta sería, así, “un cuerpo bien equilibrado y ampliamente representativo de los intereses de la Nación”. Además, se incrementó el cupo de endeudamiento gubernamental hasta el 45% del capital y reservas del Banco.

Ante el agravamiento de la depresión, acompañada de deflación, y la incapacidad creciente del fisco para responder por sus obligaciones, en el primer semestre de 1931 varios sectores de opinión y una comisión interparlamentaria propusieron que se decretara un aumento sustancial y transitorio del cupo del Gobierno en el Banco. Tanto el gerente como el ministro de Hacienda rechazaron dicha propuesta. Un semestre más tarde, luego del colapso del patrón oro, del establecimiento de controles cambiarios en numerosas economías, y de la instauración en Colombia de una legislación de emergencia, se adoptaron medidas extraordinarias, algunas de ellas previamente acordadas con el Banco. Muchas significaron alejarse de los principios establecidos para la institución central de emisión en 1923.

Por su magnitud y alcance, las disposiciones extraordinarias no podían ser transitorias y sus efectos tenderían a ser permanentes. A partir de dicha experiencia, una norma legal podría cambiar los toques de endeudamiento del Gobierno en el Banco y comprometer el uso de los instrumentos monetarios para fines predeterminados, limitando la autonomía operacional del Banco para el manejo monetario.

²⁷ El cupo legal del 30% sobre el capital y las reservas del Banco fue elevado al 40% en 1942 (Decreto Extraordinario 1361).

C. De la Segunda Guerra Mundial a la creación de la Junta Monetaria

1. Antecedentes

El papel de la banca central fue el objeto de numerosas tensiones políticas y decisiones institucionales después de la Gran Depresión. En América Latina siete bancos centrales aparecían como propiedad del Estado al iniciarse la segunda posguerra²⁸. El caso más dramático fue el de la nacionalización intempestiva del Banco Central de la República Argentina a comienzos de 1945.

El financiamiento del desarrollo fue un tema sobresaliente en las discusiones de los primeros años de la posguerra. En numerosos países el papel de la banca central fue puesto sobre la mesa, y en particular lo fue la asignación de instrumentos monetarios y crediticios en función del desarrollo económico. En el continente latinoamericano algunos procesos de reforma contaron con la asesoría de instituciones internacionales, como la Junta de las Reservas Federales y el Fondo Monetario Internacional²⁹.

Las reformas de los bancos centrales en América Latina siguieron líneas similares no solo en los conceptos sino también en el lenguaje. En Paraguay, en 1944, se estableció que el banco tendría como objetivo crear las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias “más favorables al desarrollo de la economía nacional”; en Guatemala, en 1945, se definió como objeto principal del banco “la creación y mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional”; en Bolivia, en 1945, la ley prescribió que, “los fines principales del Banco Central consistirán en crear y mantener las condiciones monetarias y de crédito más favorables para el normal desarrollo de la economía nacional”; en Argentina, en 1946, se determinó que el banco tendría por objeto realizar la “política económica adecuada” para entre otros fines mantener “la expansión ordenada de la economía”; y en el Ecuador, en 1948, se estableció que el objeto fundamental del banco sería “la ejecución de la política monetaria nacional, a fin de crear y mantener las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional” (Villaveces, 1950).

En Colombia florecieron varias iniciativas de reforma bancaria en la segunda mitad de los años cuarenta (Franco Holguín, 1966, cap. VIII). Un evento destacado fue la venida de la Misión del Banco Mundial a Colombia en 1949, primera en su género, la cual propuso reconsiderar las disposiciones provenientes de la Misión Kemmerer que limitaban el crédito bancario al corto plazo. Según aquella misión, “al tratar de asegurar la liquidez bancaria [...] surgió una completa separación entre el sistema bancario comercial y la formación de capital” (Currie, 1950: 397).

Un denominador común de las discusiones de la época fue el de asignarle al banco central una función primordial en la orientación del crédito. Se creía que las funciones de manejo monetario y asignación del crédito podrían realizarse simultáneamente:

²⁸ Era el caso de Argentina, Bolivia, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Paraguay y Uruguay (Villaveces, 1950).

²⁹ Tal fue la experiencia de Guatemala en 1945, Ecuador en 1948, Honduras en 1950 y Colombia en 1951 (Villaveces, 1950; Grove, 1988 [1950]; Recamán, 1980: 30).

Los bancos centrales son instituciones organizadas no solo para regular el flujo monetario y, mediante su influencia sobre la oferta y el costo del dinero, mitigar las fuerzas internas y externas de inestabilidad. [...] Su papel a largo plazo es ayudar a mantener, dentro de una economía de libre empresa, condiciones financieras que favorezcan el mantenimiento de altos niveles de actividad económica y el desarrollo progresivo de todos los recursos disponibles. [...] estabilidad y progreso no son necesariamente objetivos incompatibles de una política monetaria. Por el contrario, son objetivos que se complementan. Deben estar siempre presentes, combinados adecuadamente en toda política a seguir por un Banco Central³⁰.

En todo caso, la experiencia internacional reciente ofrecía ejemplos de cómo la división de competencias entre los gobiernos y los bancos centrales, en relación con el manejo monetario, no estaba definitivamente zanjada. Las reformas recientes de los bancos centrales de Inglaterra (1946), Francia (1945) y España (1946), los dos primeros nacionalizados, asignaban al gobierno y no al banco central el manejo de la moneda y del crédito³¹.

2. La reforma del Banco de la República de 1951

En Colombia la reforma del Banco de la República quedó consagrada en los decretos legislativos 756 (abril) y 2057 (octubre) de 1951. El primero versó acerca de las facultades económicas de las que dispondría el Banco en materias monetaria, crediticia y cambiaria; y el segundo sobre la composición de la Junta Directiva y la prórroga del término de la duración del Banco.

a. El preámbulo de la reforma: documentos de estudio y comisión de reformas bancarias

Las disposiciones citadas tuvieron como antecedente el trabajo de una Comisión de Reformas Bancarias integrada por tres miembros de la Junta del Banco, a saber: el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros quien la presidía, uno de los representantes del Gobierno Nacional, y uno de los voceros de los bancos nacionales. La Comisión deliberó en enero de 1951 a partir de dos informes, previamente elaborados, uno de ellos por David L. Grove, funcionario de la Junta de las Reservas Federales, y el otro por Carlos Villaveces, miembro de la Junta del Banco en representación de los bancos nacionales³²;

³⁰ Intervención de Ralph A. Young, del Departamento de Investigaciones Económicas de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, en la clausura de la segunda reunión de técnicos de bancos centrales celebrada en Santiago de Chile en diciembre de 1949 (citado por Villaveces, 1950: 11).

³¹ Exposición de Luis Ángel Arango, gerente del Banco de la República, ante la Comisión de Reformas Bancarias (Recamán, 1980: 45-49).

³² En cuanto a la forma de constitución del Banco y la composición de su directorio, Grove recibió un informe preparado por Ignacio Copete Lizarralde, para su entonces secretario del Banco, y Carlos Villaveces, representante de los bancos nacionales en la Junta, quienes recomendaron “un banco mixto como el más conveniente en nuestro país” (Villaveces, 1950: 85).

posteriormente, se integró dentro de los documentos de trabajo el informe sobre inflación del Comité de Desarrollo Económico³³. Al tiempo que sesionaba la Comisión, el Gobierno Nacional propuso la redacción de un proyecto de decreto relacionado con las facultades económicas del Banco, cuyo texto sirvió de base para las últimas deliberaciones de la Comisión, y para la expedición del Decreto 756 de 1951³⁴.

La Comisión de Reformas Bancarias abordó el tema de cuáles podrían ser las atribuciones económicas del Banco. El gerente propuso y logró la aprobación unánime de la Comisión para la siguiente definición del objeto del Banco, muy afín en la concepción y en el lenguaje a lo que venía haciéndose en América Latina, a partir de la cual se establecerían aquellas atribuciones:

El objeto primordial que persigue la organización del Banco de la República es el de realizar una política monetaria, de crédito y cambiaria, encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía nacional. Con tal fin, el Estado dará al Banco de la República facultades suficientes para regular la moneda, el crédito y el cambio exterior³⁵.

En la práctica, dichas facultades suficientes estarían relacionadas principalmente con la definición de cupos de crédito a la banca, con la elegibilidad de los documentos presentables al redescuento y sus plazos, con la posible intervención del Banco en la determinación de las tasas bancarias de interés, y con el señalamiento de los encajes a la banca comercial.

Finalmente, las disposiciones del Decreto 756 de 1951 se encabezaron con un artículo del siguiente tenor:

[...] el Banco de la República realizará una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana (Kalnins, 1963: 351).

b. Tasas de interés y asignación del crédito

Una amplia deliberación tuvo lugar en torno a si el Banco debía o no fijar las tasas de interés bancarias de manera directa, o por medio de márgenes entre las tasas de redescuento y las impuestas por los bancos. Otras discusiones abarcaron temas como el de los plazos de la cartera presentada al redescuento, especialmente con objetivos de fomento en cuyo

³³ En el segundo semestre de 1950 convergieron varias experiencias que serían importantes para las reformas del Banco: la culminación del informe del Banco Mundial sobre el desarrollo económico de Colombia; los informes de asesoría para una reforma monetaria, producidos por funcionarios de la Junta de Reservas Federales (Gerald Alter y David Grove); y la puesta en marcha del Comité de Desarrollo Económico. En su informe de octubre de 1950, el Comité destacó que la estabilidad monetaria era una “condición indispensable” para el crecimiento (Comité, 1951: 30).

³⁴ El proyecto preparado por sugerencia del ministro de Hacienda concebía al Banco como un organismo técnico capaz de adelantar, “con la intervención del Gobierno, la política monetaria, crediticia y cambiaria más aconsejable en todo momento para los intereses de la economía” (Actas de la Comisión de Reformas Bancarias del 26 y 30 de enero de 1951. Recamán, 1980: 50-61).

³⁵ Acta de la Comisión de Reformas Bancarias del 16 de enero de 1951 (Recamán 1980: 41).

caso se podría llegar hasta los 270 días, y la posibilidad de que el Banco estableciera topes a la cartera bancaria.

La controversia acerca de la intervención en la fijación de los intereses no era nueva, como se vio atrás al tratar sobre la Misión Kemmerer: durante el primer lustro de vida del Banco, el gerente Julio Caro se había opuesto a una norma que venía desde la primera ley que autorizó la creación del Banco en 1922, según la cual solo se aceptarían para el redescuento los créditos bancarios admisibles, cuyas tasas de interés no excedieran en más de ciertos puntos porcentuales la tasa de redescuento fijada por el Banco. Era una forma indirecta de presionar administrativamente las tasas de interés hacia un cierto nivel. En 1951 el gerente Luis Ángel Arango secundó la opinión de su antecesor según la cual la formación del interés bancario no debería intervenir y antes bien las tasas de redescuento fijadas por el Banco deberían consultar el movimiento de las tasas en el mercado de crédito. Sin embargo, “para evitar alzas bruscas e inconvenientes” se mostró partidario de que la Junta señalara periódicamente los márgenes entre la tasa de redescuento y la tasa de interés sobre los créditos bancarios redescontables³⁶. El representante de los bancos en la Comisión de Reformas Bancarias insistió en que una intervención parcial sobre los intereses “perdería su eficacia al dejarles a los bancos una cartera libre” de modo que dicha intervención debería ser total, “con miras al control y selección del crédito”³⁷. El representante del Gobierno Nacional y el gerente de la Federación de Cafeteros opinaron que debería conservarse el sistema vigente³⁸.

c. Mayor autonomía operacional, pero condicionada al ministro de Hacienda

En el Decreto 756 de 1951 se plasmaron las nuevas atribuciones del Emisor. En principio habría una amplia independencia operacional del Banco para el manejo de la moneda y el crédito³⁹. El Banco acogió la reforma en los siguientes términos:

Al desprenderse el gobierno de atribuciones que en otros países le son propias, para confiarlas a un organismo de expertos como es la Junta Directiva del Banco de la República, da una muestra inequívoca de sus propósitos de servir rectamente el interés general. Los directores del instituto emisor, por su parte, adquieren ante la ciudadanía una ponderosa responsabilidad, que les hará examinar cuidadosamente las incidencias de cualquier medida, para que su intervención en los campos de la moneda y el crédito sea siempre compatible con la estabilidad y permanencia que reclaman normas básicas en toda buena organización económica (*RBR*, abril de 1951: 384).

³⁶ Acta de la Comisión de Reformas Bancarias del 16 de enero de 1951 (Recamán, 1980: 42).

³⁷ Actas de la Comisión de Reformas Bancarias del 16 y del 19 de enero de 1951 (Recamán, 1980: 43 y 44).

³⁸ Actas de la Comisión de Reformas Bancarias del 16 y del 19 de enero de 1951. (Recamán, 1980: 43 y 44).

³⁹ El tema cambiario apenas se considera en el decreto. Como lo señalara la Comisión, “el problema referente a los tipos de cambio ofrece la dificultad de estar relacionado con el contenido de oro de la unidad monetaria y con el acuerdo orgánico del Fondo Monetario Internacional, asunto que requiere un estudio más cuidadoso que podrá incluir lo referente a la dirección de la política general del control de cambios”. (Recamán, 1980: 50).

Sin embargo, la enumeración de tales facultades estaba precedida de una restricción institucional según la cual la Junta Directiva podría ejercerlas “con el voto favorable del Ministro de Hacienda”⁴⁰. Desde 1923 el ministro de Hacienda venía asistiendo a la Junta Directiva como uno de los tres representantes del Gobierno Nacional: entre aquel año y 1931 su participación fue limitada, ya que tenía voz pero no voto; a partir de 1931 ya no fue solamente un representante gubernamental sino miembro *ex officio* de la Junta, con voz, aunque todavía sin voto. En 1951 dicho funcionario no solo podía votar, sino que su voto favorable se estableció como requisito para que el Banco pudiera ejercer gran parte de sus atribuciones⁴¹.

Como baluarte de las facultades con las que se dotaba al Banco, se autorizó la reforma de sus estatutos con el fin de fortalecer su capacidad técnica, mediante “un organismo especializado que tenga a su cuidado el estudio de las medidas monetarias, de crédito y de cambios que requiera el adecuado desarrollo de la economía nacional”⁴².

d. El crédito al Gobierno Nacional

El crédito al Gobierno Nacional también fue objeto de las nuevas autorizaciones. Se dispuso que el Banco podría elevar el cupo correspondiente hasta el 8% de las rentas recaudadas por el fisco en la vigencia anterior, sin superar el 90% de su capital y reserva legal; la utilización del cupo se destinaría de manera exclusiva a cubrir deficiencias transitorias de la Tesorería, sin que se pudieran abrir contra ella créditos adicionales en el presupuesto.

En la práctica, además del cupo ordinario del 30% sobre el capital y reservas del Banco, el Gobierno Nacional contó con el mencionado 8% a partir de 1951. Pero estas disposiciones no constituyeron un obstáculo para que normas posteriores autorizaran la compra de títulos de deuda pública, sin que se redujeran ni el cupo ordinario ni el recién creado del 8% de las rentas fiscales del año anterior⁴³.

El mecanismo prácticamente automático de acceso gubernamental al crédito del Banco, por fuera de las restricciones de los cupos establecidos, fue utilizado como argumento para insistir en una nueva reforma en pro de una mayor independencia del Emisor en relación con el Gobierno. El siguiente testimonio, tomado de una intervención en el Senado de la República en octubre de 1962, es suficientemente explícito:

⁴⁰ Decreto 756 de 1951 (abril 5), artículo segundo (Kalnins, 1963: 353).

⁴¹ En su momento, el Banco interpretó el requerimiento del “voto favorable” del ministro de Hacienda como una forma de asegurar la participación del Gobierno en las principales decisiones de la Junta:

“Cualquier resolución en esta materia [los cupos de redescuento] —lo mismo que en cuanto a la fijación de encajes e imposición de depósitos oficiales en los bancos privados— requiere el voto favorable del señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, circunstancia que asegura la participación simultánea del gobierno y de los demás sectores representados en la directiva del instituto emisor, en la expedición de medidas de trascendental significado”. (*RBR*, abril de 1951: 383).

⁴² Decreto 756 de 1951 (abril 5), artículo décimo (Kalnins, 1963: 354).

⁴³ La Ley 36 de 1962 descartó la restricción del 90% sobre el capital y las reservas del Banco establecida en 1951 (Alviar, 1972: 96).

Es frecuente el sistema de legislar como si el Banco de la República perteneciera al Estado. Cualquier auxilio, cualquier gasto, cualquier urgencia de erogación presupuestal, trae el articulo de <<se contratará un empréstito con el Banco de la República>>; y el Banco no es capaz de negarle a los Ministros de Hacienda las peticiones que le hacen, vive doblegado ante el gobierno. [...] es necesario independizarlo, modificando su Junta, de manera que en ella actúen gentes independientes, [...] que tengan como mira general el bienestar de la economía [...] (Palacio Rudas, 1963: 323).

e. La conformación de la Junta Directiva

La reforma de la Junta Directiva y la prórroga de la duración del Banco hasta 1973 quedaron establecidos en el Decreto 2057 de 1951, cuyos términos fueron acordados entre dicha Junta y el Gobierno Nacional. La Junta estaría compuesta por nueve miembros, a saber: el ministro de Hacienda y Crédito Público, dos directores designados por el Gobierno Nacional, tres representantes de los bancos nacionales y extranjeros, un miembro en representación de las sociedades de agricultores y ganaderos, un director propuesto por las cámaras de comercio y el gerente de la Federación de Cafeteros. El Gobierno Nacional elegiría los representantes de los comerciantes y el de los agricultores y ganaderos a partir de sus listas de candidatos⁴⁴.

En los preámbulos de la reforma se oyeron voces que defendían un esquema de la Junta similar al que había existido desde los años treinta, pero también algunos planteamientos nuevos y argumentos críticos de la estructura tradicional. El gerente de la Federación de Cafeteros y presidente de la Comisión de Reformas Bancarias sostuvo que “no era partidario de modificaciones sustanciales en la organización del Banco de la República”. Los informes de Grove y Villaveces, así como las intervenciones del gerente y del ministro de Hacienda insistieron en que la coordinación de la política monetaria y la fiscal exigían la presencia del ministro del ramo en la Junta; igualmente, el ministro de Hacienda argumentó que el Banco debería mantener su fisonomía de banco mixto, “pero en el cual el Ejecutivo tenga cierta capacidad de iniciativa”⁴⁵.

Grove consideró que en la Junta deberían tomar asiento personas conocedoras de los sectores económicos, pero no elegidos ni propuestos por instituciones gremiales, sino por el presidente de la República; así mismo, cuestionó la presencia de banqueros en la Junta por ser ellos “los prestatarios principales del banco central, y no es lógico que actúen a la vez como juez y parte”, pero aceptó su participación en aras de una mayor confianza del público y un menor temor de “una dominación política arbitraria y sin visión alguna”⁴⁶.

Al tiempo que se expedía el decreto sobre conformación de la Junta Directiva, también veía la luz el informe del Banco Mundial sobre la administración pública en Colombia, elaborado bajo la conducción de Lauchlin Currie. En relación con el Emisor, dicho documento fue muy crítico tanto acerca de la conformación de su directorio, como de la

⁴⁴ Decreto 2057 de 1951 (2 de octubre) (Recamán, 1980: 66-67).

⁴⁵ Acta de la Comisión de Reformas Bancarias del 12 de enero de 1951 (Recamán, 1980: 40).

⁴⁶ Acta de la Comisión de Reformas Bancarias del 9 de enero de 1951 (Recamán, 1980: 34).

ausencia de una “idea clara de la naturaleza e importancia del control monetario”. Dicho informe ponía en tela de juicio la idea según la cual los delegados gremiales en la Junta podían representar el interés nacional, especialmente en materia de estabilidad económica. Y, abogaba por la conformación de una Junta integrada por elementos independientes responsables ante el público de la bondad de la política monetaria:

Generalmente el nombramiento de un individuo como representante de determinado grupo de intereses económicos, debilita su sentido de responsabilidad. Dicho individuo se verá inclinado, al juzgar determinada propuesta, a considerar los intereses del grupo que representa, en vez de los intereses de toda la comunidad. El peligro es especialmente grave en la dirección de la política monetaria, donde diferentes grupos económicos tienen mucho qué ganar de la inflación, por lo menos durante el auge, mientras que los beneficios de la estabilidad de precios, aunque reales no son tan obvios y se extienden a toda la comunidad. Similarmente, los grupos económicos más activos que por lo general están representados —como agricultura, comercio e industria— son los prestatarios más fuertes y naturalmente no están inclinados a abogar o sustentar medidas que, aun cuando necesarias para la estabilidad de los precios, pueden implicar inevitablemente la restricción del crédito para estos grupos. Aun en los casos en que tales representantes tratan de ser objetivos, pueden tender hacia la debilidad, por cierto demasiado común, de identificar el bien del país con los intereses de un determinado grupo o clase.

En definitiva, parece que la política más indicada sería la de nombrar para la Junta Directiva del Banco de la República individuos sobresalientes de sólido criterio, que fuesen responsables ante el público, a través del Presidente de la República, de la bondad de la política monetaria (Currie, 1952: 385)⁴⁷.

f. Conclusiones

La reforma de la banca central fue un tema sobresaliente en la agenda económica latinoamericana en el primer lustro de la segunda posguerra. En Colombia la reforma del Banco de la República en 1951 fue la culminación de un proceso al cual contribuyeron numerosas iniciativas desde 1947. Se comprometió al Banco con la puesta en marcha de políticas orientadas al “desarrollo ordenado de la economía nacional”. Para tal efecto se le otorgaron facultades monetarias y crediticias de las cuales no había dispuesto en el pasado. El ejercicio de estas facultades debía contar con el voto favorable del ministro de Hacienda, de modo que el Ejecutivo contaba con una discrecionalidad de veto que no le era reconocida anteriormente. El cupo de crédito al Gobierno Nacional fue incrementado aunque sin exceder un monto predeterminado del capital y las reservas del Banco. Sin

⁴⁷ El capítulo xvii del informe sobre reorganización de la rama ejecutiva del Gobierno de Colombia llevaba el título de “Coordinación de la política monetaria, fiscal y cambiaria”, tema que sería objeto de controversias cuarenta años más tarde.

embargo, siguió abierta la posibilidad de aumentar el financiamiento al Gobierno Nacional mediante el mecanismo de autorizar al Banco para adquirir títulos de la deuda pública.

En resumen, al tiempo que deben destacarse los avances de la institucionalidad monetaria conquistados en 1951, también deben reconocerse las ostensibles limitaciones que en relación con la autonomía relativa del Banco se establecieron en 1951.

D. La Junta Monetaria

1. Antecedentes

Los temas agitados alrededor del Banco de la República a mediados del siglo no se desvanecieron con la expedición de la reforma de 1951. El propio Banco debió prepararse para recibir nuevos clientes particulares del crédito primario hacia finales de la década. Además de los almacenes generales de depósito y de la Federación Nacional de Cafeteros, había que incluir a los fondos ganaderos, las corporaciones financieras y las cooperativas. Por el lado oficial, la inversión del Banco en documentos de deuda pública continuó su curso ascendente, de modo que el rubro correspondiente continuó siendo uno de los activos más significativos del Banco. Entre junio de 1961 y junio de 1962, al tiempo que ganaban ascendente las ideas de una nueva reforma de las instituciones monetarias, el crédito a los particulares llegó a representar el 16 % de los activos del Banco, y el crédito al Gobierno —incluida la inversión en bonos de deuda pública— el 22 %.

Uno de los temas que concitaba la inconformidad era el de la presencia de representantes de los particulares en la Junta. Volvieron a tener eco las propuestas de mediados de siglo que insistían en conformar el directorio del Banco con personalidades independientes nombradas por el presidente de la República. Pero también fue motivo de controversia si la entidad debería seguir como institución mixta de carácter privado o convertirse en un establecimiento público⁴⁸. El debate se reanimó a fines de 1962 en relación con la búsqueda de fórmulas que permitieran recuperar para el Estado la plenitud de la soberanía monetaria que constitucionalmente le corresponde. Una de tales fórmulas era la de conformar una Junta Monetaria⁴⁹. En la década anterior, cuando se discutía lo que podría ser la reforma de 1951, ya se había propuesto que el Banco de la República contara con una Junta Monetaria a cuyo cargo correrían las iniciativas de regulación monetaria, cambiaria y crediticia⁵⁰. Además, se disponía de una variada

⁴⁸ En agosto de 1960 se presentó a consideración del Senado de la República un proyecto de nacionalización del Banco de la República. Su autor, Gilberto Arango Londoño, propuso un directorio del cual harían parte cuatro miembros designados por el presidente de la República, dos de los cuales se escogerían a partir de listas de candidatos elaboradas por el Congreso. Dichos miembros serían de tiempo completo, y elegidos para períodos fijos (Arango, 1965: 390).

⁴⁹ La idea de crear una Junta Monetaria como alternativa a la propuesta de nacionalización habría sido planteada por Germán Botero de los Ríos, para entonces subgerente del Banco (Gómez Otálora, 1991: 95).

⁵⁰ Proyecto de decreto elaborado a instancias del ministro de Hacienda. Acta de la Comisión de Reformas Bancarias del 26 de enero de 1951 (Recamán, 1980: 54).

experiencia en América Latina con modelos diferentes de lo que podía ser una Junta Monetaria⁵¹.

2. La argumentación en favor de la Junta Monetaria

Una serie de dificultades fiscales y monetarias enfrentadas a principios de los años sesenta llevaron al Ejecutivo a solicitar del Congreso una ley de facultades extraordinarias para enfrentarlas. Así se hizo con la Ley 21 de 1963, la cual autorizó al Gobierno Nacional para expedir un nuevo estatuto orgánico del presupuesto, y establecer un impuesto sobre las ventas, entre otras medidas. En el campo monetario se autorizó la creación de una Junta Monetaria encargada de “estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito que, conforme a las disposiciones vigentes corresponden a la Junta Directiva del Banco de la República”. Igualmente se facultó al Gobierno Nacional para designar los miembros que habrían de integrar dicha Junta (Alviar, 1972: 195 y 196).

La Junta Monetaria quedó integrada por el ministro de Hacienda, quien la presidiría, el ministro de Agricultura, el ministro de Fomento, el jefe de Planeación Nacional y el gerente del Banco de la República; todos funcionarios públicos, con la excepción del último. Además, se facultó a la Junta para nombrar dos asesores permanentes, con voz pero sin voto⁵². Un lustro más tarde se dispuso que el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex) también haría parte de la Junta⁵³.

La composición de la Junta fue defendida por el Gobierno Nacional; ciertamente no se otorgó participación a los representantes gremiales, al contrario de lo hecho durante las cuatro décadas precedentes, pero se omitió la vinculación de individuos independientes elegidos por el presidente de la República, tal como se había sugerido en propuestas formuladas a principios de los años cincuenta.

Según el ministro de Hacienda,

La integración de la Junta Monetaria con representantes de los distintos gremios privados habría contrariado el propósito mismo de la iniciativa y de la medida acogida por el Congreso. Ese propósito, [...] fue atribuir al Estado el manejo del cambio y de la moneda, antes confiado en buena parte al sector privado a través de sus representantes en la Junta Directiva del Banco de la República. Por lo demás, los efectos prácticos de este sistema habrían sido muy inconvenientes porque cada grupo representado en la Junta habría abogado por mayores medios financieros para satisfacer sus intereses, creándose en esta forma un mecanismo permanente de dinámica inflacionaria [...]

⁵¹ En el informe de Carlos Villaveces sometido al estudio de la Comisión de Reformas Bancarias se insistía en la creación de una Junta Monetaria que con la colaboración del Departamento de Investigaciones Económicas, “trace la política fundamental del Banco y someta a la Junta de Directores sus recomendaciones específicas”. El autor se basaba en las legislaciones de países como Ecuador, Bolivia, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua y Paraguay (Villaveces, 1950: 106).

⁵² Decreto-Ley 2206 de 1963, artículos 1.º y 2.º (Alviar, 1972: 196).

⁵³ Además, concurrían a la Junta, con voz pero sin voto, el secretario económico de la presidencia de la República, el superintendente Bancario y el secretario de la Junta (Alviar, 1972: 29).

La posibilidad de haber integrado la Junta Monetaria exclusivamente con funcionarios técnicos de tiempo completo [...] habría podido ocasionar en un medio como el nuestro, una desarticulación de la política monetaria y cambiaria respecto al conjunto de la política y de la actividad estatales. Se habría convertido a la Junta en una provincia, en una isla independiente, autónoma por entero frente al resto de la Administración Pública [...]

La organización dada a la Junta Monetaria combina y equilibra en forma satisfactoria los fines y objetivos que se dejan señalados [en la Ley 21 y en el Decreto 2206] y los de la técnica y la continuidad. La presencia de los ministros del despacho asegura el control estatal sobre la orientación de la política cambiaria y monetaria, garantiza la supervisión por el Parlamento y la responsabilidad del Ejecutivo ante él por el desempeño de misión de tan vastas proyecciones [...] (Calle, 1964; reproducida en Gómez, Ortega y Sanclemente, 1976: 399-400).

En los campos monetario y crediticio la Junta Monetaria heredó las facultades con las que se había dotado a la Junta del Banco en 1951 y recibió algunas nuevas atribuciones; y en materia cambiaria se le adscribieron a aquella algunas competencias de regulación general sobre los cambios y el comercio exterior, que normas posteriores a 1951 le habían otorgado al Banco.

3. *La controversia sobre la conformación de la Junta y su sesgo inflacionario*

En numerosas ocasiones durante las tres décadas siguientes surgieron propuestas de reforma de la Junta Monetaria: los temas dominantes fueron su composición e independencia para precautelar la salud de la moneda. Participaron columnistas, parlamentarios, dirigentes gremiales y académicos.

Uno de los polemistas más reconocidos fue Alfonso Palacio Rudas, con sus colaboraciones periodísticas e intervenciones parlamentarias en favor de un organismo de dirección monetaria independiente del Ejecutivo. Sus planteamientos ya eran conocidos con anterioridad a la creación de la Junta Monetaria, cuando cuestionaba el automatismo del crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional⁵⁴. Su persistente influencia se mantuvo a lo largo del tiempo y fue decisiva en los debates de la Asamblea Nacional Constituyente de 1991, tal como se verá más adelante. La siguiente cita de uno de sus escritos de finales de los años ochenta resume su posición sobre la composición y falta de independencia de la Junta Monetaria:

⁵⁴ A pocas semanas de la expedición del Decreto-Ley 2206 de 1963 que organizó la Junta Monetaria, Palacio aseveró en el Senado que “Le hemos entregado el manejo de la moneda a unos funcionarios de origen político [...] tienen un origen político que no puede garantizarle al país una estabilidad monetaria”. En su concepto, la Junta debió ser integrada con funcionarios técnicos independientes frente al gobierno (*El Tiempo*, 30 de octubre de 1963: 1 y 14).

Acerca de Alfonso Palacio Rudas (1912-1996) en relación con el tema monetario pueden consultarse Avella (2000) y el homenaje que le ofreciera el Banco de la República con motivo del centenario de su nacimiento con presentaciones de José Darío Uribe Escobar (2012), Antonio Hernández Gamarra (2012) y Mauricio Avella Gómez (2012).

La [...] Junta Monetaria está integrada por los ministros de Hacienda, de Desarrollo, de Agricultura, el director de Planeación, el Gerente del Banco de la República, y el director del Incomex. O sea, que constituye un organismo de puro origen gubernamental, cuya estabilidad depende de la voluntad del príncipe. A diferencia de lo establecido en Inglaterra y los Estados Unidos, países que a la luz de sus instituciones financieras son sinónimos de modernidad, aquí la autoridad monetaria carece de autonomía frente al Ejecutivo. [...] Es una falta de autonomía emanada de la propia composición de la entidad, que no es garantía de un manejo ponderado, coherente, técnico, de las herramientas de la política monetaria. Solamente un organismo independiente del Ejecutivo sería capaz de precautelar la salud de la moneda. [...] (Palacio Rudas, 1987).

Entre las manifestaciones discordantes con la composición de la Junta se destacan las planteadas a menos de dos años de la creación de dicho organismo por organizaciones gremiales, y por una comisión de estudios económicos y fiscales convocada por el Gobierno Nacional con motivo de una difícil coyuntura económica y social a principios de 1965. El manejo monetario del primer lustro de los años sesenta se había complicado por las presiones sobre el crédito primario tanto del sector público como del sector privado, en este último caso de la Federación Nacional de Cafeteros.

Los gremios propusieron hacer de la Junta Monetaria

[...] un organismo eminentemente independiente y estable [conformado] por el Ministro de Hacienda y por cuatro miembros de tiempo completo con voz y voto nombrados por período fijo y que reúnan determinados requisitos de idoneidad e incompatibilidad con el ejercicio de cualquier otra actividad pública o privada (citados en Alviar, 1972: 163).

La comisión de estudios económicos y fiscales de 1965, conocida como la Gran Comisión, entregó un proyecto de ley de reorganización de la Junta Monetaria, del cual se extraen los siguientes artículos:

Artículo 1. ° La Junta Monetaria [...] estará integrada por cinco miembros con voz y voto así: el Ministro de Hacienda y Crédito Público; el Gerente del Banco de la República; y tres miembros elegidos directamente por el Presidente de la República.

Artículo 3°. A excepción del Ministro de Hacienda y Crédito Público y del Gerente del Banco de la República, los miembros de la Junta Monetaria tendrán un período de cuatro años que coincidirá con el del mandato del Presidente de la República y podrán ser reelegidos indefinidamente. [...] Estos miembros serán funcionarios de tiempo completo [...]

Artículo 8°. Toda decisión de la Junta Monetaria deberá tomarse por mayoría absoluta de votos, incluyendo el del Ministro de Hacienda. Sin embargo, será necesario el voto unánime de los miembros de la Junta para autorizar la utilización por parte del Gobierno de sus cupos de crédito en el Banco Emisor y para la suscripción por este de bonos de deuda pública⁵⁵.

⁵⁵ Comisión de Estudios Económicos y Fiscales. Proyecto de Ley por la cual se reorganiza la Junta Monetaria y se señalan nuevas funciones (en Alviar, 1972: 204-206). Nótese que las decisiones de la Junta Monetaria propuesta exigían el voto favorable del ministro de Hacienda, siguiendo la letra y el espíritu de la reforma de 1951.

Como puede colegirse de los testimonios citados, a mediados de los años sesenta era evidente la inconformidad con la composición de la Junta Monetaria: se insistía en un organismo independiente, con funcionarios de tiempo completo, nombrados para períodos fijos por el presidente de la República, y en una experiencia sobresaliente como la de la Gran Comisión se exigía el voto unánime de los miembros de la Junta en el caso de la aprobación de créditos al Gobierno Nacional. Tales propuestas no tuvieron eco en su momento, pero constituyeron precedentes destacados de la reforma de la institucionalidad monetaria de los años noventa.

El Congreso no podía ser ajeno a las iniciativas de reforma de las instituciones monetarias. En 1967 en la Comisión Tercera de la Cámara se aprobó un proyecto de ley mediante la cual se autorizaba la prórroga del contrato de emisión con el Banco y se reorganizaba la Junta Monetaria. Esta última seguiría estando conformada por los ministros de Hacienda, Agricultura y de Fomento, por el jefe de Planeación Nacional, y por el gerente del Banco de la República; además, tendrían silla en ella tres miembros permanentes designados por el presidente de la República. El gerente sería nombrado por el presidente de la República para un período de cuatro años, y las decisiones del organismo se adoptarían por mayoría absoluta, incluyendo el voto del ministro de Hacienda⁵⁶.

Como a principio de los años setenta se agitaran una vez más las ideas de reforma monetaria, incluida la nacionalización del Banco de la República, el Informe del Grupo de Estudios de Instituciones Financieras presentado en 1971 recomendó que en el caso de llegarse a tal decisión, se adoptara un “estatuto autónomo” en favor de “la mayor independencia posible” del directorio del Banco:

Que se adopte un estatuto autónomo especial que permita la mayor independencia posible a la Junta Directiva y al Gerente, a fin de precaver inconvenientes influjos políticos en una entidad tan técnica por su propia esencia y funciones. A este respecto se recomienda adoptar fórmulas que permitan preservar autoridad suficiente a quienes dirijan la banca central, para impedir inestabilidad e inseguridad en los asuntos que le son propios y en los cuales va envuelta buena parte de la seguridad económica de la Nación. Una salvaguardia mínima sería, por ejemplo, el señalamiento de período fijo y amplio para el Gerente y elección de éste por una junta responsable, estable y con suficiente autonomía y capacidad técnica⁵⁷.

Aunque sus observaciones fueron de carácter general acerca de la estructura de las instituciones financieras, el fomento del ahorro y la regulación del mercado de capitales,

⁵⁶ El proyecto fue defendido por Hernando Agudelo Villa, con ponencia favorable de Hernán Jaramillo Ocampo, exministro de Hacienda y dirigente cafetero. Al hacer su curso al Senado, la iniciativa, con importantes modificaciones, contó con el informe favorable de Hernando Durán Dussán, quien había sido ponente de la Ley 21 de 1963, mediante la cual se autorizó la creación de la Junta Monetaria. Uno de los propósitos de las modificaciones era el de convertir al Banco en un establecimiento público descentralizado. En concordancia con dicho carácter, el gerente sería un empleado de libre nombramiento y remoción del presidente de la República (Alviar, 1972: 209-224).

⁵⁷ Informe al Señor Presidente de la República del Grupo de Estudios de las Instituciones Financieras (*RBR*, junio de 1971: 868).

el Informe cuestionó el mecanismo socorrido de incrementar la deuda pública interna mediante financiamientos inflacionarios del Banco de la República (*Ibid.*: 866).

En la antesala del primer medio siglo del Banco se adoptó la decisión institucional de nacionalizarlo mediante la Ley 7.ª de 1973. Algunas de sus disposiciones sirvieron para fortalecer la noción de autonomía del Banco, como la que definió que “el control del Banco de la República estará en manos de la Junta Directiva”, lo cual significaba que los decretos de reorganización de la administración pública expedidos en 1968 no le serían aplicables. Se estableció que “el atributo estatal de la emisión [...] lo ejercerá el Estado por medio del Banco de la República”, y se autorizó la prórroga del contrato entre el Gobierno Nacional y el Banco por 99 años (Ley 7.ª de 1973).

4. Control monetario o asignación del crédito

La agudización del proceso inflacionario a partir de 1973 sirvió de acicate para una nueva avanzada en el terreno del cuestionamiento de la composición de la Junta Monetaria y del sesgo inflacionario de sus determinaciones. Temas que ya habían sido abordados con motivo de la reforma del Banco en 1951, y que no pasaron desapercibidos en la época de la creación de la Junta Monetaria, volvieron a la palestra en el primer lustro de los años setenta. En una serie de artículos publicados por Planeación Nacional en 1973, sus autores, entre ellos Lauchlin Currie y Robert Barro, destacaron la imposibilidad de ejercer un control monetario autónomo si al organismo llamado a practicarlo no se le liberaba de su dependencia del Ejecutivo y de su compromiso con la asignación de crédito a sectores específicos (DNP, 1973)⁵⁸. Algunos años más tarde, uno de los colaboradores de Currie en Planeación Nacional propuso una Junta Monetaria compuesta por

representantes designados por el Presidente de la República para períodos fijos y prolongados [y dotada de] una amplia autonomía. De la misma harían parte el Ministro de Hacienda y el Gerente del Banco de la República en condiciones jerárquicas iguales a las de los demás miembros, pero no existiría representación de otros ministerios y de ninguno de los gremios económicos (Hernández, 1979; reproducido en Avella, 1987: 104).

⁵⁸ La confusión reinante entre control monetario y control crediticio fue uno de los temas más destacados por el grupo de Planeación. En términos directos, Currie aseveró que “la primera y más importante tarea de las autoridades monetarias es el control del dinero y no la asignación específica de recursos” (Currie, 1973: 29). Una descripción de los conflictos entre el manejo crediticio y la estabilidad monetaria desde 1950 fue hecha en la misma ocasión por Hernández quien concluyó que para abrirle paso a dicha estabilidad habría que “abandonar la pretensión de que a través del suministro de fondos del Banco de la República se puede guiar la asignación de recursos, estimular la producción de alimentos, incrementar el gasto público, generar infraestructura, etc. [...]” (Hernández, 1973: 66-67). Según Barro, “la observación más importante (en relación con el crédito del Banco) la constituye el hecho de que el volumen de la actividad está [...] determinado por los deseos de proveer ciertas sumas de crédito a diversas áreas —en particular la agricultura— más bien que por el deseo de controlar la base monetaria o la inflación” (1973).

En los años ochenta la iniciativa parlamentaria abrió otras opciones de reforma. Un nuevo aire recibieron los llamados a dotar de mayor autonomía a las instituciones monetarias. Una de las ponencias de la época señalaba que:

No es aconsejable que los Ministros de Agricultura y Desarrollo formen parte hoy de la Junta Monetaria. Su área de competencia no es la política monetaria, como sí lo es del Ministro de Hacienda. Desde luego aquellos ministros están interesados en el mayor encauzamiento y mejor utilización de recursos financieros para sus respectivas áreas, básicamente la agropecuaria y la industrial. Pero este mismo interés pone en peligro la política monetaria, pues es de suponer que cada uno aspire a crecientes recursos de crédito para las áreas bajo su jurisdicción. Estas mismas razones son aplicables al Jefe de Planeación, cuyo interés está centrado en las inversiones públicas y quien por lo tanto desearía ver un creciente caudal monetario orientado hacia ellas. De allí que proponíamos también sustraerlo de la Junta Monetaria (Gómez Otálora, 1991: 103-104)⁵⁹.

En el ámbito periodístico adquirieron notable influencia las ideas que reclamaban una mayor independencia del organismo a cargo de la política monetaria. Dicha difusión ganó relevancia en el tránsito hacia los años noventa cuando soplaban vientos de cambio institucional tanto en lo político como en lo económico (Hommes, 1988; Currie, 1988 y 1991; Lora, 1991).

5. Conclusiones

Una de las atribuciones de la soberanía del Estado es la del manejo de la moneda. Tanto en 1963 como en 1973 se buscó hacer más consistente la institucionalidad monetaria con dicho principio de organización política. En la primera fecha se creó una Junta Monetaria y en la segunda se nacionalizó el Banco de la República. En este último caso se estableció que el atributo de emisión lo ejercería el Estado por medio del Banco de la República. En cuanto a la Junta Monetaria, su composición fue motivo de controversia desde el momento mismo de su creación. Así como en los años cincuenta se argumentaba que la presencia del sector privado en la Junta Directiva del Banco daba lugar a un sesgo inflacionario en sus decisiones, así también al conformarse la Junta Monetaria con representantes del Ejecutivo se afirmaba que el sesgo inflacionario se nutriría con la competencia de dichos representantes por recursos primarios en favor de sectores específicos.

Desde la época de la instauración de la Junta Monetaria diversos sectores de la opinión pública se manifestaron en favor de crear un organismo de dirección monetaria independiente de los gremios privados y del influjo directo del Ejecutivo.

⁵⁹ Presentada en la Cámara de Representantes para el debate de un proyecto de ley sometido en 1982 por Hernando Agudelo Villa, en el cual se proponía que la Junta estuviera compuesta por cinco miembros, a saber: “el ministro de Hacienda, el jefe de Planeación Nacional, el gerente del Banco de la República, y dos miembros con derecho a voz y voto, de tiempo completo y dedicación exclusiva” (Gómez Otálora, 1991).

E. Las reformas de los años noventa

1. Antecedentes

Las propuestas de reforma del Banco de la República que de tiempo atrás venían planteándose para convertirlo en una institución con autonomía suficiente para ejercer el control monetario y así contribuir a la estabilidad de los precios, encontraron nuevos argumentos hacia finales de los años ochenta. Tanto el contexto internacional como la experiencia reciente del país fueron las fuentes de dichos argumentos.

a. El contexto internacional

La desinflación fue un objetivo prioritario de las autoridades monetarias en el mundo desarrollado durante las últimas dos décadas del siglo xx. En Europa la estabilidad monetaria fue la enseña del Sistema Monetario Europeo instaurado a finales de los años setenta. Posteriormente, en el camino hacia la unificación monetaria, se entendió que el proyectado Banco Central Europeo debería ser independiente en términos funcionales e instrumentales; o sea, que gozaría de autonomía para decidir sobre las políticas y los instrumentos apropiados para alcanzar la estabilidad de precios.

Una experiencia cercana fue la reforma del Banco Central de Chile. La Constitución aprobada en 1980 le otorgó rango constitucional, y lo reconoció como un organismo autónomo, de carácter técnico y con patrimonio propio. Tanto la Constitución como la Ley Orgánica del Banco, esta última expedida en 1989, descartaron la utilización del crédito primario para el financiamiento del déficit público, salvo en el caso extremo de guerra. Además, se estableció que el cumplimiento de los objetivos de estabilización monetaria se alcanzaría en concordancia con la política económica general (Rosende, 1993: 296).

b. La experiencia colombiana previa a las reformas

1) La inflación

En 1990 la inflación colombiana arribó al 32,4%, luego de haber crecido de manera persistente desde el 22,5% alcanzado en 1985. Al describir este proceso, el gerente del Banco de la República de la época señaló que, “no solo estábamos frente a una situación de permanente y creciente inflación, sino de hiperinflación” (Ortega, 1993: 269)⁶⁰.

⁶⁰ Las instituciones monetarias y cambiarias existentes en los años ochenta tenían en Colombia y muchos países un serio sesgo inflacionario.

2) El financiamiento primario al Gobierno Nacional

Entre 1981 y 1985 la economía colombiana creció a una tasa media del 1,8%, cifra muy inferior a la del quinquenio anterior durante el cual la tasa correspondiente fue del 4,4%. Las medidas adoptadas, en buena parte para remontar la crisis financiera del momento, se reflejaron en los libros de la deuda pública interna y en los balances del Banco de la República, tal como había ocurrido cincuenta años antes durante la Gran Depresión. La muy baja participación de aquella deuda en el PIB a principios de los años ochenta siguió un ciclo completo a lo largo de la década, luego de los financiamientos otorgados al Gobierno Nacional por el Banco de la República (Cuadro 2).

Cuadro 1.2

Deuda pública interna con el Banco de la República (millones de pesos y porcentajes)

	1980	1985	1990
Deuda pública interna (DPI)	27 661	455 031	972 194
PIB	1 579 130	4 965 883	20 228 122
DPI/PIB (porcentaje)	1,75	9,16	4,81
DPI con el Banco de la República (BDR)	9 417	287 723	478 337
DPI con el BDR (porcentaje)	34,1	63,2	49,2

Fuentes: Banco de la República (1998) y Contraloría General de la República (1995).

A principios de los años ochenta la deuda del Gobierno Nacional con el Banco constituía la tercera parte de la deuda pública interna y, en promedio, la deuda con el Banco constituyó la mitad de la deuda pública interna a lo largo de la década. En 1985 los títulos de ahorro nacional (TAN), principal título de deuda colocado por el Gobierno en el mercado financiero, y cuyo garante era el Banco de la República, representaron apenas un 17,4% de la deuda interna; para 1990 dicha participación ascendió al 28,1% (Contraloría General de la República, 1995: Tabla 4.2).

En el balance del Banco de la República se reflejaron los movimientos financieros mencionados. En 1980 el crédito neto del Banco al Gobierno (Tesorería y otras entidades) presentó saldos negativos. Cinco años más tarde dicho crédito llegó a representar el 44% de los activos del Banco, por encima de las reservas internacionales que alcanzaron el 39%. Para 1990 la fisonomía del balance fue menos dramática, ya que la participación del crédito al Gobierno descendió al 27% de los activos.

2. La reforma en el seno de la Constituyente de 1991

Uno de los temas económicos puestos a consideración de la Asamblea Constituyente de 1991 fue el del Banco de la República. El capítulo correspondiente fue el tercero incluido bajo el Título XII, relacionado con la hacienda pública, la planeación y el banco central.

a. Autonomía, coordinación y conformación de la Junta Directiva

La inclusión de un capítulo acerca de la banca central en el proyecto de reforma constitucional presentado por el Gobierno Nacional a la Constituyente suscitó la discusión en torno a los alcances que tendría la noción de autonomía⁶¹. Varios miembros de la asamblea defendieron un concepto de “autonomía relativa” como se deduce de intervenciones como la siguiente:

Lo que [...] pretendimos [...] fue básicamente dotar al Banco de la República de la autonomía necesaria para que pudiese ejercer en coordinación con la política económica del Gobierno, de una manera independiente, la regulación de la moneda, el crédito y los cambios internacionales. [...] nunca tuvimos en mente proponerle a la Asamblea un esquema con una total autonomía del Banco de la República [...]⁶².

A su turno, el ministro de Hacienda intervino en la plenaria de la Asamblea para manifestar que,

[...] no me cabe la menor duda de que la política económica debe ser una, y así siempre se ha concebido, de tal manera que lo que el Gobierno quisiera y sé que quiere la Comisión Quinta [de la Constituyente] [...] es que dentro de esa política económica única haya una entidad responsable por la integridad monetaria, y que eso obre como una restricción, como un freno al Gobierno en su política económica, en la formulación de sus planes, [...]⁶³.

No se le ocultaba a un cuerpo político como la Constituyente que, en la práctica, el ejercicio de la coordinación podría entrar eventualmente en conflicto con la preservación de la autonomía. De donde temas como los de la composición de la Junta del Banco, la independencia y permanencia de sus miembros, y la definición de las competencias de dicho organismo, serían de crucial importancia.

En su capítulo sobre banca central, el proyecto de reforma constitucional presentado por el Gobierno a la Asamblea Constituyente propuso los siguientes textos en relación con su Junta Directiva:

La Ley, por iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la Junta Directiva del Banco de la República, las calidades y el período de sus miembros quienes serán designados por el Presidente de la República. La Junta Directiva será presidida por el Ministro del ramo.

La Junta Directiva del Banco de la República es autoridad monetaria, cambiaria y crediticia⁶⁴.

⁶¹ La controversia desbordaría las salas de la Constituyente al convocar diferentes opiniones académicas; entre otras, las de Lora (1991) y Currie (1991).

⁶² Intervención del delegatario Carlos Ossa Escobar, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 46.

⁶³ Intervención del ministro de Hacienda Rudolf Hommes, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 84.

⁶⁴ Aspectos monetarios en el Proyecto de Reforma Constitucional presentado por el Gobierno (Banco de la República, 1991: 50).

Y, en su propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional, el Banco de la República propuso la siguiente redacción:

La Ley, a iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la Junta del Banco de la República y el período y las calidades de sus integrantes, quienes serán designados por el Presidente de la República y entre los que debe haber siempre un ministro del despacho. Los demás miembros de la Junta desempeñarán el cargo con dedicación exclusiva y por períodos fijos⁶⁵.

Aunque no lo decía de manera explícita, el proyecto gubernamental destacaba la participación del ministro de Hacienda como miembro y presidente de la Junta; en la propuesta del Banco apenas se requería la presencia de un ministro del despacho. En los dos casos se argumentaba la necesidad de presencia del Gobierno Nacional para salvaguardar la coordinación de la política económica⁶⁶. Al coincidir en la propuesta del nombramiento de los integrantes de la Junta por parte del presidente de la República se hacía eco de las numerosas iniciativas que en tal sentido se venían oyendo desde 1950.

Varios constituyentes y comentaristas públicos respaldaron la iniciativa de confiar a la Ley la composición y períodos de los integrantes de la Junta⁶⁷. Una idea diferente predominó en la Comisión Quinta y se abrió camino hasta ser aprobada en la Plenaria; esta opinión sostenía que la composición y permanencia de dichos miembros debía ser materia constitucional. Se trataba de ofrecer una mayor protección a la autonomía que se estaba otorgando a la Junta como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia⁶⁸.

El articulado llevado por la Comisión Quinta a la Plenaria establecía que la Junta estaría conformada por siete miembros, entre ellos el ministro de Hacienda quien la presidiría, y el presidente del Banco, nombrado por ella misma (*Gaceta Constitucional*, 1991: 6). En cuanto a la duración de los períodos, se escogió la alternativa según la cual cada gobierno podría renovar parcialmente la composición de la Junta, de manera semejante a como se venía haciendo en Chile desde 1989. Como para entonces no existía la posibilidad constitucional de la reelección presidencial, se estableció que si bien el presidente de

⁶⁵ Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional (Banco de la República, 1991: 54). La idea de reformas a la institucionalidad monetaria y cambiaria había sido acogida en el Banco de la República desde los años ochenta. Aspectos concretos de estos desarrollos se encuentran en el memorando enviado por Juan Carlos Jaramillo a Miguel Urrutia en mayo de 2013 (Urrutia, 2013).

⁶⁶ Al referirse al proyecto del Gobierno, Currie escribió que: “Si bien para los fines de la coordinación de la política económica se podría argüir en favor de la presencia en la Junta del ministro de Hacienda, esto generalmente ha conducido a un sesgo hacia una excesiva emisión monetaria. Quizás el grado más deseable de coordinación resulte de una mayor estabilidad en el valor del dinero” (Currie, 1991: 49).

⁶⁷ Intervención de Alfonso Palacio Rudas, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 20 (Lora, 1991: 53).

⁶⁸ “Nosotros creemos [...] que es necesario, así parezca poco reglamentario y quizás exótico para algunas personas, que aparezca en el texto constitucional la forma como se compone la Junta y no remitir esto a la Ley. ¿Por qué? Porque con esto la Asamblea está dejando claramente establecido cuál es su posición frente a este particular y no dejar esto al arbitrio del Congreso y del propio Gobierno que presentaría el proyecto de ley al Congreso. Nos parece que esto no tiene nada de exótico y que definitivamente apunta a garantizar desde ya un cuerpo colegiado que permita el desarrollo de estas políticas monetaria, cambiaria y crediticia en coordinación con el Gobierno”. Exposición del constituyente Carlos Ossa Escobar, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 47.

la República nombraría cinco directores, un mismo mandatario no podría designar más de dos de ellos⁶⁹.

b. Naturaleza jurídica y funciones del Banco de la República

El proyecto gubernamental propuso la siguiente definición de la naturaleza y funciones del Banco:

El Banco de la República estará organizado como una entidad de derecho público sujeto a un régimen legal propio con personería jurídica y autonomía administrativa y técnica, cuyas funciones básicas serán emitir y poner en circulación la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y ejecutar las políticas monetaria, cambiaria y de crédito que determine su Junta Directiva con arreglo a la ley marco⁷⁰.

A su turno, el Banco de la República postuló el siguiente texto:

El Banco de la República será el banco central, organizado como entidad de derecho público, sujeto a un régimen legal propio, con personería jurídica y autonomía administrativa, patrimonial y técnica, cuyas funciones serán: emitir y poner en circulación la moneda legal; reglamentar las políticas monetaria, cambiaria y crediticia; administrar sus reservas internacionales; ser prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito; facilitar los pagos entre los diversos agentes económicos; servir de agente fiscal del Gobierno y apoyar la investigación económica; en coordinación con el resto de la política económica y, todo con sujeción a las bases generales que expida el Congreso⁷¹.

El articulado sometido por la Comisión Quinta a consideración de la Plenaria era del siguiente tenor:

El Banco de la República será el Banco Central. Estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.

Serán funciones básicas del Banco de la República, regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito, emitir la moneda legal, administrar sus reservas internacionales, ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito y servir como agente fiscal del Gobierno. Todas ellas se

⁶⁹ Al limitar el número de miembros que podría elegir el mismo presidente se lograría “que el gobierno de turno tenga una presencia importante en la Junta, pero también que haya otros miembros de la Junta que no hayan sido elegidos por ese mismo gobierno para que se logre esa necesaria continuidad y estabilidad y por supuesto independencia de la Junta Directiva del Banco”. Intervención del ponente Carlos Ossa Escobar, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 47. Amplias consideraciones sobre el tema se ofrecen en Meisel y Barón (2010).

⁷⁰ Aspectos monetarios en el Proyecto de Reforma Constitucional presentado por el Gobierno (Banco de la República, 1991: 49).

⁷¹ Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional (Banco de la República, 1991: 53).

ejercerán en coordinación con el resto de la política económica. [...] (*Gaceta Constitucional*, 1991: 6).

Uno de los temas de controversia que llevó a la redacción de algunas proposiciones sustitutivas del articulado de la Comisión fue el del ejercicio de las funciones del Banco en coordinación con la política económica. Se propusieron, entre otros, textos como los siguientes:

“Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica”⁷²; “Todas ellas se ejercerán dentro del contexto del Plan de Desarrollo Económico y Social”⁷³; “Todas ellas se ejercerán siguiendo las orientaciones generales de la política económica”⁷⁴.

c. El control monetario: crédito al Gobierno y al sector privado

La controversia de los constituyentes en relación con el banco central alcanzó su punto álgido al referirse al financiamiento que podría otorgar el Emisor tanto al Gobierno como al sector privado.

La propuesta del Gobierno se materializó en el siguiente artículo:

El Banco de la República no podrá emitir, salvo para otorgar garantías o financiamiento a establecimientos de crédito y operaciones de tesorería dentro de la misma vigencia fiscal⁷⁵.

Y la del Banco en el párrafo siguiente:

El Banco de la República velará por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda y, salvo cuando se haya declarado el estado de emergencia económica y social, no podrá emitir para otorgar garantías o financiamiento alguno a la Nación, a las entidades territoriales, a las entidades descentralizadas de aquellas y éstas, ni a las empresas privadas, que no tengan el carácter de establecimientos de crédito⁷⁶.

La Plenaria recibió de la Comisión Quinta la siguiente propuesta de artículo:

El Banco de la República velará por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda y no podrá establecer cupos de crédito ni otorgar garantías en favor de particulares o entidades privadas, salvo que se trate de intermediación de crédito externo para su colocación a través de los establecimientos de crédito o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. No podrá adquirir documentos

⁷² Sustitutiva 1. Iván Marulanda Gómez (*Gaceta Constitucional*, 1991: 7); Sustitutiva 6, Augusto Ramírez Ocampo (*Gaceta Constitucional*, 1991: 9).

⁷³ Sustitutiva 4, Alfonso Palacio Rudas, (*Gaceta Constitucional*, 1991: 8).

⁷⁴ Sustitutiva 5, Guillermo Perry Rubio (*Gaceta Constitucional*, 1991: 9).

⁷⁵ Aspectos monetarios en el Proyecto de Reforma Constitucional presentado por el Gobierno (Banco de la República, 1991: 50).

⁷⁶ Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional (Banco de la República, 1991: 53 y 54).

emitidos por el Estado, salvo en operaciones de mercado abierto, ni conceder garantías a sus organismos o empresas y tampoco podrá financiar con créditos directos o indirectos, ningún gasto público a menos que se haya declarado el estado de emergencia económica, social y ecológica (*Gaceta Constitucional*, 1991: 6).

Uno de los ponentes defendió en la Plenaria el texto propuesto por la Comisión Quinta en los términos que siguen:

[...] esta ponencia, tiene sentido en la medida en la que nosotros podamos garantizar a través de limitaciones severas y drásticas un manejo sano de la moneda, que debe contribuir a la estabilidad de los precios. [...] El propósito de este articulado es consagrar al Banco de la República como banco de bancos, no como el banco del Gobierno o el banco de los particulares. [...] En Colombia, como en otros países, se ha utilizado la emisión para financiar a los particulares, para financiar a sectores en crisis, para financiar a entidades del sector financiero que irresponsablemente han manejado el ahorro privado, [...] Pero también esta ponencia elimina la posibilidad de que se siga utilizando la emisión de manera indiscriminada, como un expediente para financiar al Gobierno. Es decir, así como nosotros queremos que el Banco de la República no sea un banco de los particulares, de los grandes empresarios, para que estos se beneficien a través de la emisión, también recomendamos que el Banco de la República no siga siendo el banco del Gobierno [...] ⁷⁷.

La Asamblea fue el foro en el cual se expresaron opiniones divergentes en relación con el financiamiento primario al Gobierno. Hicieron su paso por ella quienes cerraban el acceso al crédito en condiciones normales, pero lo abrían en condiciones excepcionales de emergencia económica, y quienes creían conveniente la continuidad del acceso de la Tesorería a créditos cancelables dentro de la misma vigencia fiscal, excluyendo referirse al caso extremo de la emergencia económica. Una de las proposiciones sustitutivas planteaba la viabilidad de crédito primario al Gobierno, tanto para operaciones cancelables en la misma vigencia fiscal, como cuando se hubiere decretado el estado de emergencia económica, social y ecológica ⁷⁸. Y otra sencillamente omitía referirse a la posibilidad del financiamiento al Gobierno, destacando únicamente la imposibilidad de otorgar crédito a los particulares ⁷⁹.

El encabezamiento de la propuesta de la Comisión V, según el cual “El Banco de la República velará por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda”, dio origen a

⁷⁷ Intervención del delegado Carlos Ossa Escobar, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 47-49.

⁷⁸ Sustitutiva 6, Augusto Ramírez Ocampo (*Gaceta Constitucional*, 1991: 9).

⁷⁹ Sustitutiva 4, Alfonso Palacio Rudas (*Gaceta Constitucional*, 1991: 8). En el curso del debate, el ministro de Hacienda reconoció que el crédito del Banco al Gobierno en virtud del estado de emergencia económica, podría ser legítimo, siempre y cuando se contara con el control constitucional del Congreso (intervención del ministro de Hacienda Rudolf Hommes, Asamblea Nacional Constituyente, sesión plenaria del 17 de mayo de 1991: 91). El constituyente Palacio Rudas se opuso férreamente a su utilización, porque, según él, se convertiría en un mecanismo reiterativo de financiamiento de las penurias fiscales (Asamblea Nacional Constituyente, intervención del delegado Alfonso Palacio Rudas, Acta de la sesión plenaria del 21 de mayo de 1991: 107-108).

algunas propuestas sustitutivas que reivindicaban dicha responsabilidad para el Estado, de modo que estas propuestas ofrecieron un encabezamiento alternativo del siguiente tenor: “El Estado, a través de Banco de la República velará por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda”⁸⁰.

Dada la diversidad de opiniones en relación con el capítulo constitucional dedicado al Banco de la República, se optó por formar una Comisión Accidental que presentara a la Asamblea un nuevo proyecto. En efecto, la Comisión Accidental reunida con el ministro de Hacienda llegó a un *acuerdo unánime de articulado*, el cual, con algunas modificaciones menores, fue aprobado por la Asamblea⁸¹.

En relación con las funciones del Banco, la Comisión Accidental acogió la propuesta que sugería que “Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general”. Además, estableció como compromiso del Estado velar por la preservación de la capacidad adquisitiva de la moneda, “por intermedio del Banco”. Prohibió la apertura de cupos de crédito en favor de los particulares. Estableció que el crédito directo en favor del Estado requeriría la aprobación unánime de la Junta Directiva. Finalmente definió que el Congreso en ningún caso podría crear cupos de crédito en favor del Estado o de los particulares (Recuadro 1).

RECUADRO 1

CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA, 1991

TÍTULO XII. DEL RÉGIMEN ECONÓMICO Y DE LA HACIENDA PÚBLICA

CAPÍTULO VI. DE LA BANCA CENTRAL

Artículo 371. El Banco ejercerá las funciones de banca central. Estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.

Serán funciones básicas del Banco: regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito; y servir como agente fiscal del Gobierno. Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general.

El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten.

⁸⁰ Sustitutivas 1, 3 y 6 presentadas por Iván Marulanda Gómez, Carlos Lleras de la Fuente y Augusto Ramírez Ocampo (*Gaceta Constitucional*, 1991: 7-9). En un testimonio revelado varios años después, el constituyente Palacio Rudas escribió que “En la Plenaria de la Asamblea Constituyente expresé que la redacción propuesta por la Comisión Quinta, que objeté tenazmente hasta lograr enmendarla, [y que] dice: <<El Banco velará por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda>> [es una] obligación que en puridad le corresponde al Estado. Y esa fue una razón fundamental que me llevó a proponer un nuevo texto en el seno de la Comisión Accidental que se designó para estudiar ese artículo, texto que fue aprobado y que establece claramente que le corresponde al Estado velar por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, tarea que realiza por intermedio del Banco” (Palacio Rudas, 1995: 169).

⁸¹ Asamblea Nacional Constituyente, Acta de la sesión plenaria del 21 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 104: 18).

Artículo 372. La Junta Directiva del Banco será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley. Tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco y estará conformada por siete miembros (7), entre ellos el ministro de Hacienda, quien la presidirá. El gerente del Banco será elegido por la Junta Directiva, y será miembro de ella. Los cinco (5) miembros restantes, de dedicación exclusiva, serán nombrados por el presidente de la República, para períodos prorrogables de cuatro (4) años, reemplazados dos (2) de ellos, cada cuatro años. Los miembros de la Junta Directiva representarán exclusivamente el interés de la Nación.

El Congreso dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco para el ejercicio de sus funciones y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expedirá los estatutos del Banco en los que se determinen entre otros aspectos, la forma de su organización, su régimen legal, el funcionamiento de su Junta Directiva y del Consejo de Administración, el período del gerente, las reglas para la constitución de sus reservas, entre ellas, las de estabilización cambiaria y monetaria, y el destino de los excedentes de sus utilidades.

El presidente de la República ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley.

Artículo 373. El Estado por intermedio del Banco, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.

Fuente: Constitución Política de Colombia (1998: 244-246).

La coordinación entre el Banco y el Gobierno, un tema recurrente y de vieja data, fue una preocupación central en las deliberaciones de la Constituyente y, más allá, al expedirse la Ley 31 de 1992 y varias sentencias de las altas Cortes en relación con las funciones del Banco. En una sentencia de 1999 la Corte Constitucional se expresó en los siguientes términos:

Como es obvio, el mandato de coordinación con la política económica general que recae sobre el Banco de la República tiene una contrapartida, y es la siguiente: las otras autoridades económicas, y en especial el gobierno, en ejercicio de sus funciones, tampoco pueden ser indiferentes frente a la defensa del poder adquisitivo de la moneda. En efecto, la Carta radica primariamente la función de conservar la estabilidad de los precios en el Banco de la República, pero no se trata de una responsabilidad exclusiva de esa entidad sino que corresponde a todo el Estado (Constitución Política, art. 373). En otras palabras, el deber de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda no solo se predica de la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, esto es de la Junta del Banco de la República, sino también de quienes tienen responsabilidades en la formulación y ejecución de la política económica general del país.

Por tanto, la coordinación de funciones a cargo del Ejecutivo y del Banco, no debe entenderse como la imposición de una colaboración con determinada política de un gobierno, sino como la búsqueda de coherencia y cooperación entre

las autoridades económicas en el desarrollo de la política económica del estado, tal y como lo indicaron con precisión los Constituyentes (Corte Constitucional, 1999: 25).

Uno de los frutos más destacados del ejercicio de la coordinación es el de haber logrado un nivel más alto en la calidad de las políticas, así como políticas más estables. Así lo han destacado personalidades que participaron en el diseño de políticas tanto bajo el régimen monetario anterior —cuando la Junta Monetaria era la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia— como bajo el creado por la Constituyente de 1991 (Urrutia, 1999, 2001, 2002).⁸².

d. Conclusiones

A partir de la reforma de la Carta en 1991 el deber constitucional del Estado de velar por la estabilidad de la moneda se cumple por intermedio del Banco de la República. A esta institución se le otorgó autonomía tanto técnica como patrimonial y administrativa, y se le asignaron las funciones propias de un moderno banco central, las cuales deben ejercerse en coordinación con la política económica general.

Especializar un órgano del Estado en la estabilidad monetaria significa que si bien la obligación constitucional es del Estado en su conjunto, a la institución responsabilizada le compete la búsqueda de dicho fin, libre de las presiones, ambigüedades y políticas cambiantes que pueden afectar otras instituciones del Estado.

El texto constitucional aprobado en 1991 en relación con el Banco de la República es una afortunada síntesis de ideas: por una parte, de la nueva valoración otorgada a la estabilidad monetaria en las dos últimas décadas del siglo XX; y de la otra, de planteamientos defendidos de tiempo atrás, y en ocasiones y contextos diferentes, en relación con el régimen monetario. Entre estos últimos se cuentan los siguientes: la conformación de la Junta Directiva con elementos independientes del Gobierno y de los gremios, nombrados por el presidente de la República para períodos fijos; la designación del gerente por la Junta Directiva, también para períodos fijos, y la exigencia del voto unánime de la Junta para la aprobación de financiamientos directos al Gobierno.

REFERENCIAS

1. Publicaciones periódicas

Contraloría General de la República. *Informe Financiero del Contralor*, anual.
Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, anual.
Revista del Banco de la República, mensual.

⁸² Urrutia (1999, 2001, 2002).

2. Fuentes documentales

- Asamblea Nacional Constituyente (1991). Actas de la sesiones plenarias; transcripción de sesiones, Presidencia de la República, mimeo, Bogotá.
- Banco de la República (1991). Aspectos monetarios en el proyecto de reforma constitucional preparado por el Gobierno, mimeo, Bogotá.
- Banco de la República (1991). Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional, mimeo, Bogotá.
- Gaceta Constitucional* (1991). Asamblea Nacional Constituyente, febrero a julio de 1991. Bogotá.

3. Artículos y libros

- Alviar, Oscar (1972). *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*. Colección manuales universitarios, Tercer Mundo, Bogotá.
- Andrade, José Arturo (1929). *El Banco de la República. Glosas y comentarios*, Editorial Minerva, Bogotá.
- Arango Londoño, Gilberto (1965). “Nacionalización del Banco de la República”, *Economía*, año 2, vol. 3, núm. 9, Bogotá.
- Avella Gómez, Mauricio (2000). *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Presencia Editores, Bogotá.
- Avella Gómez, Mauricio (2012). “Las contribuciones económicas de Alfonso Palacio Rudas en la Asamblea Nacional Constituyente de 1991”, Mimeo, Bogotá.
- Avella Gómez, Mauricio (2014). “La independencia de la banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales” *Revista Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, primer semestre, pp. 171-214.
- Avella Gómez, Mauricio (Compilador) (1987). *Política monetaria y mercado de capitales en Colombia*, CID, Universidad Nacional de Colombia. Bogotá.
- Banco de la República (1998). *Principales indicadores económicos, 1923-1997*, Bogotá.
- Barro, Robert (1973). “El dinero y la base monetaria en Colombia: 1967-1972” Gómez O. y otros (1976).
- Blaug, Mark (1968). *Economic Theory in Retrospect*. Richard Irwing, Illinois.
- Calle Restrepo, Diego (1976). “Memoria de Hacienda presentada al Congreso Nacional de 1964”, en H. Gómez, F. Ortega y P. Sanclemente, *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 399 y 400, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero (Editorial Stella).
- Carrizosa, Mauricio (1985). Series de tasas de interés para Colombia. Mimeo.
- Comité de Desarrollo Económico (1951). *Informe Final (septiembre 1950-agosto 1951)*, Imprenta del Banco de la República. Bogotá.
- Constitución Política de Colombia [Constitución de 1991] (1998). Prólogo de Carlos Lemos Simmonds, Editorial Panamericana.
- Contraloría General de la República (1995). “La situación de las finanzas del Estado. Informe del Contralor General de la República”, Bogotá.
- Corte Constitucional (1999). Sentencia C-481, magistrado ponente Alejandro Martínez Caballero, p. 25, República de Colombia.

- Currie, Lauchlin (1934) *The Supply and Control of Money in the United States*, Harvard University Press, Cambridge.
- Currie, Lauchlin (1950) *Bases de un programa de fomento para Colombia. Informe de una Misión*, Imprenta del Banco de la República, Bogotá.
- Currie, Lauchlin (1952) *Reorganización de la rama ejecutiva del gobierno de Colombia: informe de una Misión*, Imprenta Nacional, Bogotá.
- Currie, Lauchlin (1991) “Un marco para la formulación de políticas monetarias”, *Revista Economía Colombiana*, núm. 234, abril, Bogotá.
- Currie, Lauchlin (1973) “La política monetaria y el nivel de precios”, Departamento Nacional de Planeación.
- Departamento Nacional de Planeación (1973). *Revista de Planeación y Desarrollo*, abril-junio de 1973, vol. v, núm. 2.
- Franco Holguín, Jorge (1966). *Evolución de las instituciones financieras en Colombia*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- Gómez Otálora, Hernando (1991). *Derecho y desarrollo*. Banco de la República, Departamento Editorial. Bogotá.
- Gómez O., Hernando; Ortega, Francisco J.; Sanclemente, Patricia (1976). *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*. Fondo Cultural Cafetero, Editorial Stella. Bogotá.
- Green, Roy (1989). “Real Bills Doctrine” en Eatwell, J., Murray, M., y Newman, P. (editores) *Money*. The New Palgrave, MacMillan, Londres y Basingstoke.
- Grove, David L. (1988, [1950]). “Memorandum sobre reorganización del Banco de la República”, *Banca y Finanzas*, Asociación Bancaria de Colombia, abril.
- Hernández Gamarra, Antonio (1973). “Política de redescuento 1950-1970”, Departamento Nacional de Planeación.
- Hernández Gamarra, Antonio (1979). “La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla”, *Carta Financiera*, ANIF. Bogotá, abril-junio 1979. Reproducido en Avella (1987).
- Hernández Gamarra, Antonio (2012). “El pensamiento de Palacio Rudas sobre la institucionalidad monetaria: lecciones para el presente”, Mimeo. Bogotá.
- Hommes, Rudolf (1988). “La insoportable oscuridad del Emisor” *Estrategia*, núm. 125, septiembre, Bogotá.
- Hoover, Keith (1988). *The New Classical Macroeconomics. A Sceptical Inquiry*. Basil Blackwell, Oxford.
- Kalnins, Arvids (1963). *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana*. Ediciones Tercer Mundo. Bogotá.
- Kemmerer, Edwin W. (1931). Proyecto de Ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su exposición de motivos. Imprenta Torres Aguirre. Lima.
- Laidler, David (1999). *Fabricating the keynesian revolution. Studies in the inter-war literatura on Money, the Cycle, and Unemployment*. Cambridge University Press, Cambridge, U. K.
- Leyes Financieras* (1931). Editorial Cromos, Bogotá.
- Lora, Eduardo (1991). “Las normas constitucionales sobre la moneda y la actividad financiera”, *Revista Economía Colombiana*, núm. 234, abril, Bogotá.

- Martínez Caballero, Alejandro (1999). Magistrado Ponente. Corte Constitucional. Sentencia C-481 de 1999.
- Meisel, Adolfo y Barón, Juan D. (2010). “A Historical Analysis of Central Bank Independence in Latin America: the Colombian Experience, 1923-2008”, *Revista de Historia Económica*, vol. 28, núm. 1, pp. 83-102, Instituto Figuerola, Universidad Carlos III de Madrid.
- Ortega, Francisco (1993). “La Banca Central en la Constitución de 1991”. En Velilla Marco, editor, *Constitución Económica de Colombia*, El Navegante Editores. Bogotá.
- Palacio Rudas, Alfonso (1963). “Variaciones críticas”, en VV. AA., *Devaluación: 1962, historia documental de un proceso económico*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, 323 p.
- Palacio Rudas, Alfonso (1987). “Columna del Cofrade”, *El Espectador*, 21 de mayo de 1987.
- Recamán, Jaime Mz. (1980). *Historia Jurídica del Banco de la República*. Publicaciones del Banco de la República. Bogotá.
- Rosende, Francisco (1993). “La autonomía del Banco Central de Chile: una evaluación preliminar”, *Cuadernos de Economía*, año 30, núm. 91.
- Uribe Escobar, José Darío (2012). “Alfonso Palacio Rudas y el Banco de la República”. Mimeo. Bogotá.
- Urrutia Montoya, Miguel (1999). “La autonomía del Banco de la República y el reciente fallo de la Corte Constitucional”, Nota Editorial *Revista del Banco de la República*, vol. 72, núm. 862, agosto.
- Urrutia Montoya, Miguel (2001). “Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria”, Nota Editorial *Revista del Banco de la República*, vol. 74, núm. 888, octubre.
- Urrutia Montoya, Miguel (2002). “La coordinación de la política económica”, Nota Editorial *Revista del Banco de la República*, vol. 75, núm. 902, diciembre.
- Urrutia Montoya, Miguel (2013). “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013”. Mimeo. Universidad de los Andes.
- Varios autores (1963). *Devaluación 1962. Historia documental de un proceso económico*. Introducción de Jorge Vélez García, Ediciones Tercer Mundo, Colección “La Tierra”. Bogotá.
- Villaveces, Carlos (1950). *Bancos centrales de emisión*, Imprenta del Banco de la República, Bogotá.

2. AUGE Y DEPRESIÓN: 1923-1933

Este capítulo cubre el período transcurrido entre 1923 y 1933, vale decir, entre el año de fundación del Banco de la República y aquel en el cual la economía parecía haber remontado las circunstancias más críticas de la época conocida como la Gran Depresión. Sus fuentes primordiales fueron el *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República (IGBR)*, publicado anualmente, en el mes de julio, y la *Revista del Banco de la República*, cuya aparición mensual se inició en noviembre de 1927. La *Revista* fue la guía central y permanente, aunque no exclusiva, del seguimiento que el novel banco central hacía de la coyuntura económica.

Entre las presentaciones generales del período se encuentran Patiño (1981), y Ocampo y Montenegro (1983), autores que citan amplias referencias; igualmente López (1975) y Posada (1977), quienes para explicar la experiencia colombiana con la inflación en los años veinte, y con la deflación a principios de los treinta, acudieron reiteradamente a los análisis mensuales y a la información estadística compilada por la *Revista*.

I. A MODO DE INTRODUCCIÓN

A. Credibilidad en medio de las vicisitudes

Las instituciones labradas en 1923 fueron particularmente celosas en cuanto a la protección del Banco de la incidencia directa de intereses gremiales (agricultura, comercio, banca) pero ante todo del influjo y los vaivenes de la política. Tal como se anticipó en el prólogo de este tomo, un claro testimonio fue consignado por la Misión Kemmerer de 1923 en la exposición de motivos de la Ley 25 de dicho año:

La Misión, en numerosas conferencias con banqueros, hombres de negocios, empleados del gobierno y otras personas, con referencia al Banco de la República, ha encontrado que el temor más general y acentuado respecto al éxito del Banco consiste en que este pueda quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que, parece justificado

ampliamente por la historia bancaria de Colombia y de muchos otros países latinoamericanos (*Leyes Financieras*, 1931: 67 y 68).

Una suerte de logros institucionales con proyecciones de largo plazo, comenzaron a materializarse con la fundación del Banco, el cual no estaría exento de enfrentar situaciones críticas desde el día de su apertura. Su propia puesta en marcha coincidió con una situación de pánico bancario, la cual fue enfrentada con éxito¹. Así lo consignó el ministro de Hacienda de la época:

Necesitábamos unificar la moneda nacional, normalizar los cambios internacionales, darle elasticidad al medio circulante, crearle al gobierno un poderoso agente fiscal, brindarles a las instituciones bancarias del país un apoyo incommovible y fomentar por todos esos medios la actividad económica y el funcionamiento del crédito particular y público, y la ley orgánica del Banco de la República ha venido a satisfacer aquellas necesidades, mediante el establecimiento de un banco de emisión, cuya potencia se ha revelado al nacer no más, conjurando en el breve espacio de una mañana la crisis del pánico bancario más estupendo que ha presenciado Colombia (Posada Villa, 1923: 1).

La prueba ácida fue enfrentada por el Banco a partir del establecimiento del control de cambios en 1931. La cooperación entre el Gobierno y el Banco fue decisiva para preservar la confianza pública, la credibilidad en el banco central, y evitar la ruina del sistema de pagos. Ante la expedición de medidas extremas que podían comprometer la credibilidad del Banco, como el crédito sobre la concesión de Salinas y la creación del Banco Central Hipotecario, el *Informe del Gerente* y la *Revista del Banco de la República* dejaron en claro que la participación del Banco en tales decisiones reñía con su naturaleza de banco central, que solo podía justificarse ante la gravedad de las condiciones económicas reinantes, con carácter temporal, y que debería reversarse cuando se restablezca la normalidad.

El recorrido de las reseñas dejadas por el Banco en la *Revista* revela que la noción de su autonomía, enfatizada en el momento de su fundación, se debilitó sensiblemente en los años aciagos de 1931 y 1932. A su directorio arribaron dos representantes gremiales de primera línea, y el ministro de Hacienda se convirtió en miembro nato de ella. En

¹ Se trató del banco de la Casa Comercial de Pedro A. López & Compañía, conocido como el Banco López, con arraigo comercial no solo interno sino en plazas extranjeras como Nueva York. La crisis se precipitó cuando un banco extranjero, ante noticias de que algunos deudores importantes del Banco López estaban en incapacidad de cumplir con sus pagos, cerró sus créditos a dicho banco, situación que desembocó en el embargo de los saldos del Banco López en aquella ciudad. Sobre la intervención del apenas naciente Banco de la República, su gerente dejó la siguiente descripción:

El pánico, como sucede siempre en tales casos, no se limitó al banco que se hallaba en dificultades, sino que fue extendiéndose a todos los demás, poniendo en peligro no solo a los de la capital, sino a los del país entero; [...] Y estando basado el íntimo mecanismo del crédito bancario en el hecho práctico de que solo se necesita conservar en caja un porcentaje de las acreencias exigibles a cargo del banco, es imposible para este mantenerse en pie, bajo la presión de un pánico semejante. Abocados a tal situación, no se vio otra manera de resolverla que la fundación inmediata del Banco de la República, a fin de que éste, con los recursos que podía allegar prontamente acudiera en auxilio de los establecimientos amenazados (*Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1924, julio: 6).

adelante, por mandato legal podría alterarse el cupo legal del Gobierno en el Banco, pero también por esta vía se facultaría al Banco para invertir en deuda pública sin afectar el cupo legal del Gobierno. E importantes decisiones expedidas con carácter transitorio se convirtieron en determinaciones que alteraron radicalmente el balance del Banco y se transformaron en medidas permanentes.

B. El panorama macroeconómico

El Cuadro 2.1 ofrece una primera ojeada de las magnitudes de algunos indicadores económicos relevantes para el período propuesto. Ellos constituirán el contexto de los temas tratados a lo largo del capítulo. Un ciclo económico completo con su fase de auge a finales de los años veinte, y su fase de recesión y depresión en los primeros años treinta, y el surgimiento de una nueva fase de ascenso en 1933.

Cuadro 2.1
Indicadores generales del contexto macroeconómico
1926-1934

Años	(1) Crecimiento económico (porcentaje)	(2) Tasa de inflación (porcentaje)	(3) Crecimiento de la base monetaria (porcentaje)	(4) Balance externo (porcentaje de las exportaciones)	(5) Precio externo del café (US¢ por libra)	(6) Precio inter- no del café (pesos por carga)	(7) Tasa de cambio (pesos por cada US\$)	(8) Balance fiscal (porcentaje del PIB)
1926	9,55	12,86	21,15	-10,97	29,65	61,25	1,02	-0,23
1927	9,00	-3,97	7,94	-27,67	26,60	55,45	1,02	-1,54
1928	7,34	12,30	13,23	-21,54	28,14	63,49	1,02	-2,60
1929	3,59	-12,61	-6,49	-11,56	18,58	51,77	1,03	-0,38
1930	-0,86	-20,59	-26,39	37,87	18,36	36,77	1,04	-0,7
1931	-1,59	-19,42	-15,09	52,93	16,85	34,23	1,04	-0,80
1932	6,63	-15,90	6,66	51,09	12,26	26,73	1,05	-1,00
1933	5,62	2,79	20,83	24,20	11,05	27,44	1,25	-1,88
1934	6,29	39,02	24,14	35,65	14,35	46,14	1,63	0,04

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

La cotización media anual del café en Nueva York se debilitó a partir de 1927, y se desplomó a partir de 1929, arrastrando consigo al precio interno del grano; el déficit fiscal

se estrechó entre 1929 y 1931, al tiempo que se redujo el dinero primario en circulación; estos episodios acontecieron en un contexto de tasa de cambio fija, cuya única variación importante ocurrió en 1929 cuando se elevó el tipo de venta del cambio exterior. Como resultado de estos eventos, la economía debió sufrir un período de *recession cum deflation* entre 1929 y 1932, durante el cual la tasa de interés real alcanzó alturas cercanas al 40%. Sin menospreciar la complejidad de sus efectos económicos y sociales, la depresión colombiana parece haber sido una de las más moderadas, no solo en el continente, sino frente al ámbito internacional.

Bajo el control de cambios establecido en 1931, otro fue el itinerario seguido por las variables citadas. Los precios del café siguieron deprimidos hasta 1933, pero el crecimiento sostenido de la actividad interna contó con el aliciente de una fuerte depreciación de la tasa de cambio entre 1932 y 1934, y con renovados impulsos provenientes del crédito primario y del déficit público; en este contexto, hacia el final del período la inflación superaba el 30% anual, y la tasa de interés real se había desvanecido hasta alcanzar niveles negativos en 1934.

C. Instrumentos de política económica

En la Ley 25 de 1923 se previó que, con la incorporación de la economía al sistema monetario internacional del oro, el naciente banco central contaría con el instrumento clásico de la tasa de redescuento como instrumento para preservar el encaje de oro sobre sus pasivos monetarios compuestos por billetes y depósitos. Pero también se estableció la opción de efectuar operaciones de mercado abierto, cuando fuere necesario, como refuerzo del papel de la tasa de redescuento, para “hacer efectiva” la política monetaria. En la práctica, aquellas operaciones solo se autorizaron a partir de 1930, y con el objetivo explícito de extender los descuentos a la agricultura, y no como instrumento para alterar la cantidad de dinero en circulación.

La estabilización de la tasa de cambio era un objetivo prioritario para un banco central inaugurado bajo los términos del patrón oro. En la práctica, esta función se cumplía mediante las compras y ventas de metálico o de giros sobre depósitos en bancos extranjeros, de modo que la tasa de cambio se mantuviera dentro de la franja de precios de compra y venta fijados por el banco central alrededor de la tasa de paridad de la moneda nacional con el oro. Sin embargo, desde antes de la primera guerra mundial algunos bancos centrales habían acudido al expediente de elevar el precio de venta como mecanismo al menos temporal para capear una demanda inusual de giros sobre el exterior. En su momento, el Banco de la República pasaría por este tipo de experiencia.

Una particularidad de la Ley 25, heredada de la Ley 30 de 1922, fue la de atar la tasa de interés sobre la cartera bancaria comercial a la tasa de redescuento, al establecer una diferencia máxima entre las dos tasas para acceder a la operación de redescuento en el banco central. Así, desde las primeras luces de la organización bancaria de 1923 el banco central contó con un control indirecto sobre la tasa de interés de los bancos. Además, desde 1929 se establecieron tasas de redescuento diferenciales para estimular las operaciones con prenda agraria en comparación con las estrictamente comerciales.

El abandono del patrón oro, o su suspensión como se le llamara en Colombia, en su momento, alteró el mapa de las instituciones e instrumentos cambiarios disponibles. Al establecimiento del control de cambios se sumaron diversas formas de intervención, como los ajustes en las tasas de venta de giros del Banco, los mercados semilibres de divisas y sus remates en bolsa, y las tasas de cambio diferenciales.

D. ORGANIZACIÓN DEL CAPÍTULO

El capítulo consta de dos grandes partes. En la primera se discuten algunos aspectos del funcionamiento del patrón oro en general, así como su adopción en Colombia con posterioridad a la reforma financiera de 1923. La exposición sobre el ciclo económico tiene al crecimiento y a la dinámica de los precios como sus hilos conductores. El funcionamiento del patrón de cambios oro, así como el manejo de la tasa de redescuento y la experiencia del Banco de la República en materia de estabilización cambiaria completan la primera parte. La segunda está dedicada al colapso del patrón monetario, a la aparición de los síntomas de la crisis y su percepción en el Banco, y a las políticas adoptadas para enfrentarla.

Al final del capítulo se presentan dos anexos. En el primero se expone un cuadro general de los indicadores económicos y de los números índices empleados por el Banco de la República en su seguimiento de la coyuntura económica, especialmente a partir de julio de 1927, cuando se creó la Sección de Estadística del Banco. En el segundo se recoge la evidencia del seguimiento que los redactores de la *Revista* hacían de los episodios de la depresión en las regiones por medio de las sucursales hasta entonces creadas. El ejercicio se circunscribió al período transcurrido desde 1929 hasta mediados de 1931; o sea, hasta las vísperas del abandono prácticamente universal del patrón oro. El objetivo era el de auscultar la percepción del público en relación con el estado de los negocios, además de inquirir acerca de la continuidad de los pagos en el comercio, así como sobre la facilidad de acceso al crédito bancario. La consulta con las regiones abarcó otros aspectos, como el uso de la capacidad instalada en el sector fabril y el dinamismo de las obras públicas.

II. BAJO LOS AUSPICIOS DEL PATRÓN ORO

A. El retorno al patrón oro

1. Contextos y expectativas

Hacia mediados de 1923 la economía internacional parecía de nuevo encarrilada por una senda de crecimiento, tras la Primera Guerra Mundial, estimulada por el esperado restablecimiento del comercio internacional y la reanimación de las exportaciones de capitales. Las expectativas optimistas del momento parecieron corroborarse en el siguiente quinquenio. En lo que compete a los Estados Unidos, y en perspectiva histórica, tales

años han sido considerados entre los mejores desde la organización del sistema de Reservas Federales en dicho país².

La estabilización de las monedas y la restauración del comercio fueron temas de primera línea en documentos económicos de trascendencia nacional, así como en conferencias internacionales reunidas después de la Guerra. En Gran Bretaña, uno de los documentos de mayor reconocimiento fue el informe del Comité Cunliffe de 1918 (en mención de Walter Cunliffe, gobernador del Banco de Inglaterra). El Comité, en cuyo seno tomaron asiento figuras académicas como Gustav Cassel y Arthur C. Pigou fue convocado para estudiar los problemas monetarios enfrentados por Gran Bretaña al cesar las hostilidades de la Primera Guerra Mundial.

Las recomendaciones del Informe Cunliffe apuntaban a restablecer la moneda sobre bases sólidas, las cuales se identificaban con la implementación del patrón oro internacional, cuya larga trayectoria lo presentaba como la medicina apropiada para enfrentar tanto balanzas comerciales adversas, como expansiones de crédito que pudieran considerarse desmedidas de acuerdo con las necesidades de cada economía. Tal implementación solo sería efectiva si se garantizara la independencia de los bancos centrales en cuanto al financiamiento de la política fiscal y se apelara a la tasa de descuento de dichos bancos como herramienta de manejo monetario. Esta última dotaría a las autoridades monetarias respectivas de un medio que en lo externo propendería por la defensa de las reservas internacionales, y en lo interno permitiría el control del crédito (Cunliffe Committee; citado en Eichengreen, 1985).

Entre las conferencias internacionales debe destacarse la de Génova de 1922. Interesada entre otros temas en la organización monetaria internacional, sugirió la puesta en práctica de mecanismos economizadores del oro y la institucionalización de la cooperación entre bancos centrales. La conferencia recomendó adoptar el patrón de cambios oro, que admitía que los países mantuvieran reservas internacionales en la forma de divisas extranjeras, y sobre el cual ya había una experiencia acumulada por varios países³.

2. La restauración del sistema monetario

Al despuntar los años veinte, el dólar sobresalía entre las monedas internacionales de mayor importancia por ser la única convertible en oro. Los Estados Unidos prohibieron la exportación de oro en 1917, cuando dicho país se hizo beligerante, pero a mediados

² Friedman y Schwartz (capítulo 6, 1963: 240) califican al período 1921-1929 como el de apogeo del Sistema de Reserva. Meltzer (2003: 137), señala que:

Los años 1923 a 1929 son descritos con frecuencia como uno de los mejores períodos en la historia de la Reserva Federal. La inflación, aunque altamente variable entre trimestres se aproximó a cero en promedio para el período como un todo. El crecimiento económico fue variable pero robusto. La economía creció a una tasa media del 3,3%, a pesar de dos recesiones en seis años.

³ La Conferencia de Génova subrayó los pasos que deberían adoptar los países para establecer el patrón oro, como el equilibrio de los presupuestos gubernamentales, la adopción del oro como patrón común, la fijación de paridades en términos de oro y la cooperación de los bancos centrales, entre otros. El llamado a introducir economías en el uso del oro por medio de reservas en divisas, significaba acoger el patrón de cambios oro o un sistema de compensaciones internacionales (Nurkse, 1944; editado por Eichengreen, 1985: 202-204).

de 1919 se restableció el libre comercio del metal. Lo que vino después fue un proceso de afiliación o retorno de las naciones al club internacional del oro. Antes de expirar la década, un amplio elenco de países haría parte de la comunidad del oro (Eichengreen, 1996: 67).

El Banco de la República de Colombia fue uno de los primeros en marcar el auge de adhesión internacional al régimen monetario. Durante el siguiente quinquenio más de una treintena de naciones enriquecería la membresía de quienes adoptaron una relación fija entre sus monedas nacionales y el oro. La adhesión *de jure* al oro normalmente ratificaría una experiencia ya recorrida de adhesión *de facto* a dicho patrón.

El año de 1923 (3 de enero) arrancaría con el compromiso del Banco Nacional de Austria de impedir que sus billetes llegaran a depreciarse en términos de oro; le seguiría el Banco de la República de Colombia (23 de julio), el cual abriría sus puertas con el mandato de redimir sus billetes en oro. Bancos centrales de notable reconocimiento internacional, como los de Suecia y Alemania, dejarían huella de su retorno al oro en 1924; en el caso del primero se eliminaron las restricciones impuestas a las exportaciones de oro durante los años de guerra, y se restableció el cambio de sus billetes por oro. Y en cuanto al Reichsbank (antiguo banco central alemán), una nueva ley le impuso la obligación de redimir sus billetes por oro o por divisas oro.

Quizá el evento más destacado a la luz internacional en estos años sería el retorno de la Gran Bretaña al oro en abril de 1925; lo hizo en la modalidad economizadora de patrón oro en barras (*gold bullion standard*), mediante la cual los billetes se redimirían por barras de un cierto peso mínimo, que servirían para los embarques internacionales de oro. El restablecimiento de la convertibilidad se hizo de modo que el Banco vendería barras de oro al público por el precio de 3 libras, 17 chelines y 10,5 peniques por onza de oro estándar⁴. Esta cotización del oro era la prevaleciente con anterioridad a la Gran Guerra, y el haber reanudado la convertibilidad a dicho precio sería el centro de una amplia controversia durante el lustro siguiente.

Varios países suramericanos se incorporaron a la nómina de los adherentes al patrón oro: Chile lo hizo en 1926 (11 de enero), Ecuador en 1927 (10 de agosto), y Argentina también en 1927 (27 de agosto); los dos primeros abrieron sus bancos centrales con la obligación de redimir sus billetes en oro o en divisas. Y en el caso argentino, la Oficina de Conversión fue reabierta con el propósito de redimir billetes en oro⁵.

⁴ Heredado de una antigua propuesta de David Ricardo, el patrón oro en barras fue recomendado por el Comité Cunliffe con el propósito de facilitar la acumulación de reservas en oro por el Banco de Inglaterra. Al implantarse el patrón oro en barras, se suspendió la tradicional acuñación de moneda de oro, así como la convertibilidad del papel moneda en oro (Hawtrey 1951: 60 y ss).

⁵ Una descripción del retorno internacional al patrón oro, por países, aparece en el Federal Reserve Bulletin (FRB) (agosto de 1928: 562).

B. La circulación monetaria y el crecimiento bancario

1. Tendencias de la oferta monetaria en el mundo desarrollado

El dinero bancario (monedas, billetes y depósitos a la vista) que ya era predominante en la estructura de la oferta monetaria en economías de primer orden en las últimas dos décadas del siglo XIX, llegó a ser exclusivo antes del primer tercio del siglo XX (Cuadro 2.2). El oro y la plata que hacia 1885 representaban la tercera parte de la oferta monetaria, carecían ya de significación en la primera posguerra⁶.

En relación con las reservas monetarias, el oro, que en las tres décadas anteriores a la Primera Guerra representó el 12 % de la oferta monetaria, en 1928 ya alcanzaba el 16 %, y en 1933 el 34 %; y las divisas, que apenas representaban el 1 % de la oferta monetaria alrededor del cambio de siglo, llegaron a significar el 5 % hacia 1928, y de nuevo el 1 % en 1933. Lo que estas cifras muestran es que antes de la contienda internacional el oro constituía el 70 % de las reservas, y las divisas de cambio extranjero alrededor del 6 %; en 1928 el oro participaba con el 80 % y las divisas con el 20 %, y en 1933, el predominio absoluto del oro llegaba al 97 %.

Cuadro 2.2

Oferta monetaria y reservas internacionales
(once países; años seleccionados)
(porcentajes de la oferta monetaria)

	1885	1913	1928	1933
Oferta monetaria (miles de millones de dólares)	8,4	26,3	50,1	49,6
I. Oferta monetaria (porcentaje)	100,0	100,0	100,0	100,0
Oro	21,0	10,0		
Plata	12,0	5,0		
Dinero bancario	67,0	85,0	100,0	100,0
II. Reservas internacionales (porcentaje)	18,0	17,0	20,0	35,0
Oro	11,0	12,0	16,0	34,0
Plata	7,0	3,0		
Divisas	1,0	1,0	5,0	1,0

Nota: los once países son los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Bélgica, Suecia, Suiza, Canadá y Japón.

Fuente: con base en Triffin (1971b, Cuadro 6).

⁶ La plata desapareció de circulación después de la Primera Guerra Mundial. Según Mertens (1944: 288), entre 1919 y 1933, treinta y tres países modificaron el contenido de sus piezas de plata o abandonaron por completo el uso monetario del metal.

El auge temporal de las divisas en los años veinte refleja la importancia adquirida por el patrón de cambios oro durante el proceso de restablecimiento monetario internacional, pero igualmente su desvanecimiento posterior al sobrevenir la Gran Depresión. Esta fue una ilustración del retorno al oro (*flight to gold*) ante condiciones extremas de pérdida de confianza en los mercados financieros internacionales.

El creciente predominio universal del dinero bancario en las primeras dos décadas del siglo fue destacado por observadores de la época. “Lo accesorio se convirtió en esencial” fue la frase empleada por Irving Fisher para describir el auge del dinero bancario en un escenario en el cual la institución banco central, creadora de dinero, ganaba acogida entre las naciones (Fisher, 1929: 103). A dicha institución se le veía como la panacea de una vieja dolencia financiera conocida como la *inelasticidad del circulante*, entendida como la falta de correspondencia entre la circulación monetaria y los requerimientos de los negocios. Aquella noción fue empleada por teóricos contemporáneos del ciclo económico para referirse a la capacidad de respuesta del mecanismo monetario a las exigencias cambiantes de los negocios al pasar de una fase a otra del ciclo (Mitchell, 1927: 119). La capacidad de emisión y control monetario en manos de la banca central abría perspectivas halagadoras de contar con una circulación monetaria elástica.

2. La fundación del Banco de la República

En Colombia, la inelasticidad del circulante fue un tema reiterado y un reclamo de las denominadas fuerzas vivas del país, en el primer lustro de la posguerra. Durante años, sucesivos gobiernos, diferentes legislaturas y congresos de profesionales debatieron en torno a la instauración de un sistema de emisión monetaria: se discutió en relación con las ventajas relativas de un sistema de banco central con el privilegio exclusivo de la emisión, en comparación con un sistema plural en el cual los bancos comerciales retendrían el derecho a emitir sus propios billetes⁷.

Estas deliberaciones se adelantaban al tiempo que internacionalmente ganaba acogida la iniciativa de los gobiernos en pro de la estabilidad de los sistemas financieros nacionales. Los estatutos de los bancos centrales y las leyes bancarias incorporarían explícitamente esta nueva responsabilidad⁸. En su monografía acerca de los sistemas bancarios nacionales, en el decenio de 1918 a 1928 H. Parker Willis destacó los cambios de la posguerra, no solo en las legislaciones, sino en la práctica bancaria de la época. Temas como el del monopolio de emisión en cabeza de los recién creados o renovados bancos centrales, y el de la regulación de las operaciones bancarias como una nueva incumbencia del Estado,

⁷ Un destacado publicista de los eventos monetarios en Colombia durante el primer cuarto del siglo fue Antonio José Uribe (1869-1942). Actor protagonista y testigo en la creación de instituciones monetarias, participó activamente en el proceso parlamentario que concluyó con la creación del Banco de la República (Uribe, 1926). Exposiciones sobre la fundación del Banco se encuentran en Andrade (1927), Torres García (1980), Otero Muñoz (1948), Alviar (1980), Avella (1983) y Banco de la República (1990), entre otras.

⁸ Eichengreen (1996: 52) señala que, “Muchos bancos centrales y gobiernos aceptaron primero llevar el peso de la importante responsabilidad de mantener la estabilidad de sus sistemas bancarios en la década de 1920, como uno de los elementos de la expansión general del papel del Estado en la regulación de la economía”.

ocuparon grandemente la atención entre los temas financieros de la época (Parker Willis, 1929; “Introducción”)⁹.

En este contexto, en el primer semestre de 1922 Vicente B. Villa, quien junto con Esteban Jaramillo sería uno de los asesores colombianos de la Misión Kemmerer de 1923, hizo una descripción lacónica de “los males de nuestro régimen bancario”, que podrían resolverse con un banco de emisión y reserva. El autor destacó los cinco puntos siguientes:

- Carencia de leyes que protejan al público contra los abusos o mala administración por parte de los directores de establecimientos de crédito.
- Una moneda sin respaldo sujeta a ser aumentada por los congresos para cubrir todo déficit.
- Inelasticidad de la moneda en circulación.
- Ninguna reserva central de la cual pueda hacerse uso, con ciertas restricciones, para impedir las crisis locales que constantemente experimentan los bancos.
- Carencia de facilidades para redescuento de papel comercial (Villa, 1922: 2 “Carta a Pedro Nel Ospina”).

La Ley 25 de 1923, “orgánica del Banco de la República”, y la Ley 45 del mismo año, “sobre establecimientos bancarios”, buscaron crear instrumentos para remediar problemas como los citados por Villa, y dotar al país de una legislación financiera acorde con las exigencias de su tiempo. El primer párrafo de la exposición de motivos de la Ley 45 fue explícito al plantear la necesidad de un sistema bancario “sólido y bien organizado”:

La estabilidad financiera de Colombia y su progreso económico en lo futuro, exigen un sistema bancario sólido y bien organizado. Por otra parte, el éxito o fracaso del actual programa financiero del gobierno, inclusive el establecimiento del Banco de la República y la colocación de empréstitos en el exterior, se hallan íntimamente ligados con el sistema bancario del país. Una reforma completa y a fondo del sistema actual facilitará el desarrollo económico de la República y consolidará grandemente el crédito nacional¹⁰.

Al Banco se le creó como un banco de emisión, giro, depósito y descuento, con el privilegio monopólico de la emisión de billetes bancarios en Colombia; como por entonces circulaban papeles oficiales que hacían las veces de moneda, el Banco fue autorizado para retirarlos de circulación en nombre del Gobierno.

A tono con las tendencias de la primera posguerra, que buscaban independizar a las autoridades responsables de la emisión de la influencia directa de los gobiernos, la

⁹ H. Parker Willis, profesor de banca en la Universidad de Columbia, fue contactado a propósito del proyecto de organización de un banco central en Colombia. Según se desprende de la correspondencia sostenida en noviembre y diciembre de 1922 entre Vicente B. Villa, residente en Nueva York, y el jefe de la Legación de Colombia en Washington, Enrique Olaya Herrera, así como entre el primero y el presidente de la República, Pedro Nel Ospina, Willis bosquejó un plan de acción con el propósito de establecer un banco de reserva y emisión; Olaya habría enviado al gobierno de Colombia dicho documento. Finalmente, en diciembre de 1922 el Departamento de Estado de los Estados Unidos, el cual había ofrecido presentar nombres para la comisión financiera deseada por Colombia, recomendó el nombre de Edwin W. Kemmerer, profesor en Princeton, como jefe de dicha comisión (Villa, 1922).

¹⁰ Exposición de motivos del proyecto de ley sobre establecimientos bancarios, en *Leyes Financieras* (1931: 251).

ley colombiana limitó la participación del Gobierno en la Junta del Banco, no le otorgó el derecho al voto, y restringió la capacidad de endeudamiento gubernamental con el Banco¹¹. La legislación bancaria de 1923 fue sometida a escrutinio y reformada en 1931, con motivo de una segunda misión liderada por Kemmerer. En relación con el Banco, la Junta fue ampliada para darles cabida a dos nuevos miembros, el representante de la Federación de Cafeteros que había sido fundada en 1927, y otro, en representación tanto de las sociedades de agricultores como de las cámaras de comercio; además, en atención al origen cuasipúblico del Banco, se reconoció como miembro nato de la Junta al ministro de Hacienda, con voz, pero sin voto¹².

3. *Los agregados monetarios en Colombia durante el primer lustro del Banco de la República*

En la antesala de la fundación del Banco, los papeles en circulación no cambiables por oro representaban el 61,5 % del total de especies circulantes, que el Banco en su primera década de vida presentó bajo la denominación de *numerario*. Al final de su primer año, la participación de aquellas especies se había reducido al 39 %, y al final del primer lustro, al 9,2 %; para entonces, los billetes del Banco habían ganado una participación equivalente al 52 % del numerario (Cuadro 2.3). En 1928 una parte del total de las especies en oro (\$2,8 millones) se encontraba como oro acuñado en poder de bancos particulares, otra parte (\$13,8 millones) como oro acuñado en el Banco, y una última (\$9,59 millones) como oro en barras también en el Banco. Si las tenencias de oro en manos del Banco (\$23,3 millones) que obraban como respaldo de sus propios billetes, se excluyen del numerario total, se obtiene la suma de \$74,6 millones como numerario circulante a mediados de 1928. De esta última cifra, los billetes del Banco representaban el 68,3 %.

¹¹ La Ley 25 estableció que el capital del Banco sería de \$10 millones oro: la mitad, representada por acciones de clase A, sería suscrita y pagada por el Gobierno Nacional; la posesión de dichas acciones facultaría al Gobierno para nombrar hasta tres miembros en Junta del Banco, pero sin derecho al voto; la banca comercial nacional, poseedora de acciones de la clase B, elegiría cuatro representantes en la Junta; la extranjera, poseedora de acciones de clase C, dos representantes, y el público en general, poseedor de acciones clase D, un representante. El gerente sería elegido por la Junta con el voto favorable de al menos siete miembros. La compra de bonos gubernamentales no podría exceder del 30% del capital pagado y reservas del Banco. Ley 25 de 1923, artículo 4°, *Leyes Financieras* (1931: 35-36).

¹² Ley 82 de 1931, artículo 1°, *Leyes Financieras* (1931: 458-459).

Cuadro 2.3
Numerario en el país
(millones de pesos)

	1923	1924	1928
Oro	2 893	7 826	26 215
Plata y níquel	11 779	11 780	11 779
Papeles en circulación no cambiables por oro	23 398	18 942	9 015
Billetes del Banco de la República cambiables por oro		10 180	50 977
Total	38 070	48 728	97 986

Fuentes: *IGBR* (julio de 1924: 12); y *IGBR* (julio de 1928: 38).

En 1928 la recientemente organizada oficina de estadística del Banco inició la publicación mensual de la serie denominada *medio circulante*. El gerente explicó dicho concepto basado en una definición de Irving Fisher. En palabras de este autor, “El medio circulante es de dos clases principales: 1.º, dinero; 2.º, depósitos en bancos. En forma de cheques, los depósitos bancarios sirven como medio de pago en cambio de otras cosas” (Fisher; citado en *IGBR*, julio de 1928: 17). Según el gerente, en su momento

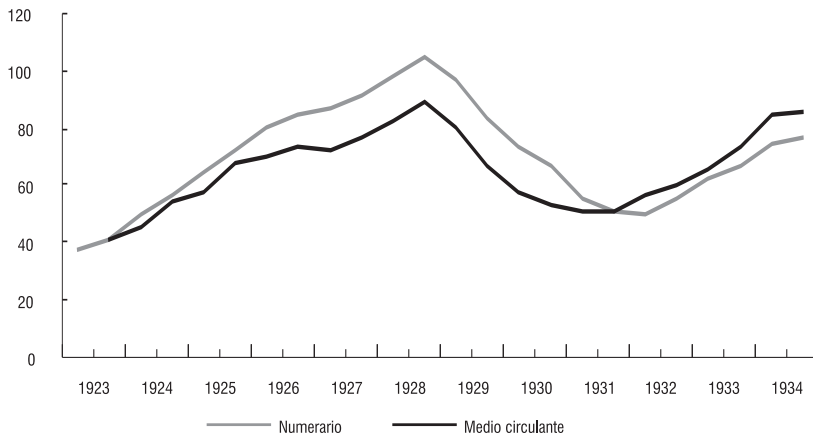
[...] se consideró que quizá fuera exagerado incluir en él la totalidad de los depósitos bancarios, por el empleo restringido que aún tiene entre nosotros el uso del cheque, a causa de la limitada difusión de las instituciones bancarias, y se acordó, buscando un término medio, computar solamente aquella parte de tales depósitos que, por decirlo así, se halla en movimiento activo, y que se consideró ser la representada por el encaje de los bancos, el que entonces lo constituían el dinero en la caja de éstos y sus depósitos en el de la República. Se incluyó también la parte de los depósitos en el banco central proveniente de entidades oficiales, por considerar que ella se halla en activo movimiento (*IGBR*, julio de 1928: 18-19).

Añadió el funcionario que una definición semejante había sido adoptada en otros bancos centrales de América Latina, entre ellos los de Chile y Perú.

En los gráficos 2.1 y 2.2 se presenta la evolución del numerario y del medio circulante, en términos semestrales a partir de 1923, y con periodicidad mensual a partir de diciembre de 1928. Durante la vigencia del patrón oro, las magnitudes del numerario superaron a las del medio circulante; las diferencias comenzaron a reducirse en el último trimestre de 1928, en la medida en que los depósitos en oro del Banco en el exterior iniciaron su descenso continuo hasta septiembre de 1931, cuando se suspendió la vigencia de aquel patrón y, por tanto, se interrumpieron las exportaciones de oro. Desde enero de 1932 las estadísticas de medio circulante superaron a las del numerario.

Gráfico 2.1
Numerario y medio circulante, cifras semestrales, 1923-1934

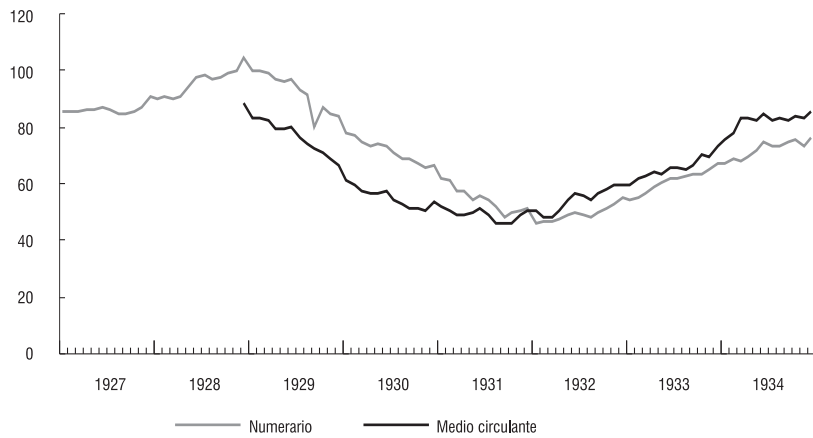
(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (varios años).

Gráfico 2.2
Numerario y medio circulante, 1927-1934

(millones de pesos)



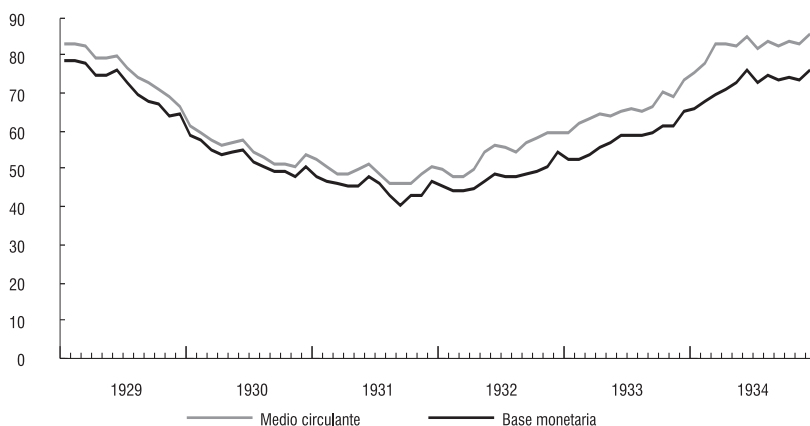
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La definición de medio circulante acogida por el Banco en 1928 es similar al concepto de *base monetaria* empleado por Friedman y Schwartz (1963, apéndice B). Este concepto corresponde a la suma de dos agregados monetarios: el efectivo en poder del público, y las reservas bancarias (caja de los bancos y sus depósitos en el Banco de la

República). El Gráfico 2.3 exhibe la cerrada cercanía entre los indicadores citados; la diferencia corresponde a los depósitos oficiales que, según la interpretación del momento, se caracterizaban por su activo movimiento.

Gráfico 2.3
Medio circulante y base monetaria, 1929-1934

(millones de pesos)

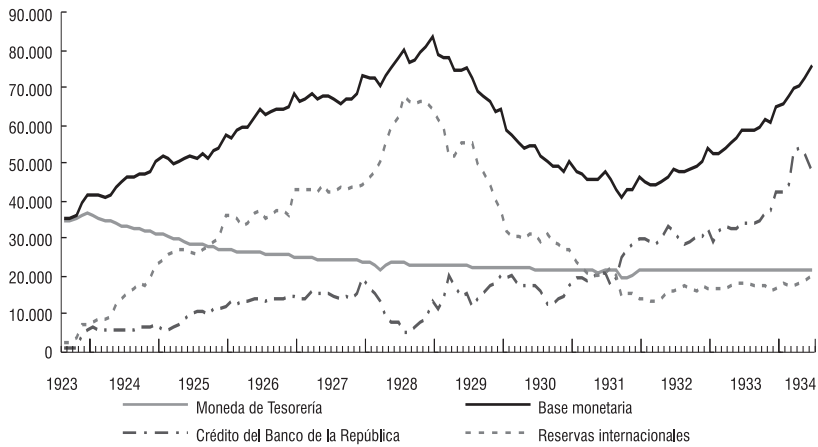


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La reconstrucción de la serie de la base monetaria a partir de los balances mensuales del Banco aparece en el Gráfico 2.4. Puede apreciarse que la llamada moneda de la Tesorería, conformada por las especies monetarias que hacían las veces de numerario en 1923, se redujo de manera persistente entre agosto de 1923, cuando representó el 97 % de la base, al 28 % en junio de 1934. Tales especies fueron retiradas de circulación mediante su intercambio por billetes del Banco. El ascenso prácticamente sin interrupción de la base hasta diciembre de 1928, seguido de un declive continuo hasta septiembre de 1931, estuvo determinado por la suerte de las reservas internacionales. En la fase de ascenso de la base las reservas se mantuvieron en aumento, en especial los depósitos del Banco en bancos extranjeros; el colapso posterior de tales depósitos se tradujo en la marcada reducción de la base hasta su punto mínimo, alcanzado con motivo de la suspensión del patrón oro. Una nueva etapa de expansión de la base, iniciada en octubre de 1931, se mantuvo hasta mediados de 1934; el crédito al Gobierno y las inversiones en deuda pública llevarían la voz cantante en esta etapa.

Gráfico 2.4**Base monetaria total y principales componentes, 1923 (agosto) a 1934 (junio)**

(miles de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

4. El crédito bancario

Desde su informe de 1927, el gerente venía exponiendo su preocupación por el crecimiento de los depósitos y préstamos bancarios, muy por encima del crecimiento del medio circulante. Como el crecimiento de este último parecía guardar una estrecha relación con varios indicadores de la actividad económica, el gerente estimó que no podía sostenerse que existiera una situación de inflación monetaria, sino más bien una situación de inflación de crédito (*IGBR*, julio de 1927: 19)¹³.

A pesar de la “limitada difusión de las instituciones bancarias” y del “uso restringido del cheque”, comentados por el gerente en 1932, la expansión de la cartera y de los depósitos bancarios hasta principios de 1929 fueron notables, como él mismo lo destacara, y como puede observarse en el Cuadro 2.4.

¹³ Por entonces no era extraño en la práctica bancaria, y aun en la literatura especializada, que se identificaran los conceptos de depósitos a la vista y de préstamos bancarios. Una crítica contemporánea a dicha identificación fue planteada por Currie (1933).

Cuadro 2.4
Sistema bancario consolidado, 1924-1934 (saldos a junio)
(cuentas seleccionadas)
(millones de pesos)

	Cartera	Depósitos a la vista	Depósitos a término	Depósitos de ahorro	Préstamos hipoteca- rios	Cédulas hipoteca- rias	Capital y reserva legal	Activos totales
1924	24 934	22 519	7 572	0,995	14 541	12 650	21 083	82 904
1925	42 505	29 644	9 580	1 409	16 071	12 212	23 134	93 739
1926	47 040	38 012	10 096	1 909	25 458	19 881	25 497	119 561
1927	62 625	46 991	11 353	3 343	42 749	41 358	31 041	168 265
1928	79 936	56 389	14 725	5 938	67 484	61 460	44 532	211 162
1929	90 413	52 505	18 724	9 174	81 146	75 859	50 654	252 654
1930	74 957	34 378	16 711	8 906	83 987	77 444	51 398	236 976
1931	66 341	27 853	19 399	10 528	81 236	76 374	52 016	231 305
1932	53 668	32 701	17 588	9 591	73 385	68 871	46 234	206 665
1933	47 787	39 376	16 289	8 232	63 557	51 598	52 377	202 046
1934	42 530	47 995	12 702	7 310	43 673	43 039	54 317	194 218

Fuente: *Informe del Superintendente Bancario al ministro de Hacienda (ISB, anual).*

Entre 1924 y 1928 el balance consolidado creció a una tasa geométrica del 26,3 % anual; entre las cuentas más destacadas, los depósitos a la vista crecieron al 25,8 % y la cartera comercial al 33,8 %. Muy por encima de estos valores de la banca de corto plazo, los préstamos hipotecarios financiados mediante la colocación de cédulas en el país como en el exterior crecieron al 46,8 %. Estos guarismos reveladores del crecimiento bancario en el primer lustro de la Ley 45 de 1923 aventajaban de lejos al del medio circulante que apenas frisaba el 15,8 % anual, y que era del mismo orden del de la carga transportada por los ferrocarriles (16,2 % anual) o del valor del comercio exterior (17,7 % anual), indicadores consultados por el Banco. De allí el origen de la conclusión del gerente según la cual, en lugar de inflación monetaria, se estaría viviendo un episodio de inflación de crédito.

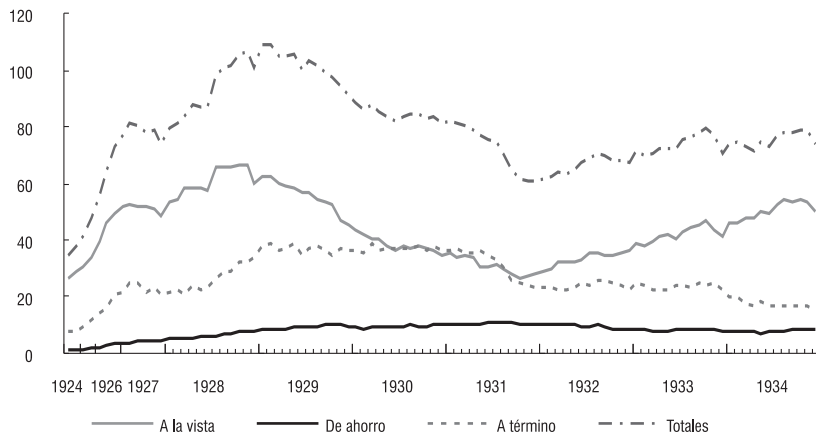
a. *La banca comercial*

Las trayectorias de los depósitos de la banca comercial entre 1924 y 1934 aparecen en el Gráfico 2.5; los depósitos a la vista, dominantes en los años veinte, alcanzaron sus valores máximos en el tercer trimestre de 1928, y luego se precipitaron hasta su nivel más bajo en octubre de 1931. Al tiempo que estos depósitos dejaban de crecer y comenzaban a reducirse, los depósitos a término crecieron con mayor vigor en la segunda mitad de 1928, y luego lograron sostenerse prácticamente constantes hasta mediados de 1931. Este comportamiento de los depósitos a término, y de manera más limitada de los depósitos de ahorro, ayudó a sostener el crecimiento de los depósitos totales hasta el primer trimestre

de 1929, y a amortiguar su descenso durante los dos años siguientes. A partir de enero de 1932 la recuperación de los depósitos totales se debió enteramente al resurgimiento de aquellos a la vista, cuyo crecimiento fue en parte compensado por la disminución de los depósitos a término y de ahorro.

Gráfico 2.5
Sistema bancario: tipos de depósitos, 1924-1934

(millones de pesos)



Fuente: ISB (anual).

b. La banca hipotecaria

El mercado financiero de largo plazo tuvo un impetuoso desarrollo entre 1926 y 1929; sus principales signos fueron el auge de los activos de la banca hipotecaria, y los índices de cotizaciones de valores en bolsa. El primero se materializó por medio de la colocación de cédulas emitidas por la banca hipotecaria —el Banco Agrícola Hipotecario, el Banco Hipotecario de Bogotá, y el Banco Hipotecario de Colombia— y por las secciones hipotecarias de los bancos comerciales hasta 1928. Hasta fines de 1926 las colocaciones de cédulas se hicieron en el mercado interno; posteriormente, hasta julio de 1929 dichas colocaciones se hicieron en plazas externas como Nueva York y Londres¹⁴.

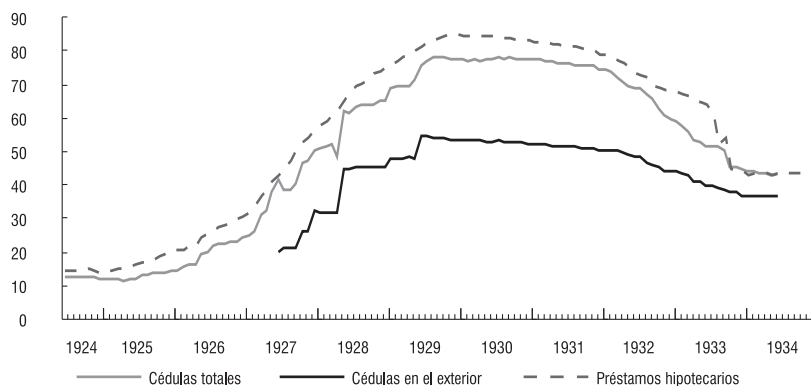
Un objetivo explícito de la creación del Banco Agrícola Hipotecario (BAH) fue el de la canalización de recursos externos de largo plazo para su inversión en Colombia; el momento era propicio por la abundancia de fondos prestables que desde 1922 se había

¹⁴ Mediante el mecanismo de pignoración de cédulas emitidas en Colombia, en bancos del exterior, cierta parte de los préstamos terminaba siendo financiada externamente (*Informe del Superintendente Bancario, ISB*, julio de 1927: 5).

iniciado en Nueva York¹⁵. Con la paralización del crédito externo en los centros financieros internacionales, entre 1928 y 1929, la expansión del crédito hipotecario basada en el ahorro externo tocó abruptamente a su fin (Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6
Cédulas hipotecarias y préstamos de amortización gradual, 1924-1934

(millones de pesos)



Fuente: ISB (anual).

El BAH fue fundado en virtud de la Ley 68 de 1924, e inició operaciones a mediados de 1925, con un capital autorizado de \$2 millones; su principal suscriptora fue la Nación, la cual aportó originalmente \$1,1 millones, y asumió la garantía de las cédulas hipotecarias que el BAH emitiera. Inicialmente su objetivo exclusivo era el de proveer crédito a la agricultura y la ganadería, pero luego se le autorizaron nuevas actividades, como la de financiar créditos de vivienda. El BAH vendió sus cédulas casi exclusivamente en el exterior, hasta que los mercados financieros externos se fueron a pique entre 1928 y 1929. En el momento de la apertura del BAH, los agricultores pagaban en sus provincias tasas de interés anuales que iban desde el 18% hasta el 36%, según testimonio del primer gerente del Banco; con su establecimiento, los créditos hipotecarios salieron a la plaza en 1925 a tasas entre el 11% y el 12%, posteriormente, en 1926, se redujeron al 10%, y finalmente al 9% en 1927 (Caballero, 1928: 97-100; ISB, julio de 1927: 13).

¹⁵ En reportaje para el diario *El Tiempo*, el ponente en el Senado para la creación del Banco Agrícola Hipotecario e, igualmente, de los almacenes generales de depósito, Mariano Ospina Pérez, se refirió en los siguientes términos al proyecto sobre el banco:

Creo que lo único seguramente eficaz y que vendría a beneficiar directamente a los verdaderos creadores de la riqueza del país, que son los agricultores, y por consiguiente a favorecer también indirectamente al comercio y a las demás industrias es la creación de un Banco Agrícola Hipotecario, que pueda colocar sus cédulas en alguno o algunos de los mercados extranjeros, y se convierta de esta suerte en el mejor y más poderoso vehículo para traer el capital extranjero en la forma más adecuada y a los gremios que más lo necesitan y mejor lo emplean ("Los bancos agrícolas hipotecarios y su importancia para el progreso de Colombia", *El Tiempo*, 15 de septiembre de 1923).

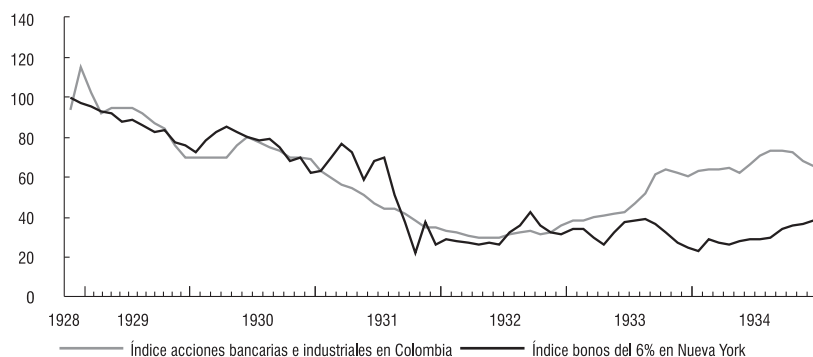
A mediados de 1928, cuando la tasa de redescuento vigente en el Banco de la República era del 7%, la banca comercial cobraba entre el 9% y el 10%, aunque excepcionalmente el 8%. Para entonces, el BAH continuaba cobrando el 9%, y los otros bancos hipotecarios el 11,5% (*ISB*, julio de 1928: 7).

5. Los mercados de acciones y bonos

Con base en la información de un grupo limitado de bancos y de empresas comerciales e industriales, cuyas acciones se cotizaban en los mercados de Bogotá y Medellín, la *Revista* comenzó la publicación de las cotizaciones accionarias en diciembre de 1927. Igualmente, incluyó el registro de las cotizaciones de los bonos públicos y privados colocados en mercados externos. En el Gráfico 2.7 aparecen las trayectorias del índice de acciones bancarias e industriales de Colombia, y de los bonos del Gobierno Nacional del 6%, flotados en Nueva York en 1927 y 1928, las dos operaciones financieras individuales de mayor valor en su momento. Los datos publicados cubren solamente la etapa recesiva extendida a partir de 1928, y de reanimación interna, en especial a partir de 1933.

Gráfico 2.7

Valores bursátiles: índices de cotizaciones, 1928-1934
(1927=100)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

De cotizaciones que frisaban el 100% en 1928 se llegó a niveles entre el 25% y el 30% a mediados de 1932; el descenso de las cotizaciones internas fue más suave que el de los precios externos. En su caída, estos últimos pasaron por algunos momentos de recuperación temporal, hasta su descolgada vertical de cotizaciones del orden del 70% a las muy bajas de 22%, entre julio y octubre de 1931, período durante el cual las tensiones financieras internacionales se exacerbaban, y numerosos países entre ellos Colombia abandonaron o suspendieron su adhesión al patrón oro. Al tiempo que las cotizaciones externas continuarían deprimidas por varios años, diluidas las fuentes de crédito externo, y bajo el signo de la moratoria soberana de un amplio número de deudores, las internas se convirtieron en indicador de la recuperación de la economía

desde finales de 1932; sin desconocer los tramos de quietud entre mediados de 1933 y mediados de 1934, ya en este último año las cotizaciones internas alcanzaron niveles del 70 %, semejantes a las del segundo semestre de 1930.

C. El ciclo económico

1. El crecimiento en los años veinte

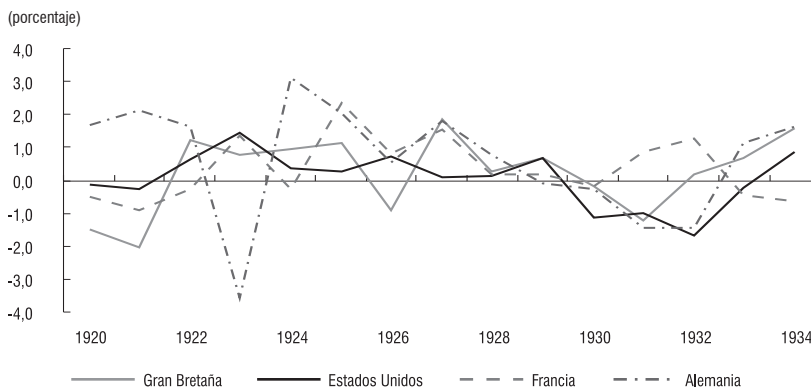
a. El contexto

Según las estimaciones de Maddison (1995), en vísperas de la Primera Guerra Mundial el PIB de Europa Occidental era 1,26 veces mayor que el PIB del conjunto de economías formado por los Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, y 7,8 veces mayor que el de América Latina. Tres lustros más tarde el PIB de aquel conjunto de economías rebasaba por poco el de Europa Occidental, y América Latina parecía menos distante de dichas regiones. Ello fue así porque mientras Europa Occidental creció a una tasa media anual del 1,44 %, el conjunto citado lo hizo al 2,94 % y América Latina al 3,24 %. En la posguerra la dinámica del crecimiento fue característica del período 1923-1929, especialmente en Europa y América Latina: la primera creció al 4,12 % y la segunda al 4,38 %, al tiempo que los Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda crecieron al 3,31 %.

Naciones de primera relevancia internacional económica y política como Gran Bretaña, los Estados Unidos, Francia y Alemania alcanzaron un crecimiento destacable entre 1923 y 1929; las dos primeras lo hicieron alrededor del 3 % anual en promedio, mientras que Francia obtuvo el 5 % y Alemania llegó al 7 % (Gráfico 2.8). Precisamente estos países tendrían un desempeño protagónico en los acontecimientos financieros internacionales más relevantes de la época.

Gráfico 2.8

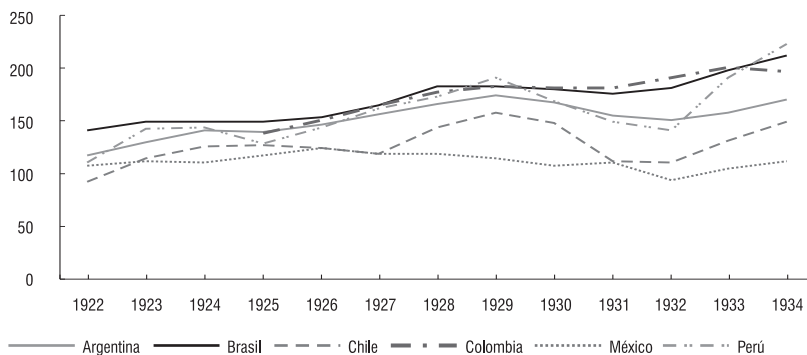
Tasas de crecimiento de algunos países desarrollados: Gran Bretaña, Estados Unidos, Francia y Alemania, 1920-1934



Fuente: Rao (1994, apéndice).

En América Latina se experimentó un crecimiento sostenido hasta 1929, especialmente en países como Argentina, Brasil, Colombia y Perú; con algunos altibajos en Chile, y con pérdida de dinamismo desde la mitad de la década en México (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9
Índices del PIB de algunos países de América Latina, 1922-1934
(1913=100)



Fuente: Maddison (1995, apéndices).

La dinámica del crecimiento tocó a su fin, y de manera dramática, hacia 1928. Una docena de países europeos avanzados observó que, en promedio, sus economías cayeron en alrededor del 10% entre el punto más alto alcanzado al final del auge y el punto más bajo al cual se descendió en los años siguientes hasta 1935. Con la misma metodología, los Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda vieron sus economías precipitarse en un 20%. De igual manera, un grupo de seis países latinoamericanos, entre los cuales se encontraba Colombia, debió enfrentar un cambio negativo de su producto del orden del 17%; Perú y Chile vivieron las experiencias más extremas, con caídas del 26 y el 30% respectivamente, en franco contraste con Brasil y Colombia, con descensos en su orden, del 4,5 y el 1,5%.

De la mano de su economía cafetera en ascenso, de acceso al crédito externo, y de reforma de sus instituciones económicas, Colombia ostentó elevadas tasas de crecimiento a mediados de los años veinte, no solo en relación con lo que sería su promedio histórico en los siguientes noventa años (del orden del 4,3% anual), sino en comparación con otros países latinoamericanos. Así, entre 1925 y 1928 Colombia creció al 8%, al tiempo que Argentina, Brasil y Chile lo hicieron al 6%, 7% y 5%, respectivamente; en los casos extremos se encontraron México y Perú con crecimientos del 0,7% el primero, y 10% el segundo. Con el advenimiento de la Gran Depresión, el crecimiento de Colombia se redujo al 3,5% en 1929, y sucumbió hasta alcanzar valores negativos en 1930 (-0,86%)

y 1931 (-1,60%); pero en los siguientes tres años se reconquistaron tasas de crecimiento por encima del 5% (Gráfico 2.10)¹⁶.

Gráfico 2.10
Tasa del crecimiento económico de Colombia, 1926-1934
(1994=100)



Fuente: Cepal (1957) para las estimaciones del PIB; base según las Cuentas Nacionales del DANE.

b. El seguimiento de la actividad interna

A partir de su primer informe a la Junta Directiva en 1924, el gerente del Banco inició la tradición de incluir una sección acerca de la situación general del país, que era una reflexión acerca de las perspectivas de crecimiento económico a la luz de los acontecimientos de la época, y del acopio estadístico que la institución había logrado formar. Desde abril de 1927 se organizó la sección de estadística del Banco con el objeto de “registrar todos los datos referentes al movimiento económico del país, y de manera especial aquellos que afectan en una u otra forma la balanza de pagos y la del comercio exterior”¹⁷. Aparte de las cifras monetarias y financieras propias de su dominio, el Banco inició la construcción de series estadísticas sobre diversos sectores de la actividad económica, para su publicación en la *Revista* mensual editada desde noviembre de 1927.

En el grupo de sectores cuya evolución estadística era consultada por el Banco para auscultar el ritmo de la actividad económica se contaban entre otros el comercio exterior

¹⁶ La Cepal (1957) publicó la serie del producto bruto de Colombia para el período 1925-1953. Según dichas estimaciones, el nivel más bajo del producto durante la Gran Depresión se alcanzó en 1931. Previamente, López (1936) estimó un índice de actividad económica, de acuerdo con el cual el punto más bajo se alcanzó en 1932, y no en 1931.

¹⁷ La sección de estadística se abrió bajo la dirección de Rudolf Claus. Según el gerente, Julio Caro, dicha sección era “un complemento muy necesario de la organización del Banco y está llamada a prestar servicios de importancia en la preparación de todos aquellos datos e informes indispensables para orientar convenientemente la política de la institución” (*IGBR* 1927: 29-30).

en valores y volúmenes, la industria cafetera en sus diversas etapas, la compensación bancaria, el transporte en diversas modalidades, la actividad edificadora en las principales ciudades del país, la creación de nuevas sociedades, y el curso de las finanzas públicas.

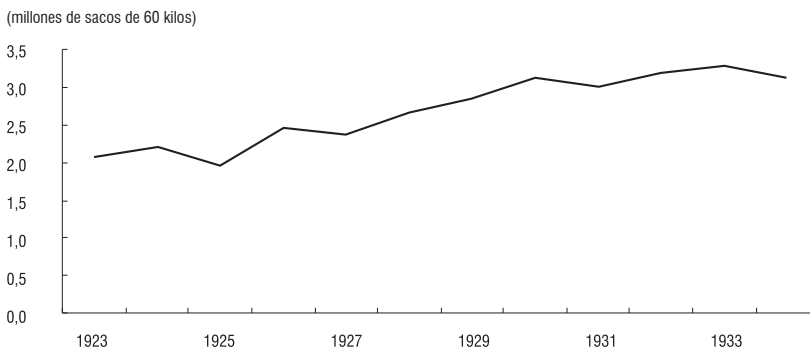
El Gráfico 2.11 revela las trayectorias de las exportaciones e importaciones en términos de volumen entre 1923 y 1934. Las importaciones aumentaron continuamente hasta 1928, declinaron durante 1929 y se precipitaron durante los siguientes tres años, de modo que en 1932 el volumen importado fue inferior en un 13% al de 1923. Las exportaciones aumentaron continuamente entre 1925 y 1928, y de manera ligera entre este último año y 1930, antes de caer durante los siguientes tres años. Las exportaciones de café, que en la segunda mitad de los años veinte representaron el 67% del valor total exportado, crecieron sostenidamente entre 1928 y 1930, y a un ritmo menor entre 1930 y 1933 (Gráfico 2.12).

Gráfico 2.11
Comercio exterior
Exportaciones e importaciones, 1923-1934



Fuente: *RBR* (varios años).

Gráfico 2.12
Exportaciones de café colombiano, 1923-1934

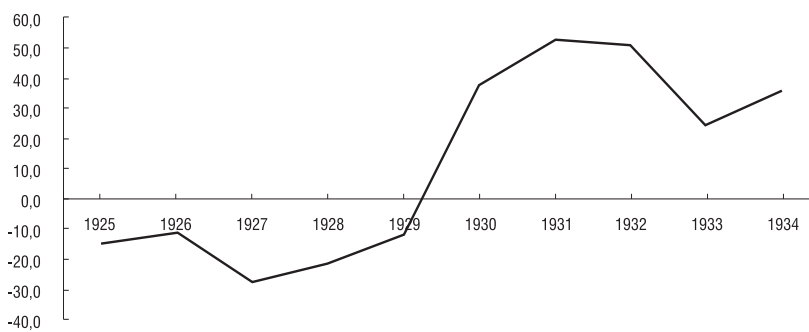


Fuente: *RBR* (varios años).

Una característica sobresaliente de la balanza comercial colombiana en los años veinte fue su carácter deficitario, en contravía de la experiencia de América Latina. En el período 1925-1929 el continente obtuvo un saldo favorable promedio anual en su balanza comercial de US\$450 millones, equivalente al 16,2% de las exportaciones (Naciones Unidas, 1967: Cuadro 20). En el caso de Colombia, el saldo medio negativo de su balanza comercial en dicho período fue de US\$20,5 millones, igual al 17,2% de las exportaciones. La caída sustancial de las importaciones durante los tres años siguientes se tradujo en saldos positivos de la balanza comercial (Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13
Balanza comercial, 1925-1934

(porcentaje de las exportaciones)



Fuente: RBR (varios años).

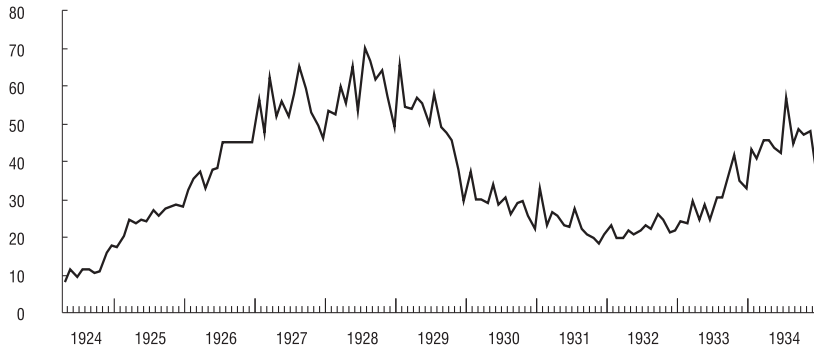
El dinamismo de la actividad interna fue registrado en la *Revista* por medio de una variedad de estadísticas. Una fuente inmediata de información era la compensación de cheques que diariamente realizaba el Banco como apoyo del sistema de pagos¹⁸. Durante décadas, las Notas Editoriales de la *Revista* brindarían información mensual sobre los cheques pagados, como un indicador rápido y significativo del estado de los negocios.

El Gráfico 2.14 presenta la evolución del canje desde abril de 1924, a lo largo del ciclo que acompañó la vigencia y posterior colapso del patrón oro, y luego durante los primeros tres años de reactivación que siguieron a la suspensión de dicho patrón. Como se apreciará en la evolución de otros indicadores, en especial de la industria cafetera, la compensación de cheques fue un termómetro muy sensible a sus cambios en el tiempo. Hasta agosto de 1927 la compensación siguió un tramo ascendente prácticamente ininterrumpido, el cual se aceleró desde 1926; la trayectoria ascendente se recuperó en 1928, con cima en julio, a partir de la cual el declive sería continuo hasta diciembre de 1931. A partir de entonces, el termómetro de los negocios comenzó a anunciar que se estaba en proceso de recuperación.

¹⁸ La primera oficina de compensación de cheques se abrió en Bogotá en abril de 1924. Dos años más tarde ya contaba con oficinas en Barranquilla, Medellín, Cali, Manizales y Cartagena, antes de extenderse a otras ciudades.

Gráfico 2.14
Banco de la República
Canje de cheques, datos mensuales, 1924 (abril) a 1934 (diciembre)

(millones de pesos)



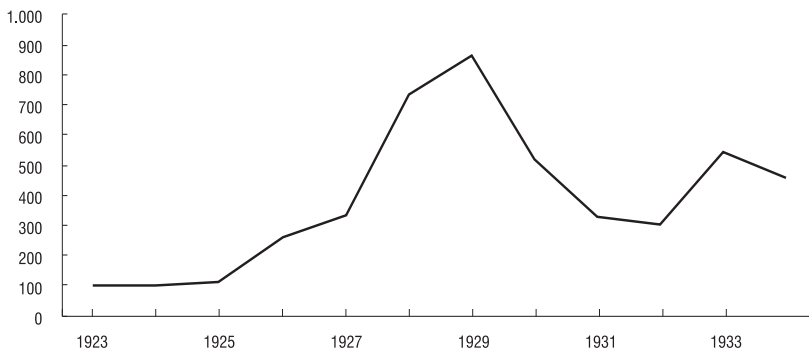
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Otra estadística seguida por el Banco era la del número de licencias de construcción (Gráfico 2.15). Ellas indican que la expansión de 1925 y 1926 se aceleró en 1927 y continuó a menor ritmo hasta la cima de 1928; la fase recesiva, muy aguda en 1929, se extendió hasta 1932.

Las cifras de transporte de carga, tanto por los ferrocarriles y cables, como por el río Magdalena, también sirvieron para ilustrar el ciclo completo de la actividad económica. Ellas coinciden en destacar el año de 1928 como el último de la fase expansiva, a partir del cual el dinamismo de la actividad transportadora se vino a pique, de manera que para 1931 se hallaba en niveles semejantes a los de 1923 (Gráfico 2.16).

Gráfico 2.15
Edificaciones en Bogotá, número de licencias, (1923-1934)
(1923=100)

(índice promedio)

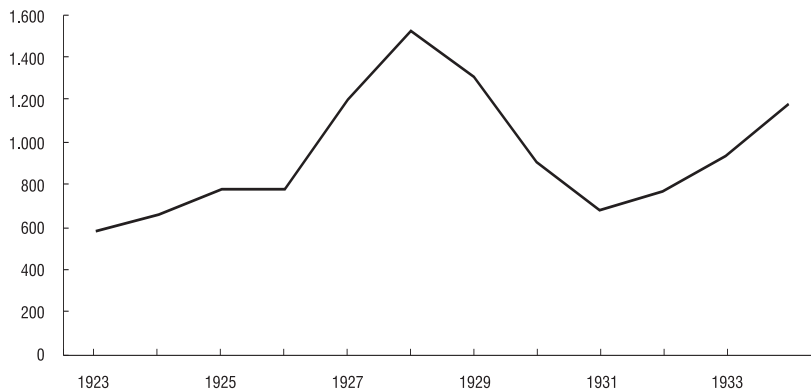


Fuente: RBR (varios años).

Gráfico 2.16

Transporte de carga por el río Magdalena, 1923-1934

(miles de toneladas)



Fuente: RBR (varios años).

La relevancia que para el crecimiento económico tenía el desarrollo de la infraestructura férrea fue resaltada en los informes del gerente (*IGBR*, julio de 1924: 19 y julio de 1925: 16-17), como también la importancia que tenían los indicadores de dinamismo del transporte ferrocarrilero, para el seguimiento de la coyuntura económica (Gráfico 2.17)¹⁹.

Gráfico 2.17

Transporte de carga: ferrocarriles y cables, 1923-1934

(miles de toneladas)



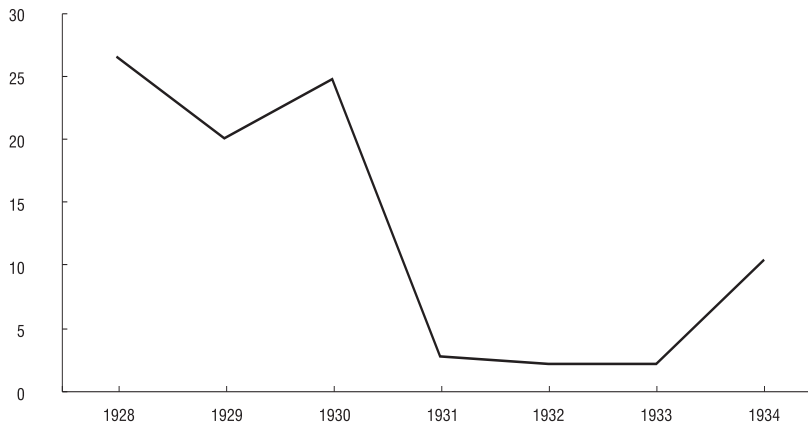
Fuente: RBR (varios años).

¹⁹ Según el gerente, “el tráfico de los ferrocarriles, ... indica el desarrollo del comercio total” (*IGBR*, julio de 1927: 19).

Otro indicador publicado por la *Revista* era el de las nuevas sociedades establecidas en Bogotá y los correspondientes capitales invertidos. Aunque con cifras disponibles solamente a partir de 1928, aquellas indican la paralización de la iniciativa empresarial que, para el bienio 1931-1933, alcanzó niveles mínimos (Gráfico 2.18).

Gráfico 2.18
Nuevas sociedades en Bogotá: capitales invertidos, 1928-1934

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (varios años).

c. *La hacienda pública*

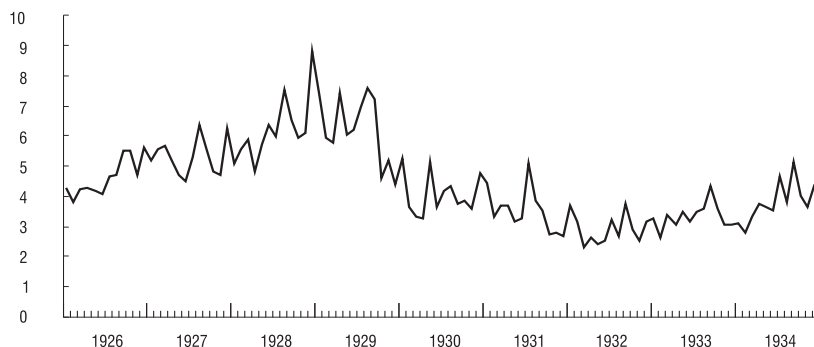
1) Los ingresos y gastos ordinarios

“La situación fiscal” fue uno de los subtítulos comunes al formato de la Notas Editoriales desde la aparición de la *Revista*. Además de su función informativa del estado de la hacienda pública, el recaudo de rentas constituyó un indicador del dinamismo económico. En el Gráfico 2.19 se presenta la evolución mensual de los recaudos entre 1926 y 1934; si bien ellos siguieron siempre una ruta ascendente hasta finales de 1928, los mayores aumentos se produjeron en dicho año. Posteriormente sobrevino un descenso precipitado hasta mediados de 1930, y uno más moderado hasta alcanzar la cima del recaudo mensual en mayo de 1932. Luego vendrían dos años de recuperación lenta de los ingresos fiscales hasta finales de 1934.

Gráfico 2.19

Gobierno Nacional: recaudo mensual de rentas, 1926-1934

(millones de pesos)



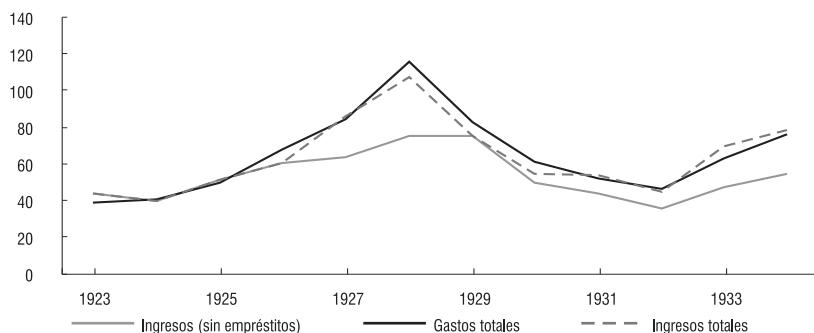
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Tanto el *Informe del Gerente* como la *Revista* hicieron amplio uso desde sus orígenes de la información presupuestal, tanto en términos de programación como de ejecución. El valor del presupuesto creció de manera continua a partir de 1923, alcanzó su pico en 1928, y luego descendió sostenidamente hasta 1932, experimentando su mayor caída en 1929 y 1930 (Gráfico 2.20). El gasto creció a una tasa media anual del 24,2% entre 1923 y 1928. Hasta 1925, ingresos y gastos crecieron al unísono, de modo que lo normal fue el equilibrio fiscal: dicho comportamiento correspondía a lo preceptuado por la hacienda pública clásica y por el marco monetario y fiscal adoptado en 1923. La expansión del gasto entre 1923 y 1925 no se habría podido financiar sin el ingreso extraordinario de la indemnización por la pérdida de Panamá, cuyo monto fue de US\$25 millones. En 1926 la curva de gastos comenzó a alejarse de la de ingresos, y para 1928 aquellos fueron mayores a estos en un 52,5%; semejante diferencia fue cubierta por créditos externos flotados por la Nación en 1927 y 1928.

Gráfico 2.20

Ejecución presupuestal, 1923-1934

(millones de pesos)



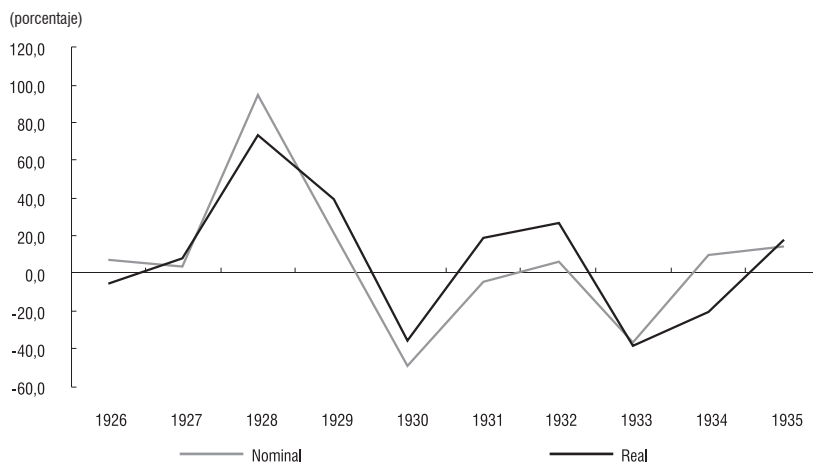
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Al cierre del crédito externo de largo plazo, y la recesión de la actividad económica, ya descrita con cierto dramatismo en las primeras ediciones de la *Revista* a finales de 1927, como se verá adelante, vino a sumarse el ajuste a la baja en las ejecuciones presupuestales entre 1929 y 1932; y la diferencia subsistente entre gastos e ingresos vino a suplirse por medio del endeudamiento interno, cuya fuente principal fue el crédito del Banco de la República.

En términos de la programación presupuestal, el ajuste se proyectó desde el presupuesto para 1929, con un crecimiento positivo muy inferior al de 1928, y como paso intermedio para crecimientos anuales en los siguientes seis años, cuyo promedio fue negativo; en 1930 y 1933 los crecimientos negativos fueron del 49% y 36%, respectivamente. Con motivo de la deflación del período 1929-1932, los crecimientos reales del presupuesto rebasaron sus crecimientos nominales, contribuyendo a morigerar los efectos recesivos de estos últimos (Gráfico 2.21).

Gráfico 2.21

Gobierno Nacional: presupuesto anual, crecimientos nominal y real, 1926-1935



Fuente: RBR (varios años).

El factor decisivo en la expansión presupuestal anterior a 1928 fue el crecimiento sin precedentes del gasto en obras públicas. Entre 1924 y 1927, cuando el presupuesto total escasamente aumentó, la participación promedio del presupuesto para obras fue del 30%, lo cual habla de su relevancia dentro del conjunto de la actividad gubernamental. En 1928 y 1929, cuando el tamaño promedio del presupuesto dobló al de los cuatro años anteriores, el de obras públicas llegó a significar el 50% del presupuesto total. Durante el ajuste la participación de las obras públicas cayó sucesivamente, desde guarismos todavía significativos del 26%, 21% y 16% en 1930, 1931 y 1932, respectivamente, a cifras inferiores al 10% en los dos años siguientes.

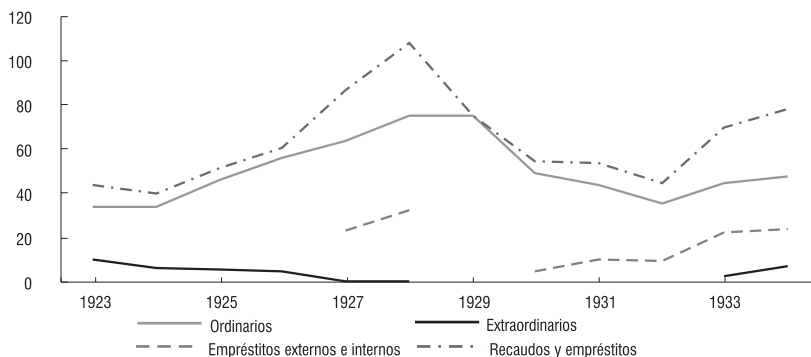
2) Los presupuestos extraordinarios

Los *ingresos extraordinarios* del Gobierno Nacional, como los originados en la indemnización ofrecida a Colombia por el gobierno de los Estados Unidos con motivo de la pérdida de Panamá, por la suma de US\$25 millones, se sumaron hasta 1926 a los pujantes recaudos ordinarios de la época (Gráfico 2.22). Los créditos externos de 1927 y 1928, por \$22,80 y \$31,99 millones, respectivamente, financiaron cerca del 70% del empujón en los *gastos extraordinarios* de dicho bienio que, sumados, alcanzaron la cima de \$77 millones (Gráfico 2.23). Tras el desvanecimiento del crédito internacional entre 1928 y 1929, una nueva oleada de gastos extraordinarios, de menor cuantía que la de los años veinte, sería posible con el resurgimiento del crédito interno, en gran parte financiado por el Banco de la República, una vez suspendido el patrón oro.

Gráfico 2.22

Gobierno Nacional: recaudos y empréstitos, 1923-1934

(millones de pesos)

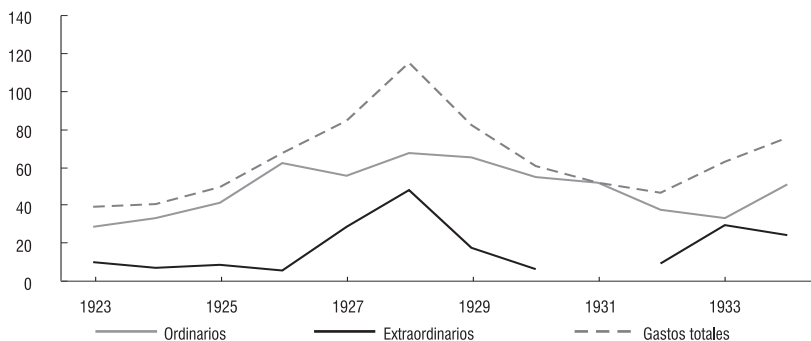


Fuente: RBR-90 (abril de 1935).

Gráfico 2.23

Gobierno Nacional: gastos ordinarios y extraordinarios, 1923-1934

(millones de pesos)



Fuente: RBR-90 (abril de 1935).

3) El crédito externo y las obras públicas

Tanto el informe anual del gerente como la *RBR* siguieron con atención la temática presupuestal, y en especial la relacionada con las obras públicas. Del reconocimiento explícito de la importancia inaplazable de las obras de infraestructura para el crecimiento, y de la pertinencia del endeudamiento externo para financiarlas, se pasó a recomendar la disposición de criterios técnicos en la selección de los proyectos y a plantear la conveniencia de que el Banco de la República participara en las decisiones de contratación de crédito externo.

En 1925 el gerente celebró que el Gobierno dispusiera de “cuantiosos recursos con que jamás contó durante la vida de la República, para iniciar y continuar con bastante intensidad obras públicas, y especialmente vías ferroviarias, que constituyen la primera necesidad, la necesidad suprema para el desenvolvimiento económico de Colombia”. Y, además, que se contara desde las reformas de 1923 —en especial, de la Ley 34 de dicho año sobre presupuesto— con un marco legal favorable al equilibrio en la hacienda pública, “con sabias disposiciones adoptadas por el Congreso que limitan la iniciativa parlamentaria en materia de gastos, que impiden la inflación caprichosa de las rentas y que ponen coto a la prodigalidad de gobernantes y legisladores en lo tocante a créditos o apropiaciones adicionales” (*IGBR*, julio de 1925: 16-17). En 1926 destacó la boyante situación fiscal resultado, entre otras causas, del “magnífico crédito exterior del país” (*IGBR*, julio de 1926: 16). Pero ya en 1927 acudió a un lenguaje que sugería la presencia de dificultades en la ejecución de las obras públicas y en la inversión del crédito externo:

Que lo obtenido por las entidades públicas se gaste, económicamente, en obras verdaderamente necesarias y productivas [...] también parece razonable, que en esta materia de la contratación de empréstitos, que se consultara y se atendiera el concepto del Banco de la República, en cuanto a la oportunidad, conveniencia y condiciones de cada negociación; pues es necesario recordar que éste tiene a su cargo la regularización de la circulación monetaria y la estabilización del cambio exterior, sobre los cuales ejercen influencia decisiva los empréstitos externos que se contraten (*IGBR*, julio de 1927: 34-35)²⁰.

No es que la imprevisión fuera absoluta, como lo testimoniara el ministro de Hacienda Esteban Jaramillo ante la Cámara de Representantes a finales de 1927, al exponer los lineamientos del programa gubernamental de obras públicas, entre los cuales se citaban los siguientes: 1.º: construcción de ferrocarriles y arreglo de puertos y arterias fluviales

²⁰ Como se observara que las condiciones de crédito obtenidas en el exterior por los departamentos y municipios eran diferentes a las conseguidas por el Gobierno Nacional, el gerente sugirió que se dejara en manos de este último la contratación de todos los créditos. Tal sugerencia fue aceptada por el Ejecutivo, el cual asumió una mayor intervención en las contrataciones de aquellos entes territoriales (*RBR*-5, marzo de 1928: 120). Un proyecto de ley fue presentado al Congreso por el Ministerio de Hacienda, en el cual se establecían condiciones “dentro de las cuales puedan los departamentos y municipios contratar empréstitos extranjeros, para evitar que se contraigan por tales entidades compromisos cuyo cumplimiento pueda implicar para ellas o para la nación dificultades y perjuicios”. Añade el editorialista que, con base en esta política, en el ámbito nacional ya se había vetado una negociación reciente del departamento de Caldas (*RBR*-7, mayo de 1928: 180). Dicho proyecto salió airoso en las cámaras legislativas como Ley 6.ª de 1928 (Jaramillo, 1990).

con recursos adquiridos mediante el “uso moderado y prudente” del crédito externo; 2.^{do}: celebración de los contratos requeridos con entidades de capacidad técnica comprobada; 3.^{ro}: organización del Consejo Nacional de Vías de Comunicación; y, 4.^{to}: creación de un fondo especial destinado al fomento de la red automoviliaria del país (*RBR*-1, noviembre de 1927: 7)²¹.

En relación con análisis efectuados en los Estados Unidos sobre los créditos otorgados a Suramérica, Carlos E. Restrepo insistió entre otros aspectos, en los siguientes: si bien los empréstitos originados en los Estados Unidos hacia Centro y Suramérica se extienden bajo el control del Departamento de Estado, los prestatarios no deberían concurrir a su negociación sin previos estudios técnicos sobre las obras propuestas. Si así se hiciera, señaló Restrepo, entidades como la nación, los departamentos y los municipios “prospectarían sus empréstitos sobre bases firmes”. A esto habría que añadir una severa fiscalización para impedir que a los recursos se les diera una inversión distinta de la contratada, o que se dilapidaran de alguna forma (Restrepo, 1928; citado en *RBR*-9, julio: 246-249).

Con el paso del tiempo, la *RBR* comenzó a referirse al “problema magno de las obras públicas”, al constatar que las previsiones anunciadas no eran acogidas en la práctica. No solo “costosos errores en la construcción de las tan necesarias obras” sino “deficiente y cara dirección oficial”. También, la ausencia de un organismo competente de control, como el Consejo de Obras propuesto al Congreso de 1927. Además, la vigencia “de un espíritu de prodigalidad en los gastos públicos, que es fuerza refrenar a toda costa, si queremos conservar la sanidad de las finanzas y del crédito de la nación”. A todas estas el vigilante por antonomasia del orden en la hacienda pública, el Congreso, no estaría actuando de acuerdo con dicha función, esencial en un régimen democrático (*RBR*-11, septiembre de 1928: 307; *RBR*-14, diciembre de 1928: 404).

El manejo prudente del crédito externo en las obras públicas fue un tema reiterado por la *Revista* a lo largo de 1929. Los fondos deberían invertirse “en la forma que la más alta técnica obtenible, después del más profundo estudio posible, aconseje” (*RBR*-15, enero de 1929: 4). La creación del Consejo Nacional de Vías de Comunicación, compuesto por técnicos nacionales y extranjeros, fue reconocida como un avance importante en la organización del ramo (*RBR*-19, mayo de 1929: 139). Con el agravamiento de las condiciones fiscales del país hacia finales del año, y sin contar con la aprobación del presupuesto para 1930 por parte del Congreso, una junta patriótica asumió la tarea de formular un proyecto de presupuesto; una de sus consideraciones fue la de continuar “en muy modesta escala”, dada la reciente astringencia de las fuentes de crédito exterior, las obras prioritarias recomendadas por el Consejo de Vías de Comunicación (*RBR*-26, diciembre de 1930: 365).

²¹ Una presentación más completa de dichos lineamientos apareció en la *Memoria de Hacienda* de 1928 (Jaramillo, 1990). En 1928, con motivo de la flotación de un crédito de US\$35 millones en Nueva York, cuyo producto se destinaría a la construcción de ferrocarriles y calzadas para autos, el Ministerio de Obras Públicas abrió una licitación en la cual participaron 22 firmas entre nacionales y foráneas (*RBR*-6, abril de 1928: 152). En mayo siguiente la *Revista* dio cuenta de varias contrataciones de obras públicas con las firmas colombianas y extranjeras que fueron aceptadas (americanas, alemanas, francesas, canadienses). Según el editorialista, “parece que las condiciones en que las obras han sido contratadas se estudiaron cuidadosamente y dan garantías de que ellas se llevarán a término de manera científica y económica” (*RBR*-7, mayo de 1928: 180).

A las voces de cordura que desde diferentes ángulos se expresaron desde 1925 en relación con los empréstitos externos y la realización de obras públicas, con un éxito apenas limitado y tardío, se unieron el informe anual del gerente del Banco, y la *Revista* desde su creación. No estuvo demás que el gerente expresara su desencanto. Así, en relación con el desvanecimiento de las fuentes de crédito exterior a escala internacional desde mediados de 1928, el gerente aludió, según sus palabras, “con franqueza” a situaciones de carácter nacional que habrían deteriorado la imagen colombiana ante los acreedores externos:

La primera de ellas ha sido la política seguida por el país en materia de obras públicas, cuyos errores evidentes, criticados aquí y en el exterior, han llevado al ánimo de los acreedores extranjeros la impresión de que el dinero no se invertía con el máximo de eficacia y provecho. El deseo de atender de una vez a los anhelos de progreso que todas las regiones del país experimentan, llevó al Congreso a decretar una multiplicidad de obras, no todas de igual importancia, y muchas que sólo la tenían local, dispersando de ese modo los recursos que deberían haberse concentrado en unas pocas de indiscutible trascendencia vital para la nación, [...] A ese defectuoso plan de obras públicas, [...]vinieron a sumarse todos los inconvenientes que la administración oficial tiene en esa clase de trabajos, sobre todo en donde, como en Colombia, no se cuenta con la organización ni el personal adiestrado para ellos (*IGBR*, julio de 1929: 37-38)²².

4) La deuda externa e interna del Gobierno Nacional

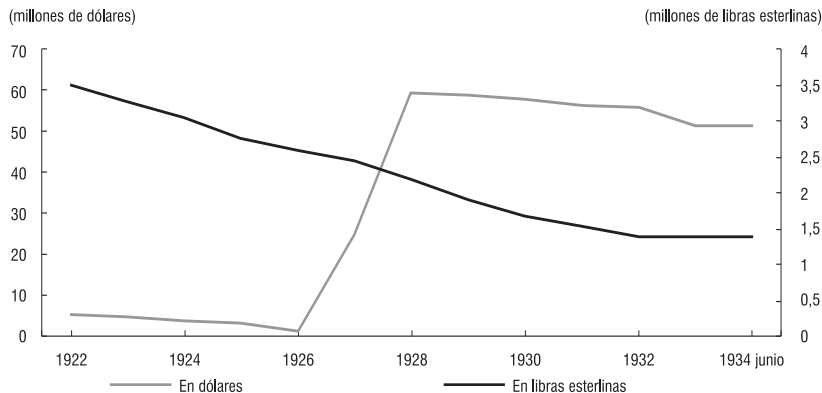
En 1923 la deuda de largo plazo del Gobierno Nacional era del orden de US\$ 22,4 millones, de los cuales aproximadamente US\$ 16,8 millones, o sea el 75 %, estaban representados por antiguos créditos de origen británico. Los créditos externos de 1927 por US\$ 25 millones, y de 1928 por US\$ 35 millones, fueron las dos operaciones de endeudamiento adelantadas por el Gobierno Nacional durante el apogeo del endeudamiento internacional iniciado hacia 1924. Así, la deuda en dólares de solo US\$ 1,47 millones a principios de 1927 pasó a ser de US\$ 25,05 millones a finales del mismo año, y a US\$ 59,53 millones a finales de 1928 (Gráfico 2.24)²³. En este nivel se encontraba la deuda del Gobierno Nacional cuando sobrevino el cierre del crédito externo entre 1928 y 1929.

²² El tema fue reiterado en 1930, pensando en el futuro, en relación con la participación del Banco en la contratación del crédito externo: “En lo referente a empréstitos externos, hay un punto que debe tenerse muy en cuenta, y es el de dar al banco de emisión alguna injerencia, o al menos el derecho de ser oído, en la contratación de esa clase de operaciones, sean ellas para las entidades públicas o para establecimientos de crédito privados” (*IGBR*, julio de 1930: 29).

²³ Los dos créditos fueron colocados a una tasa de interés del 6% y a un plazo de 34 años, pero sobre el de 1927 se aceptó un descuento inicial del 8,82%, y sobre el de 1928 uno del 8,70%. Según el editorialista, el préstamo de 1928 “lo tomaron los banqueros al 91,30% y fue lanzado por ellos al 95% siendo suscrito inmediatamente, con creces” (*RBR*-6, abril de 1928: 152). Las condiciones fueron más favorables para la nación, que para los departamentos, los municipios y los bancos que también acudieron por la misma época al financiamiento externo. Estas entidades negociaron sus operaciones a plazos que en general fueron a veinte años, con tasas de interés en la mayoría de los casos del 7%, y con descuentos que excepcionalmente estuvieron entre el 8% y el 10%, más frecuentemente entre el 11% y el 12%, y en algunos casos por encima del 15% (*IGBR*, julio de 1943: cuadro XLII).

Gráfico 2.24

Deuda externa de largo plazo del Gobierno Nacional, 1922-1934 (junio)

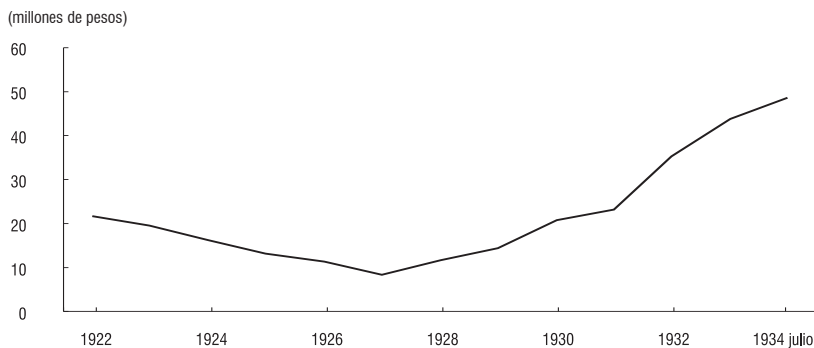


Fuente: RBR-84 (octubre de 1934)

La deuda interna del Gobierno Nacional consolidada, que era de \$21,8 millones al cierre contable de 1922, se redujo de manera continua hasta alcanzar la cifra de \$8,5 millones en 1927; a partir de este año se inició su ascenso ininterrumpido durante el horizonte en consideración, con mayor ritmo a partir de 1932, cuando, ante la cesación del crédito externo y el establecimiento de controles cambiarios y comerciales, se acudió intensamente al endeudamiento interno (Gráfico 2.25)²⁴.

Gráfico 2.25

Deuda interna consolidada del Gobierno Nacional, 1922-1934 (julio)



Fuente: RBR-84 (octubre de 1934)

²⁴ Tal como lo advierte el gráfico en consideración, se alude exclusivamente a la deuda interna consolidada, de modo que no se incluye el endeudamiento bancario, en especial con el Banco de la República, el cual creció de manera significativa después de 1932, como se verá más adelante, cuando se discutan las políticas reflacionistas adelantadas a partir de dicho año.

5) Encrucijadas en el manejo de tesorería

La brecha creciente entre gastos e ingresos (sin empréstitos) ejecutados en 1927 y 1928 creó dificultades en el manejo de tesorería (Gráfico 2.20). En diciembre de 1929, el ministro de Hacienda, agobiado por la no expedición del presupuesto para 1930 por parte del Congreso y el desplome previsto de las rentas para tal año, insistió ante el Consejo de Ministros en la necesidad de abatir el gasto. En sus estimaciones, el déficit acumulado de 1927 y 1928 montaba a \$ 11,3 millones, las rentas públicas no llegarían a \$ 60 millones, y de no mediar reducciones significativas en el gasto, “el desequilibrio será inevitable y la situación de tesorería se reagrarará” (Pérez, 1929: 397)²⁵.

El Gráfico 2.26 enseña el colapso pronosticado en los recaudos de 1930, proveniente de la caída en los impuestos indirectos, cuyo rubro dominante era el de aduanas; para entonces, los indirectos representaban el 53 % del recaudo. Ante el desplome de las importaciones entre 1930 y 1932 (Gráfico 2.11), el aforo de las aduanas cayó en un 50 %, y el de los recaudos totales en un 43 %. Aunque en octubre de 1929, a instancias del Ejecutivo, se había aprobado una ley de economías en los gastos públicos, como entonces se le denominó, ya para diciembre parecía insuficiente²⁶. La verificación de los problemas anticipados de tesorería en los primeros meses de 1930 dejó en claro la necesidad de acudir a un crédito de corto plazo que pudiera convertirse posteriormente en uno de largo plazo. Al comentar sobre el desmedro de los ingresos fiscales, el editorialista señaló que:

Este descenso, por más que estuviera previsto, ha creado en la Tesorería General de la República una situación en extremo difícil, haciendo imposible atender al déficit proveniente de años anteriores, y aun a muchos de los gastos actuales. Situación semejante está pidiendo medidas enérgicas y prontas para reducir los gastos públicos hasta donde sea necesario para conseguir el equilibrio presupuestal, y obtener un empréstito bancario que permita poner al corriente los pagos atrasados en la Tesorería (*RBR*-30; abril de 1930: 99)²⁷.

²⁵ Como no se contara con la aprobación del presupuesto, el Gobierno convocó una Junta Patriótica para que formulara un nuevo proyecto, y así dictar el decreto de liquidación correspondiente; este calculó unas entradas de \$ 62 millones y unos gastos de \$ 54 millones, lo cual dejaba un excedente de \$ 8 millones para enjugar parte del déficit acumulado (*RBR*-26, diciembre de 1929: 364; *RBR*-27, enero de 1930: 3). La Junta Patriótica también propuso el texto de decreto reglamentario de la Ley 34 de 1923, orgánica del presupuesto nacional, expedida por recomendación de la Misión Kemmerer de dicho año.

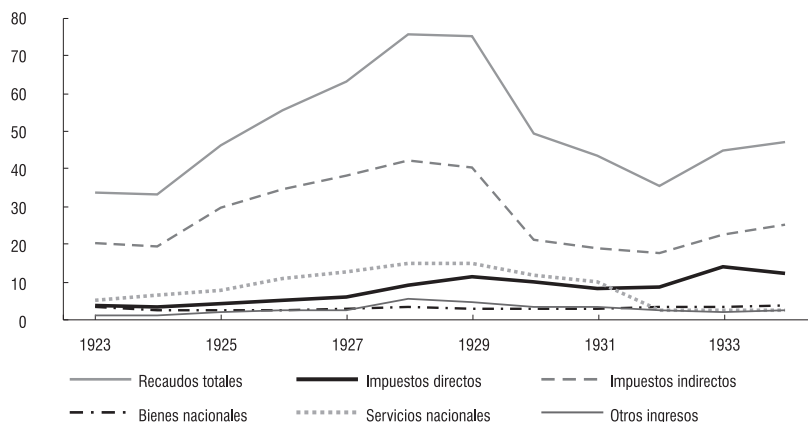
²⁶ Meses atrás, la *Revista* había señalado que, si bien la caída de las importaciones contribuiría al equilibrio de la balanza de pagos, la situación de tesorería se tornaría “bastante difícil” (*RBR*-24, octubre de 1929: 300).

²⁷ La crisis fiscal dio pie para la renuncia del ministro de Hacienda y una posterior reestructuración del gabinete, cuya convocatoria con participantes de los dos partidos políticos se denominó Ministerio de Concentración Patriótica.

Gráfico 2.26

Ingresos recaudados del Gobierno Nacional, 1923-1934

(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (varios años).

Ante el deterioro progresivo de la situación de tesorería, The National City Bank anunció su disposición para prestar a los tenedores de órdenes de pago del Gobierno Nacional, en su mayor parte los departamentos, hasta el 50% de su valor, al interés bancario corriente. Además, el City compró al Banco de la República libranzas a cargo de la Tesorería General de la República por una suma equivalente en dólares a \$4 millones; con esta operación quedó libre el cupo de crédito del Gobierno Nacional en el Banco, y esta institución fortaleció su acervo de reservas (*RBR*-33, julio de 1930: 195; *RBR*-34, agosto de 1930: 228). La operación contribuyó a aliviar las presiones corrientes sobre la tesorería, pero el déficit acumulado seguía a la espera de una medida financiera para cancelarlo. Aquella fue expedida en el segundo semestre del año mediante la autorización para contratar empréstitos hasta por \$30 millones (*RBR*-35, septiembre de 1930: 260)²⁸. Gestiones realizadas en Nueva York con banqueros internacionales, en búsqueda de avances para la tesorería, resultaron fructíferas, a pesar del desfavorable ambiente crediticio de la época. Por esta vía se allegarían recursos del orden de \$20 millones²⁹.

Como parte del plan crediticio para financiar el déficit de tesorería se emitieron pagarés del Tesoro del 8% con plazos escalonados de dos a cinco años; su emisión,

²⁸ Igualmente, se dieron amplias facultades para la reorganización de los servicios públicos. En relación con la administración pública y las finanzas, por iniciativa y conducto del presidente electo Enrique Olaya Herrera, se contrató una nueva misión de consejeros económicos liderada por Edwin W. Kemmerer (*RBR*-32, junio de 1930: 164).

²⁹ A mediados de 1931 el gerente se refirió a la operación aludida en los siguientes términos: “Merced a arreglos celebrados en Nueva York por el señor Presidente de la República antes de asumir sus altas funciones, logró obtenerse para nuestro país, precisamente cuando las puertas del crédito se cerraban, el apoyo de un poderoso grupo de banqueros internacionales, que le ha hecho avances por \$20 millones, que se han destinado a cancelar ese déficit [...]” (*IGBR*, julio de 1931: 38).

autorizada hasta por \$6 millones, no salió al mercado sino que fue comprada por dos empresas extranjeras y por el Banco de la República. La Tropical Oil Company y la Andian National Corporation adquirieron cada una \$2 millones a la par en tales títulos, y el resto quedó para ser tomado por el Banco de la República, de acuerdo con la reforma de la ley orgánica de la institución propuesta por la segunda misión Kemmerer (*RBR-38*, diciembre de 1930: 360)³⁰.

Los banqueros internacionales ofrecieron un nuevo crédito al Gobierno Nacional por \$4 millones, y otro por igual cantidad para ser girado entre enero y junio de 1931, siempre que se votara un proyecto de ley sometido al Congreso, cuyo fin era del de organizar los ferrocarriles nacionales sobre bases comerciales. Tal tipo de organización venía siendo exigida de tiempo atrás tanto por el Banco como por el Ministerio de Hacienda, y el editorialista convino en apoyarla:

Consideramos la condición exigida por los banqueros no solo equitativa sino de alta conveniencia para el país, pues es una clamorosa necesidad la organización autónoma y técnica del patrimonio ferroviario de la nación, [...] (*RBR-39*, enero de 1931: 4).

Aprobada la ley de ferrocarriles, quedó despejado el camino para recibir los fondos de los banqueros externos para la tesorería (*RBR-40*, febrero de 1931: 44. *RBR-42*, abril de 1931: 119. *RBR-44*, junio de 1931: 200). Al iniciarse el segundo semestre del año, el Gobierno Nacional ya había recibido de dichos banqueros la suma de \$20 millones negociada en Nueva York. Por el momento se trató, en buena parte, de una forma de refinanciación de la deuda externa de los departamentos, ya que al recibir los fondos de parte de la Nación dichas entidades los destinaron a cubrir sus compromisos de deuda externa (*RBR-45*, julio de 1931: 235). Dada la magnitud del financiamiento de corto plazo, las partes contratantes obraron con el supuesto de que más adelante se le convertiría en una deuda de largo plazo, operación conocida como *funding*.

2. La dinámica de los precios

El seguimiento de la situación general del país requería no solo la lectura de indicadores de actividad, sino también de precios. Las cotizaciones externas e internas del café constituirían una fuente permanente para los informes anuales del gerente y para las ediciones mensuales de la *Revista*. En la medida de las disponibilidades estadísticas, el Banco construiría índices de precios sobre víveres en las principales ciudades del país,

³⁰ La Ley 73 de 1930 (13 de diciembre), artículo 1.º, autorizó el ensanche del cupo de crédito del Gobierno en el Banco de la República en un 15% de su capital pagado y reserva legal (*RBR-39*, enero de 1931: 11). En la exposición de motivos de la Ley 82 de 1931 (junio 23) se expresó lo siguiente en relación con la idea de elevar el límite de dicho cupo de crédito, que en 1923 se había establecido en el 30% de su capital y reserva legal: "Aun cuando la Misión cree que sería poco aconsejable aumentar el límite de 30% que hoy existe, conviene en que la sólida posición del Banco de la República y la manera conservadora como ha manejado los préstamos al Gobierno durante los siete años transcurridos, justifican un modesto ensanche de dicho límite [...]". (*Leyes Financieras*, 1931: 483).

y posteriormente índices más completos sobre el costo de vida en Bogotá y Medellín. Además, se construyeron índices de precios sectoriales, como el de materiales de construcción en Bogotá y el de las ferias de ganados en Medellín. Asimismo, se contempló a la información sobre rendimientos, procedente de los mercados financieros (acciones, bonos e hipotecas).

a. Los precios externos e internos del café

Ya en su primer informe, el gerente Félix Salazar destacó la relevancia para la bienandanza de la economía de la suerte del café en los mercados externos, en especial en la plaza de Nueva York. No se trataba solamente de la balanza comercial, sino de los efectos multiplicadores de la prosperidad cafetera sobre la demanda interna:

Si [...] el precio del café se conserva al nivel requerido para dejar pingües ganancias a los agricultores de aquel grano, será ésta una causa de enriquecimiento nacional y de bienestar económico, por la acción estimulante que los altos precios ejercen sobre la producción, por el mayor pedido de mano de obra que hace subir los jornales, mejorando la condición de las clases laboriosas, y por el ensanche de los consumos, con el que se benefician el comercio y las demás industrias nacionales (*IGBR*, julio de 1924: 19).

Tras la profunda crisis de 1919-1920, cuando las cotizaciones del café colombiano se descolgaron desde el máximo nivel alcanzado hasta entonces, de 30 US¢ por libra estadounidense (456 gramos) hasta el de 15 US¢, los precios siguieron una tendencia ascendente con algunos ciclos de caída y posterior recuperación, como ocurriera precisamente en los meses alrededor de la fundación y primeras actividades del Banco: esta tendencia persistiría hasta finales de 1925 y principios de 1926, cuando de nuevo se alcanzaron niveles que rebasaron los 30 US¢. Este fue el preámbulo de un descenso que llegaría hasta el nivel de 10 US¢ en 1933, interrumpido por una favorable reacción transitoria en el segundo semestre de 1927 (Gráfico 2.27).

El precio interno del café se movería al unísono, aunque no siempre en las mismas proporciones, con las cotizaciones externas; su efecto expansionista, cuya vida se extendería hasta enero de 1926, cuando el café pilado en Girardot se vendió a \$ 68,71 por carga de 125 kilos, sería sucedido por un efecto contraccionista sobre la actividad interna en la medida en que los precios en aquella plaza descendieron a lo largo del siguiente año y medio hasta el orden de \$ 50 entre abril y junio; el repunte sustancial del segundo semestre llevaría los precios hasta la cima de \$ 66, la cual se sostendría hasta finales del tercer trimestre de 1928, cuando se iniciaría su descolgada permanente hasta niveles de \$ 24 a mediados de 1933 (Gráfico 2.28).

Gráfico 2.27

Cotizaciones externas del café colombiano en el mercado de Nueva York, 1922-1934

(centavos de dólar por libra [453,6 gramos])

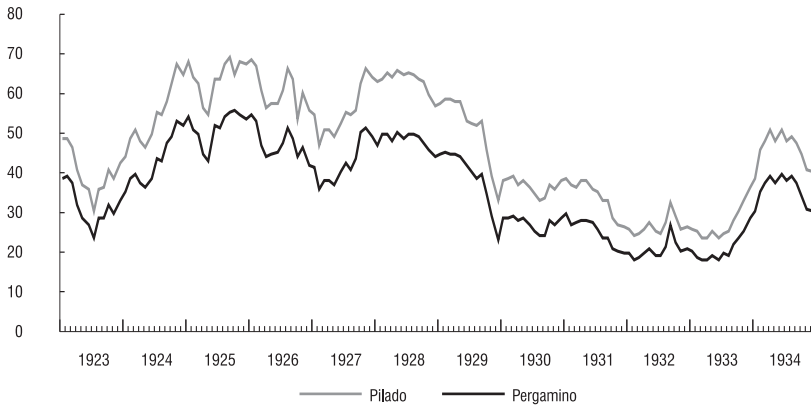


Fuente: Federación Nacional de Cafeteros (*Boletín de Estadística*).

Gráfico 2.28

Precios internos del café: mercado de Girardot, datos mensuales, 1923-1934

(pesos por carga de 125 kilos)



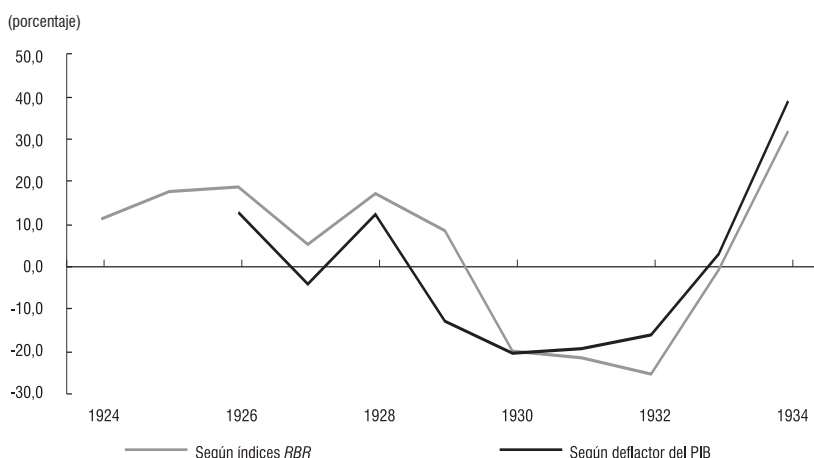
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros (*Boletín de Estadística*).

b. Los primeros índices del costo de vida

En su “breve ojeada” anual, el gerente aludiría a los factores que a su juicio estarían ejerciendo presiones sobre los precios internos. En 1924 destacaría la conjugación de elementos favorables sobre la demanda, como la prosperidad del negocio cafetero, y elementos

desfavorables por el lado de la oferta, relacionados con una prolongada sequía, que se tradujo en “un aumento extraordinario en el precio de los géneros alimenticios” (*IGBR*, julio de 1924: 19). Con motivo de una nueva sequía entre octubre de 1925 y junio de 1926, que el gerente definiera como “de duración e intensidad no conocidas antes en Colombia”, sus efectos sobre la actividad económica en general lo llevaron a afirmar que “el costo de la vida alzó en forma no conocida antes” (*IGBR*, julio de 1926: 14). Según el “Índice del costo de las subsistencias en las principales plazas del país”, publicado por primera vez por la *RBR* en septiembre de 1929, la inflación en 1926 habría sido del 18,3 % (*RBR*, septiembre de 1929)³¹ (Gráfico 2.29).

Gráfico 2.29
Tasa de inflación anual, 1924-1934



Fuentes: deflactor del PIB según el DANE (1994=100). Índice del costo de las subsistencias en las principales plazas del país, publicado por el Banco de la República (primer semestre de 1923 = 100).

Con base en las estadísticas de comercio exterior y del movimiento de carga en los ferrocarriles (como el ilustrado en el Gráfico 2.17) entre 1923 y 1927, el gerente escribió en este último año que “la comparación de las cifras anteriores muestra el crecimiento económico del país”. Y a renglón seguido añadió que “ese mismo crecimiento ha suscitado graves problemas en nuestra vida nacional, antes desconocidos”. Uno de ellos, “el del alto costo de la vida, originado, entre otras causas, por la escasez de brazos para la agricultura y el alza de los jornales, debidos a la escala sin precedentes en que se trabaja en las obras públicas”; otro, “el de la aglomeración de la carga de importación en los

³¹ Con anterioridad, en la edición de junio del mismo año se publicó un grupo de gráficos bajo el título de Estadísticas Económicas de la República de Colombia, que incluía la del índice del costo de las subsistencias; dicho índice estaba construido con base en los precios del primer semestre de 1923. El crédito de la información presentada se otorgó a la división económica de la International Telephone and Telegraph Corporation de Nueva York.

puertos marítimos y fluviales, causada por la insuficiencia de nuestros medios de transporte para atender el enorme aumento que han tenido las importaciones, especialmente por los elementos destinados a aquellas mismas obras”; y, finalmente,

[...] las adversas condiciones atmosféricas han sido causa, [...] de una considerable disminución en la última cosecha de café, disminución que [...] no puede calcularse en menos de un 30 por 100, si bien en algunas regiones pudo llegar hasta el 60 por 100. Si a esto se agrega que los precios del café en los mercados extranjeros han sufrido sensible baja, a causa de la enorme cosecha que se espera de las plantaciones del Brasil, se comprende que el monto de las exportaciones del país, cuyo 80 por 100 lo constituye aquel fruto, han de sufrir en este año serio menoscabo [...] (*IGBR*, julio de 1927: 32-33)³².

En marzo de 1927 se creó un comité para que estudiara “el problema de la carestía de la vida”. En su informe se destacaron diversos aspectos que podrían haber contribuido a la inflación reciente, entre ellos los de índole monetaria. El Comité señaló que, “uno de los factores que a menudo influyen en el precio de las cosas es el factor monetario”; que “la moneda circulante y los depósitos bancarios girables por medio de cheques han aumentado considerablemente en Colombia durante el lapso comprendido entre 1924 y 1927”; que “si bien es verdad que una parte de ese aumento de los medios de pago ha correspondido a un ensanche efectivo del comercio y de los negocios, es muy probable que otra parte haya obedecido a operaciones de especulación y a consumos superfluos”; que, “es también presumible que por medio de los redescuentos hechos a los bancos accionistas por el de la República, una parte de los fondos de este establecimiento ha podido ser usada en objetos de especulación y en inversiones permanentes, tales como compra de tierras y edificios, en vez de serlo en la producción, fabricación, transporte o venta de productos y mercancías, según la letra y el espíritu de la ley orgánica del Banco emisor”; que “esa expansión inmoderada [del crédito], sobre todo cuando obedece a especulaciones, a consumos superfluos o a inversiones permanentes, puede causar graves trastornos en la economía nacional y perjuicios considerables a los mismos bancos [...]”³³.

No podía expresarse más resueltamente la adhesión de los redactores del informe a la teoría del crédito comercial, la cual limita el crédito a operaciones comerciales de corto plazo, de capital de trabajo, y excluye las comprometidas en capital fijo que no son liquidables en el corto plazo. El informe considera que la inflación de los dos últimos años pudo deberse en parte a una política crediticia poco prudente que habría excedido los límites de lo necesario para la expansión de actividades productivas. No hay una alusión explícita al papel jugado por el extraordinario crecimiento de las reservas internacionales en los años anteriores, que bajo el régimen de tasa de cambio fija tenía que traducirse en una ampliación también extraordinaria del dinero en manos del

³² En 1926 el valor de las exportaciones de café ascendió a \$85,9 millones, suma que representó el 77% del valor de las exportaciones totales; en 1927 el valor del café exportado fue de \$70,9 millones, equivalente al 65% de la factura total de las exportaciones (Díot, 1976: 215-216).

³³ Comité encargado de estudiar el problema de la carestía de la vida (1927: 48-49). Se trató de un comité bipartidista integrado por Esteban Jaramillo, Simón Araújo, Carlos Uribe Echeverry, Enrique de Narváez, Gonzalo Córdoba, Luís López de Mesa y Francisco Pineda López.

público y de las reservas de caja de los bancos. La importancia predominante de los activos externos en la producción de la base monetaria durante el primer lustro de vida del Banco fue expuesta en el Gráfico 2.4.

La tasa de inflación cayó del orden del 18% en el que se mantuvo durante el bienio 1925-1926, al 5% en 1927 (Gráfico 2.29). En sus dos primeras ediciones mensuales la *RBR* acusó la quietud general de los negocios, en especial la lentitud de las transacciones comerciales; se entendió que tal situación correspondería a “un reajuste en la situación económica del país, bien natural, por cierto, después del alza tan considerable que tanto el costo de la vida como todos los valores y servicios habían experimentado” (*RBR*, noviembre de 1927: 4; *RBR*, diciembre de 1927: 33).

D. La tasa de cambio

La vigencia internacional del patrón oro exigía de los países que integraban el sistema que sus respectivas unidades monetarias poseyeran un valor en oro establecido por la ley. En el caso de Colombia, el Código Fiscal de 1912 había establecido el peso oro como la moneda nacional³⁴. Ciertamente ya no se requería la circulación de monedas metálicas, y de hecho los estatutos de nuevos o renovados bancos centrales establecieron la circulación de billetes representativos de oro, en lugar de la circulación de los tradicionales signos monetarios. Así, en el caso de Colombia, la ley orgánica del Banco estableció que sus billetes no tendrían curso forzoso (como ocurriría en un régimen de papel moneda inconvertible) y que serían la moneda legal (Ley 25 de 1923, artículo 17. *Leyes Financieras*, 1931: 48).

En un contexto internacional con cajas de conversión, bancos centrales o tesorerías gubernamentales que participan en la compra y venta de oro, se supone que la paridad se encuentra entre los precios de compra y venta del oro. Al reanudarse la vigencia internacional del patrón oro, después de la guerra, un tema crucial fue el de la tasa de cambio a la cual se retornaría a dicho patrón, ya que durante las hostilidades la depreciación monetaria había sido característica a nivel internacional.

1. Experiencias relevantes en el mundo desarrollado y en América Latina

Dos experiencias protagónicas, y cuyas decisiones sobre la tasa de cambio de retorno al patrón oro tuvieron implicaciones internacionales definitivas para la supervivencia de este sistema, fueron las de Gran Bretaña y Francia. También, fue crucial el manejo monetario en los Estados Unidos para la viabilidad del sistema monetario internacional. Gran Bretaña restableció el patrón oro en abril de 1925, escogiendo como tasa de cambio el precio vigente al estallar la guerra, que era de US\$ 486,65 por libra esterlina;

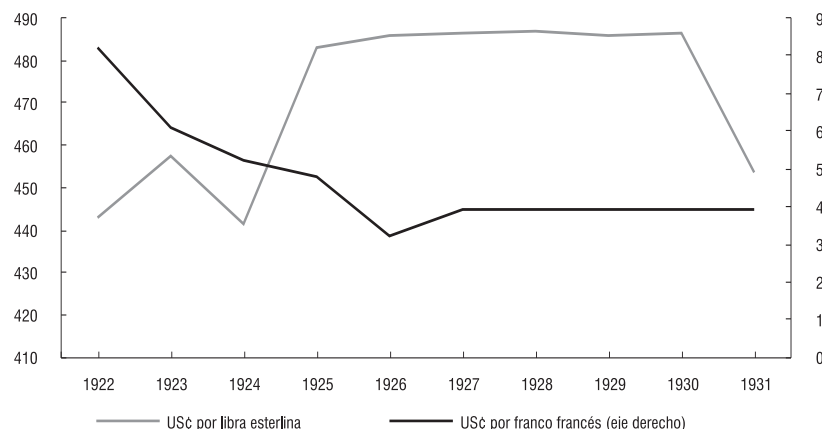
³⁴ Según el Código Fiscal, “La unidad monetaria y moneda de cuenta nacional es el peso de oro, dividido en cien centavos, que pesa un gramo quinientos noventa y siete milésimos de gramo y seis décimos de milésimo de gramo, a la ley de novecientos diez y seis milésimos y setenta y seis centésimos de milésimo de fino” (Ley 110 de 1912, artículo 127; Vergara y Vergara, 1915: 26).

precisamente, a principios de 1925 la tasa de cambio rondaba su paridad de preguerra (Gráfico 2.30); dicha cotización sobrevaloraba la libra en aproximadamente el 10% con previsibles consecuencias adversas sobre su comercio exterior. Se imponía entonces una política económica recesiva para reducir los costos de producción, con el fin de no correr con los costos de un mayor desempleo (Eichengreen, 1996: 84-86).

Gráfico 2.30

Tasas de cambio: Gran Bretaña y Francia, 1922-1931

(US¢ por unidad de circulante extranjero)



Fuente: *Federal Reserve Bulletin (FRB)* (varios años).

En Francia, el franco se estuvo depreciando a lo largo de la primera mitad de los años veinte. El gobierno de Poincaré puso en marcha una política fiscal clásica de recuperación del equilibrio presupuestal, y una nueva política cambiaria enderezada a acumular oro en el Banco de Francia³⁵; este último fue facultado en agosto de 1926 para comprar letras y abrir depósitos en bancos extranjeros³⁶. El franco se recuperó a lo largo de 1926 y 1927, y se estabilizó alrededor de US¢ 3,92 (Gráfico 2.30). Esta cotización era apenas una quinta parte de su valor antes de la guerra, y fue la empleada para la restauración plena del patrón oro en junio de 1928. Así, mientras en Gran Bretaña el retorno al patrón oro se había materializado a una tasa sobrevalorada, en Francia se había alcanzado a una

³⁵ En el campo fiscal se trataba de volver por principios de disciplina fiscal, especialmente en el caso del financiamiento del déficit presupuestal por parte del Banco, cuya vigencia se había sacrificado por las urgencias bélicas, pero que debería ser rescatado. Según el Banco de Francia: “El alejamiento de tales principios puede permitirse solamente en el supremo interés de la defensa nacional, cuando la existencia del país esté en riesgo, y cuando sea materia de victoria o muerte” (*Informe Anual del Banco de Francia* en FRB marzo, 1926: 187).

³⁶ Antes de 1926 el Banco de Francia solo podía adquirir oro o divisas a la tasa de cambio de preguerra; como a partir de dicho año se le autorizó para hacerlo a tasas de mercado, el Banco procedió a comprar cantidades ingentes de divisas, principalmente en Londres y Nueva York. Al estabilizarse el franco, se inició la repatriación de capitales que habían salido del país durante la inflación de los primeros años veinte (Friedlaender y Oser, 1957: 548).

tasa subvaluada³⁷. Como desde finales de 1926 el influjo de divisas se había traducido en fuertes presiones revaluacionistas sobre el franco, el Banco procedió a incrementar sus reservas con depósitos en la banca extranjera, especialmente en Londres³⁸.

La adhesión *de facto* de Francia al patrón oro no alcanzó a durar dos años, ya que en la ley formal de junio de 1928 en la que se le ordenaba mantener un encaje mínimo en oro del 35% sobre sus billetes y depósitos, no se le aceptaba contar con sus reservas en divisas como parte de dicho encaje, y se le retiraba la facultad para adelantar nuevas compras de divisas (Nurkse, 1944: 210). En adelante, el país sostendría una creciente acumulación de oro hasta 1931, al tiempo que aligeraría sus tenencias de divisas, las cuales también descenderían hasta niveles mínimos a partir de 1931 (Gráfico 2.41, más adelante). La sustitución de sus reservas en la forma de depósitos en divisas por oro y la persistente acumulación de oro crearían tensiones en el resto del mundo financiero, especialmente en Londres y Nueva York, y sería una de las causas del abandono británico del patrón oro, y de la devaluación de la libra esterlina, cuya tasa de cambio media pasó de US\$ 486,2195 en 1930 a US\$ 453,499 en 1931 (Gráfico 2.30).

En América Latina las tasas de cambio fueron muy estables entre 1927 y 1929, cuando sus promedios anuales para una muestra de países oscilaron muy cerca de la paridad. Las oscilaciones más fuertes ocurrieron en el caso de Argentina, cuya tasa de cambio se depreció hasta 1924, se apreció luego hasta 1927, fue muy estable hasta 1929, y luego entró en un período de rápida depreciación hasta 1931. Argentina perdió US\$ 354 millones de sus reservas de oro entre 1928 y 1931, es decir, un 58% (FRB, septiembre de 1931: 520). Argentina abandonó la convertibilidad en 1929, y su peso se devaluó en un 12% en 1930 y en un 21% en 1931; con posterioridad al abandono del patrón oro por parte de Gran Bretaña, volvió a devaluarse en un 12% en 1932³⁹.

El milreis del Brasil se apreció hasta 1927, preservó una gran estabilidad entre este último año y 1929, se depreció en un 9% entre 1929 y 1930, y se depreció fuertemente (34,4%) entre 1930 y 1931. Esta sustancial caída fue acompañada por el establecimiento

³⁷ Margaret Myers, miembro del Social Science Research Council, quien escribiera un informe en 1936 acerca de París como centro financiero, describió así la experiencia francesa:

La moneda que en 1924-1926 había parecido irrevocablemente destinada hacia la ruina, dio en 1926-1928, un ejemplo de recuperación que atrajo la atención del mundo sobre Francia. La admiración surgida en relación con la política firme que salvó el franco fue pronto moderada por algo como la envidia. El bajo nivel del nuevo franco, solo 20% de su valor previo dio a los fabricantes y exportadores franceses una ventaja temporal sobre sus competidores; numerosos turistas se sintieron atraídos; y la balanza de pagos favorable trajo consigo un flujo estable de oro a las arcas del Banco de Francia que prontamente estableció la solidez del franco más allá de toda duda, y atrajo más oro en la medida en que el capital internacional buscaba un refugio seguro. Para Inglaterra, luchando por lograr la tarea imposible de sostener la libra a su valor de preguerra; para Alemania, debilitada por la reciente inflación y los pagos de las reparaciones; aun para los Estados Unidos que ya albergaban ingentes reservas de oro, el éxito francés parecía una clara ofensa, y la calmada, si no presumida indiferencia de los franceses en la medida en que construían nuevas bóvedas y atesoraban el oro, parecía positivamente insultante (Myers, 1936: 3).

³⁸ Según Triffin (1971a: 25), dichas operaciones se efectuaron “para evitar una mayor revaluación del franco francés, después de su fuerte aumento de 260 francos a 125 francos por libra a fines de 1926”.

³⁹ En noviembre de 1931 se impuso el control de cambios: “El control de cambios nació como un intento de frenar la depreciación sin tener que achicar el crédito ni perder reservas. A partir de noviembre de 1931, la Comisión de Control de Cambios pasó a centralizar todas las operaciones de divisas” (Gerchunoff y Llach, 2003: 116).

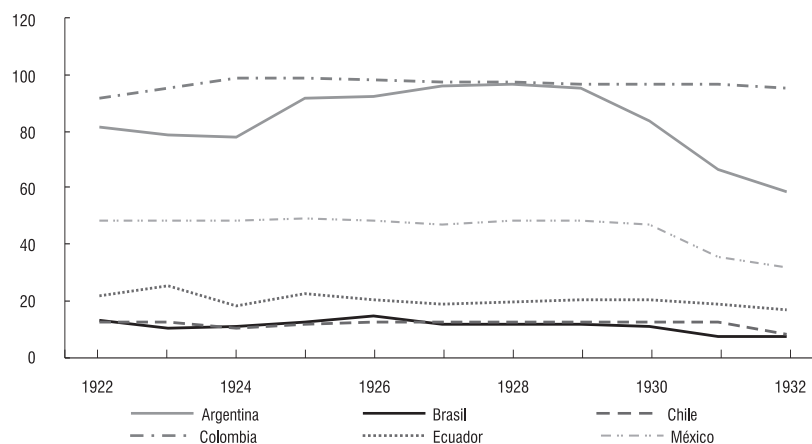
de controles cambiarios a finales de 1929. Brasil, país que ostentaba un saldo apreciable de reservas en oro por US\$ 149 millones en 1928, vio cómo se evaporaron dichos activos externos a lo largo de 1930, hasta terminar con un saldo de cero en enero de 1931 (*FRB*, abril, 1926: 271; *FRB*, abril, 1930: 171, *FRB*, septiembre de 1931: 520).

Entre las restantes monedas, el peso colombiano fue el más estable a lo largo de la década, seguido por las monedas de Chile, Ecuador y México. Colombia suspendió el libre comercio del oro y estableció el control de los cambios internacionales en septiembre de 1931; su moneda empezó a perder valor ligeramente en relación con la paridad desde 1929, y finalmente se devaluó en un 13% entre 1931 y 1932. Chile y Ecuador mantuvieron la convertibilidad de sus monedas en oro aun después de su abolición en Gran Bretaña. El peso mexicano se depreció en un 35% entre 1930 y 1931, y en 10,5% entre 1931 y 1932 (*FRB*, abril, 1926: 271; *FRB*, abril, 1930: 171, *FRB*, septiembre 1931: 520) (Gráfico 2.31).

Gráfico 2.31

Tasas de cambio: algunos países de América Latina, 1922-1931

(US¢ por unidad de cambio extranjero)



Fuente: *FRB* (varios años).

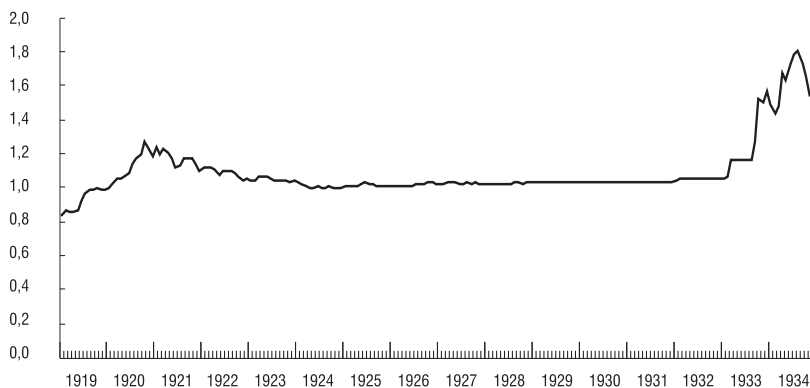
2. Primeras experiencias de estabilización cambiaria del Banco de la República

En Colombia, en su primer informe anual, correspondiente a julio de 1924, el gerente del Banco de la República destacó el cumplimiento por dicha institución de una de las funciones básicas de todo banco central, a saber, la estabilización del cambio sobre el exterior. En el lustro de posguerra previo a la fundación del Banco, se había vivido un periodo de depreciación del peso con respecto al dólar del 52% entre enero de 1919 y octubre de 1920, y luego de apreciación del 17% desde esta última fecha hasta la iniciación de actividades del Banco. Estas tendencias de apreciación fueron confrontadas por dicha institución en su primer año (Gráfico 2.32).

Gráfico 2.32

Tasa de cambio, 1919-1934

(pesos por dólar)



Fuentes: *IGBR* (1968 y 1969, segunda parte, cuadro 71).

Según el gerente, “cuando el Banco se fundó, el promedio de las cotizaciones por dólares a la vista en todo el país era el 106 1/8 por 100. El Banco abrió ventas a una cotización más baja, el 104 ½ por 100, considerado en ese momento como el punto de exportación del oro. Desde ese entonces, el cambio ha ido descendiendo, casi constantemente, hasta llegar en el mes de abril a cotizarse los dólares al 100 por 100, que es el precio actual” (*IGBR*, julio 1924: 14). Como la tendencia encontrada en el mercado cambiario era la de apreciación del peso, en su primer año el Banco debió hacer compras de giros sobre el exterior del orden de \$5 millones, cifra considerable, si se contempla que para esa época los depósitos del Banco en el exterior ascendían a \$8,5 millones.

El Banco contaba con dos mecanismos para garantizar la estabilidad cambiaria en condiciones normales de la economía, o sea, exceptuando eventos que no eran ajenos a la experiencia de quienes regían el Banco, como una caída sustancial de los precios de los bienes de exportación. El primero consistía en establecer de manera efectiva el patrón oro, mediante el cambio de los billetes del Banco por dicho metal,

lo que ya por sí solo confinará las oscilaciones del cambio a límites próximos a los *gold points*, o sea, los puntos más allá de los cuales resulta preferible importar o exportar oro [...] La otra forma es por medio de operaciones de compra y venta de giros. El Banco compra cuando el cambio se ha deprimido por la considerable oferta de letras, y vende cuando esa oferta de giros en el mercado disminuye. De ese modo el Banco recoge el excedente de giros en los momentos en que hay superabundancia de ellos, para devolverlo al mercado cuando viene la escasez (*IGBR*, julio de 1924: 13).

Las disposiciones de la ley orgánica del Banco lo capacitaban para desarrollar su función estabilizadora del mercado cambiario en un mundo internacional en el que se estaba generalizando el patrón de cambios oro; en tal contexto institucional, los billetes emitidos por los bancos centrales serían intercambiables por cheques o letras sobre depósitos abiertos en bancos extranjeros. La Ley 30 de 1922, que autorizara originalmente la creación del Banco de la República, estipulaba que el cambio de billetes por letras sobre el exterior quedaría a opción del tenedor de los billetes. Esta disposición fue modificada en la Ley 25 de 1923, la cual dejó a opción del Banco el cambio de sus billetes por letras. La exposición de motivos que acompañó al proyecto de articulado de la Ley 25 hizo explícito el significado económico de dicho cambio en las normas: “El cambio de los billetes por letras sobre el exterior pagaderas en oro, en vez de hacerlo por oro amonedado del país, es la característica esencial del ‘patrón de cambio por oro’ (*gold exchange standard*) [...]”⁴⁰.

Sin embargo, la admisión del patrón de cambios oro fue limitada, ya que el cambio de sus billetes al portador por letras solo podría hacerse en tiempos de emergencia, y con el visto bueno de un número mayoritario de los miembros de la Junta del Banco y de otras instancias institucionales. Habría que esperar a la expedición de la Ley 82 de 1931 —bajo las circunstancias extremas de la Gran Depresión, y cuando el patrón monetario estaba sometido a las mayores tensiones internacionales—, para aceptar en su plenitud a este sistema.

En sus dos primeros años el Banco pudo acumular experiencias de estabilización alternadas, pasando de la compra neta de giros sobre el exterior en 1924 y el primer trimestre de 1925, a su oferta neta a mediados de dicho año, cuando la tasa de mercado arribó a 104 ½ por 100, o sea, el punto de exportación del oro (Gráfico 2.33); esta tasa había sido escogida desde la fundación del Banco como tipo de venta para cheques por dólares, ya que se le había considerado como “muy favorable por el gremio importador, acostumbrado como estaba a tipos mucho más altos” (*IGBR*, junio 1929: 25). Según el gerente, la institución respondió de inmediato con una oferta amplia de giros con una tasa por debajo de la del punto de exportación de oro:

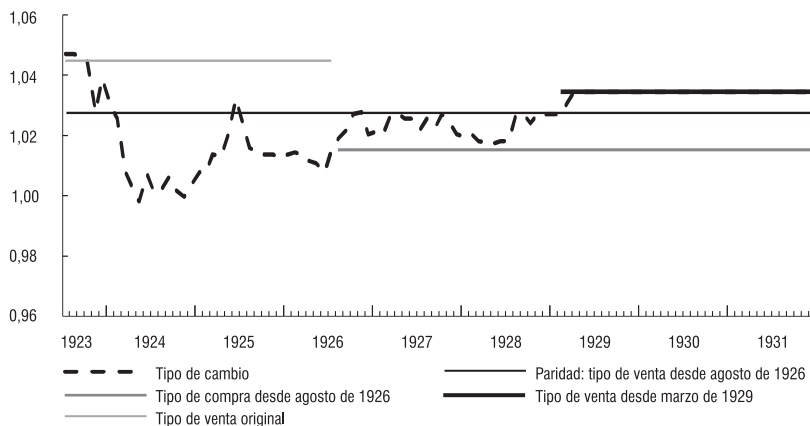
En el precio de los giros sobre las plazas extranjeras se ha venido notando desde hace algún tiempo un movimiento ascendente, que culminó, en los primeros días del presente mes de junio, en una cotización del 104 ½ por 100 por dólares a la vista sobre Nueva York, es decir, en el gold point de exportación. A esa cotización respondió el Banco de la República, que antes había venido evitando el descenso en el cambio, con el ofrecimiento en venta de giros por dólares a la vista al 104 por 100 sin limitación alguna, para lo cual el establecimiento se hallaba debidamente preparado por el acopio de una fuerte existencia de oro en los Estados Unidos (*IGBR*, junio 1925: 12).

⁴⁰ Exposición de motivos. Proyecto de ley orgánica del Banco de la República, en *Leyes Financieras*, 1931: 83.

Gráfico 2.33

Tasas de cambio, 1923 (julio) a 1931 (diciembre)

(pesos por dólar)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En efecto para esas fechas las reservas de divisas en el exterior estaban alrededor de US\$ 13 millones, es decir, la mitad de las reservas totales del Banco.

Al igual que durante 1924, entre mediados de 1925 y mediados de 1926 la tasa de cambio tendió a apreciarse; en esta ocasión bajo el influjo de cotizaciones del café en ascenso y la entrada de crédito externo. El café Medellín Excelso, que a mediados de 1925 se cotizaba alrededor de US\$ 25 la libra, a mediados de 1926 ya alcanzaba los US\$ 29 la libra; y el producto neto de varios empréstitos departamentales, municipales y bancarios recibido entre finales de 1924 y mediados de 1926 arribó a US\$ 37 millones (*IGBR*, junio 1942, Cuadro XLII).

Las cosas cambiaron de rumbo en el segundo semestre de 1926, cuando la tasa de cambio ascendió hasta hacerse igual a la tasa de paridad; en 1927 lo más normal fue que la tasa de cambio oscilara muy cercanamente a dicha tasa. Precisamente, para hacer efectiva la estabilidad cambiaria cerca de la paridad, en las condiciones cambiarias de entonces, en agosto de 1926 el Banco estableció precios tanto para la compra como para la venta de giros a la vista sobre Nueva York, en $101 \frac{1}{2} \%$ y $102 \frac{3}{4} \%$ respectivamente (líneas gris gruesa y negra delgada en el Gráfico 2.34).

Durante la mayor parte del segundo semestre de 1927, la tasa de cambio se mantuvo muy cerca o a ras de la tasa de venta del Banco; según el gerente, la relativa escasez de giros se originó en una cierta depresión comercial y en los menores ingresos cafeteros de ese momento. Posteriormente, las entradas de crédito externo condujeron la tasa de cambio a las inmediaciones de la tasa de compra recién establecida (*IGBR*, junio 1928: 44-45)⁴¹. El

⁴¹ Entre 1927 y 1928 el producto neto de los créditos externos recibidos por el país fue del orden de US\$ 130 millones, de los cuales el 42 % correspondió a endeudamiento del Gobierno Nacional.

punto de quiebre correspondería a las cotizaciones cambiarias del mes de julio de 1928. En adelante, la acción estabilizadora del Banco buscaría sostener las tasas de cambio al nivel de la paridad, el cual había sido escogido como tasa de venta del Emisor, o a un tipo de venta más elevado, lo cual revela la sostenida presión de la demanda de giros sobre Nueva York que por entonces se debió enfrentar.

La alteración de las condiciones cambiarias a partir de junio de 1928 (como lo muestra el Gráfico 2.34) fue descrita por el gerente en los términos siguientes:

[...] el cambio exterior se mantuvo casi constantemente bajo la presión de una sostenida demanda, al tipo de venta del Banco de la República, o muy cerca de él, [...] Ese tipo fue para cheques por dólares, el 102 $\frac{3}{4}$ %, hasta el 18 de marzo, día en que se elevó al 103 $\frac{1}{2}$ % en que se ha mantenido. Tal alza en el cambio fue decretada por la Directiva del Banco en su sesión del 16 de marzo, en vista del considerable pedido de letras, que había hecho bajar en los cuatro meses anteriores en más de 15 millones de dólares los depósitos del establecimiento en el exterior (IGBR, junio de 1929: 23).

En efecto, el balance mensual del Banco mostraba un descenso de los depósitos externos de \$41,7 millones en noviembre de 1928 a \$26,5 millones en marzo de 1929, equivalente a un 36 % de dichos depósitos. De hecho, los US\$ 15 millones mencionados por el gerente se habían depositado entre febrero y octubre de 1928, lo cual ilustra la inestabilidad financiera que sufrió la economía en apenas un año.

E. El patrón de cambios oro

1. El oro: su acumulación y distribución

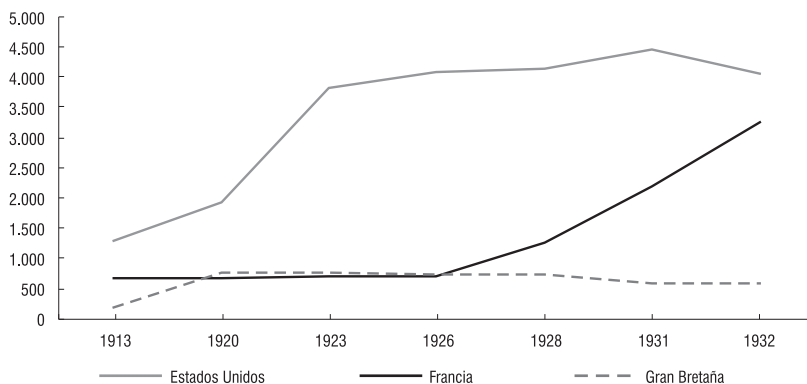
a. Tendencias foráneas de acumulación de activos internacionales

Las reservas de oro en poder de bancos centrales y gobiernos crecieron a una tasa media anual del 5,2 % entre 1919 y 1929. En la segunda mitad de la Gran Guerra la acumulación de dichas reservas se había debilitado, e inclusive había decrecido en 1918 y 1919. Tales resultados incidieron en los temores de principios de los años veinte acerca de un futuro crecimiento del oro, que resultaría insuficiente como respaldo de la circulación monetaria. La suerte de los tenedores del oro varió ampliamente en el espectro internacional. El caso de los Estados Unidos es notable: en la antesala de la guerra sus reservas de oro representaban el 27 % del inventario mundial; una década más tarde, en 1923, alcanzaban su participación más alta, al bordear el 45 %; y en lo restante de los años veinte, aunque la participación decreció, no cayó por debajo del 39 %. El Gráfico 2.34 es ilustrativo de la preeminencia de los Estados Unidos en comparación con Francia y Gran Bretaña, los otros dos tenedores de oro más importantes en el período en cuestión.

Gráfico 2.34

Reservas de oro de los Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña, 1913-1932 (años seleccionados)

(millones de dólares)



Fuente: FRB (varios años).

Con anterioridad al estallido de la guerra, los Estados Unidos habían acumulado más de US\$ 1.000 millones como resultado de su comercio exterior; durante el conflicto, el crecimiento de las reservas en manos de los bancos federales fue auspiciado por la decisión política de concentrar el oro en dichas instituciones, y por la venta de bienes y materiales de guerra a Europa. Posteriormente, entre 1921 y 1923 se registraron importaciones de oro del orden de \$ 1.400 millones, producidas tanto por pagos remitidos por deudores externos como por la llegada de oro de reciente extracción (*Board of Governors of the Federal Reserve System*, 1923).

El avance significativo de la concentración del oro mundial en los Estados Unidos en solo una década ocurrió al tiempo que dicho país asumía el papel de principal mercado libre de oro en el mundo, ostentado por Gran Bretaña hasta antes de la guerra. Dicha libertad en los mercados monetarios era considerada de tiempo atrás como una garantía para el efectivo funcionamiento del patrón oro. Pero para el momento en que los Estados Unidos llegaron a acumular el 45% de las reservas mundiales, tal libertad internacional se encontraba restringida por la prohibición al libre comercio del oro en varios países.

España, Argentina y Alemania fueron otros destacados tenedores de oro: las dos primeras se movieron en tándem desde 1913 hasta mediados de los años veinte, y las dos segundas acrecentaron sustancialmente, entre 1926 y 1928, el nivel de sus reservas, antes de su desplome paralelo a partir de 1928. Aquellos fueron dos representantes conspicuos, uno del centro y otro de la periferia, que expandieron notablemente sus reservas y luego experimentaron la pérdida vertiginosa de buena parte de las mismas entre 1928 y 1931. El quiebre hacia arriba de las reservas de oro alemanas se produjo en 1924 con motivo del préstamo privado de los Estados Unidos a Alemania para facilitar el pago de la reparaciones de la guerra, conocido como el Plan Dawes: fue considerado como el primer embarque importante de oro de los Estados Unidos con destino al fortalecimiento de las reservas de un banco central europeo, y como el catalizador del auge

exportador de capitales estadounidenses en la segunda mitad de los años veinte (*FRB*, enero de 1925: 27 y Kindleberger, 1985: 44).

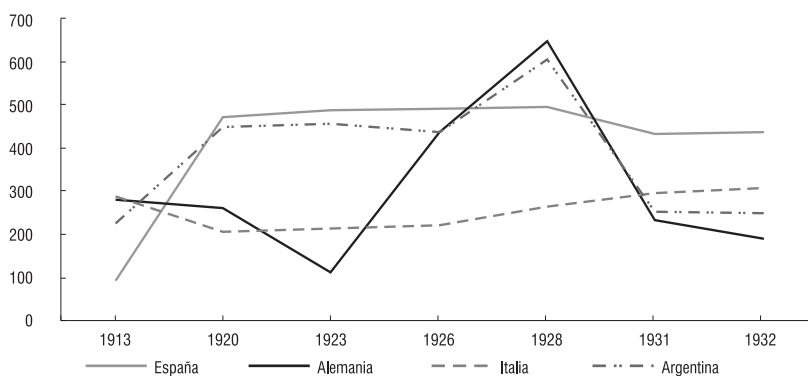
Como lo revela el Gráfico 2.35, los niveles de acumulación de reservas de oro por parte de Argentina fueron similares a los de importantes países europeos y muy distantes de los de sus vecinos continentales. Desde principios de siglo el peso de oro argentino se destinó a las transacciones internacionales, y el peso de papel, conocido como la moneda nacional, se destinó a las transacciones internas. Durante la Primera Guerra Mundial la convertibilidad entre pesos de papel y pesos oro fue suspendida, y la exportación de oro prohibida. El embargo sobre las exportaciones de oro fue levantado en 1925, y el pleno retorno al patrón oro se produjo en 1927. Durante la guerra y primeros años de la posguerra, el superávit comercial hizo posible una rápida acumulación de reservas externas, de modo que para entonces llegaron a doblar el nivel alcanzado en vísperas de las hostilidades. Argentina fue un importante precursor en América Latina de los depósitos en oro en el extranjero; en efecto, durante el conflicto el país acumuló importantes cantidades de oro en bancos extranjeros en favor de sus legaciones en el exterior (*earmarked*)⁴². En los años 1926-1928 Argentina fue favorecida por un notable desempeño de su balanza comercial, y por ser el mayor beneficiario suramericano de acceso al crédito externo privado en los Estados Unidos; en estos dos años las reservas de oro se incrementaron en un 40 % al pasar de US\$ 436 a US\$ 607 millones⁴³.

Gráfico 2.35

Reservas de oro de España, Argentina, Italia y Alemania, 1913-1932

(años seleccionados)

(millones de dólares)



Fuente: *FRB* (varios años).

⁴² En 1918 la cuarta parte de las reservas argentinas de oro se encontraba en bancos extranjeros. Para 1923 la totalidad de las reservas se encontraba ya en las arcas de la Caja de Conversión (*FRB*, octubre 1927: 715-716).

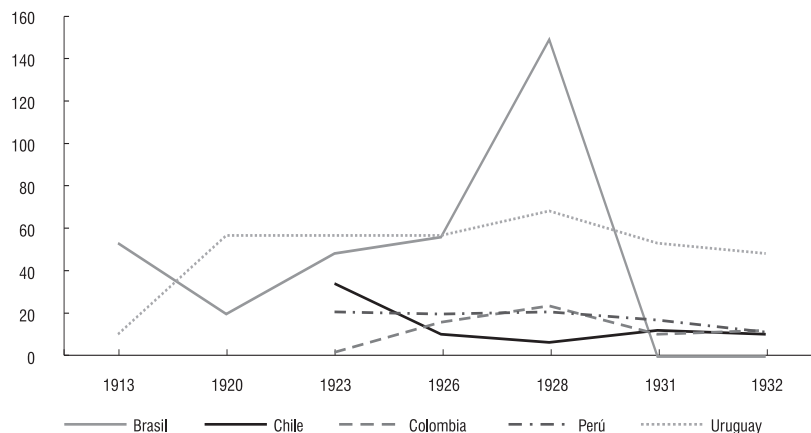
⁴³ En el período 1924-1925 Argentina recibió créditos externos de los Estados Unidos por la suma de US\$257,3 millones, equivalente al 81 % de los créditos otorgados por dicho país a la totalidad del continente suramericano. En los siguientes dos años Argentina recibió una cifra similar a la anterior, US\$263,2 millones, pero para entonces fue apenas equivalente al 27, % de lo recibido por el continente; al Brasil llegaron US\$ 197,5 millones (el 20%), a Chile US\$ 177,6 (el 18 %) y a Colombia US\$ 183,3, (el 18,5%), entre otros beneficiarios (Lewis, 1938).

Brasil y Uruguay mantuvieron reservas de oro de un nivel promedio similar entre 1913 y 1931, pero las reservas del primero fueron mucho más volátiles en el último lustro, hasta desaparecer por completo en 1931. Las existencias de oro del Brasil se triplicaron en el bienio 1927-1928 como resultado tanto de una cosecha cafetera sin antecedentes, como de la flotación de créditos en Nueva York. Este fue el preludio de su descenso vertiginoso entre 1929 y 1931, que redujo a cero el saldo de las reservas de oro del país. Una historia diferente fue la de Colombia, Chile y Perú, con niveles medios de reservas en oro más bajos: en el caso de Chile, la caída del oro entre 1924 y 1926 obedeció no a una pérdida de reservas, sino a su conversión parcial por saldos en divisas en bancos extranjeros (Gráfico 2.36).

Gráfico 2.36

Reservas de oro de Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, 1913-1932
(años seleccionados)

(millones de dólares)



Fuente: FRB (varios años).

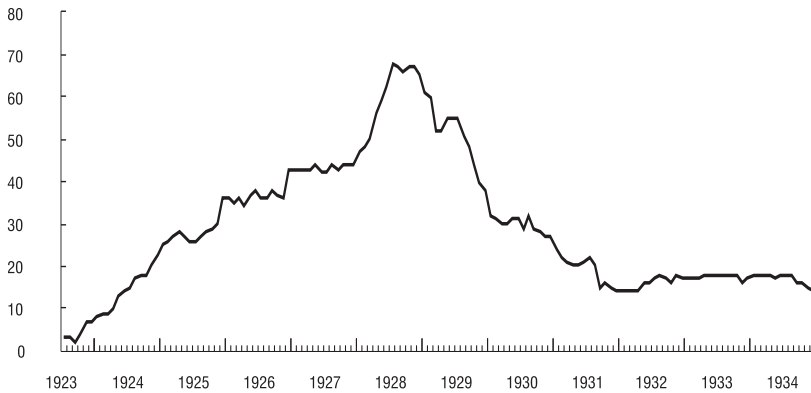
b. El crédito externo y la acumulación de oro por el Banco de la República

En el Gráfico 2.37 se presenta el ciclo de los activos internacionales en poder del Banco de la República de Colombia, bajo el patrón oro. Dichos activos, que en julio de 1926 eran de apenas US\$3 millones, en diciembre de 1926 arribaron a US\$43 millones; luego de un remanso a lo largo de 1927, crecieron empinadamente en el primer semestre de 1928, alcanzando la cima de US\$67,5 millones entre julio y agosto de dicho año. Posteriormente se precipitaría su descenso a partir de septiembre de 1928 de manera continua hasta el primer trimestre de 1932, con breves interrupciones en los segundos trimestres de 1929 y 1930.

Gráfico 2.37

Reservas internacionales brutas del Banco de la República, 1923-1934

(millones de dólares)



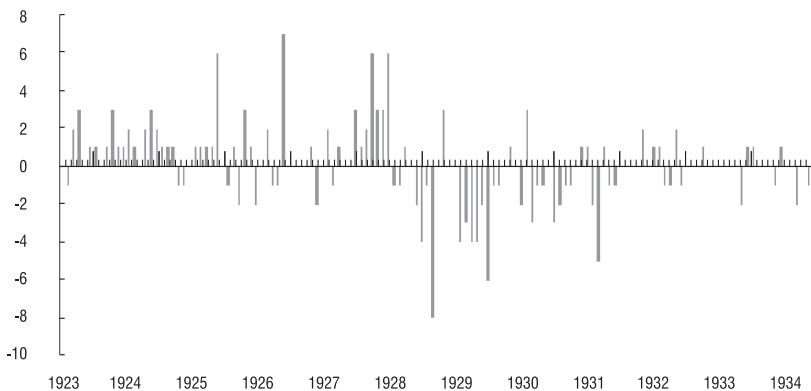
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El proceso de acumulación o desacumulación de activos internacionales del Banco, mes a mes, se ilustra en el Gráfico 2.38. Sobresalen períodos de acumulación sostenida entre junio de 1924 y abril de 1925, y entre octubre de 1927 y julio de 1928; igualmente, se destacan períodos de desacumulación entre diciembre de 1928 y marzo de 1929, y entre agosto de 1929 y marzo de 1930.

Gráfico 2.38

Reservas internacionales brutas del Banco de la República, 1923-1934

(variaciones mensuales en millones de dólares)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 2.39 se discriminan las tenencias de oro entre el Banco y otros bancos del país, así como la distribución de las reservas del Banco entre oro en caja y depósitos en bancos del exterior, sobre cuyas restricciones institucionales se comentará más adelante. En diciembre de 1923 el oro en los bancos diferentes al de la República representaba la cuarta parte de su existencia total en los bancos del país; luego, su importancia declinó hasta el punto de que a finales de 1925 no pasaba del 6 %, participación que conservó hasta la suspensión del patrón oro en septiembre de 1931. A partir de este mes las tenencias de oro se concentraron en el Banco de la República.

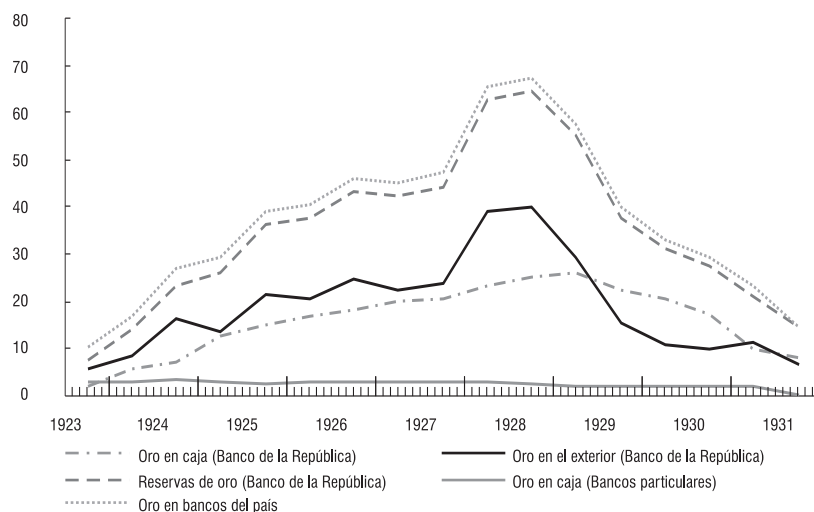
Las reservas de oro en caja del Banco, que a diciembre de 1923 eran de \$2 millones, un año después estaban en \$7 millones, y a partir de entonces crecieron a una tasa geométrica del 17 % semestral hasta el segundo semestre de 1928; en solo este último año el oro en caja del Banco aumentó en un 20 %. Las compras internas de oro durante estos años apenas llegaron al 22 % de lo acumulado, de modo que la mayor parte provino de las importaciones (IGBR 1943, Cuadro L). Como había topes máximos para las tenencias de oro en el exterior, el Banco se vio impelido a hacer frecuentes importaciones del metal (IGBR 1928: 36).

Con un déficit en la balanza comercial por encima de los US\$20 millones anuales entre 1925 y 1929, como se vio antes, el crédito externo fue el expediente para la acumulación de oro en dicho período. El auge de exportaciones de oro de los Estados Unidos facilitaría la flotación de bonos de largo plazo en Nueva York, aunque también fueron exitosas algunas colocaciones de bonos hipotecarios en Londres, aun después de iniciado el reflujo de capitales hacia los Estados Unidos en el segundo semestre de 1928. Las iniciativas de colocación de bonos de largo plazo se originaron en los distintos niveles de gobierno (nacional, departamental y municipal) y en la banca hipotecaria, tanto pública como privada.

Gráfico 2.39

Reservas de oro en los bancos del país, 1923 (diciembre) a 1931 (septiembre)

(millones de pesos)

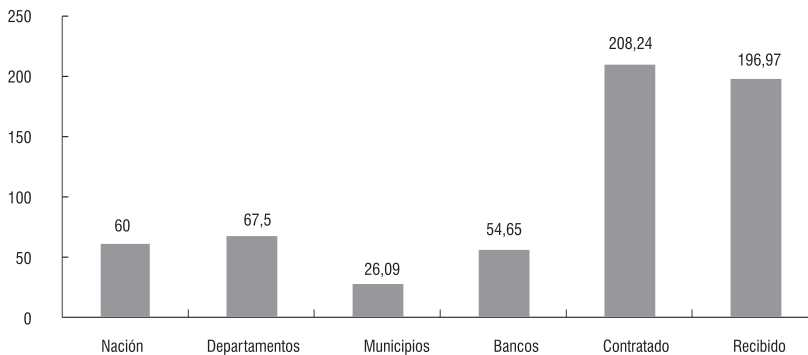


Fuente: RRB (ediciones mensuales).

El Gráfico 2.40 enseña que el crédito externo alcanzó la cifra de US\$208 millones, equivalente al 40% de las exportaciones totales de esos años. Los mayores beneficiarios individuales fueron los departamentos, seguidos de cerca por la nación, un poco más lejanamente por los bancos, y finalmente por los municipios. El endeudamiento del Gobierno Nacional escasamente llegó a significar el 34% del contratado por el sector público, incluido el BAH, o el 39% si solo se consideran la administración nacional, las departamentales y las municipales. En solo dos años, 1927 y 1928, se contrataron US\$154,1 millones, de los cuales los beneficiarios recibieron, después de comisiones e intereses, un producto neto de US\$136,8 millones. Fiel al esquema de sostenimiento de la tasa de cambio bajo el patrón oro, el Banco adquirió los influjos de oro de la época dentro de la banda constituida entre la tasa fijada para las compras y la tasa de paridad desde 1926, como se explicó previamente (*IGBR* junio, 1928: 46).

Gráfico 2.40
Crédito externo contratado y recibido por cada beneficiario, 1924-1929

(millones de dólares)



Fuente: *IGBR* (1940: Cuadro XLII).

2. El auge del patrón de cambios oro

El florecimiento de la banca central en los años veinte y el proceso de adhesión al patrón monetario internacional coincidieron con el auge del patrón de cambios oro. Los estatutos, recientes o reformados, de los bancos centrales, autorizaban la inversión de parte de las reservas en la forma de depósitos en divisas en instituciones bancarias del exterior.

Las fluctuaciones sustanciales en la participación de las divisas en la conformación de las reservas internacionales ya se advirtieron en el Cuadro 2.2, a principios de este capítulo. De hecho, varios eventos de turbulencia financiera en los años veinte estuvieron asociados con sobresaltos en la composición del portafolio de reservas de los bancos centrales; entre los más agudos se cuentan las decisiones de algunos de ellos de convertir en oro ingentes sumas de cambio exterior depositadas en bancos extranjeros.

a. El manejo de divisas por parte de los bancos centrales

La posición privilegiada alcanzada por los Estados Unidos en 1923 como tenedor predominante de las reservas de oro mundiales fue considerada en su momento como anómala, ya que era para entonces el único mercado libre de oro. Un lustro más tarde numerosos países se habían sumado a la reconstrucción monetaria internacional. Actores protagónicos como Gran Bretaña y Francia restablecieron plenamente el patrón oro en 1925 y 1928, respectivamente. Se pensó, entonces, que la remoción de las barreras en contra del movimiento libre del oro por encima de las fronteras nacionales, y la reducción de las fluctuaciones en las tasas de cambio, que habían sido factor de incertidumbre después de la guerra, harían posible una nueva alineación de las tasas de interés y de los precios de los bienes en el ámbito internacional.

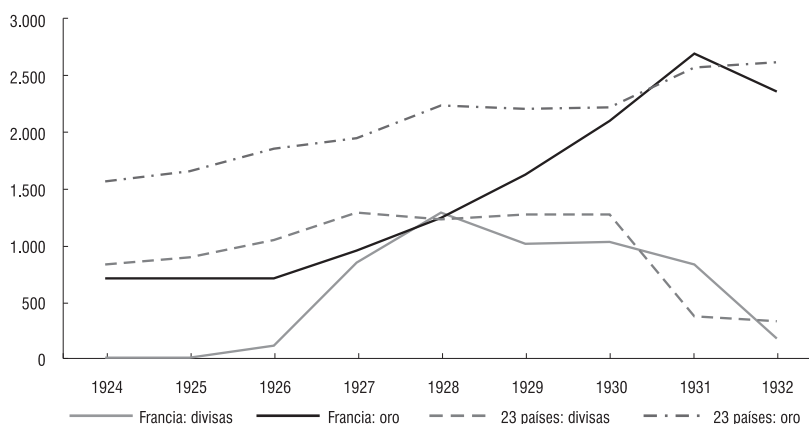
Con el retorno internacional al oro, aproximadamente un 10 % de las tenencias de dicho metal en manos de los Estados Unidos se redistribuyó internacionalmente. En conjunto, los bancos centrales, excluyendo los de los Estados Unidos, Japón y los Países Bajos, aumentaron sus tenencias de oro en US\$ 1,5 billones entre mediados de 1924 y mediados de 1928; de dicha suma, el 28 % fue acumulado por Francia, el 26 % por Alemania, el 14 % por Gran Bretaña, el 11 % por Argentina, y el 21 % restante por otros países. Para entonces, los Estados Unidos contaban con el 38 % de las reservas de oro, Francia con el 12 %, Gran Bretaña con el 7 % y Alemania con el 4 % (FRB, agosto de 1928). Además del crecimiento de las reservas en oro y de su distribución internacional, un tema de renovado interés fue el de la difusión del patrón de cambios oro, mediante el cual los bancos centrales autorizados para ello contaban con la opción de redimir sus billetes por oro o por giros sobre depósitos bancarios en países en los que rigiera el patrón oro. Así, para finales de los años veinte el reinstaurado patrón oro estaba representado por tres modalidades: el modelo completo, cuyo único representante era los Estados Unidos, el patrón oro lingote acogido por Gran Bretaña en 1925, y el patrón de cambios oro⁴⁴.

El Gráfico 2.41 ilustra la importancia relativa de las divisas para 24 bancos europeos entre 1924 y 1932. Las tenencias de reservas en oro siempre fueron predominantes, pero hasta 1928 el crecimiento más dinámico ocurrió en los depósitos en divisas extranjeras. En ese momento el 42 % de las reservas de los bancos centrales estaba constituido por divisas, cuando cuatro años antes representaban el 27 %. El caso francés es muy dicente: en 1924 tenía US\$ 710 millones en oro y solo US\$ 14 millones en divisas, y en 1928 US\$ 1 254 millones en oro y, un poco más, US\$ 1 287 millones en divisas. Las cosas cambiaron a partir de 1928 cuando Francia con gran ímpetu, pero también los otros 23 países, sustituyeron sus reservas en cambio extranjero por reservas en oro.

⁴⁴ En los años veinte los Estados Unidos eran la única economía en la cual reinaba el patrón oro de acuerdo con sus características clásicas: el derecho de los tenedores de oro de solicitar su acuñación en las casa de moneda; la obligación ilimitada de dichos establecimientos de comprar y vender barras de oro a un precio fijo; la redención completa por oro de billetes en cualquier cantidad, y el libre comercio interno y externo del oro.

Gráfico 2.41**Oro y divisas de Francia y otros 23 países europeos, 1924-1932**

(miles de dólares)



Fuente: con base en datos de Nurkse (1944: 209).

En América Latina, entre 1926 y 1930 Chile mantuvo un promedio de solo el 15% de sus reservas internacionales en el país, y el resto en depósito en bancos del exterior; tras la caída del patrón oro, dicho promedio se elevó al 35% en 1931, y al 57% en 1932. Colombia sostuvo un promedio del 44% de sus reservas en el país entre 1926 y 1928 y, posteriormente, saldos medios que llegaron a ser del 67% entre 1929 y 1932. En el Perú el promedio de reservas dentro del país entre 1926 y 1931 fue del 81%, y en el Uruguay del 100%.

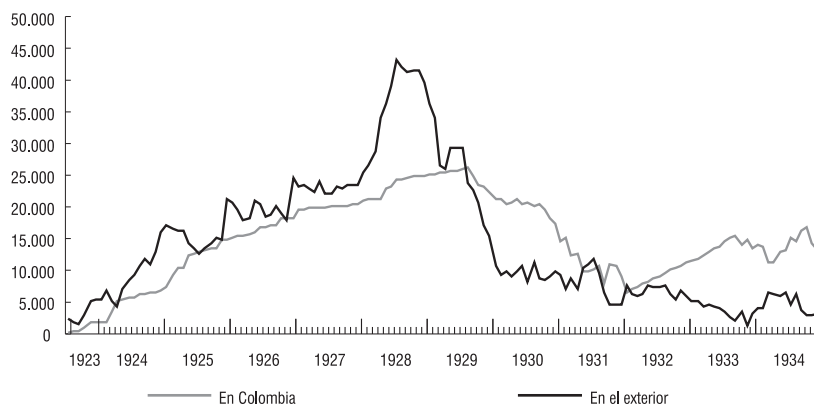
b. La controversia en torno a los encajes metálicos y depósitos en el exterior del Banco de la República

En Colombia el Banco de la República abrió sus depósitos en el exterior desde el momento mismo de su fundación. Del capital inicial de 10 millones de pesos oro, el Gobierno Nacional suscribió la mitad, y el primer pago, equivalente al 60%, por la suma de 3 millones de pesos oro, se hizo en Nueva York (FRB, octubre de 1923: 1120). El Banco sostuvo una trayectoria ascendente y paralela de sus depósitos en bancos extranjeros y de sus reservas de oro en caja hasta mediados de 1928, cuando cambiaron las circunstancias del crédito internacional, y el propio Banco adoptó medidas en defensa de las reservas internacionales (Gráfico 2.42). En el primer semestre de 1928, los depósitos externos del Banco se multiplicaron por 1,8, al pasar de \$23,7 millones en diciembre de 1927 a \$43,2 millones en julio de 1928; luego, se precipitó el descenso vertical de tales depósitos, de modo que año y medio después, en febrero de 1930, solamente llegaban a \$9,1 millones. La reducción de los depósitos externos continuó a un ritmo persistente, pero mucho más moderado, hasta alcanzar su nivel más bajo, igual a los \$1,4 millones en noviembre de

1933. El oro (acuñado y en barras en las bóvedas del Banco) inició su descenso franco, pero menos pronunciado que el de los depósitos en el exterior desde septiembre de 1929 y alcanzó su punto más bajo en enero de 1932; a partir de entonces, se inició un nuevo tramo ascendente para las reservas en bóveda, al amparo de un nuevo contexto económico e institucional que había suspendido la vigencia del patrón oro y puesto en vigor el control de cambios.

Gráfico 2.42
Reservas de oro del Banco de la República, datos mensuales,
1932 (julio) a 1934 (diciembre)

(miles de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El tema de los depósitos en el exterior fue tratado explícitamente en la exposición de motivos de la ley orgánica del Banco (artículo 18), como parte del tema del encaje en oro, y luego de manera recurrente en las memorias anuales del gerente. Según el citado artículo,

El Banco de la República mantendrá en encaje una existencia en oro equivalente al sesenta por ciento (60 por 100) del total de los billetes en circulación y los depósitos. De esta reserva legal, una cantidad que no exceda de las dos quintas partes de ella, puede ser mantenida en forma de depósitos a la orden, pagaderos en oro, en bancos respetables de centros financieros del exterior. El mismo encaje legal se requiere para las cédulas de Tesorería del dos por ciento (2 por 100) que estén en circulación y que el Banco queda obligado a cambiar por oro [...]⁴⁵.

En la exposición de motivos se consideró que un encaje mínimo del 60 % sobre los billetes, depósitos y cédulas de Tesorería en circulación “no parece demasiado grande, si se tiene en cuenta que el hecho de que las dos quintas partes de este encaje legal pueden

⁴⁵ Ley 25 de 1923 (julio 11) “Orgánica del Banco de la República”, en *Leyes Financieras* (1931: 48).

ser mantenidas en depósitos en bancos del exterior, probablemente a interés [...]”. Se insistió en que el encaje debería “ser suficientemente grande para inspirar absoluta confianza en el Banco, desde el principio, dentro del país y en el exterior” (*Leyes Financieras*, 1931: 79). En varios informes anuales el gerente puso en tela de juicio la disposición según la cual el Banco no podría depositar más de dos quintos de sus reservas en el exterior; y aludió a la experiencia de Kemmerer en posteriores misiones en Chile, Ecuador y Bolivia, donde aceptó que sus bancos centrales dispondrían de libertad para mantener en el exterior la proporción de reservas que consideraran conveniente (*IGBR*, 1927: 18-19). Según el gerente, la restricción aludida estaría “obligando constantemente al Banco a importar oro, lo que implica, por las condiciones de nuestro país, una muy cuantiosa erogación, la que se duplicará cuando haya necesidad de reexportar ese oro, al venir épocas desfavorables que lo exijan. Todo eso representa una pérdida neta para la nación, que no se justifica” (*IGBR*, 1928: 36).

En cuanto al encaje mínimo, el gerente advirtió que el que pesaba sobre el Banco era superior al de una gran variedad de países en distintos continentes. Así, mientras en Colombia se había establecido el 60 %, en Chile, Ecuador y Perú se había dispuesto el 50 %, en España el 45 %, en los Estados Unidos, Alemania, Italia, Suiza y Uruguay el 40 %, y en Francia el 35 %, entre otros países (*IGBR*, 1928: 32-34)⁴⁶.

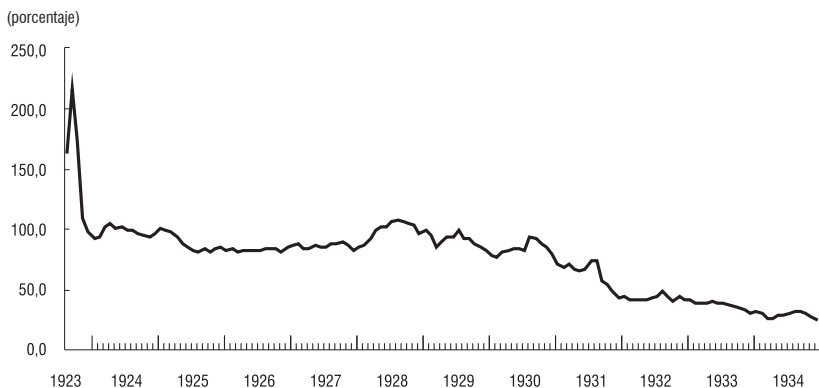
Existía también una *cláusula de salvaguardia* en previsión de casos extremos que precipitaran posibles deficiencias de encaje; se trataba de un impuesto graduado de acuerdo con las deficiencias del encaje (artículo 18, incisos 3 y 4; *Leyes Financieras*, 1931: 48 y 81). La exposición de motivos ligó su argumentación en relación con el encaje, con el principio bancario expuesto por Walter Bagehot, de acuerdo con el cual en situaciones de crisis “el banco central debe descontar libremente obligaciones líquidas de sus clientes de primera clase y a corto tiempo, pero debe hacerlo únicamente a tipos altos y progresivos”. El reconocimiento por parte del público y de la banca acerca de la existencia de encajes suficientes en el banco central contribuiría a restablecer la confianza ante la aparición de episodios críticos.

En la práctica, el Banco conservó encajes por encima del mínimo de 60 % en los años de expansión económica, de 1925 a 1928: entre enero del primer año y enero del segundo el encaje promedio fue del 86,2 %; y el ascenso marcado del encaje durante el primer semestre de 1928 lo llevó hasta su punto máximo de 108,5 % en agosto de dicho año; de ahí en adelante se desplomó, con algunas reacciones intermedias, hasta llegar al 74,8 % en agosto de 1931, en vísperas del abandono del patrón oro por Gran Bretaña en septiembre del mismo año; tras dicho evento y la suspensión del patrón oro en Colombia en el mismo mes, el encaje descendió continuamente hasta el 24,9 % en diciembre de 1934 (Gráfico 2.43).

⁴⁶ En Chile, Ecuador, Perú y Uruguay, como en Colombia, el encaje debería calcularse no solo sobre los billetes sino sobre los depósitos en el banco central —los saldos de las cédulas de Tesorería colombianas ya eran inferiores a \$ 100.000 en mayo de 1926 y siguieron desvaneciéndose progresivamente, hasta llegar a saldos mínimos constantes probablemente perdidos o en poder de coleccionistas—. En Francia el banco central gozó de libertad para escoger su encaje hasta 1928, cuando se le impuso el del 35 %. En Gran Bretaña el Banco de Inglaterra podía establecer el encaje que considerara apropiado (se exigía un encaje de oro del 100 % sobre excesos de emisión fiduciaria por encima de niveles predeterminados). (*FRB* agosto de 1928: 563).

Gráfico 2.43

Cobertura de reservas de oro sobre billetes, depósitos y cédulas de Tesorería en circulación, 1923 (julio) a 1934 (diciembre)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Al sobrevenir el vertiginoso descenso de las reservas internacionales desde agosto de 1928, especialmente de los depósitos del Banco en el exterior, el tema de la libertad institucional para mantener depósitos en bancos extranjeros perdió relevancia práctica; en todo caso, como resultado de la segunda Misión Kemmerer realizada en 1930, se reformó el régimen relacionado con las reservas de oro del Banco: el encaje en oro sobre billetes y depósitos se redujo del 60 % al 50 %, el cual se mantendría en caja y en depósitos en bancos del exterior, a discrecionalidad del Banco⁴⁷. Una nueva reforma se introdujo a finales de 1931, poco después de la suspensión del patrón oro, y consistió en la reducción del encaje en oro sobre los billetes al 40 %, y sobre los depósitos al 25 %⁴⁸.

Del elenco de reformas también hizo parte la disposición según la cual la redención de los billetes del Banco podría hacerse, a decisión de este, en monedas de oro, en barras de oro, o en letras a la vista sobre Nueva York o Londres⁴⁹. En palabras del gerente, esta medida se adoptó para dar “desarrollo completo al sistema del ‘patrón de cambio por oro’ (*gold-exchange standard*) que rige entre nosotros [...]” (IGBR, 1931: 20). Estos sucesos ocurrieron apenas dos meses antes del derrumbe del patrón oro.

⁴⁷ Ley 82 de 1931 (23 de junio), artículo 8 (*Leyes Financieras*, 1931: 467-468).

⁴⁸ Decreto 2091 de 1931 (27 de noviembre); (Kalnins, 1963: 241-242). El decreto citado consideraba que en las condiciones críticas de la época el encaje mínimo en oro sobre los billetes podría descender hasta el 30 % (IGBR, julio de 1932: 16-17).

⁴⁹ Ley 82 de 1931 (23 de Junio), artículo 9 (*Leyes Financieras*, 1931: 468).

F. El redescuento

1. La tasa de redescuento y las tasas de interés

En Colombia la ley orgánica del Banco lo autorizó para fijar las tasas de redescuento sobre documentos admisibles de la banca y del público⁵⁰. El argumento económico fue desarrollado de manera directa en la exposición de motivos del proyecto de dicha ley: “Las ratas de descuento serán sin duda el arma más poderosa que el Banco pueda tener para proteger el mercado monetario del país, prevenir el éxodo considerable de oro, contener especulaciones peligrosas y conservar sus reservas metálicas en cantidad suficiente para inspirar confianza en su capacidad de conjurar las *crisis* posibles. Por esta razón, y en armonía con las leyes que rigen los bancos centrales de emisión en otros países, la ley colombiana debe dar al Banco amplia libertad respecto a la fijación del tipo de descuento”⁵¹.

La argumentación precedente incorporaba en el bagaje institucional la concepción vigente en la época sobre la tasa de redescuento como instrumento de política monetaria, y que los redactores de la exposición de motivos calificaron como el “arma más poderosa” para el cumplimiento de sus objetivos de estabilización. La ley orgánica también incluyó un artículo heredado de la Ley 30 de 1922, el cual limitaba el interés máximo que podrían cobrar los bancos comerciales a sus clientes, sobre préstamos presentados al redescuento del Banco de la República: dicho interés no podría exceder en más del 3% a la tasa de redescuento fijada por el Banco⁵². La norma instituía un control indirecto del Banco sobre las tasas de la banca comercial, en la medida en la que esta acudiera al mecanismo del redescuento. De acuerdo con tal disposición, tanto el Banco de la República como la Superintendencia Bancaria harían en sus publicaciones la discriminación entre la cartera bancaria descontable y la no descontable, como aparece en el Gráfico 2.44. Una norma similar fue consignada más adelante en la ley de fundación del Banco Central de Chile (1925), pero no fue incluida ni en la ley inaugural del de Bolivia (1927) ni en la de reorganización del Banco del Perú (1931), todas ellas asesoradas por misiones Kemmerer (*IGBR*, julio 1931: 15-17).

En diversas ocasiones los gerentes expresaron su insatisfacción con la norma referida. En su Informe a la Junta Directiva de 1931, Julio Caro manifestó que “ella está inspirada en dos postulados manifiestamente equivocados, pero que parecen ser de aceptación poco menos que universal entre nosotros: el de que la tasa de interés se puede fijar artificialmente por simples resoluciones del banco central, y el de que la misión principal de éste es lograr la baja constante del interés”. Realizó que

[...] en todas partes los bancos centrales de emisión fijan libremente sus tasas de descuento, según las conveniencias del mercado monetario y de su propia

⁵⁰ Ley 25 de 1923, artículo 12 (*Leyes Financieras*, 1931: 15). En el momento de la fundación del Banco solamente la banca accionista podría tener acceso al redescuento.

⁵¹ Exposición de Motivos. Proyecto de Ley Orgánica del Banco de la República. *Leyes Financieras*, 1931: 74.

⁵² Ley 25 de 1923, artículo 12, inciso 2. *Leyes Financieras*, 1931: 45. En la práctica, la diferencia entre la tasa activa de los bancos y la tasa de redescuento para documentos elegibles era del 2 o 3 % anual, pero la primera tasa era la más común. *IGBR*, julio, 1928: 21.

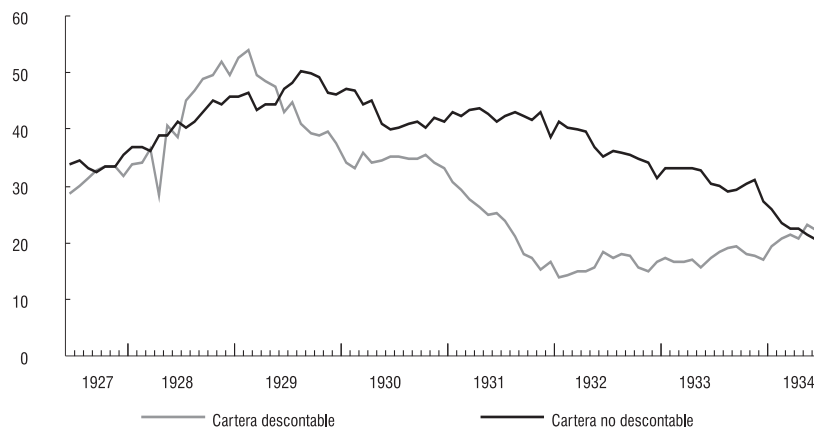
política de crédito. [...] Ordinariamente, la tendencia en las ratas de los bancos comerciales sirve de guía a la institución central para apreciar las condiciones del mercado, y los movimientos de aquéllas frecuentemente preceden, en vez de seguir, a los de la tasa del instituto de emisión” (IGBR, julio 1931: 15-16).

Gráfico 2.44

Banca comercial accionista

Cartera descontable y no descontable en el Banco de la República, 1927-1934

(millones de pesos)



Fuente: Informe del Superintendente Bancario (anual).

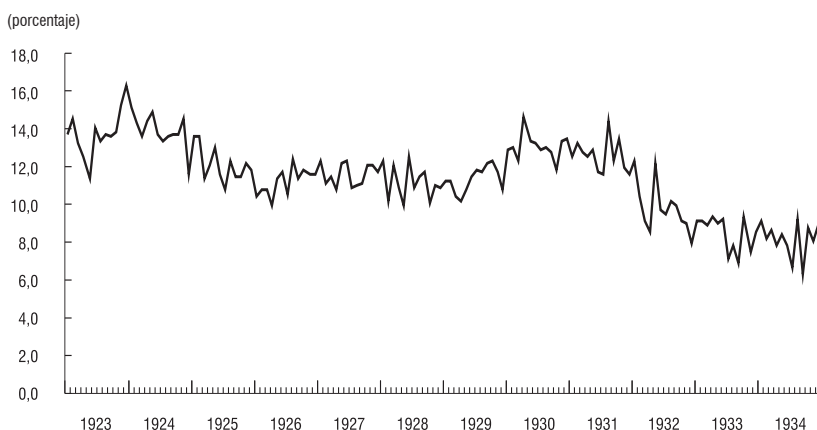
La tasa de redescuento del Banco de la República, en el momento de su apertura en 1923, fue del 12%. La escogencia de dicha tasa obedeció a un doble criterio: se trataba de amoldarse al nivel de tasas de interés prevalecientes por entonces en el país y, en todo caso, de establecer una tasa que desestimulara el drenaje de reservas metálicas en un momento de crisis bancaria. Un mes después, ya recobrada la confianza en las instituciones bancarias, y con el ánimo de facilitar la entrada de sus billetes en la circulación monetaria, el Banco redujo su tasa al 10%, y un mes más adelante, al 9%. Ya en 1924 el Banco decidió bajar dicha tasa al 7%, de modo que en el breve plazo de nueve meses la redujo en cinco puntos porcentuales. En su primer *Informe* a la Junta Directiva el gerente reconoció que un descenso tan pronunciado en dicho lapso no había sido ajeno al deseo de contribuir al descenso del interés en Colombia, si bien reconoció una cierta artificialidad en dicho esfuerzo (IGBR, 1924: 15).

Al tiempo que la tasa de redescuento se estabilizaba al nivel del 7%, en los bancos comerciales accionistas, potenciales beneficiarios de los redescuentos del Banco de la República, el interés del crédito de corto plazo se ubicaba en el 10%; por entonces, la banca hipotecaria colocaba cédulas del 10% para financiar préstamos al 12%, y el Gobierno flotaba bonos de deuda interna entre el 10 y el 12% (IGBR, 1924: 16).

La tasa de redescuento se mantuvo incólume hasta el primer trimestre de 1929. La banca comercial continuó cobrando el 9% o 10%, “según las circunstancias especiales de cada establecimiento” sobre su cartera redescontable en el Banco (*IGBR*, 1927: 23-24). Y en el mercado de hipotecas de Bogotá, cuyas tasas de interés fueron del orden del 14% entre 1923 y 1924, la situación fue muy distinta entre 1925 y 1928, cuando se estabilizaron al nivel del 11% (Gráfico 2.45). Por entonces, los mercados de hipotecas, tanto particulares como bancarias, en las principales ciudades del país eran una fuente de financiamiento no despreciable, y su tasa de interés podría considerarse como una tasa libre, ya que no estaba determinada directamente por factores institucionales.

Gráfico 2.45

Tasas de interés sobre hipotecas en Bogotá, datos mensuales, 1923-1934



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

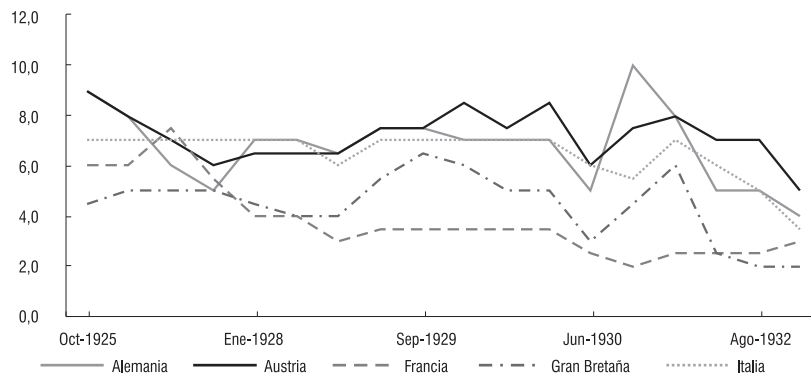
2. La tasa de redescuento en el contexto internacional

La tasa de descuento del 7%, sostenida por el Banco entre mayo de 1924 y marzo de 1929, era relativamente alta en términos internacionales; así lo sugieren los gráficos 2.46 y 2.47. La tasa del Banco de la Reserva Federal de Nueva York varió entre el 3,5% y el 4,5% durante dicho período; y la del Banco de Inglaterra lo hizo entre el 4% y el 5%. En Alemania, tras la experiencia hiperinflacionaria de 1923, el Reichsbank redujo su tasa de descuento de 10% en promedio en 1924, progresivamente, a lo largo de los siguientes tres años, hasta llegar a la de 5% en 1927. El Banco de Francia mantuvo tasas medias de descuento muy estables, entre el 5% y el 6%, desde 1915 hasta 1927 (Lemoine, 1929: 556). En América Latina el Banco Central de Reserva del Perú sostuvo una tasa del 6% al menos desde 1925, y el Banco Central de Chile, tasas entre el 6% y el 6,5% al menos desde principios de 1928.

Gráfico 2.46

Tasas de descuento: bancos centrales europeos, 1925-1934
(fechas seleccionadas)

(porcentaje)



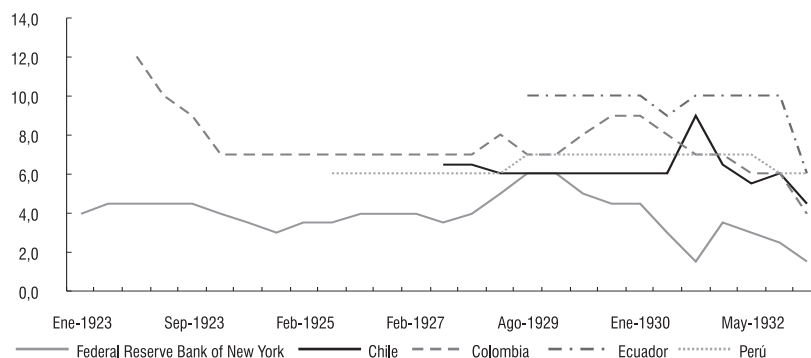
Fuente: FBR (varios años).

Con el advenimiento de la depresión internacional, las tasas de redescuento en los principales centros monetarios cayeron ostensiblemente. En uno de los casos más notables, y de mayor referencia universal, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York redujo su tasa de redescuento del 6 al 1,5% entre agosto de 1929 y agosto de 1931. El Banco de la República tendría en cuenta estas tendencias internacionales para reducir gradualmente sus tasas de redescuento a partir de mayo de 1930, así como las circunstancias propias de la depresión en Colombia, como se verá más adelante.

Gráfico 2.47

Tasas de descuento: bancos centrales en América, 1923-1934
(fechas seleccionadas)

(porcentaje)



Fuente: FBR (varios años).

Al señalar que la tasa de descuento sería “el arma más poderosa” en manos del Banco para alcanzar sus objetivos, sus fundadores reiteraron una idea predominante en su época. El Informe Cunliffe había destacado que la restauración y mantenimiento del patrón oro requerían un mecanismo para el control de drenajes de reservas que pudieran arriesgar las existencias de oro del banco central: la tasa de descuento. Las operaciones de mercado abierto u operaciones con el público reforzarían la efectividad de los cambios en la tasa de descuento para mantener la vigencia del patrón oro; estas fueron las denominadas “reglas de juego” (Cunliffe Report, en Eichengreen, 1985: 177; Triffin, 1971b: 39). La exposición de motivos de la Ley 25 desarrolló ampliamente la idea de autorizar al Banco para efectuar operaciones directas con el público con el fin de, en sus palabras, “hacer efectiva la rata del banco”; tal recomendación la basaron los redactores de entonces en la experiencia internacional, especialmente del Banco de Inglaterra (*Leyes Financieras*, 1931: 78-79).

Algunas experiencias internacionales, no solo de posguerra, ensombrecían los presagios auspiciosos del patrón oro. El respeto de los bancos centrales por las “reglas de juego” no fue la experiencia dominante con anterioridad a la guerra, y surgieron diversos instrumentos mediante los cuales los bancos centrales ejercían un cierto control sobre el mercado cambiario⁵³.

En 1923 ocurrieron eventos que influirían notablemente en la suerte internacional del patrón oro que por entonces se encontraba en proceso de restauración. Cuando en Colombia el proyecto de fundación del Banco, basado en la sabiduría reinante acerca del funcionamiento de dicho patrón hacía su tránsito en las Cámaras, la Junta de las Reservas Federales en los Estados Unidos observaba los efectos que sobre el mercado monetario venía ejerciendo la empinada importación de oro desde 1920 (Gráfico 2.34). La economía estadounidense, cuyo crecimiento había sido negativo en el bienio 1920-1921, había mostrado una recuperación sostenida en los dos últimos años; de hecho, un crecimiento semejante no volvería a repetirse sino hacia mediados de los años treinta (Gráfico 2.8).

Algunos indicadores monetarios en los Estados Unidos eran altamente positivos, como la clásica relación entre reservas metálicas, y billetes y depósitos; cuando la cobertura exigida estatutariamente era del 40 % sobre los billetes y 35 % sobre los depósitos, en la práctica, con las entradas sostenidas de oro se pasó del 50 % a finales de 1921 al 80 % a finales de 1922. Sin embargo, la ingente afluencia de oro había desencadenado efectos diferentes sobre el comportamiento bancario: en 1921 y la primera mitad de 1922 la banca comercial había utilizado sus crecientes reservas para disminuir su endeudamiento con los bancos federales de reserva; y en la segunda mitad de 1922 y en 1923 había dedicado su exceso de reservas a incrementar sus préstamos en una economía en expansión, sin necesidad de acudir al redescuento en los bancos de reserva. De acuerdo con la terminología empleada por la Junta de las Reservas Federales, a diferencia del pasado, el crédito bancario comercial se había elevado significativamente con *independencia* de los bancos

⁵³ Bloomfield (1959:47-59) basado en un ejercicio realizado por Nurkse (1944) para el período 1929-1938, revisó la experiencia de varios bancos centrales durante el período 1880-1913, en relación con su fidelidad a las “reglas de juego”. Según estas, los balances de dichos bancos deberían mostrar variaciones simultáneas y del mismo signo en sus activos externos e internos. El autor encontró que dichas variaciones fueron en la mayoría de los casos de distinto signo, contrariando lo predicho por las reglas de juego.

de reserva, y la relación clásica de reservas a billetes y depósitos, con todo y el *prestigio de la tradición*, ya no era suficiente como indicador de la política que debía seguirse.

Ante la expansión interna del crédito, que amenazaba traducirse en presiones inflacionarias, y la ausencia de los mecanismos clásicos equilibradores del patrón oro, la Junta insistió en la necesidad de definir *sustitutos* de la relación de reservas metálicas como *guías para la administración del crédito*⁵⁴. En la práctica se le dio curso a una política de esterilización monetaria, mediante la cual las entradas de oro eran compensadas con cambios en el crédito neto de la Reserva Federal⁵⁵. Tanto observadores contemporáneos como analistas posteriores registraron la política seguida por la Junta en 1923 como un acto de autonomía monetaria para evitar que prosperara la inflación, pero que en términos internacionales significaba recargar el costo del ajuste sobre otras economías. En su momento se pensó que, una vez restablecido plenamente el patrón oro internacional y con la cooperación de los bancos centrales, experiencias como la citada podrían evitarse.

3. Préstamos y descuentos a la banca comercial

En Colombia la ley orgánica del Banco de la República disponía que dicha institución no podría hacer préstamos o descuentos sobre títulos cuyo término de vencimiento excediera los tres meses, salvo que se tratara de papeles garantizados con productos agrícolas o ganados, en cuyo caso el término de vencimiento podría extenderse hasta seis meses⁵⁶. La exposición de motivos acudió a un lenguaje perentorio al destacar que, “El primero y más importante requisito es que el activo del Banco sea completamente líquido, cuando se trata de un banco central que goza del monopolio de la emisión de billetes circulantes, pagaderos a su presentación, que desempeña las funciones de Banco de redescuento de los demás bancos, los cuales dependen de él para proveerse de fondos en tiempo de crisis, y que tiene a su cargo el conservar y proteger el mercado monetario contra peligrosas especulaciones y contra una excesiva exportación de oro. Si al Banco no se le puede exigir este requisito, es preferible que no se establezca” (*Leyes Financieras*, 1931: 72-73).

Desde la fundación del Banco hasta diciembre de 1927, los redescuentos a los bancos comerciales accionistas siguieron una trayectoria de ascenso prácticamente ininterrumpida, por medio de escalones sucesivos, como lo revela el Gráfico 2.48: la dinámica de su crecimiento se manifiesta en el hecho de que en 1923 representaban el 13,2 % de los activos del Banco, en 1925 el 16,8 % y en 1927 el 25,9 %, respectivamente, durante un período en el cual el crecimiento promedio anual del Banco fue del 35 %. Otra forma de

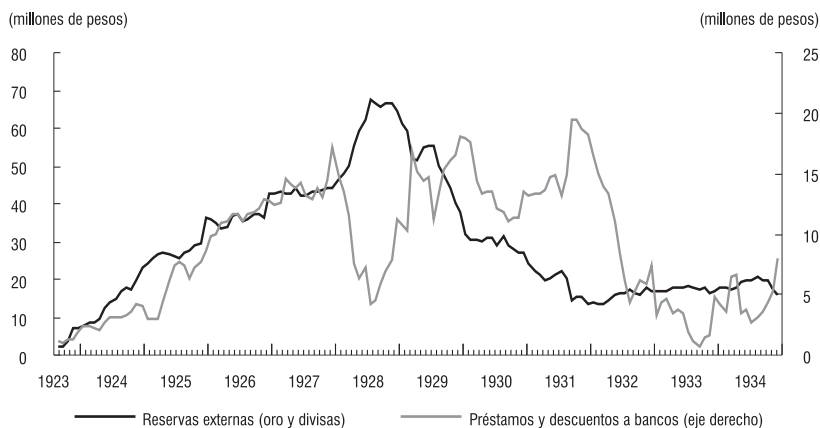
⁵⁴ Estas observaciones de la Junta de las Reservas Federales quedaron consignadas en su *Reporte Anual* núm. 10, correspondiente al año de 1923 y publicado en 1924 (*FRB*, 1924: 29-39). El economista británico Roy F. Harrod (1969: 127) calificó dicho texto como uno de los documentos clásicos de la historia monetaria. Allan Meltzer (2003: 160) escribió que “el décimo informe marca un punto de quiebre en la política de la Junta de las Reservas Federales, y posteriormente en las políticas de otras autoridades monetarias”.

⁵⁵ Mediante la acción esterilizadora de los bancos de reserva, se desvirtuó la esperada relación entre los movimientos del oro y el total de la base monetaria: “los aumentos y disminuciones irregulares en el acervo de oro se transformaron en un movimiento horizontal en el total de la base monetaria” (Friedman y Schwartz, 1993 [1963]: 282).

⁵⁶ Ley 25 de 1923, artículo 11 (*Leyes Financieras*, 1931: 42).

apreciar el movimiento vertiginoso de los redescuentos es la de registrar su crecimiento paralelo al de las reservas internacionales, precisamente hasta finales de 1927. Luego sobrevino el colapso de los saldos del redescuento a lo largo del primer semestre de 1928, y posteriormente una sucesión de amplias fluctuaciones en los redescuentos durante la Gran Depresión, al tiempo que el Banco enfrentaba el desvanecimiento de sus reservas internacionales.

Gráfico 2.48
Banco de la República
Reservas externas y préstamos y descuentos a bancos comerciales,
1923 (agosto) a 1934 (junio)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Los grandes brinco en el redescuento entre finales de 1927 y mediados de 1928 fueron registrados por el gerente en los siguientes términos:

Reflejan esos movimientos el variable curso de los negocios. La depresión de los últimos meses de 1927 creó la solicitud de fondos a la institución central por parte de sus afiliados. El alza en los precios del café y sobre todo la afluencia de dinero al país, proveniente de las operaciones de crédito de gobiernos y bancos, han traído en el primer semestre de 1928 una abundancia de recursos, que naturalmente ha hecho refluir hacia el Banco de la República una considerable porción de lo que había salido antes y los redescuentos han disminuido en proporción (*IGBR*, julio 1928: 16).

En realidad, la extraordinaria caída de los saldos redescontados, de cuya magnitud se da cuenta en el Gráfico 2.48, apenas compensó en un 55 % las importaciones de oro citadas por el gerente.

En el auge internacional de crédito de mediados de los años veinte, las políticas de redescuento de los bancos centrales tenían que ser materia de controversia. En los Estados Unidos, en su informe anual correspondiente a 1926, el Federal Reserve Board fustigó la

actitud de algunos bancos miembros que en años recientes habían convertido el acceso al redescuento en mecanismo permanente de financiamiento de sus operaciones; no se trata únicamente, señaló dicha Junta, de que los documentos sometidos al redescuento sean aceptables de acuerdo con las reglamentaciones, sino de que ellos no se conviertan en complementos del capital. Al desestimular esta desviación del redescuento, la Junta no solo acudía en defensa de fondos comunes del sistema financiero, sino de los mismos miembros, que en circunstancias de apremio estarían en capacidad de recurrir a los préstamos de última instancia (FRB, 1927: 4-5). Edwin W. Kemmerer se refirió al tema en términos similares:

En tiempos normales no hay razón para que un banco central haga anticipos de mucha consideración a los bancos accionistas; no es dable considerar [esto como una] buena política para un banco central, sino más bien una política peligrosa, la de proporcionar de modo permanente capitales a los bancos accionistas, pues semejante actitud de un banco central debilitaría su posición y comprometería en forma inconveniente sus recursos, inhabilitándolo para satisfacer sus deberes en tiempos difíciles y de emergencia. Por estas razones no conviene que la tasa de descuento de un banco central sea tan baja que para los bancos accionistas llegue a ser un buen negocio recurrir al descuento en forma permanente (citado en *IGBR*, julio 1929: 15).

La definición de un cupo individual de acceso al redescuento —llamado *línea básica*, inspirándose en la práctica de los bancos de la Reserva Federal— fue una forma de evitar el uso permanente de los recursos de redescuento por bancos individuales en perjuicio de los que acudían a ellos solamente en circunstancias extremas. Dicho cupo dependía de la participación accionaria y de los depósitos de cada banco accionista en el Banco de la República (*IGBR*, julio 1928: 26)⁵⁷.

Las reservas internacionales alcanzaron su cima más empinada entre julio y noviembre de 1928; en esos meses sus saldos se mantuvieron relativamente constantes, al tiempo que en el mercado financiero neoyorquino ya era evidente el desinterés por la compra de bonos extranjeros, y el reflujo de oro hacia los Estados Unidos estaba a la orden del día (Cortez Abbot, 1937). Por entonces, la cartera bancaria venía creciendo aceleradamente: del 7,5 % en el segundo semestre de 1927, al 19 % en el primer semestre de 1928, y al 20 % en el segundo semestre de dicho año. Las carteras descontable y no descontable crecieron al unísono, pero en el segundo semestre de 1928 y el primer trimestre de 1929 aquella llevó la delantera, llegando a representar más de la mitad de la cartera total; estos cambios en el balance de la banca comercial se reflejaron en los descuentos otorgados por el Banco de la República, los cuales crecieron aceleradamente en el segundo semestre de 1928 y en el primer trimestre de 1929.

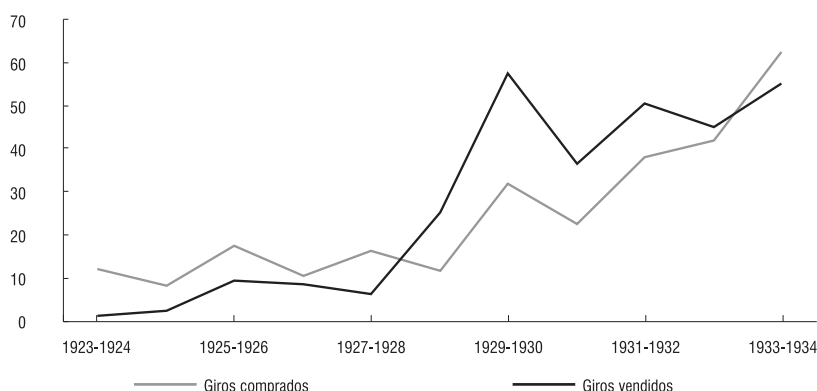
A la quietud por el lado de la oferta de giros en el mercado cambiario vino a sumarse una acrecentada demanda de giros sobre Nueva York, cuyo resultado fue una merma considerable de los depósitos del Banco en el exterior (Gráfico 2.49). Así, en pocos meses, entre

⁵⁷ La línea básica no era una barrera infranqueable; cada banco podría sobrepasarla pagando un cuarto por ciento más de interés por cada diez por ciento de aumento de las sumas solicitadas en redescuento por encima de la línea básica (Araújo, Simón “La actual situación fiscal y económica del país”, en *RBR*- 5, marzo de 1928: 142).

julio de 1928 y marzo de 1929, la cobertura de oro sobre billetes y depósitos se redujo del 106 % al 85 %, todavía muy por encima del límite legal del 60 %, pero con tal premura que por primera vez, y “después de larga deliberación”, según el gerente, la Junta tomaría la decisión de elevar la tasa de redescuento (gráficos 2.50 y 2.51). En la misma sesión, la Junta expidió dos medidas en defensa de las reservas internacionales: por una parte decretó el alza de la tasa de descuento del 7 % al 8 %, y por la otra, elevó el tipo de venta de los giros por dólares sobre Nueva York al 103½ %, como se vio antes (Gráfico 2.34).

Gráfico 2.49
Banco de la República
Compras y ventas de giros, 1923-1934

(miles de dólares)



Fuente: RBR (varios años).

Las tensiones en el mercado cambiario eran tales que, según la *Revista*, se “hacía inaplazable el alza del descuento, y si alguna censura puede formularse al respecto es la de haber demorado la medida” (*RBR*-18, abril de 1929: 107). No se podía seguir con una acelerada expansión de los redescuentos al tiempo que se acrecentaba la merma de las reservas internacionales. Según la Junta, al tiempo que “el Banco se desprendía de su oro para atender a la venta de letras, [...] al mismo tiempo lanzaba al mercado más billetes con motivo de las operaciones de redescuento” (*RBR*-23, septiembre de 1929: 270).

La Junta comprendió que no podía atenerse a la efectividad del alza en la tasa de redescuento para contener y contrarrestar el drenaje de los activos internacionales del Banco; acudió entonces a una práctica menos alineada con la ortodoxia, pero con antecedentes en los bancos centrales en la época de preguerra: la manipulación de la tasa de venta de los giros sobre el exterior. El abandono de la tasa de cambio de paridad como tasa de venta de los giros fue explicado por el gerente en los siguientes términos:

En cuanto al tipo para la venta de dólares hay que tener en cuenta que la función estabilizadora del Banco debe tender a mantener el cambio exterior alrededor de la par intrínseca de la moneda, que entre nosotros y para los dólares

es de 102 $\frac{3}{4}$ %. Ese precio se había fijado para las ventas del Banco desde agosto de 1926, pero es claro que ese tipo no podía conservarse en momentos de gran demanda de giros, como los actuales, en que puede preverse la conveniencia o la necesidad de hacer remesas de oro al exterior, para atender a esa demanda, y debe computarse el costo de esa exportación, que no es menos, desde los puertos del Atlántico, de $\frac{3}{4}$ % que fue lo que se subió al precio que venía cobrándose en las ventas de dólares (*RBR*-18, abril de 1929: 107).

Entre marzo y julio de 1929 la cartera de redescuentos bajó del orden de \$ 17 millones a \$ 11 millones, alrededor del 35%; y en el mismo lapso la cobertura de billetes y depósitos en el Banco pasó del 85 % al 100 %. Todo esto dentro de un contexto de persistente caída de las reservas internacionales. A pesar de este hecho inocultable, la Junta creyó que los indicadores anteriores eran positivos, y que si se devolviera la tasa de redescuento a su nivel del 7 %, se contribuiría de manera positiva al restablecimiento de la confianza en los negocios: así se hizo, efectivamente, a partir del 1 de agosto (*RBR*-22, agosto 1929: 235). Si hubo en efecto algún aporte a dicha confianza, este debió desvanecerse casi de inmediato al ensombrecerse el panorama internacional con la subida de la tasa de redescuento del Banco de la Reserva Federal de Nueva York al 6%, el 9 de agosto, nivel no registrado por dicha institución desde 1921, junto con el alza del tipo de descuento del Banco de Inglaterra al 6,5 %, el 26 de septiembre (gráficos 2.46 y 2.47)⁵⁸.

Entre agosto y diciembre de 1929 los redescuentos otorgados por el Banco recuperaron las alturas que apenas en junio habían parecido excesivas, y la cobertura de oro volvió a niveles del orden del 80%; nuevas alzas en la tasa de descuento del Banco no podían demorarse, más aun, tras la elevación de las tasas de interés en Londres y Nueva York. En el período citado las reservas declinaron un 25 %, y no parecía que dicho descenso pudiera detenerse. El Banco elevó su tasa de redescuento al 8 % el 10 de octubre, no sin anunciar que estaría dispuesto a verificar nuevos ajustes alcistas⁵⁹; ante la contundencia del drenaje de reservas, dicha tasa fue fijada en el 9 % a partir del 30 de noviembre⁶⁰. En cada caso se estableció una tasa de descuento preferencial en beneficio de la industria agrícola “tan merecedora y necesitada de apoyo” y para las operaciones con el Gobierno Nacional: en octubre dicha tasa fue fijada en el 7%, y en noviembre en el 8 % (*RBR*-26, diciembre de 1929: 365). Las reducciones escalonadas de las tasas de redescuento que se observarían en los dos años siguientes estarían relacionadas principalmente con medidas extraordinarias para enfrentar la depresión, como se verá luego (gráficos 2.50 a 2.52).

⁵⁸ El ambiente de euforia que habría embargado la economía estadounidense parecía haber llegado súbitamente a su fin: “Nadie en el verano de 1929 sospechaba que la economía mundial estaba a punto de sucumbir. Con las acciones en Wall Street creciendo vertiginosamente, los americanos creían haber descubierto el secreto de la prosperidad permanente. En la medida en que los Estados Unidos prosperaran, el resto del mundo se sentiría seguro” (Skidelsky, 2003: 414).

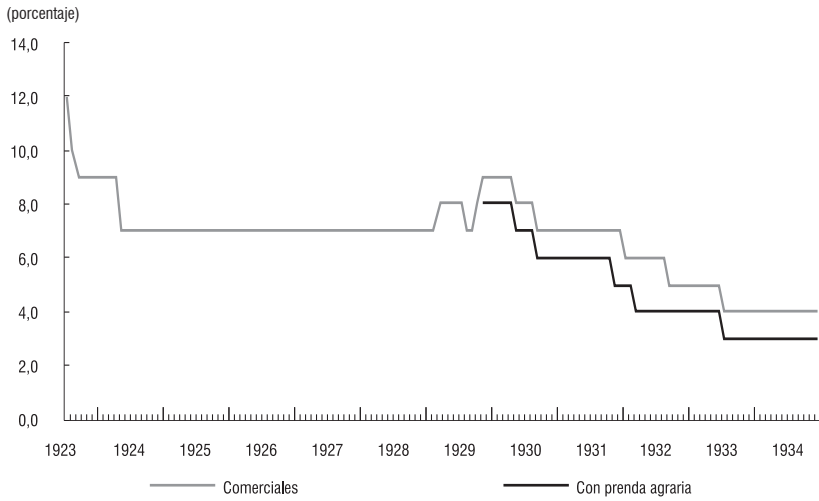
⁵⁹ El editorialista señaló que “Claro está que de seguir ese descenso [de las reservas] el Banco se verá en el caso de efectuar nuevas alzas en la tasa de descuento, en defensa de sus reservas, como que es ésa consideración primordial en la política de la institución” (*RBR*-24, octubre de 1929: 299).

⁶⁰ “Fue ésta una nueva medida, dolorosa pero inevitable, en defensa de las reservas metálicas de la institución” (*RBR*-26, diciembre de 1929: 365).

Gráfico 2.50

Banco de la República

Tasas de redescuento para préstamos comerciales y con prenda agraria, 1923-1934

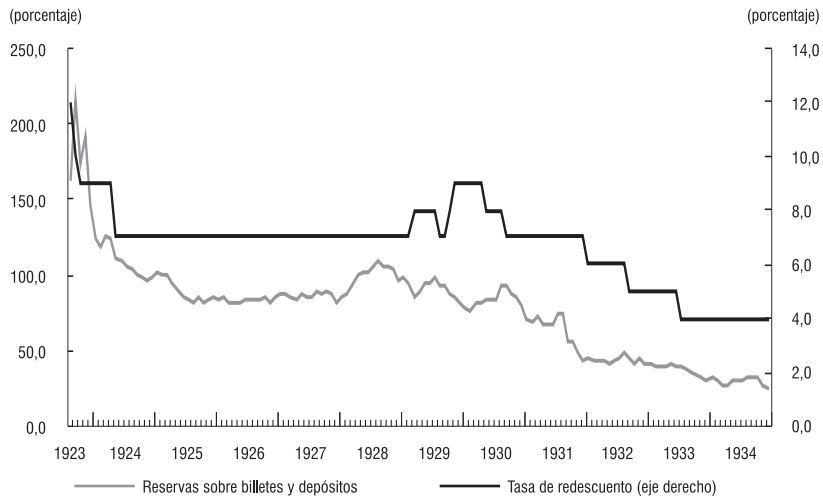


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Gráfico 2.51

Banco de la República

Tasa de redescuento y cobertura en oro de billetes y depósitos, 1923-1934



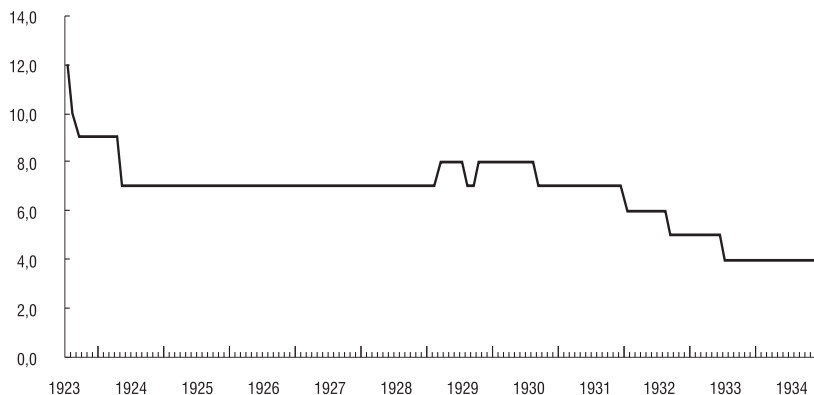
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Gráfico 2.52

Tasas de interés

Préstamos del Banco de la República al Gobierno Nacional, 1923-1934

(porcentaje)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

III. EL COLAPSO DEL PATRÓN ORO

A. El panorama del descenso según la *Revista*

“Característica de la actual situación de los negocios en el país parece ser la quietud [...]” (*RBR*-1, noviembre de 1927: 4). “La quietud en los negocios todos, [...], no ha hecho más que acentuarse desde entonces, [...]”. “Bien pudiera ser que estuviera el país aproximándose a un período de depresión en los negocios, después del de gran actividad que ha tenido en los últimos años. Y en tal caso, a la baja en las acciones seguiría, en el orden bien conocido, la de los artículos de lujo, las manufacturas de uso general, los víveres, los salarios y, por último, la propiedad raíz. Es lo cierto que ya las ventas del comercio en los diversos centros del país se sienten difíciles y lentas, lo cual es anuncio muy probable de baja en los precios” (*RBR*-2, diciembre de 1927: 32).

La primera frase del párrafo precedente fue, ni más ni menos, la de apertura del primer editorial de la *Revista del Banco de la República*, en noviembre de 1927. La segunda encontró acogida en las notas editoriales del mes siguiente, al recalcar la continuidad de las condiciones anunciadas. Y luego, una descripción del proceso en el cual estaría entrando la economía, después de un lustro de auge en los negocios. El editorialista se refiere a la fase recesiva del ciclo, al desmedro en las cotizaciones accionarias, y al descenso de los precios y los salarios, y advierte los síntomas que acerca de la presencia de dicho proceso se estarían registrando en diversas partes del país. En todo caso, el editorialista confía en que, más que la antesala de una depresión profunda, la quietud observada corresponda a un “reajuste” en la situación económica del país.

Las reservas expresadas a finales de 1927 continuarían a lo largo de 1928, matizadas por eventos que en unos casos reavivaban el optimismo, y en otros se traducían en toques

de alerta. La bienandanza de los precios del café en Nueva York, y la colocación exitosa de bonos de origen gubernamental y bancario en esa misma ciudad durante el primer semestre, debieron ceder el paso al progresivo deterioro de aquellas cotizaciones, y al repliegue del crédito externo. La dependencia de la economía en relación con las cambiantes circunstancias en el mercado internacional, y en especial de sus fuentes financieras, fue reconocida abiertamente por el editorialista:

[...] lo que ocurre en estos momentos [...] indica con qué facilidad y por causas al parecer remotas, una situación de actividad y de holgura puede tornarse pesada y difícil, al ser restringido, por uno u otro motivo, el crédito externo, lo que muestra la importancia que ha tomado la vinculación de nuestros negocios a ese crédito (*RBR-10*, agosto de 1928: 275).

El desasosiego sería la nota prevaleciente en las notas editoriales durante 1929. “Por el momento, la situación de los negocios es de suma quietud: las transacciones son escasas, los precios poco firmes, la tendencia incierta” (*RBR-15*, enero de 1929: 3).

La quietud, rayana en depresión, que ya desde varios meses viene observándose en los negocios de los principales centros del país, se mantuvo en el período a que esta reseña se refiere. Ni podría ser de otra manera, desde que las causas de tal situación han continuado obrando. Entre ellas, una de las principales es la anormal situación del mercado neoyorquino, que repercute en todos los del mundo y de modo especial en el colombiano, por la estrecha vinculación que existe entre los dos (*RBR-17*, marzo de 1929: 75).

A la creciente flojedad en el mercado externo del café se sumaba el quebranto del crédito exterior y, además, según el gerente, el factor psicológico, “el temor general de que la situación continúe deprimiéndose, que retrae de toda empresa y que siendo efecto de una mala situación, es poderosa causa para empeorarla” (*RBR-20*, junio de 1929: 171). En los últimos meses del año el tono de desconfianza y pesimismo ganó terreno en las notas editoriales, si bien el gerente buscó destacar los eventos económicos y políticos que rescataran algún optimismo.

Con motivo de la elección presidencial en febrero de 1930, el editorialista escribió que a medida que se acercaban los comicios:

[...] la quietud en el comercio, la depresión en los valores, la paralización en los negocios se hicieron sentir en todo el país [...] la desconfianza que invadió todas las clases sociales se hizo evidente en la gran solicitud de giros sobre el exterior, en la disminución de los depósitos en los bancos, en el insistente retiro de los de cajas de ahorros, en el cambio de billetes del Banco de la República por oro: todos parecían empeñados en asegurar en sus propias cajas lo más posible en efectivo ante el miedo muy cierto de algo incierto y temeroso. En vísperas de la elección, la paralización de los negocios fue completa” (*RBR-28*, febrero de 1930: 35).

A la depresión económica reinante de tiempo atrás se unió la inquietud y desconfianza del momento político. Esclarecida la sucesión presidencial, la paralización de los negocios fue el tema común de las notas editoriales, las cuales no escatimaron noticia alguna que diera lugar a algún asomo de optimismo. De cuando en cuando el editorialista volvía sobre los tiempos esfumados de altas cotizaciones cafeteras, acceso fácil

al financiamiento externo, y exuberancia en el gasto interno, preludio de un “reajuste inevitable”, agravado por el desplome de las cotizaciones cafeteras, la dependencia monoexportadora y el cierre del crédito exterior. Así, en septiembre de 1930, el redactor de las notas editoriales señalaba:

La depresión, ya tan larga, que los negocios del país vienen sufriendo como resultado de honda crisis económica y fiscal, se ha acentuado últimamente, sobre todo en las actividades comerciales. Tras la exagerada expansión que resultó del inmoderado uso del crédito externo, vino el inevitable período de reajuste, intensificado especialmente por la muy fuerte baja que nuestro principal, casi único artículo de exportación, el café, sufrió en los mercados consumidores. En el mes que reseñamos han prevalecido estas condiciones: paralización en las ventas de comercio; gran inestabilidad en la cuantía de las operaciones bursátiles, sin mayor cambio en las cotizaciones; suma pesadez en el movimiento de la propiedad raíz. Y es de temer que esa situación se prolongue hasta que la vida de la nación se adapte a las nuevas condiciones, reduciendo sus gastos, para ponerse dentro de sus posibilidades, e intensificando y variando su producción, para no depender de un producto único (*RBR*- 35, septiembre de 1930: 260).

Las notas editoriales se convirtieron en el reiterado testimonio mensual de los reveses a los que estuvo sometida la economía. La demostrada habilidad del editorialista para exponer aspectos nuevos de la crisis en cada entrega tenía que ceder ocasionalmente a la confesión explícita de que continuaban obrando los mismos factores desfavorables que venían registrándose de tiempo atrás. Así, en marzo de 1931, el gerente anotaba:

No podemos reseñar hoy otra cosa que la prolongación de la situación adversa que mes tras mes nos ha tocado anotar en estas columnas. Comercio, industrias, bolsa, transacciones en fincas, construcciones, negocios de agricultura y ganadería, las actividades todas de la nación, hállanse en un estado de depresión poco menos que completa (*RBR*-41, marzo de 1931: 79).

Aun así, existían razones para el optimismo, y una de ellas era la de estar enfrentando circunstancias menos extremas que en otras naciones del continente:

Seguimos contemplando con optimismo el porvenir de nuestro país, teniendo en cuenta que gracias a la manera admirable como la nación ha hecho frente a las dificultades que la han asediado, la situación de Colombia puede considerarse menos grave y de más fácil remedio que la de la mayor parte de las naciones de América azotadas por la crisis (*RBR*-41, marzo de 1931: 79).

¿A qué se refería lo de la manera admirable como la nación estaba enfrentando sus dificultades? A los esfuerzos en pro del “equilibrio efectivo en el presupuesto y la reorganización de los servicios administrativos [al] “estricto cumplimiento que se ha dado a todos los compromisos externos, aun en medio de las mayores dificultades [...] y a la paz inalterable y la libertad de que goza el país, cuando tantos otros se debaten en la anarquía o gimen bajo férreas dictaduras” (*RBR*-41, marzo de 1931: 79). En resumen: equilibrio presupuestal, eficiencia de la administración pública y democracia.

El contexto interno no bastaba; el editorialista seguía con atención el escenario mundial, especialmente lo relacionado con el mercado internacional del café y con el manejo de las tensiones financieras externas. Ante el plan de Hoover de suspender por un año el pago de deudas entre naciones, derivadas de la primera guerra mundial, el gerente abrigó la esperanza de que tanto el gobierno como la banca en los Estados Unidos estuviesen viendo la forma de cooperar con el restablecimiento de América Latina, cuya depresión había desembocado en una reducción sustancial del comercio del continente con aquel país. Tales esperanzas se mantenían, a pesar del advenimiento de nuevos insucesos en la economía europea, como la crisis financiera surgida alrededor del banco austrohúngaro Credit Anstalt, los cuales parecían abocados a un cataclismo financiero (*RBR-45*, julio de 1931: 237).

El cataclismo no tardó en materializarse, y sus repercusiones se transmitieron internacionalmente: Colombia presenció una nueva baja de las cotizaciones externas del grano, el recrudecimiento de la contracción crediticia y una nueva intensificación del pesimismo. Uno de los efectos inmediatos del persistente deterioro de las expectativas fue el cuestionamiento de la continuidad de los pagos sobre la deuda externa. La ventilación pública del tema contribuyó a un mayor desmedro de los precios de los bonos colombianos en Nueva York, y obligó a nuevas declaraciones oficiales en favor de la continuidad de dichos pagos. Según la *Revista*, “el Presidente de la República y su ministro de Hacienda han ratificado enfáticamente el resuelto propósito del gobierno de seguir atendiendo con la acostumbrada puntualidad al servicio de las deudas”, propósito reiterado por el voto casi unánime del Senado. Y, añadió el gerente, sin ambages:

Ni puede, en nuestro concepto, ser otra la política de Colombia, sean cuales fueren los sacrificios que ella le imponga. País ninguno necesita más que el nuestro la ayuda del capital extranjero para desarrollar sus riquezas naturales, y para obtenerla hay un sólo camino: el crédito externo, que tenemos que conservar a toda costa intacto. A eso han tendido los ingentes esfuerzos de tantos años, aun en los de la guerra mundial, cuando ello era tan difícil, para atender cumplidamente a nuestros compromisos internacionales, y sería inexplicable e imperdonable que ellos fueran a quedar anulados, [...], con la medida a que nos hemos referido (*RBR-46*, agosto de 1931: 267).

El agravamiento de la situación europea desembocó en la decisión de la Gran Bretaña de suspender los pagos en oro, el 21 de septiembre de 1931. Varias naciones siguieron su ejemplo, y la otrora moneda pivote de la economía internacional se depreció en pocos días en alrededor del 30 % (Gráfico 2.30). Según el gerente, la decisión británica

[...] se ha traducido en hondos trastornos en muchas naciones, causando estu-
por y desconcierto en buena parte del mundo y en no pocos casos pérdidas de
gran consideración a individuos e instituciones que con fe ciega en la secular
estabilidad de la moneda inglesa mantenían sus depósitos en bancos de Londres.
Tal ha sido el caso de algunos bancos centrales de la América Latina. El de la
República ha mantenido en moneda de los Estados Unidos la totalidad de sus
reservas en el exterior, aun aquella porción que se halla en los grandes bancos
ingleses (*RBR-48*: octubre de 1931: 343).

A la debacle financiera se sumó una nueva caída de las cotizaciones cafeteras en Nueva York, al punto que varias calidades vieron que sus precios eran insuficientes para cubrir sus costos de producción (*RBR-50*, diciembre de 1931: 415). Para entonces, la sensación era de zozobra. En los días y meses que siguieron al extendido abandono internacional del patrón oro, numerosas economías se cerraron y pusieron en marcha políticas de emergencia, aun extremas, que en otras circunstancias no habrían pensado en adoptar. El caso de Colombia no sería la excepción. El editorialista continuaría con su desapacible descripción del estado de los negocios: “la quietud de todos ellos, en el comercio, en la bolsa, en las transacciones sobre la propiedad raíz, es completa” (*RBR-52*, febrero de 1932: 35). Y, al igual que en otras latitudes, las legislaciones de emergencia se pondrían a la orden del día, en no pocos casos limitando libertades económicas individuales, en un esfuerzo por preservar el bien colectivo:

[...] las críticas condiciones en que el mundo entero se debate, van llevando a las naciones a adoptar medidas extremas para salvarse del naufragio, medidas casi todas que en menor o mayor grado atentan contra derechos privados y se apartan frecuentemente de los principios y prácticas consagrados, y que sólo encuentran justificación en las anormales circunstancias que las imponen y en el fin de salvación pública que persiguen (*RBR-52*, febrero de 1932: 35).

Tales medidas extremas podrían desencadenar efectos contraproducentes:

Eso ocurre, por ejemplo, con las infranqueables barreras aduaneras de que se están rodeando los países, con el doble e inconciliable propósito de impedir la entrada de los productos extranjeros y de llevar los propios a los mercados ajenos: pretensión absurda (*RBR-52*, febrero de 1932: 35).

El gerente extendió su crítica de la cortedad de miras en las políticas defensivas puestas en boga internacionalmente, a la previamente aplicada por la banca extranjera en relación con las naciones endeudadas:

La política de crédito seguida por la banca extranjera con las naciones latinoamericanas adoleció también de ese criterio de corto alcance. Fue ella extremadamente amplia en las épocas prósperas, y al llegar las horas difíciles se tornó implacable en el cobro, sin considerar que así empeoraba la precaria situación de los países deudores suyos, disminuyéndoles al propio tiempo la capacidad de consumo, con evidente perjuicio de las naciones acreedoras, que en ellos debían ver sus mejores clientes en potencia (*RBR-52*, febrero de 1932: 35).

B. Los signos de la crisis

1. La industria cafetera y el crédito externo

Las manifestaciones sobre el declive en la situación general de los negocios, planteadas mensualmente en la *Revista* desde noviembre de 1927, encontraron eco en la franca exposición del gerente a la Junta Directiva en julio de 1929. Además de numerosas alusiones a

temas de largo plazo, como la formación de capital humano, puesto a prueba en épocas de crisis, el gerente aludió a temas relevantes para el crecimiento futuro, pero también para el manejo de la coyuntura, como el de la legislación petrolera y el programa de obras públicas, puesto en marcha con el combustible sin precedentes del crédito externo, y ahora expuesto a terminar obras prioritarias con recursos limitados.

Como tema esencial del momento, y para “el futuro desarrollo económico y financiero del país” el gerente planteó “la baja persistente del café” cuyo descenso había llevado las cotizaciones externas e internas “a precios que no se veían desde hace varios años” (IGBR, julio de 1929: 40). Como se observó en los gráficos 2.27 y 2.28, la bonanza de fines de 1925 se esfumó a lo largo de 1926 y la primera mitad de 1927, y tras una recuperación importante, pero efímera, en el segundo semestre de 1927, se vino en descolgada permanente desde los albores de 1928, con sus efectos predecibles sobre una menor capacidad de compra externa y un menor ingreso interno.

El gerente destacó la caída pronunciada en el financiamiento externo desde mediados de 1928 como “un hecho de importancia capital, por la profunda influencia que tuvo en el curso de los negocios y en la situación económica de la nación”. Y calificó el manejo de la tasa de descuento del Banco de las Reservas Federales como la *causa principal* del giro súbito y adverso del crédito exterior:

Causa principal de esa brusca disminución han sido las condiciones del mercado monetario en Nueva York, donde desde mediados del año pasado las tasas de interés han estado en alza continua y los bonos extranjeros han sufrido una no menos sostenida baja, por la preferencia que el público ha dado a las acciones para sus inversiones (IGBR, julio de 1929: 37).

En efecto, el índice de la cotización de los bonos nacionales del 6 %, que en marzo de 1928 era del 100 %, en julio de 1929 ya iba en el 82 % como parte de una caída que con altibajos no se detendría sino hasta llegar a niveles del orden del 20 % entre 1932 y 1934 (Gráfico 2.27). Para mediados de 1929, cuando el servicio de la deuda se atendía solícitamente, un índice de cotización del 82 % era ya preocupante.

Sea como fuere —enfaticó el gerente—, la brusca y casi total suspensión de los empréstitos externos, cuando el país se había acostumbrado por varios años a las continuas entradas de capital, había de producir, y produjo, hondos trastornos en la economía nacional que todavía están sintiéndose. El descenso de las reservas de oro del banco de emisión, que tenía que traer el alza de la tasa de descuento; la contracción del medio circulante; la paralización del comercio y de la industria, por la disminución de las ventas; la baja general de todos los valores bursátiles; el estancamiento de las operaciones en la propiedad raíz, son manifestaciones de la situación producida por aquella causa, y revelan un estado de depresión en todos los negocios [...] (IGBR, julio de 1929: 39).

La frase “brusca y casi total suspensión de los empréstitos externos” no fue en modo alguno exagerada, y quizá se quedó corta para describir una realidad tajante no solo para Colombia sino para Suramérica, según el Cuadro 2.5: las entradas de fondos privados de origen estadounidense, que en el bienio 1926-1928 estuvieron cerca del millar de millones de dólares, en 1929 no alcanzaron a US\$ 60 millones. Para comprender la magnitud

de los flujos financieros recibidos en dicho bienio, debe notarse que en él se produjo la entrada del 49,3 % del total percibido entre 1921 y 1931; a Colombia le correspondió un porcentaje mucho mayor, el 89,2 %. El gran destinatario de la venida de capital estadounidense fue la Argentina, con una participación del 42%; las participaciones sumadas de los siguientes tres beneficiarios, Brasil, Chile y Colombia, escasamente superaron la lograda por aquella nación. Tomada aisladamente, la participación de Colombia fue del 10,3 %. Los tres primeros deudores tenían economías de mayor tamaño que Colombia, y en el caso emblemático de Argentina, con una economía cuatro veces más grande, su endeudamiento fue equivalente a cuatro veces el colombiano.

Un doble choque externo afectó la economía a partir de 1928: la ruina progresiva de la industria cafetera, y la desaparición tajante del endeudamiento externo de largo plazo. Para una nación endeudada, era esta una condición difícil de remontar, no solo en términos de preservar la honra de sus compromisos externos, sino en general por los efectos macroeconómicos que tales eventos generaron.

Cuadro 2.5

América del Sur

Entradas brutas de fondos privados procedentes de los Estados Unidos

(muestra de países; periodos seleccionados)

(millones de dólares)

Países	1924-1925	1926-1928	1929	Entradas totales 1921- 1931	Participación porcentual en entradas totales	PIB por países en relación con el de Colombia, 1929
Argentina	257,3	263,2	1,5	842,6	42,0	4,3
Bolivia	5,1	32,0	0,0	71,4	3,6	-
Brasil	8,7	197,5	10,9	385,6	19,2	3,09
Chile	18,3	177,6	42,4	321,7	16,0	1,24
Colombia	13,0	183,3	1,8	205,4	10,3	1,0
Perú	14,5	94,2	2,0	113,2	5,6	0,72
Uruguay		31,7		55,8	2,8	-
Venezuela		10,0		10,0	0,5	0,001
Entradas por período	316,9	989,5	58,6	2005,7	100,0	

Fuente: Basado en Lewis (1938, apéndice E).

2. Un panorama macroeconómico desapacible

A ojos del gerente, el horizonte previsible a mediados de 1929 no podía ser más desalentador. El colapso de la economía cafetera producido por la dura regresión de los precios externos, aunado al menor crecimiento de las cantidades exportadas (gráficos 2.12 y 2.27) y el ajuste a la baja de los precios internos del grano que habían alcanzado niveles ele-

vados sin precedentes a mediados de los años veinte (Gráfico 2.28), estarían minando la demanda interna asociada con los ingresos cafeteros y sus efectos multiplicadores. A su turno, la dinámica de la inversión se habría visto súbitamente comprometida por la paralización del crédito externo. Así, se desvanecieron los factores que habían propiciado el acelerado crecimiento de los componentes de la demanda hasta 1928 (Cuadro 2.1).

La desaceleración del crecimiento y la brusca interrupción del crédito externo habrían terminado con todo un lustro (1923-1928) durante el cual el balance comercial había sido deficitario; en adelante la caída franca de las importaciones, hasta 1932, sería el factor principal del superávit en la cuenta corriente (Gráfico 2.13). Dada la importancia central de los impuestos sobre las importaciones en el total de los ingresos corrientes del Gobierno, el descalabro importador tenía que traducirse en un desmedro considerable de los tributos, y en el consecuente deterioro del balance fiscal.

La paralización que por varios meses han tenido las ventas del comercio dan lugar para temer una considerable disminución en las importaciones de mercancías, lo que afectaría en igual proporción el producto de las aduanas, principal renglón del fisco nacional, y la gran quietud en los negocios es natural que también haga mermar sensiblemente varias de las otras rentas nacionales y seccionales, todo lo cual traería como consecuencia una difícil situación fiscal con repercusiones desfavorables en la economía nacional, y aun en la vida política y social del país (*IGBR*, julio de 1929: 41).

La caída de la demanda precipitada por los factores referidos se tradujo en el menor crecimiento del producto en 1929, y en caídas de dicho agregado en 1930 y 1931 (Cuadro 2.1, columna 1 y Gráfico 2.10); pero igualmente, en descensos continuos y sustanciales del nivel de precios que asolaron la economía durante cuatro años (Cuadro 2.1, columna 2, y Gráfico 2.29). En diversas ocasiones las publicaciones del Banco aludieron al surgimiento del desempleo, en especial, en relación con los recortes de la inversión pública tras el cierre del crédito externo; pero en general, la exposición típica de los efectos de la recesión de los negocios menciona las caídas en precios y salarios como ingrediente de ajuste de la economía ante el debilitamiento de la demanda.

Los choques externos adversos sobre las exportaciones cafeteras y sobre la cuenta de capitales se hicieron sentir tempranamente en las ventanillas del Banco de la República desde agosto de 1928, al tiempo que las importaciones privadas y públicas se mantenían en un nivel elevado. La demanda de giros por dólares sobre Nueva York rebasó con creces a la oferta, el medio circulante en cantidades crecientes retornó a las arcas del Banco y las reservas internacionales iniciaron un descenso prácticamente sin interrupción hasta principios de 1932 (gráficos 2.2, 2.37, 2.49). En observancia de las reglas de juego del patrón oro, el Banco intervino ajustando hacia arriba su tasa de redescuento, cuando consideró que la cobertura de oro a billetes circulantes y depósitos se estaba reduciendo rápidamente, aunque todavía muy por encima del límite legal; una vez consideró que la emergencia había sido sorteada, volvió a la tasa de redescuento original. Pero no dudó en volver a elevarla cuando observó que así lo exigía la defensa de las reservas internacionales y la cobertura de la moneda nacional (Gráfico 2.51). Más allá de las reglas de juego, el Banco también acudió al aumento de la tasa de venta de giros, en defensa de las reservas internacionales (Gráfico 2.34).

En medio de la adversidad, las esperanzas se afincaban en la recuperación de los precios del café en el exterior, con base en el éxito incierto de las políticas de estabilización del Comité de Defensa del Café del Brasil; en el reestablecimiento del crédito externo, para lo cual las finanzas públicas deberían guiarse por el principio clásico del equilibrio, aspiración difícil en su momento, ya que la caída de las rentas de aduanas, y la acumulación de déficit fiscales de vigencias anteriores exigían drásticas reducciones en el gasto público, y en el fomento de las actividades productivas, por oposición a aquellas que podrían calificarse de especulativas.

La línea de conducta del Banco de la República, lo mismo que de los establecimientos a él afiliados, parece en los actuales momentos claramente trazada. Deben ellos apoyar decididamente las industrias vitales de la nación, concentrando para tal fin todos sus recursos. El agricultor, el comerciante, el industrial que en la difícil situación presente necesiten apoyo financiero para mantener la normalidad de sus negocios, deben encontrarlo muy amplio —tanto como lo permitan las circunstancias— en los establecimientos de crédito, y las obligaciones que aquellos otorguen, dentro de sus recursos y necesidades a los bancos, deben ser aceptadas por el de la República sin dificultad. [...] Pero eso significa que para operaciones de otra especie, como las sobre acciones y valores o sobre fincas raíces, los recursos deben buscarse en otras fuentes [...] (*IGBR*, julio de 1929: 51-52).

C. Tendencias internacionales

1. Los precios de los bienes

La baja persistente del precio del café, calificada por el gerente como un problema de primer orden a mediados de 1929, era ya parte de una tendencia internacional en los precios de los bienes básicos. Para principios de los años treinta la caída significativa en las cotizaciones de importantes artículos en el mercado mundial ya había sido documentada. El Cuadro 2.6 ilustra dicho descenso para una muestra de artículos.

Cuadro 2.6
Caída en cotizaciones de algunos bienes en mercados internacionales, 1926-1930
(porcentaje)

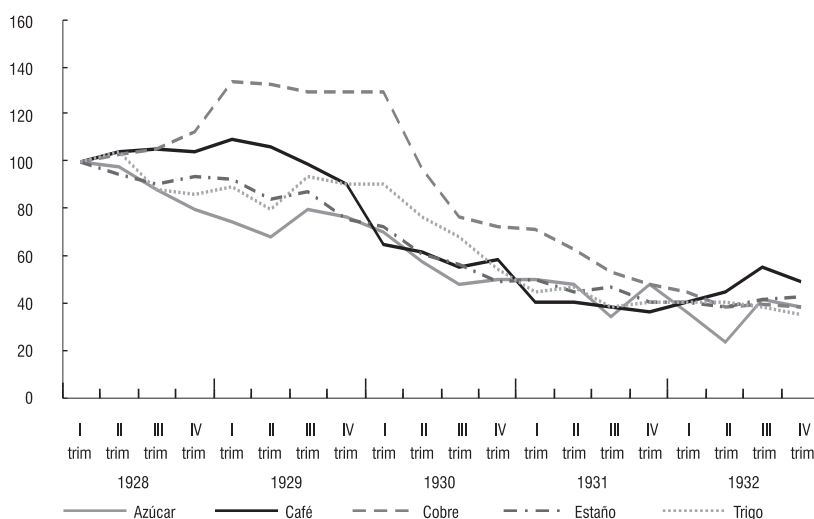
	Trigo (quintal)	Maíz (quintal)	Arroz (quintal)	Café (quintal)	Cacao (quintal)	Té (quintal)	Algodón (quintal)	Lana (kg)	Cobre (tonelada)	Plata (kg)
	Winnipeg	Buenos Aires	Londres	Río de Janeiro	Londres	Londres	Alexandría	Londres	Nueva York	Nueva York
Caída	61,8	43,9	42,3	62,5	50,5	5,2	46,3	60,6	5,8	38,7

Fuente: *RBR-45* (julio de 1931: 295), con base en datos de la Liga de las Naciones.

El Gráfico 2.53 ilustra la evolución descendente de los precios de exportaciones latinoamericanas entre 1928 y 1932; puede apreciarse cómo, con excepción del cobre y también parcialmente del trigo, hasta el primer trimestre de 1930 los precios ya venían deprimiéndose a lo largo de 1928 y 1929, como preludio de su mayor hundimiento entre 1930 y 1932. En promedio, dicha caída, que era ya del 50% a principios de 1931, llegó al 60% en 1932.

Gráfico 2.53

Exportaciones latinoamericanas de algunos bienes, 1928-1932
(índice de precios; I trimestre 1928 = 100)

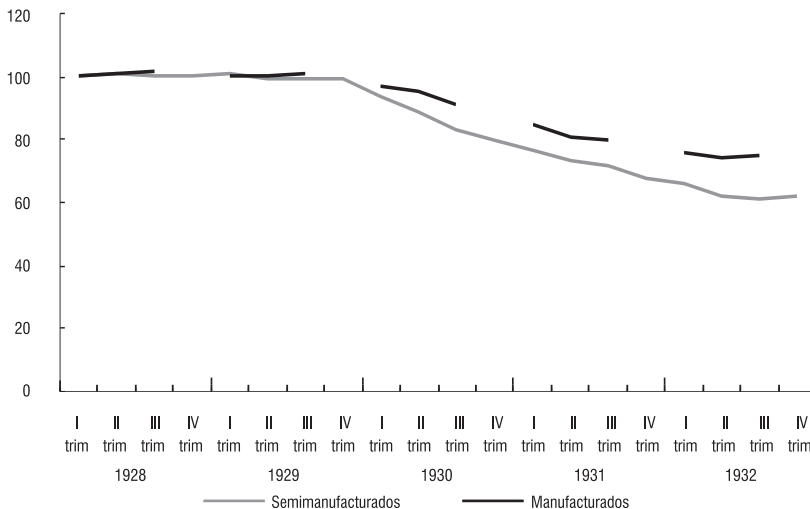


Fuente: RBR (varios años).

A la baja de las cotizaciones de los bienes primarios se unió la depresión de los términos de intercambio para los países importadores de bienes manufacturados y semi manufacturados. El Gráfico 2.54 muestra el declive de las trayectorias de precios de dichos bienes en los Estados Unidos; sostenido desde finales de 1929, su caída acumulada a principios de 1931 era del orden del 20%, y en sus puntos más bajos llegó al 35% en 1932. La evolución comparativa entre los precios de los bienes primarios y los de los bienes manufacturados enseña que los productores de aquellos bienes estuvieron enfrentando términos de intercambio adversos, al menos desde 1928, cuyos puntos más bajos se alcanzaron en 1931 y 1932.

Gráfico 2.54

Productos manufacturados y semimanufacturados en los Estados Unidos, 1928-1932
(índice de precios; I trimestre 1928 = 100)



Fuente: RBR (varios años).

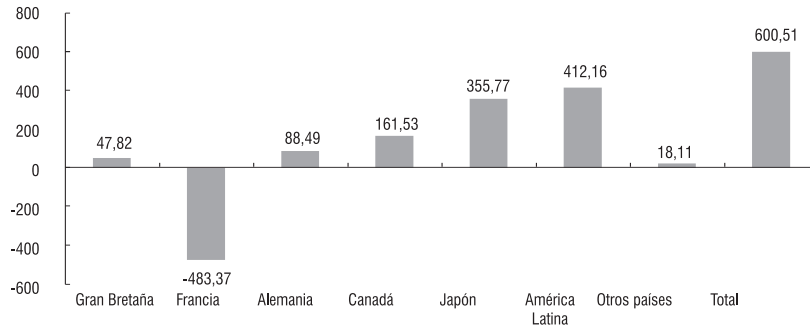
De acuerdo con observadores de la época, el de 1931 fue el año del hundimiento de los precios en el comercio internacional, y el de 1932 un año donde el descenso menos pronunciado de los precios se vio agravado por el surgimiento de numerosas trabas al comercio mundial (gravámenes arancelarios y contingentes, entre otras causas). Se estimó que para entonces el *quantum* del comercio habría descendido en un 30%, en comparación con el nivel de 1929, y los precios en un 50%, en relación con las cotizaciones del mismo año (RBR-57, julio de 1932: 231; RBR-72, septiembre de 1933: 359).

2. Los movimientos del oro

El período 1929-1931 presenció movimientos importantes entre los grandes tenedores de las reservas mundiales de oro. Los Estados Unidos, grandes beneficiarios de entradas de oro después de la Primera Guerra Mundial, volvieron a ser el centro de convergencia de grandes flujos de capital, esta vez procedentes de América Latina, Japón y Canadá (Gráfico 2.55). Del total de las importaciones netas de oro recibidas por los Estados Unidos, el 69% provino de la América Latina; a su turno, el 57% de la exportaciones latinoamericanas se originó en la Argentina, el 21% en Brasil, el 11% en México y el 7% en Colombia. El flujo total recibido de Colombia ascendió a los US\$ 29,51 millones, de los cuales US\$ 5,29 arribaron en 1929, US\$ 9,1 en 1930 y US\$ 15,12 en 1931.

Gráfico 2.55**Importaciones netas de oro de los Estados Unidos, países de procedencia, 1929-1931**

(millones de dólares)

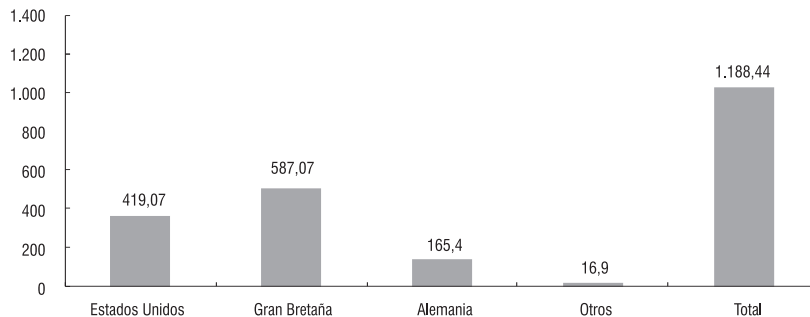


Fuente: FRB, 1932.

En el bienio 1930-1931 Gran Bretaña atrajo corrientes de oro de diversos puntos del imperio y de América del Sur, pero la magnitud de sus exportaciones de oro, especialmente a Francia, terminaron por convertirla en una exportadora neta del metal. En dicho período a este último país llegaron cerca de US\$ 1 200 millones, de los cuales la mitad provino de Gran Bretaña, una tercera parte de los Estados Unidos y una no desdeñable sexta parte de Alemania (Gráfico 2.56). Los fondos en oro transferidos por América Latina a los Estados Unidos llegaron a constituir el 85 % de los enviados por este último país a Francia. A finales de 1931 las tenencias mundiales de oro ascendieron a US\$ 11 319 millones, de los cuales US\$ 4 460 millones, o sea, el 39,4 % se encontraba en manos de los Estados Unidos, US\$ 2 181 millones, equivalentes al 19,3 % estaba en poder de Francia, US\$ 588 millones, o sea, el 5,20 % pertenecía al Banco de Inglaterra, y US\$ 234 millones, o el 3,9 %, le correspondía a Alemania (FRB, 1932).

Gráfico 2.56**Importaciones netas de oro de Francia, países de procedencia, 1930-1931**

(millones de dólares)



Fuente: FRB.

La movilización internacional del oro se intensificó desde 1927: a mediados del año el nivel de reservas áureas de los Estados Unidos alcanzó su registro más alto: US\$4,7 billones. En el segundo semestre de dicho año el mercado de bonos extranjeros se activó, en buena parte alentado por tasas de interés relativamente bajas en el mercado abierto. Deudores potenciales, como los gobiernos y algunas instituciones privadas en América Latina, se encontraron con una oportunidad propicia para incrementar sustancialmente su endeudamiento externo, como lo revela el Cuadro 2.5. En solo un año los Estados Unidos exportaron alrededor de US\$600 millones (FRB, enero de 1930: 1). El viraje en las condiciones monetarias del mercado neoyorquino en el primer semestre de 1928, cuando las tasas de descuento pasaron escalonadamente del 3,5 % al 5 %, significaron el fin de las exportaciones de oro, y el comienzo de un reflujo que en 1929 sumó US\$250 millones (FRB, enero de 1931: 2).

Un observador de la época, profesor de economía en Harvard, dejó la siguiente constancia del drástico desvanecimiento del crédito externo desde el tercer trimestre de 1928:

La disminución en la emisión de bonos de corporaciones y de gobiernos extranjeros en el tercer trimestre de 1928 fue particularmente abrupta; aunque las ofertas corporativas recobraron algún terreno en el último trimestre de 1928 y los dos primeros de 1929, prácticamente no hubo emisiones extranjeras ni en la segunda mitad de 1928 ni en 1929. [...] en la segunda mitad del año [1928], con la subida de las tasas de interés, el crédito externo de largo plazo cayó tajantemente, y el necesario financiamiento del crédito internacional quedó en manos del crédito de corto plazo (Cortez Abbot, 1937: 127-128).

El mercado de bonos en general —bonos corporativos, municipales, de gobiernos extranjeros, del gobierno de los Estados Unidos, y agrarios— registró unas emisiones totales que llegaron a los US\$16550 millones en 1927 y los primeros tres trimestres de 1928, de los cuales los bonos de gobiernos extranjeros representaron un 8,24 %. Luego, en el cuarto trimestre de 1928 y 1929 las emisiones totales alcanzaron a los US\$6066 millones, lo cual significó un estrechamiento sustancial del mercado de bonos en solo cinco trimestres, del orden del 64 %. La caída de los bonos extranjeros fue todavía mayor, ya que en las nuevas emisiones apenas representaron el 2,21 % (Cortez Abbot, 1937, Apéndice L).

La advertencia del comentarista acerca de la vigencia del crédito de corto plazo tendría una importancia especial en el caso de Colombia, ya que, coincidiendo con el cierre del crédito de largo plazo, se ampliaron de manera sustancial los créditos de correspondencia, los cuales se mantuvieron hasta finales de 1930; su disminución persistente a lo largo de 1931 quebró las esperanzas de quienes, en medio de la crisis internacional ya prolongada, creían en la supervivencia del patrón monetario.

La enorme movilización de oro hacia las arcas francesas se produjo a partir de la estabilización del franco, iniciada en 1926; ella fue posible al convertir en oro y repatriar la gran acumulación de divisas en el extranjero que aparecían en los portafolios del Banco de Francia y de la banca comercial francesa (Gráfico 56).

El caso más destacado en América Latina fue el de Argentina: entre mediados de 1927 y mediados de 1928 incrementó sus reservas de oro en US\$170 millones, aprovechando las condiciones favorables del mercado neoyorquino para la flotación de bonos

extranjeros. Pero en el siguiente año y medio dicho oro fue reexportado a su lugar de origen. Como reacción a tan drástico viraje en los flujos del oro, el gobierno argentino cerró la Caja de Conversión y estableció la inconvertibilidad en oro en diciembre de 1929 (FRB, enero de 1931: 3-4). Un cambio de dirección semejante en los movimientos del oro, de gran magnitud, pero menor al sufrido por Argentina fue experimentado por el Brasil, que también abandonó el patrón oro en 1929 (Hawtrey, 1951: 127).

Una de las implicaciones institucionales de la estrepitosa salida argentina del patrón oro fue la reanimación de su interés por la organización de un banco central; y al igual que en varios países latinoamericanos, donde se invitara a Edwin W. Kemmerer, en Argentina se hizo lo propio con el británico Sir Otto Niemeyer, a la sazón en la Junta del Banco de Inglaterra, para ofrecer la asesoría del caso. Como resultado, el Banco Central de la República Argentina fue creado en 1935⁶¹.

La actitud de países como Argentina, Brasil y Uruguay en Suramérica a finales de 1929, o de Australia y Nueva Zelanda a principios de 1930, tras el severo reflujo de oro hacia los Estados Unidos y luego hacia Francia, fue cuestionada por seguidores más perseverantes del sistema del oro, como Colombia. En efecto, a propósito de la persistencia en la defensa del patrón monetario, el gerente de su banco central escribió así en marzo de 1930:

Sigue, pues, el Banco cumpliendo satisfactoriamente la misión primordial de mantener la estabilidad de la moneda nacional y la subsistencia del patrón de oro, bases esenciales del crédito del país y de sanos negocios, a tiempo que vemos a otros países de la América en las más graves dificultades en esa materia del cambio exterior, llegando alguno de ellos, y de los más ricos y prósperos (la República Argentina) a la adopción de medida tan grave e inconveniente como es la clausura de su Caja de Conversión, lo que prácticamente hace desaparecer el patrón de oro (*RBR-29*, marzo de 1930: 68).

A pesar de la fidelidad al patrón monetario, los grandes movimientos del oro entre unas pocas economías en el centro, no resultaban fáciles de aceptar para quienes en la periferia se esforzaban por defender sus reservas internacionales en el marco del patrón oro. De tal inconformidad dejó constancia el gerente, a solo dos meses de la suspensión del patrón oro, en los términos que siguen:

[...] ocurre que el oro sigue emigrando de la mayor parte de los países, no obstante los esfuerzos por retenerlo, y va acumulándose, en proporciones alarmantes, en determinados centros, especialmente en Nueva York y París, en donde ni se le desea ni se le necesita, y permanece allí inmovilizado y estéril, al tiempo que los negocios de muchos países languidecen y mueren, faltos de la fecundante acción del capital. Semejante situación ha sido especialmente funesta para los países latinoamericanos, por su doble condición de deudores del exterior en cuantía inconsiderablemente aumentada, y de exportadores de materias primas

⁶¹ En su revisión de la experiencia con la Caja de Conversión, Niemeyer escribió: "No es probable que país alguno que sufre fluctuaciones naturales tan acentuadas en sus actividades económicas como la Argentina, pueda soportar por mucho tiempo un ajuste automático tan directo y rígido entre la cantidad de medio circulante y el balance de pagos externos" (citado por Gerchunoff y Llach, 2003: 137).

y productos agrícolas, cuyos precios han descendido desde 1926 [...] trayendo para todas las naciones de ese territorio un desequilibrio profundo en sus balanzas de pagos, al desvalorizarse los activos de su comercio, cuando en sus pasivos figuran en primer término partidas inmodificables, como son las correspondientes al servicio de sus deudas externas. Ese desequilibrio ha traído forzosamente la exportación de oro, causando una violenta contracción del medio circulante en los países que gozan del sistema de bancos centrales y del patrón de dicho metal [...] (*IGBR*, julio de 1931: 36-37).

En 1931 las dificultades cambiarias se acrecentaron en numerosas economías. Al tiempo que algunos bancos centrales ajustaban hacia arriba sus tasas de descuento, también suspendían el libre comercio del oro y de las divisas. A mediados de 1931 Canadá ya tenía en pie ciertos controles sobre las exportaciones de oro, y países como Alemania, Hungría y Chile establecieron controles cambiarios.

Alemania, país que registraba antecedentes de haber sido el principal beneficiario de la afluencia de oro en Europa entre 1924 y 1928, corrió con la suerte opuesta entre 1928 y 1931⁶². En mayo de 1931 el banco austriaco Credit Anstalt, presionado por la incapacidad de pago de sus clientes en varios países de Europa Central, arruinados por la depresión de la época, anunció la suspensión de pagos. Bajo una oleada de pánico empujó la salida de oro de Alemania, alrededor de US\$ 238 millones en solo el mes de junio, lo cual precipitó el establecimiento de controles cambiarios. La banca extranjera puso en aprietos a su similar alemana exigiendo el pago de sus créditos de corresponsalia, y esta actitud condujo a la crisis que determinó el establecimiento de controles (Hawtrey, 1951: 129-133).

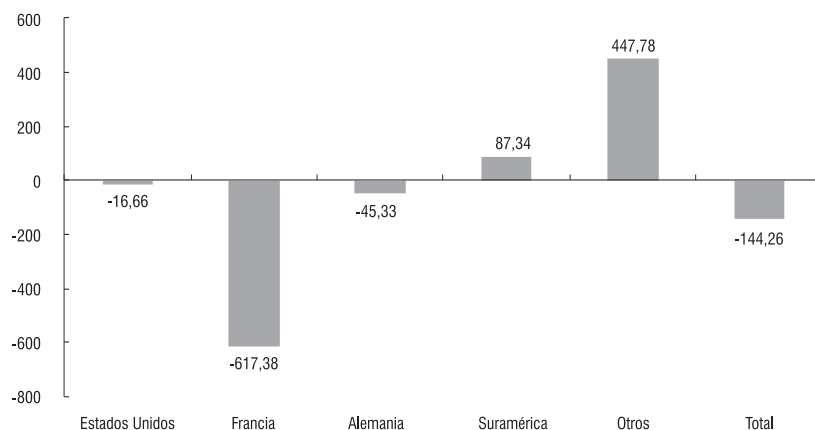
La tensión a la que fue sometido el mercado cambiario londinense en 1930 y 1931 es ilustrada en el Gráfico 2.57. Las salidas de oro se intensificaron entre mediados de julio y mediados de septiembre de 1931; los sucesos financieros de Alemania y Austria en julio aceleraron la salida de oro, especialmente hacia Francia. Ante la precipitada huida de fondos, que llegó a ser del orden de US\$ 1 000 millones en el período citado, el Banco de Inglaterra gestionó créditos a principios de agosto con el Banco de Francia, con los bancos de la Reserva Federal y con prestamistas privados en los Estados Unidos y Francia; los dos primeros ofrecieron cada uno US\$ 125 millones, y los últimos US\$ 400 millones. El gobierno inglés y el Banco de Inglaterra acordaron suspender la operación del patrón oro el 21 de septiembre, una vez fue claro que aun con el refuerzo cambiario de los préstamos sería imposible mantener la convertibilidad de la libra esterlina (FRB, octubre de 1931: 553-555)⁶³.

⁶² Las reservas de oro de Alemania, que en diciembre de 1924 eran de US\$ 181 millones, pasaron a ser de US\$ 650 millones en diciembre de 1928 (un aumento de US\$ 469 millones), de US\$ 569 millones en mayo de 1931 (una disminución de US\$ 81 millones), y de US\$ 234 millones en diciembre de 1931 (una caída sustancial equivalente a US\$ 335 millones) (Hawtrey, 1951, apéndice).

⁶³ En 1925 Gran Bretaña restableció la libertad de exportar oro; se adoptó el patrón oro-lingote (*gold bullion standard*) en cuyo marco el oro no se usa para la circulación interna, pero se le usa libremente en el comercio internacional; se estableció que el Banco de Inglaterra vendería oro a 3 libras, 17 chelines, 10,5 peniques por onza estándar. Este compromiso fue suprimido el 21 de septiembre de 1931.

Gráfico 2.57**Importaciones netas de oro de Gran Bretaña, países de procedencia, 1930-1931**

(millones de dólares)



Fuente: FRB, 1932.

Los acontecimientos financieros que conmocionaron Europa entre julio y septiembre de 1931, algunos de los cuales se habrían considerado imposibles de ocurrir, y que generaron un ambiente de incertidumbre sobre el futuro, fueron comentados por el editorialista en los siguientes términos:

Con las dificultades en que se vio a mediados del año la más poderosa institución bancaria de Austria, se inició en los países europeos un movimiento de pánico que puso a algunos de ellos, especialmente a Alemania, al borde de un cataclismo sin precedentes. Este movimiento obligó en septiembre pasado a suspender los pagos en oro del banco de Inglaterra, sin que alcanzara a evitarlo la enorme ayuda que Francia y los Estados Unidos le prestaron. La libra descendió inmediatamente en un 30%. Tal acontecimiento, cuya misma gravedad lo hacía aparecer como casi imposible, ha traído profundas perturbaciones en el comercio del mundo entero, perturbaciones que han de continuar dilatándose en proporciones que no es posible prever [...] (*RBR*, enero de 1932: 3).

La suspensión del patrón oro en Gran Bretaña fue seguida de inmediato por varias naciones europeas, como Dinamarca, Noruega y Suecia, dentro de la semana siguiente, y Finlandia, tres semanas después. En Suramérica, Bolivia (23 de septiembre) y Colombia (24 de septiembre) adoptaron una decisión similar. Los controles cambiarios se diseminaron, siendo adoptados por países como Italia, Grecia, Austria y Checoslovaquia. El Cuadro 2.7 presenta información sobre el establecimiento de controles cambiarios en varios países latinoamericanos, de acuerdo con una reseña de la época preparada por la Unión Panamericana.

Cuadro 2.7

América Latina: controles cambiarios, 1929-1933

(países seleccionados)

Países	Intervención cambiaria
Argentina	Cierre de la Oficina de Conversión en diciembre de 1929. Creación de la comisión de control cambiario el 13 de octubre de 1931.
Bolivia	Suspensión del patrón oro desde el 23 de septiembre de 1931. Junta de control para todas las operaciones cambiarias desde el 19 de mayo de 1932.
Brasil	Control absoluto de las operaciones cambiarias por parte del Banco del Brasil desde 1930.
Costa Rica	Suspensión del movimiento libre del oro y creación de la comisión de cambios desde el 16 de enero de 1932.
Chile	Control oficial de los cambios desde julio de 1930 y suspensión del patrón oro en abril de 1931.
Ecuador	Abandono del patrón oro en febrero de 1932 y control de cambios a partir de abril de dicho año.
México	Control de cambios en manos del Banco de México a partir del 2 de mayo de 1933.
Nicaragua	Prohibición del libre movimiento del oro y control oficial sobre operaciones cambiarias a partir de noviembre de 1931.
Uruguay	Control de las operaciones de cambio en poder del Banco de la República del Uruguay desde mayo de 1931.

Fuente: “El control del cambio exterior en las repúblicas americanas”; resumen de un informe de la Unión Panamericana, Washington, D. C., en *RBR*-64, enero de 1933: 10-13.

Otras medidas defensivas fueron arbitradas por los bancos centrales para minimizar los efectos de la crisis de la libra esterlina. Una de las reacciones inmediatas de aquellos bancos con depósitos de cambio extranjero en centros como Nueva York, fue la de convertir dichos depósitos en oro, ya fuera para importarlo a los países de origen, o para mantenerlo aparte para uso exclusivo de aquellos bancos (*earmarking*). El gerente resumió el caso de Colombia frente a algunas experiencias internacionales en los siguientes términos:

[...] tal sistema [el patrón de cambios oro] ha sufrido un rudo golpe con la suspensión de los pagos en oro en Inglaterra, el 20 de septiembre pasado. Ese sensacional acontecimiento ocasionó cuantiosas pérdidas a casi todos los bancos centrales de emisión, especialmente a los que, acogidos al patrón de cambio por oro, mantenían parte importante de sus reservas en moneda inglesa en bancos de Londres. [...] Cabe aquí recordar que el Banco de la República, como excepción quizá única entre los bancos centrales del mundo, logró atravesar esa situación sin pérdida apreciable, al paso que las instituciones hermanas de Chile, Ecuador y Bolivia se veían hondamente afectadas por la desvalorización de la importante porción de sus reservas que mantenían en moneda inglesa. Debíose ello a la previsión que tuvisteis [los miembros de la Junta Directiva] de conservar en moneda de los Estados Unidos la casi totalidad de los fondos de nuestra institución en el exterior, aun los que se hallaban en los grandes bancos de Londres. Como fruto de la experiencia que estos acontecimientos nos han proporcionado, podemos deducir la conveniencia de mantener en las bóvedas del Banco la mayor parte de nuestras reservas de oro, sin por eso prescindir de

las ventajas que ofrece el patrón de cambio por oro. Y en ese camino y como medida de prudencia, habéis dispuesto, y así se ha venido practicando, que la mayor proporción de los fondos que el Banco tiene en el exterior se mantenga en oro físico, depositado en custodia en el Federal Reserve Bank de Nueva York, como propiedad exclusiva del Banco de la República, sellado en su nombre (*earmarked*) (*IGBR*, julio de 1932: 16).

En las siguientes seis semanas a la suspensión británica del patrón oro, las salidas del oro de los Estados Unidos constituyeron, según el *Federal Reserve Bulletin*, “el más grande movimiento del metal durante un período similar en cualquier país y en cualquier época” (FRB, noviembre de 1931: 603). Las existencias de oro del país se redujeron en aproximadamente US\$ 730 millones, lo cual no quiere decir que semejante cantidad, equivalente al 17 % de las existencias totales, hubiera sido exportada. De aquella suma, el 57 %, alrededor de US\$ 415 millones, permanecieron en los Estados Unidos, depositados en el Federal Reserve Bank de Nueva York, a buena cuenta de bancos centrales de otros países (*earmarked*) (FRB, noviembre de 1931: 603).

D. Políticas internas tras el derrumbe del patrón oro

“Fue una situación sin precedentes en la vida financiera de la nación”. Así calificó el editorialista las circunstancias que desembocaron en la suspensión del patrón oro en septiembre de 1931, y los eventos que le siguieron en los meses inmediatos. Al mirar hacia atrás, en enero de 1932 no pudo menos de expresar: “Al echar una mirada retrospectiva sobre el año que acaba de terminar, se tiene la impresión de conjunto de lo aciago que él fue para el país” (*RBR*-51, enero de 1932: 3).

1. Circunstancias inmediatas

a. Tensiones acerca de la deuda externa

Las semanas previas al colapso del patrón oro estuvieron dominadas por la desconfianza y noticias encontradas acerca de la situación económica del país, con repercusiones adversas sobre los precios de los bonos colocados en el extranjero y sobre las corresponsalías bancarias (*RBR*-47, septiembre de 1931: 308). Un tema álgido por sus implicaciones financieras era el de una potencial moratoria sobre la deuda externa; el continente no era ajeno a determinaciones unilaterales recientes en tal sentido, como ocurriera en Bolivia en enero, en Perú en mayo y en Chile en julio. Los banqueros oficiales de Colombia en el extranjero advirtieron al gobierno acerca de los efectos devastadores que sobre el crédito del país tendría la discusión interna sobre una eventual moratoria. No era solo una advertencia; de hecho los mercados se habían resentido, y así lo indicaban las trayectorias de las cotizaciones de los bonos del 6 % entre agosto y septiembre (Gráfico 2.7). Así se expresaron los banqueros:

Desde la primera información recibida al respecto, las cotizaciones de los bonos nacionales del 6 por 100 han sufrido una baja de 10 a 12 puntos; y las cotizaciones de los bonos departamentales han declinado en una proporción igual y aun mayor, con pérdida de prestigio para Colombia en general y con merma de crédito para los bancos y el comercio. Se nos ha informado que la repetición de tales noticias causó aquí depresión en las cotizaciones de los cafés colombianos, reduciéndose así, materialmente, la vuelta del oro a los más importantes productores (*RBR*-47, septiembre de 1931: 312)⁶⁴.

El ministro de Hacienda, Jesús María Marulanda desdeñó los “brotes aislados” y “sin medir el alcance de sus consecuencias” que en la discusión pública habrían surgido acerca de una supuesta moratoria en el pago de las obligaciones externas del país, y ratificó la decisión política de perseverar en el pago de la deuda externa. Insistió en que:

El gobierno nacional, todos los departamentos y municipios, están atendiendo al servicio de sus deudas externas y aquellas secciones que transitoriamente tuvieron dificultades para ello han recibido con ese fin apoyo suficiente y eficaz del gobierno nacional [...] el gobierno reitera su anterior declaración sobre puntual cumplimiento del servicio de sus obligaciones en el Exterior, así como el de los departamentos y municipios, y hace presente que las discusiones sobre posible moratoria nunca tuvieron posibilidad de que condujeran a la adopción de tal medida y en ningún momento han debido inquietar a los tenedores de bonos colombianos (*RBR*-47, septiembre de 1931: 312)⁶⁵.

A pesar de las oportunas aclaraciones ministeriales, una variedad de circunstancias atentaba contra la credibilidad de las declaraciones del Gobierno. Un hecho irrefutable era el desmedro de las reservas internacionales del país. Las principales causas de dicha caída fueron atribuidas al desplome de los precios del café y otros productos exportables, así como al cierre precipitado de los créditos de corresponsalía de la banca extranjera. El primero se había iniciado a partir de diciembre de 1927 cuando la cotización del café Bogotá Bueno en Nueva York era de US\$ 29 la libra, y ya para agosto de 1931, en vísperas del colapso del patrón monetario era de US\$ 14,63, y para diciembre del mismo año llegaría a US\$ 11,98 (Gráfico 2.27). La deuda de la banca colombiana con los bancos corresponsales, que a diciembre de 1930 era de US\$ 22,1 millones, a agosto de 1931 era de US\$ 14,8 millones, y en diciembre siguiente llegaría a solo US\$ 8,8 millones. El efecto de este último descenso tenía que manifestarse inmediatamente en una merma vertical de las reservas internacionales: dicho acervo que en diciembre de 1930 sumaba US\$ 27 millones, en

⁶⁴ Los banqueros oficiales eran el National City Bank de Nueva York, el First National Bank de Boston, el Lazard Brothers y Compañía Ltda. de Londres, y el Lazard Freres y Compañía de París. Además, también fueron seleccionadas como colaboradoras en asuntos financieros las siguientes entidades: Continental Illinois Co., afiliada a The Continental Illinois Bank & Trust Co. de Chicago, y la International Manhattan Co. Inc., afiliada a The International Acceptance Bank Inc., de Nueva York (*RBR*-45, julio de 1931: 268).

⁶⁵ Por supuesto, no todo eran malas noticias o informaciones distorsionadas acerca de Colombia. La *Revista* destacó un comentario del *New York Times* del 9 de agosto, en el cual se resalta la solidez del sistema bancario colombiano a partir de la misión Kemmerer. Y, aunque reconoce que en el caso de la banca hipotecaria ya se están presentando rezagos en los pagos por obra de la recesión, los remates en los juicios han sido pocos y se ha empleado el arreglo directo con los deudores (*Ibid.*: 317 y 340).

agosto del año siguiente llegaba a US\$ 20, y en el siguiente diciembre apenas arribaría a US\$ 14 millones (Gráfico 2.37).

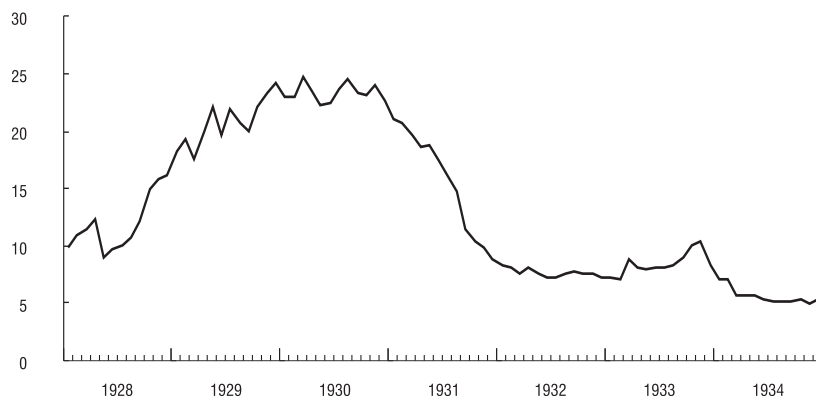
b. El desvanecimiento del crédito de corresponsales extranjeros

Los pasivos de la banca comercial con los corresponsales extranjeros se mantuvieron alrededor de \$ 10 millones en el primer semestre de 1928, suma equivalente al 5,5 % de los activos. A partir de julio, el crédito de corresponsalía aumentó continuamente, acercándose a \$ 25 millones en el primer trimestre de 1930; para entonces, dicha cifra representaba aproximadamente el 13% de los activos. El financiamiento se mantuvo estable durante los siguientes tres trimestres, alrededor de \$ 23 millones, e incluso alcanzó su tercer pico más alto en noviembre, \$ 24 millones. A partir de entonces, los saldos se fueron a pique, como se comentó en el párrafo anterior, con notable incidencia sobre el nivel de las reservas internacionales (Gráfico 2.58).

El financiamiento de corto plazo se redujo a niveles muy bajos en los siguientes tres años, y su importancia relativa en términos de los activos llegó a ser del 4 %. Dicha reducción no afectó por igual a la banca nacional y a la banca extranjera, como se ve en los gráficos 2.59 y 2.60. En promedio, desde principios de 1928 hasta mediados de 1929 las dos terceras partes del crédito de corto plazo beneficiaron a la banca nacional; posteriormente, como los saldos en la banca comercial se mantuvieron hasta finales de 1930, al tiempo que los de la banca extranjera se incrementaron, la participación media de la banca nacional se redujo a la mitad. A lo largo de 1931, mientras los saldos de la banca nacional cayeron en 78,5 %, los de la extranjera lo hicieron en 45,2 %. En diciembre de este último año, dichos pasivos de la banca nacional eran de \$ 2,4 millones, apenas un poco más de la cuarta parte del total en poder de nacionales y extranjeros.

Gráfico 2.58
Banca comercial: corresponsales extranjeros, 1928-1934

(millones de pesos)

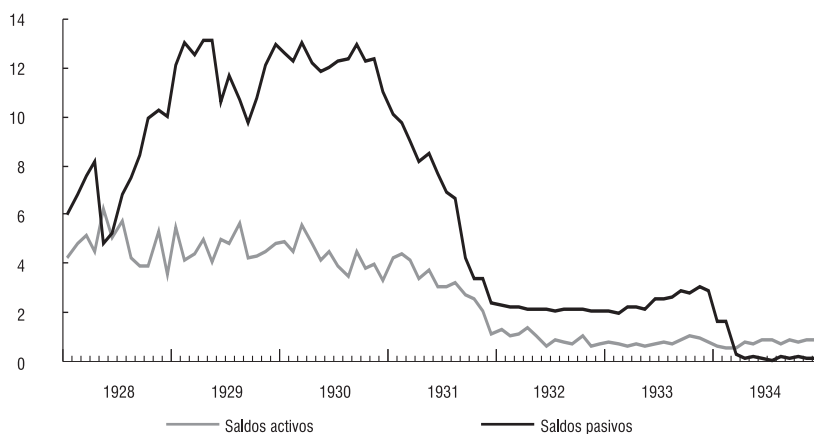


Fuente: Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda (anual).

Gráfico 2.59

Banca comercial nacional: corresponsales extranjeros, 1928-1934

(millones de pesos)

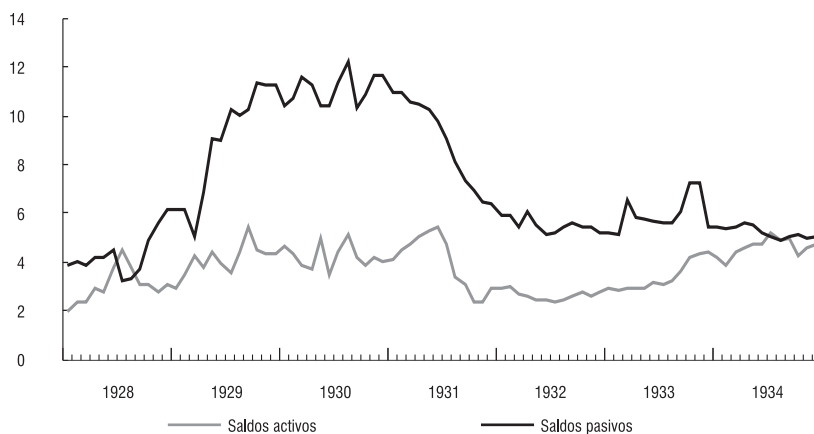


Fuente: Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda (anual).

Gráfico 2.60

Banca comercial extranjera: corresponsales extranjeros, 1928-1934

(millones de pesos)



Fuente: Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda (anual).

El crédito externo de corto plazo a la banca nacional prácticamente desapareció desde comienzos de 1934; el financiamiento del comercio exterior que llegó a niveles mínimos a mediados de 1934, quedó en manos de la banca extranjera, la cual pudo aumentar sus activos externos de corto plazo, hasta alcanzar niveles semejantes a los de 1929.

La pérdida del crédito bancario exterior de corto plazo, su incidencia en el nivel de las reservas internacionales, y sus graves implicaciones adversas sobre el clima financiero en el segundo semestre de 1931 fueron discutidas un año después de los eventos por el presidente de la República en los siguientes términos:

Veíamos desaparecer hora por hora, en avalancha casi irremediable, las reservas metálicas del Banco de la República y amenazado el sistema bancario [...] Nuestro sistema bancario [...] tenía que someterse a los ataques más violentos que se pueda imaginar. [...] Llegaban diariamente noticias del retiro de los grandes créditos bancarios de que nuestros bancos gozaban en el exterior, no en forma considerada que diera espera a las entidades deudoras para hacer frente con calma a sus compromisos, [...] Por cable se pedía el reembolso inmediato de considerables sumas que nuestros bancos adeudaban [...] Supe entonces que esas instituciones bancarias pedían el reembolso de sus cuentas y en muchos momentos llegaron a considerar que la banca colombiana sería incapaz de defenderse [...] (*RBR*-58, agosto de 1932: 262-263).

La drástica reducción del crédito de los corresponsales externos a Colombia fue apenas el reflejo local de las grandes movilizaciones de oro que se exacerbaron en 1931, en especial, a mediados de dicho año en Europa Central, con crisis dramáticas como la protagonizada por el Credit Anstalt, el cual, entre otras dificultades, debió enfrentar su incapacidad para responder por deudas de corresponsalía con bancos foráneos⁶⁶. Un consejero financiero de Colombia en los Estados Unidos presentó el tema de la ingente pérdida de reservas del país en la prensa neoyorquina, en los siguientes términos:

[...] las reservas de oro habían bajado a un punto tal, que hubiera sido imposible mantener el patrón oro si hubiera continuado permitiéndose la salida de dicho metal. Este drenaje excesivo de la reserva de oro fue ocasionado por varios factores. El principal de ellos lo constituyó la crisis bancaria ocurrida en este verano en varios países extranjeros que forzó a la mayoría de los bancos de afuera a cerrar los créditos que habían concedido a establecimientos bancarios colombianos y a sucursales de bancos extranjeros en Colombia. Esta suspensión de créditos valió más de \$8.000.000 que se pagaron, en parte, mediante la exportación de oro salido del Banco de la República (*RBR*-51, enero de 1932: 11).

2. Las medidas de emergencia

a. El pánico financiero

El pánico financiero que se había enseñoreado en varias naciones europeas desde mediados del año creó alarma en los mercados financieros de diversas latitudes. En Colombia las reservas internacionales pasaron de US\$27 millones en diciembre de 1930 a US\$20

⁶⁶ El papel de las deudas bancarias de corto plazo en la anatomía de las crisis financieras es destacado por Eichengreen y Portes (1987).

millones en agosto de 1931, caída equivalente al 26%, y en el solo septiembre la reducción de dicho acervo fue de US\$ 5 millones, otro 25%. Los eventos de dicho mes fueron resumidos por el gerente, quien alcanzó a prever una situación tan extrema para el sistema de pagos, que no temió en calificar de “cataclismo financiero”; e invocó y confió en la intervención de los poderes públicos para minimizar las consecuencias económicas y sociales adversas que de dicho cataclismo podrían derivarse:

Tomaron entonces mayor fuerza el retiro de dinero de los bancos, la exportación de capitales, el cambio por oro de los billetes del Banco y la ocultación del metal. [...] el cambio por oro de los billetes [...] presentaba para el país una grave amenaza, por la intensa y creciente contracción del medio circulante que iba creando y que podía llegar hasta producir un verdadero cataclismo financiero, de consecuencias sociales imposibles de prever y que los poderes públicos estaban en el deber ineludible de evitar, por todos los medios (*RBR*-51, enero de 1932: 3-4).

El editorialista había seguido mes a mes, desde julio de 1928, las trayectorias de la principales variables financieras bajo el dominio del patrón oro, y ante la rudeza de los eventos internacionales recientes, inimaginables a mediados de los años veinte, no podía menos que ofrecer su apoyo a medidas que, si bien eran de ineludible emergencia, también debían considerarse “transitorias”. En el Cuadro 2.8 se presentan los cambios porcentuales en variables informativas sobre el sector financiero.

Cuadro 2.8

Indicadores financieros, 1928 (julio)-1931 (agosto)

(millones de pesos)

Fechas	Reservas de oro	Base	Medio circulante	Depósitos a la vista	Depósitos totales	Cartera bancaria	Cobertura en oro	Tasa de interés	Tasa de cambio	Tasa redescuento
Julio de 1928	68,00	80,00	82,00	65,80	98,60	84,60	106,00	10,90	1,02	7,00
Agosto de 1931	20,00	43,00	46,00	29,70	71,10	63,90	75,00	14,40	1,04	7,00
(+) o (-) porcentaje	-70,60	-46,30	-44,00	-54,90	-27,90	-24,50	-29,30	32,10	16,70	0,00

Fuente: cálculos con base en estadísticas de la *RBR*.

En los tres años transcurridos desde el cierre del crédito externo de largo plazo hasta las vísperas de suspensión del patrón monetario, el inventario de reservas externas del país había caído en un 70%; a su vez, el dinero emitido por el banco central, así como los depósitos a la vista que apenas empezaban a generalizarse en el país, habían descendido a la mitad.

La tasa de redescuento para operaciones comunes había pasado del 7% al 8% y al 9% cuando la Junta consideró que debía hacerlo para defender la cobertura de reservas de oro sobre los pasivos del Banco en billetes y depósitos, pero la disminuyó gradualmente hasta el 7% inicial, cuando entendió que los mayores riesgos se habían obviado, y atendiendo al movimiento descendente de las tasas de redescuento en los Estados Unidos y varios países europeos. Al suspenderse el patrón oro, aquella cobertura que servía de guía a la Junta del Banco estaba en el 75%: por encima del 60%, porcentaje exigido por la Ley 25 de 1923, y más aún, por encima del 50%, requerido por la Ley 73 de 1930.

La tasa de cambio, que estaba escasamente por encima del precio de compra (\$ 1 015 por dólar) en julio de 1928, bajo el influjo de las recientes entradas de crédito externo, se pegó al tipo de venta (\$ 1 035 por dólar) a partir de marzo de 1929, ante la presión de una persistente demanda excedente de giros. El Banco sorteo dicha demanda mediante la reducción de sus reservas externas, con sus implicaciones inmediatas sobre el medio circulante y los depósitos bancarios, a fin de preservar la tasa de cambio. Pero ya en septiembre de 1931 estaban tan mermadas las reservas, que la exacerbación del clima de desconfianza financiera podría terminar en cataclismo financiero, como lo expresara el gerente, a pesar de que el indicador clásico de cobertura fuera ampliamente satisfactorio. En situación tan extrema, debía acudir también a expedientes extremos:

Entre tanto recrudecía la alarma. El público retiraba apresurado sus depósitos de los bancos, y por vez primera en la vida de este instituto central vimos nuestras cajas asediadas por gentes que pedían el cambio por oro de los billetes del Banco. Al propio tiempo los bancos extranjeros, especialmente los americanos cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas, llegando alguno de éstos al increíble extremo de protestar el giro de un banco respetable de Colombia expedido y presentado en virtud de un crédito vigente. Era el pleno pánico [...] se expidió la Ley 99 de septiembre de 1931, que confirió al gobierno amplísimas facultades extraordinarias para tomar las medidas financieras y económicas indispensables para conjurar la crisis. Por la Ley 119, de 16 de noviembre de ese mismo año, tales facultades fueron completadas y prorrogadas (*IGBR*, julio de 1932: 25-26).

b. El catálogo de las medidas

Una suerte de medidas extraordinarias fue adoptada en septiembre, y otras, algunas complementarias o reformatorias de aquellas, fueron expedidas en el curso del siguiente semestre. El espectro fue amplio: determinaciones cambiarias, de comercio exterior, bancarias, fiscales, y de resolución de las deudas privadas (*RBR*-48, octubre de 1931, pp. 343 y 344; *RBR*-50, diciembre de 1931: 416-417. *RBR*-51, enero de 1932: 3-4).

1) Mercado cambiario

Se suspendió el libre comercio del oro y se adoptó el control de cambios internacionales. La medida, acordada previamente con el Banco de la República, era, según el editorialista,

muy semejante a la adoptada por Chile dos meses antes. Se integró una comisión para resolver las solicitudes de giros sobre el exterior, en el entendido de que ellas deberían corresponder a “necesidades reales del comercio o de la industria y a compromisos legítimos”⁶⁷. Posteriormente, el control fue confiado a una oficina anexa al Banco de la República⁶⁸.

La tasa de cambio permaneció inalterada al precio de venta para giros sobre Nueva York (103,5%), pero las transacciones de billetes por giros quedaron sometidas al permiso previo de la oficina de cambios⁶⁹. A los bancos se les exigió depositar en el de la República sus existencias de oro, y se definió como obligatoria la venta al banco central de los giros originados en las exportaciones, con el propósito de fortalecer las reservas internacionales. Igualmente, los particulares fueron obligados a denunciar ante la comisión de cambios sus depósitos de oro en el extranjero (Decreto 1723 de 1931)⁷⁰.

La oficina de control de cambios fue autorizada para negar solicitudes de los departamentos, municipios y bancos hipotecarios destinadas a hacer remesas al exterior para el pago de deuda externa, si tales envíos resultaren en drenajes que comprometieran las ya mermadas reservas. Tales entidades deberían depositar en pesos en el Banco de la República la suma debida en dólares para satisfacer los compromisos externos. Se reconocía así la posibilidad de una interrupción en la continuidad de los pagos por deuda exterior originada en la escasez de giros por dólares (Decreto 1951 de 1931, 31 de octubre; *RBR*-4, noviembre de 1931: 412).

2) Control de las importaciones

Se prohibieron las importaciones de artículos de lujo, licores extranjeros y ciertos víveres, y se incrementaron de manera significativa los derechos de aduana para determinados bienes que podían ser producidos localmente. A la protección industrial y a la búsqueda de nuevos ingresos fiscales se sumó el objetivo de defensa de las reservas internacionales (Decreto 2194 de 1931).

⁶⁷ También se les denominó “fines económicamente necesarios” como el servicio de la deuda externa, importación de mercancías y primas de seguros, entre otros.

⁶⁸ En la conferencia de bancos centrales suramericanos, reunida en Lima en diciembre de 1931, Colombia presentó su experiencia de tres meses con el control de cambios, afirmando que hasta entonces había sido exitosa. Citó, además, su experiencia previa de control de las exportaciones del oro en 1920. En términos generales, la conferencia no simpatizó con el control de cambios en vigencia en varios países, pero aclaró que se entendía que su origen se encontraba “en el carácter momentáneamente agudo de la crisis que se ha tratado de corregir en cada uno al influjo de circunstancias especiales” (*RBR*-51, enero de 1932: 8-9).

⁶⁹ En la práctica la banca comercial cobraba una tasa algo más alta, entre 103,75% y 104% (*RBR*-48, octubre de 1931: 345).

⁷⁰ El primer considerando del decreto defendía la permanencia del patrón monetario y el monopolio del manejo de las reservas en poder del banco central: “Que la providencia más eficaz para mantener el sistema monetario a base de oro y aumentar la capacidad de emisión [...] es la de concentrar todas las reservas metálicas nacionales en el Banco de la República” (*RBR*-48, octubre de 1931: 376).

3) Cupo de crédito al gobierno y emisión de certificados de plata

Se elevó transitoriamente el cupo de crédito al gobierno en \$ 5 millones con el fin de financiar el aporte gubernamental al capital de la Caja de Crédito Agrario y financiar gastos adicionales, buscando sortear la baja de ingresos que desencadenaría la nueva política aduanera. La emisión de certificados de plata hasta por \$ 2 millones se hizo con el propósito de generar un ingreso extraordinario al presupuesto⁷¹.

4) Encajes del Banco de la República y de la banca comercial

Se dispuso que el Banco de la República tendría un nuevo encaje en oro del 40 % sobre sus billetes en circulación, y del 25 % sobre sus depósitos. Además, durante la emergencia, si fuere necesario, el encaje sobre billetes podría bajar al 30 %. La referencia para asignar encajes distintos sobre billetes y sobre depósitos fue la tradición de los Bancos de la Reserva Federal en los Estados Unidos, los cuales exigían uno en oro del 40 % sobre los billetes, y otro del 35 % en monedas legales sobre los depósitos (*RBR-50*, diciembre de 1931: 417).

En relación con la banca comercial, se estableció que su encaje legal consistiría solamente de depósitos disponibles, sin interés, en el Banco de la República. Según el editorialista, se buscaba “dar a esta institución el control de la circulación monetaria del país” (*RBR-50*, diciembre de 1931: 417)⁷². Este es un precedente de los pasos institucionales que sobrevendrían a finales de los años cuarenta para convertir los encajes en un instrumento de política monetaria.

5) Arreglo fiscal y monetario

La deflación, cuyos síntomas ya advirtiera el gerente en la primera edición de la *Revista* en noviembre de 1927 se convirtió en una realidad persistente por un largo período entre 1929 y 1932. En el plan de emergencia confeccionado a finales de 1931 no bastaba con vedar el libre comercio del oro, racionar la escasa disponibilidad de divisas de la época, y establecer un arancel “violentamente proteccionista”, como lo denominó el gerente, medidas que en conjunto enfrentaban una situación crítica, pero que según el mismo funcionario deberían abolirse “tan pronto como las circunstancias tiendan a normalizarse” (*RBR-50*, diciembre de 1931: 415-416). Era necesario enfrentar el tema de la deflación con una medida fiscal cuyo financiamiento monetario contribuyera a restablecer el crecimiento del circulante, reanimara las transacciones y pusiera fin a varios años

⁷¹ La emisión de certificados de plata estaba prevista en la Ley 82 de 1931; su emisión fue decretada en octubre de dicho año, luego de contar con el concepto favorable del Banco de la República. Aunque se trató de un recurso fiscal puesto en práctica en condiciones críticas, el gerente advirtió acerca del precedente que, de repetirse, podría interpretarse como una forma de “bimetalismo de hecho” (*IGBR*, julio de 1932: 23-24).

⁷² Esta disposición había sido recomendada recientemente por el gerente, como medio para concentrar las reservas en el banco central (*IGBR*, julio de 1931: 21).

de postración de los precios. Además, era necesario resolver problemas inmediatos: la extensión transitoria del cupo de crédito al gobierno acordada en septiembre era una medida insuficiente, y cálculos actualizados pronosticaban un déficit de la Tesorería de \$ 5 500 000 *RBR-50* (*RBR-50*, diciembre de 1931: 416).

Según el editorialista, tras “detenido estudio” del gobierno y el Banco de la República, se acordó una operación crediticia cuyo solo anuncio provocó reanimación en la bolsa, especialmente en los valores de renta fija, cuyos precios de tiempo atrás habían tocado niveles ruinosos (Gráfico 2.7). El gerente se apresuró a establecer que al participar en la operación crediticia mencionada, el Banco se salía “ciertamente de las funciones propias de un instituto central de emisión”, y que habría que dejar a los hechos la demostración de que la decisión tomada fue acertada. En todo caso, señaló el editorialista, una medida de tal naturaleza contaba en ese momento con el concepto favorable casi unánime de la opinión nacional y encontraba eco en otras naciones latinoamericanas en condiciones parecidas.

Según el gerente,

[el Banco] se hace cargo de administrar las principales salinas terrestres de propiedad de la nación, mediante un contrato de concesión que lo faculta ampliamente para esa administración. Hace el Banco un avance al Gobierno, para ser cubierto con el producto de las salinas, hasta por una cuantía máxima de \$ 15.500.000, quedando cancelado y derogado el crédito de \$ 5.000.000 concedido al gobierno en octubre pasado. Los avances del Banco al Gobierno estarán limitados por la capacidad emisora de aquel, quedando automáticamente suspendidos cada vez que ellos puedan ocasionar un descenso a menos del 35% de la reserva legal de oro para los billetes en circulación. Los fondos provenientes de tales avances se emplearán, de acuerdo con el contrato, en la cancelación total del déficit de tesorería en 31 del presente mes; en el pago a los departamentos de las subvenciones pendientes por carreteras, mediante arreglos que en ningún caso pueden implicar un desembolso mayor de \$ 3 000 000; en completar el aporte de la nación a la Caja de Crédito Agrario y a la Colombiana de Ahorros y a la realización de un modesto, muy estudiado plan de obras públicas, que ha de desarrollarse en el curso de tres años (*RBR-50*, diciembre de 1931: 416).

La Caja de Crédito Agrario, autorizada a mediados de 1931 (Ley 57) y organizada a finales del año (Decreto 1998) fue un destacado avance institucional del momento. Encajaba en el marco proteccionista, revitalizaría el crédito agrícola, alentaría el industrial (Decreto 553 de 1932) y contribuiría al rescate de la deuda de los pequeños productores, especialmente cafeteros. Si bien el objetivo de la Caja según la ley era el de “hacer operaciones de crédito a los agricultores del país”, su orientación hacia la pequeña producción fue explícita desde el trámite parlamentario correspondiente:

Fue la Federación de Cafeteros la primera entidad que acogió con todo empeño la iniciativa de creación de un establecimiento de crédito agrario destinado a hacer préstamos en condiciones equitativas y a interés moderado, sobre las cosechas y animales, a fin de libertar al productor de los intereses usurarios y de la situación angustiosa de tener que vender anticipadamente y a menos precio sus cosechas. Y para hacer ver que en esta iniciativa la Federación tuvo ante todo en mira la defensa del pequeño productor, basta recordar que en el proyecto

de ley respectivo, presentado y defendido en las cámaras por el gerente de la Federación, se estipuló, y así quedó en la ley, que la mitad por lo menos de los préstamos que haga la institución, deberá otorgarlos a pequeños agricultores, o a sociedades cooperativas de crédito agrícola que los distribuyan entre sus socios en pequeños préstamos (Ospina Pérez, 1934: 269)⁷³.

6) El manejo de la deuda privada

El “arduo problema de las deudas”, como lo llamara el editorialista, fue uno de los temas más exigentes del momento, sobre el cual se arbitrarían medidas, no solo inmediatas, sino al menos en los siguientes dos años. El primer avance consistió en crear una compañía comercial (la Corporación Colombiana de Crédito) con el fin de adquirir la cartera congelada o de difícil realización en poder de la banca (*RBR*-52, febrero de 1932: 35-36)⁷⁴. A pesar de los logros de la compañía en la adquisición de carteras difícilmente realizables de los bancos, sus objetivos perdieron vigencia al expedirse medidas institucionales como las que en 1932 y 1933 rebajaron las deudas bancarias.

Simultáneamente se expidieron providencias encaminadas a facilitar el pago de las deudas privadas a los bancos. La carga de los deudores hipotecarios se encontraba a punto de desembocar en una suspensión de pagos, con el consecuente detrimento de los balances bancarios. Para entonces, en el ambiente internacional resonaban las soluciones adoptadas en el continente europeo después del colapso de la banca austriaca y alemana y sus efectos de contagio en los países vecinos, orientadas principalmente al rescate oficial de los bancos para evitar el colapso del sistema de pagos. En los Estados Unidos se optó por reducir las carteras hipotecarias para conjurar un inminente problema de deudores que enfrentaban la ejecución de sus hipotecas. El costo de la reducción de dichas carteras fue asumido por una mayor deuda pública⁷⁵.

El gerente sintetizó en un párrafo la problemática hipotecaria y sus efectos desestabilizadores sobre las instituciones prestamistas:

⁷³ El capital autorizado de la Caja fue de \$10 millones, y podía iniciar actividades con el 20%. Al gobierno le correspondía el aporte de \$2 millones, el cual fue elevado a \$2,5 millones cuando se creó la sección de crédito industrial de la Caja; tales aportes se financiaron con cargo al crédito de salinas (*RBR*-54, abril de 1932: 120). En términos institucionales fue un avance destacado, ya que se abrió la posibilidad a la industria naciente de contar con una fuente crediticia diferente a la de los créditos bancarios comerciales, con plazos más amplios, y con la posibilidad de constituir garantías sobre bienes muebles mediante contratos de prenda industrial. De manera casi inmediata se autorizó a la Caja para otorgar créditos sobre prenda agraria con plazos hasta de dos años (Decreto 849 de 1932; *RBR*-55, mayo de 1932: 153).

⁷⁴ Autorizado por el Decreto 234 de 1932, el Gobierno celebró un convenio con el Banco de Bogotá, el de Colombia, el Hipotecario de Colombia, el Alemán Antioqueño, el de Londres, y el Francés e Italiano, con el propósito de organizar la Corporación. Esta última negociaría con los bancos cedentes el precio de la cartera que tomaría para sí, y entregaría a cambio bonos emitidos por el monto del precio, los cuales devengarían una tasa de interés del 4%. Posteriormente la Corporación discutiría con los deudores las condiciones de liquidación de la deuda (Jaramillo, 1990: *Memoria de Hacienda* de 1932: 64).

⁷⁵ Dentro del plazo de sus primeros cien días, la administración de Roosevelt obtuvo del Congreso la aprobación de la Emergency Farm Mortgage Act, en virtud de la cual se rebajaron las deudas hipotecarias y se posibilitó su financiación mediante bonos de deuda pública (Kindleberger, 1985).

La inflación monetaria que trajeron en años pasados los empréstitos externos y las facilidades que los bancos hipotecarios tuvieron para la colocación de sus cédulas en el exterior, dieron enorme incremento a las operaciones en propiedad raíz y a las que sobre ésta verificaron los mencionados bancos, lo que elevó exageradamente el valor de las fincas. Al venir la crisis, que se ha hecho sentir con especial dureza en los precios de los arrendamientos, la mayor parte de los deudores hipotecarios se vieron en la imposibilidad de cubrir las cuotas de sus obligaciones, afectando gravemente a las instituciones prestamistas, que debían atender al servicio de sus cédulas, para lo cual contaban con las entradas de aquellas cuotas. Alrededor de esta situación fue creándose una peligrosa agitación social que no hacía sino empeorarla (*RBR-52*, febrero de 1932: 40).

La gravedad de la crisis de los deudores fue resaltada por el gobierno en los siguientes términos:

El problema de las deudas de toda clase constituye el punto céntrico de la crisis actual y presenta para su solución dificultades casi insuperables. Ello proviene de que la cuantía numérica de esas deudas, expresada casi siempre en monedas de las más altas cotizaciones, continúa siendo la misma, acrecentada además, con intereses elevados, a tiempo que las cosas que han de destinarse para pagarlas disminuyen incesantemente de valor en proporciones extraordinarias. [...] Este problema ha asumido en Colombia caracteres de excepcional gravedad en lo tocante a las deudas privadas, y especialmente a las que se contrajeron durante la época de la inflación con garantías hipotecarias sobre inmuebles cuyo valor y cuya renta se han mermado extraordinariamente, poniendo a muchos deudores en incapacidad casi completa de atender a su servicio (Decreto 280 de 1932: exposición de motivos; *RBR-52*, febrero de 1932: 47).

Entre otras disposiciones (Decreto 280 de 1932), se estableció la reducción del 8 % al 7 % del interés sobre las cédulas internas para que los bancos hipotecarios redujeran la tasa activa del 10 % al 9 %. Se ampliaron los plazos de las deudas hipotecarias y se autorizó su pago con cédulas de los bancos cuyos precios habían caído considerablemente, al igual que con otros títulos financieros (Gráfico 2.7). Precisamente, un aspecto clave para solucionar el problema hipotecario consistió en que los bancos involucrados aceptaran en pago sus propias cédulas, cuya desvalorización en los mercados bursátiles internos y externos se convertía en un descuento sustancial de las deudas. Además, el Gobierno otorgó un subsidio a la operación de rescate, disponiendo que del crédito sobre las salinas terrestres se depositara una cierta suma en los bancos Hipotecario de Bogotá e Hipotecario de Colombia en muy favorables condiciones para esas entidades; en compensación, los bancos hipotecarios deberían recibir de sus deudores, en pago de sus acreencias, cédulas internas o externas, emitidas por ellos. Las primeras se recibirían por su valor nominal para cancelar hasta el 50 % de las cuotas vencidas, o el 100 % en el caso de abonos extraordinarios a capital; y las segundas, con un 20 % de descuento.

Un desarrollo importante de las medidas citadas fue el de haber abierto la puerta a la repatriación de cédulas que habían sido colocadas en el exterior, y que en el momento se encontraban muy depreciadas; como existía control de cambios, se procedió a crear un cupo mensual para obtener el permiso de la autoridad cambiaria para emplear una cierta cantidad de divisas en la compra de cédulas externas. Así, al tiempo que se facilitaba el

pago de las acreencias hipotecarias, se creaba un mecanismo de pago de deuda externa a precios muy por debajo de los transados originalmente.

El manejo de la deuda con la banca comercial era más complejo, ya que en este caso, como lo señaló el editorialista, “no existía un pasivo depreciado a cargo de los bancos acreedores” (*RBR*-55, mayo de 1932: 147). Fueron algunos gerentes de banco quienes plantearon la posibilidad de que se aceptaran bonos de deuda pública nacional, muy depreciados tanto interna como externamente, como pago de parte de las obligaciones con la banca. Se aceptó, entre otras posibilidades, que los bancos se obligarían a recibir en pago de sus créditos comerciales bonos de deuda pública interna del 10 y del 8 %, siempre que se hicieran pagos en efectivo por igual suma a la entregada en bonos. También se recibirían bonos de deuda externa nacional por el 80% de su valor nominal, en condiciones similares a los bonos internos. Los bonos recibidos podrían ser ofrecidos como garantía de préstamo, por su valor total, en el Banco de la República. Así mismo, dichos bonos serían convertidos por bonos de deuda pública del 7 % (Decreto 711 de 1932).

Para facilitar el funcionamiento de los esquemas propuestos para la liquidación de las deudas hipotecarias y comerciales con los bancos, se dispuso crear un nuevo banco hipotecario, cuyo capital sería de \$20 millones suscrito la mitad por el Banco de la República y la otra mitad por los bancos comerciales. Solo podrían ser accionistas los bancos dispuestos a recibir bonos de la deuda nacional como pago de su cartera (Decreto 711 de 1932). Durante sus tres primeros años el nuevo banco solo haría préstamos hipotecarios destinados a la cancelación de las deudas hipotecarias y comerciales con la banca que participara en él como accionista⁷⁶.

Al igual que en el caso del crédito sobre las salinas terrestres, la de participar como accionista con el 50% de los aportes en un banco hipotecario no constituía una operación típica de un banco central. Según el gerente,

[...] es evidente la inconveniencia y aun el peligro que implica la inmovilización de porción tan importante de los recursos del banco emisor y de los mismos bancos comerciales en una inversión que, si bien segura, no puede ser de fácil realización por bastante tiempo. Pero contra esa consideración, que en tiempos normales habría sido decisiva, militaba otra de mayor fuerza en los actuales momentos: la necesidad de buscar alivio por todos los medios posibles a la grave situación que ha traído al país la crisis que, con intensidad y duración sin precedentes en la historia del mundo, agobia a todas las naciones y las ha ido llevando, una tras otra, a adoptar medidas extraordinarias, que pueden apartarse muchas veces de la técnica estricta, pero que las circunstancias hacen necesarias para conjurar peligros mucho mayores que los que ellas pueden ocasionar (*RBR*-55, mayo de 1932: 148).

⁷⁶ La compra de acciones del BCH por parte del Banco de la República se hizo gradualmente: se inició en junio de 1932 con la compra de \$2 millones; mediante compras adicionales se llegó progresivamente a \$8 millones en junio de 1933, y luego a los \$10 millones originalmente previstos en septiembre de dicho año. Posteriormente, y en virtud de un acuerdo celebrado entre el ministro de Hacienda y los gerentes de los bancos, a mediados de 1933, al cual se alude más adelante en el texto, se dispuso que el Banco aumentara su inversión a \$12 millones, y así se hizo a partir de octubre de 1933 (*IGBR*, julio de 1948, Cuadro V).

El manejo de la deuda privada, agravado por la deflación, no podía separarse del de la tasa de cambio. La escogencia de una determinada política cambiaria afectaría la situación de los deudores. Un año después de las primeras medidas sobre la deuda privada, el editorialista volvió sobre el tema:

En la tremenda crisis que se ha venido atravesando, los valores todos han sufrido una depreciación que aun para los más favorecidos no ha sido menor del 50%. Todo se afectó: las propiedades, los arrendamientos, los ganados, los productos, los papeles de inversión, y esa baja general puso a la mayor parte de los deudores en la incapacidad de atender a sus compromisos. En otros países de América, donde el fenómeno se presentó, la fuerte desvalorización de la moneda contrarrestó, por decirlo así, esas pérdidas, distribuyéndolas entre deudores y acreedores. Pero entre nosotros, que hemos logrado mantener la estabilidad monetaria, con indiscutible beneficio para la nación en conjunto, la depreciación ha recaído casi exclusivamente sobre los deudores (*RBR*-62, diciembre de 1932: 408).

Con base en consideraciones como las anteriores se expidió una ley conocida como “de deudas particulares”, la cual autorizaba una moratoria de tres años en dichas deudas, a menos que el acreedor consintiera en reducir en un 30% el monto del principal de la acreencia, y se establecían reducciones en los intereses sobre las deudas en dinero contraídas por los particulares entre 1925 y 1931 (Ley 37 de 1932). El gerente reconoció que en estas medidas había un “fondo de equidad”, pero igualmente, que por tratarse de una medida extrema, que desconocía contratos vigentes, constituía un “precedente muy peligroso” que podría tener repercusiones negativas sobre la institucionalidad crediticia (*RBR*-62, diciembre de 1932: 408).

La desproporción entre el precio de las cosas y el monto nominal de las deudas en favor de los bancos siguió siendo el tema predominante en el sector financiero que reclamaba una salida definitiva. En tal dirección se diseñó un paquete de medidas, plasmado en un acuerdo entre el gobierno y los bancos⁷⁷. En cuanto a la deuda hipotecaria, los firmantes adujeron que,

En vista de la situación que atraviesan los deudores de los bancos hipotecarios por la desvalorización de las propiedades y la disminución de sus rendimientos, debe procurarse la disminución efectiva de esas deudas en forma general para todos los deudores, aprovechando para ello la gran depreciación que ha tenido el pasivo a cargo de dichos bancos, representado en las cédulas por ellos emitidas. Con tal fin, el Banco Agrícola Hipotecario conviene en rebajar en un 40% el capital de las deudas a su favor, incluyendo en esa rebaja la de las cuotas atrasadas; en reducir al 7% el interés de las deudas de ahora en adelante, y en ampliar los plazos de ellas por veinte años a partir del 1.º de julio en curso (*RBR*-69, julio de 1933: 244)⁷⁸.

⁷⁷ “El acuerdo sobre las deudas bancarias” en *RBR*-69, julio de 1933: 243-244. El acuerdo fue firmado por el ministro de Hacienda, el superintendente Bancario, y el gerente del Banco de la República; además, en representación de la banca hipotecaria, por los gerentes del BAH y del BCH; en nombre de la banca comercial, por los gerentes del Bogotá, el Colombia y el Alemán Antioqueño; y, por los gerentes de los cinco bancos extranjeros, accionistas del Banco de la República.

⁷⁸ Como además del Agrícola, de propiedad oficial, la banca hipotecaria estaba conformada por el Hipotecario

En relación con la deuda bancaria comercial, se estableció que las entidades aceptarían la prórroga de las deudas que cumplieran ciertas condiciones hasta el 31 de diciembre de 1934, mediante el pago de los intereses y un abono no inferior al 5 % del capital. Para facilitar dichos abonos el Gobierno renunció al 20 % de diferencia entre los bonos de deuda interna y deuda externa. Además, los bonos a recibir se convertirían en nuevos bonos de deuda pública interna del 6 %. El acuerdo incluyó la reducción de la tasa de redescuento cobrada por el Banco de la República a los bancos, en operaciones ordinarias, al 4 %, con el ánimo de que estos últimos redujeran sus intereses en un 1 %. En el caso de la Caja Agraria, la reducción de la tasa de redescuento sería al 3 %. Igual tasa sería aplicada por el Banco en el caso de operaciones sobre bonos expedidos por los almacenes de depósito.

El sector cafetero dejó constancia de su participación en la convenida reducción del capital de las deudas en un 40 %:

Desde que surgió el problema de las deudas hipotecarias, la Federación se puso resueltamente del lado de los empresarios y cuando vio que la solución adoptada por el gobierno y por los bancos, consistente en admitir en pago de las deudas cédulas internas y externas, solo beneficiaba a los deudores ricos y a los empresarios en grande escala, únicos que disponían de recursos o de crédito para hacer esta operación, intensificó su campaña de defensa del pequeño agricultor, campaña que culminó en la reunión de la tercera conferencia cafetera en junio del año pasado, la cual fue factor importantísimo y casi decisivo en el acuerdo celebrado entre el gobierno y los bancos que rebajó en un cuarenta por ciento (40 %) las deudas hipotecarias, salvando así un sinnúmero de pequeños empresarios que estaban ya a punto de perder sus plantaciones (Ospina Pérez, 1934: 116).

El arreglo con la banca comercial, mediante el uso de bonos de deuda interna y externa en circulación, no fue expedito. Los interesados en adquirir bonos externos hicieron los correspondientes depósitos en pesos en los bancos, pero la precariedad de las reservas internacionales en ese momento no permitía satisfacer sus requerimientos; y la oferta de bonos internos resultó insuficiente y encarecida. Se optó, entonces, por acudir a una nueva emisión de bonos internos, la cual se colocaría con un descuento del 50 % entre los demandantes, y que estos podrían aportar para la cancelación de sus deudas hasta en un 50 %⁷⁹. De esta forma, los deudores con la banca comercial accederían a una rebaja del 25 % de su deuda.

A principios de 1934 el editorialista no pudo ocultar su optimismo en relación con el buen suceso de las medidas adoptadas en los dos últimos años:

Las industrias nacionales, al amparo de las altas tarifas aduaneras, se han desarrollado extraordinariamente, como en ninguna época anterior. La minería ha recibido enorme impulso cuyos resultados sólo se apreciarán debidamente en este año que empieza y en los que le siguen. La producción agrícola, gracias en gran parte

de Bogotá y el Hipotecario de Colombia, de origen privado, para que la medida de rebaja del 40 % se pudiera extender en beneficio de los deudores de estos últimos bancos, fue necesario que el Agrícola adquiriera sus carteras y asumiera la responsabilidad por las cédulas emitidas.

⁷⁹ Con base en una autorización previa para crear deuda para obras públicas, se emitieron bonos del 3,5 % por la suma de \$ 7 millones (Jaramillo, 1990: 52, séptima parte).

a las actuaciones de la Caja de Crédito Agrario, tiene echadas las bases para un considerable desarrollo [...]. La producción cafetera, factor tan importante de nuestra economía y base del comercio internacional, [...], muestra un aumento con respecto a 1932 como de un 5 %, [...], y los precios del grano, que se mantuvieron bajos durante el año, han iniciado una fuerte reacción [...].

La magnífica organización que el Gobierno ha dado a los trabajos de las obras públicas, con los cuales resolvió el grave problema de los obreros sin trabajo, ha permitido anticipar la terminación de varias de ellas que, conforme al plan adoptado cuando se contrató el empréstito de las Salinas, debían ejecutarse en 1934, de modo que están ya prestando servicio y han de ser importantes factores en el desarrollo nacional. Hay entre ellas algunas de gran trascendencia, como la carretera central del norte, la de Pasto a Popayán, los muelles de Cartagena.

El acuerdo bancario firmado el 17 de julio último, constituyó un paso decisivo en la solución del problema de los deudores, al reducir en un 40 % las obligaciones en favor de los bancos hipotecarios, al ampliar los plazos de las deudas comerciales, al bajar aún más las ya reducidas tasas de interés, y al elevar el precio de compra para las barras de oro de acuerdo con sus cotizaciones en el exterior (RBR-75, enero: 3-4).

3. Aspectos macroeconómicos posteriores a la emergencia

En diversas ocasiones, como ya se ha señalado, el gerente insistió en que las medidas de emergencia adoptadas a partir de septiembre de 1931 deberían entenderse como “transitorias”, y que su vigencia debería extinguirse, una vez fueran superadas las causas de la crisis. En la práctica, medidas tan alejadas del modelo de banco central de emisión, como el contrato de salinas terrestres, respetaban reglas del patrón oro, como la cláusula mencionada, según la cual, si los avances al gobierno ponían en peligro la cobertura de oro de los billetes, no podrían hacerse efectivos. Serían las circunstancias, a lo largo del tiempo, las que definirían si en efecto las medidas extraordinarias adoptadas con motivo de la suspensión del patrón oro serían ciertamente transitorias.

La experiencia colombiana no era única. De una u otra manera la estaban viviendo numerosas economías de diversas latitudes. En América Latina, un informe de la Unión Panamericana de 1932 reconoció la necesidad de las medidas extraordinarias del año anterior, pero igualmente que, tarde o temprano, dichas disposiciones deberían irse eliminando en pro de la normalización del comercio mundial; en aquel momento de depresión internacional generalizada, tal aspiración no podría materializarse en un horizonte cercano (RBR-63, enero de 1933: 12-13).

a. El patrón monetario

El infortunio internacional del patrón oro no se tradujo automáticamente en el abandono intelectual por parte de sus antiguos partidarios. Aun en medio de la debacle de mediados de 1931, Kemmerer respaldó el patrón oro por sus ventajas, en comparación con otros

sistemas de organización monetaria, y desestimó sus recientes contradictores⁸⁰. Grupos de comerciantes cerraron filas en su defensa⁸¹. Otros, en fin, sin terciar en las controversias, prefirieron reconocer que la gravedad de las circunstancias internacionales y nacionales no era propicia para la vigencia del patrón, y que habría que esperar al retorno de épocas más normales para pensar en su eventual rehabilitación⁸². Como la persistencia de Colombia en la continuidad del pago de sus obligaciones externas, aun en medio de un ambiente internacional en el cual se estaba extendiendo la cesación de los pagos de la deuda exterior, había contribuido al éxodo de sus reservas en oro hasta llevar dicho acervo a niveles muy mermados a finales de 1931 (US\$ 15 millones en noviembre), un consejero externo de Colombia describió así las difíciles condiciones del país en el escenario internacional:

Es fácilmente explicable, para quienes están al corriente de las condiciones económicas que prevalecen en el mundo y especialmente en Colombia, que el derrotero seguido por el gobierno colombiano ha sido impuesto al país por acontecimientos extraños que Colombia no puede controlar. El gobierno ha hecho los mayores esfuerzos para hacer frente a todos los pagos de sus deudas externas puntualmente y ha logrado conseguirlo, hasta después de que muchos otros países se han visto obligados a suspender pagos similares. Las medidas adoptadas para aumentar las reservas de oro y mantener saneado el magnífico sistema bancario del país, constituyen, de acuerdo con la creencia del gobierno, el mejor medio para el restablecimiento de los pagos, tan pronto como se hayan normalizado nuevamente las circunstancias mundiales⁸³.

⁸⁰ Como una de las conclusiones de la Cuarta Conferencia Comercial Panamericana, reunida en octubre de 1931, fue la de recomendar a los gobiernos estudiar la conveniencia de una conferencia mundial destinada a reestablecer la plata como metal monetario, uno de sus conferencistas, E. W. Kemmerer, comentó: “Si bien es cierto que el patrón monetario de oro se halla muy lejos de ser el sistema monetario perfecto, sin embargo la práctica ha demostrado en los últimos cincuenta años que la moneda de oro es más estable que la moneda de plata y que es también la más práctica para llevar de un lugar a otro” (*RBR*-48, octubre de 1931: 353). En diciembre, ante el Club de Propaganda de Nueva York, y en relación con el posible abandono mundial del patrón oro, expresó que quienes tal idea sostenían eran “ignorantes y tímidos” (*RBR*-49, noviembre de 1931: 412).

⁸¹ Un grupo de comerciantes de Medellín apoyó las medidas orientadas a prevenir el éxodo de oro debido al estado de desconfianza, y reiteró su respaldo a medidas orientadas a evitar la vuelta al sistema de papel moneda, de ingrata recordación. En respuesta, el presidente Olaya Herrera expresó: “Coincido enteramente con la opinión de ustedes sobre la necesidad fundamental de conservar la moneda sana y mantener el patrón de oro. Todo sacrificio es poco si con él evitamos volver al régimen del papel moneda que junto con las guerras civiles significó para el país la miseria y el descrédito” (*RBR*-48, octubre de 1931: 347-348).

⁸² El diario *Journal of Commerce*, comentó así acerca de las medidas: “Los amplios poderes dados al Presidente Olaya Herrera por el Congreso indican que Colombia se prepara para hacer frente a cualquier emergencia [...] Cuando el mercado internacional del capital adquiere otra vez un carácter de mayor normalidad que al presente, y cuando los Estados Unidos reanuden los préstamos al extranjero en proporciones razonables, los banqueros sin duda alguna recordarán los heroicos esfuerzos hechos por Colombia durante el actual difícilísimo período” (*RBR*-48, octubre de 1931: 376). Y el National City Bank no ocultó su apoyo a la legislación de emergencia: “Siempre existen riesgos inherentes a toda medida de emergencia que confiere poderes excepcionales a un funcionario o a un grupo de funcionarios; pero estos riesgos resultan preferibles al riesgo más grande de no tomar medida alguna” (*RBR*-55, mayo de 1932: 147).

⁸³ “El gobierno de Colombia y la sanidad de la moneda” exposición hecha por Mr. George Rublee sobre las medidas tomadas por el Gobierno (*RBR*-51, enero de 1932: 11).

En sus memorias de Hacienda de 1932 y 1933, Esteban Jaramillo (1990[1932]:16-17) apeló a la expresión *patrón oro controlado* para designar la forma como el sistema monetario continuaba funcionando sin renunciar al patrón oro:

Según este sistema, el libre comercio y la libre circulación de oro están prohibidos; el banco central de emisión conserva en sus cajas y en poder de corresponsales extranjeros reservas suficientes para respaldar sus billetes con el encaje que exige la ley o uno superior; pero esos billetes solo son cambiables por giros o letras sobre el exterior, mediante el permiso dado por la oficina de control de cambios, permiso que, por lo demás, nunca se solicita porque es imposible obtenerlo. Al mismo tiempo, el banco de emisión, que tiene el monopolio y el control de los cambios exteriores, fija el precio de los giros por moneda nacional alrededor de la paridad con el oro, teniendo en cuenta el *gold point* de exportación. De esta suerte, por procedimientos artificiales, pero sobre la base sólida de reservas metálicas suficientes, la paridad de la moneda con el oro en el comercio internacional se conserva inalterable.

El cúmulo de medidas adoptadas entre septiembre de 1931 y marzo de 1932 para proteger las reservas internacionales, reanimar las transacciones y evitar el colapso del sector financiero, en el contexto del patrón oro controlado, generaron un nuevo clima de confianza que el editorialista estuvo siempre pronto a reconocer, “pues bien conocida es la influencia decisiva que los factores psicológicos, es decir, el estado de ánimo del público, tienen para provocar y para remediar las crisis financieras y económicas” (*RBR*-53, marzo de 1932: 75). Pero persistían las noticias desalentadoras provenientes del mercado del café en Nueva York, cuyas cotizaciones parecían no tocar fondo y, en consecuencia, los precios internos permanecían deprimidos. Para entonces, el precio del principal bien exportable ya acumulaba más de seis años de continuo decrecimiento: se había llegado a cotizaciones de US\$ 11 por libra, cuando las alcanzadas un lustro atrás, a fines de 1925, habían frizado los US\$ 30 por libra.

b. La tasa de cambio

Diversas circunstancias obrarían para que el esquema de patrón oro controlado comenzara a desdibujarse. La persistencia de la demanda excedente de giros por dólares sobre Nueva York venía siendo satisfecha por el Banco al tipo de venta, establecido en \$ 1,035 por dólar desde abril de 1929. Hacia finales de 1931, después de los acontecimientos monetarios europeos, el embargo del oro en numerosos países y el ajuste o la flotación de diversas monedas nacionales, no era fácil pensar en la continuidad de la tasa de cambio mencionada. Se dio curso a un escenario internacional en el cual los países buscaban sacar ventajas comerciales anticipándose a devaluar sus monedas.

1) El manejo cambiario

En Colombia los productores y exportadores de café sostuvieron que el nivel prevaleciente de la tasa de cambio dejaba al país en desventaja ante otras economías cuyas monedas

se habían desvalorizado recientemente. En estas circunstancias, el Banco optó por elevar el tipo de venta a \$ 1,05 por dólar, coincidiendo con el *gold point* de exportación del oro, a partir del 12 de enero de 1932 (*RBR*-51, enero de 1932: 6). Se buscó facilitar la situación de los exportadores dentro del marco del patrón oro.

El ajuste cambiario no logró convencer a los representantes de la industria cafetera. La Federación Nacional de Cafeteros y la Convención Cafetera, reunidas en marzo de 1932, plantearon el ajuste de la tasa de cambio por el Banco de la República, o la liberación del cambio exterior. Tanto el Banco como el Gobierno consideraron inconveniente el alza del cambio por cualquiera de las dos vías señaladas, por dejar sin piso el patrón monetario y arruinar a los deudores en moneda extranjera, pero aceptaron prestar “su apoyo decidido y eficaz” al gremio cafetero. Se creó entonces un subsidio fiscal, por un año, en favor de los cafeteros: por toda letra girada sobre café exportado, el gobierno pagaría al girador una prima del 10% sobre el valor de dicha letra, mediante un bono con una tasa de interés del 6%, redimible un año después como pago de impuestos nacionales. Para darle liquidez a los títulos, el Banco de la República fue autorizado para comprarlos y venderlos en mercado abierto. Además, se creó una inversión forzosa al establecer que al menos el 10% de las inversiones de las cajas de ahorros estaría representado por dichos bonos (Decreto 422 de 1932, *RBR*-53, marzo de 1932: 79).

La tasa de cambio de \$ 1,05 por dólar adoptada a principios de 1932 subsistió hasta el 25 de febrero de 1933, cuando fue incrementada hasta el nivel de \$ 1,16 por dólar; la nueva prima de 11 puntos llevó el tipo de cambio a un nivel muy superior al del *gold point* de exportación del oro. Una medida semejante quiso evitarse tan solo un año antes, pues habría significado el abandono del patrón monetario, pero el peso de las circunstancias se impuso una vez más. Las cotizaciones cafeteras en Nueva York, muy bajas un año antes cuando se acordó la prima sobre los reintegros al Banco de la República, siguieron en los mismos niveles deprimidos, entre 10 y 11 US¢ por libra, sin esperanza aparente de recuperación.

En el ámbito internacional las medidas de emergencia monetaria y bancaria, adoptadas en los Estados Unidos a principios de marzo, que incluían el embargo del oro y el control de cambios, hicieron más impredecible el futuro del patrón oro. Si bien estos cambios extraordinarios en el contexto internacional ocurrieron dos semanas después del incremento en la prima cafetera, su materialización no era inesperada y, por tanto, la defensa del patrón de cambios oro estaba menos arraigada. El manejo de las reservas después de la crisis de la libra esterlina en 1931 fue cauteloso, ante la posibilidad de que algo semejante ocurriera con el dólar. Como lo indicara el editorialista,

El Banco de la República, aleccionado por lo ocurrido en 1931, había venido preparándose para una eventualidad semejante, aumentando la parte de sus reservas constituida por oro físico y disminuyendo sus depósitos a la orden en bancos del exterior, de suerte que las reservas están hoy en esta forma: siete octavas partes en oro físico y una en depósitos bancarios. Más de las tres cuartas partes del oro físico se guardan en las bóvedas del Banco y el resto está en custodia (*earmarked*) en las del Federal Reserve Bank of New York, a la libre y exclusiva disposición del Banco de la República. Lo que se mantiene en depósitos a la orden es apenas lo indispensable para el movimiento ordinario de las operaciones de cambio” (*RBR*-65, marzo de 1933: 84).

Al expedirse las nuevas disposiciones cambiarias se reafirmó que la suspensión del control de cambios sería una “medida prematura”, pero que igualmente sería “de equidad manifiesta ofrecer a los productores de café una compensación por los beneficios que podrían obtener con la venta de sus giros en comercio libre”, y que, como el control de cambios beneficiaba a los compradores de giros sobre el exterior, sería igualmente equitativo que ellos “contribuyan en una forma razonable para la concesión de una prima a los exportadores”. Igualmente, se consideró que la prima debería beneficiar a todos los exportadores, contribuyendo de paso a reducir el tráfico ilegítimo del oro y de los giros sobre el exterior. En consecuencia, se decidió cobrar una prima de 11 puntos sobre la tasa de \$ 1,05 por dólar en las ventas de giros, y pagar una prima de 8 puntos en sus compras de giros y de oro físico. La diferencia sería para resarcir al Banco de las pérdidas en que incurriría, por el hecho de seguir vendiendo letras sin prima al Gobierno para el pago del servicio exterior y la deuda externa (Decreto 404 de 1933. *RBR*-65, marzo de 1933: 92-93).

La confirmación del embargo del oro y el veto a la constitución de nuevos depósitos en custodia por cuenta extranjera (*earmarked*) por parte de la administración Roosevelt sellaron el abandono del patrón oro por parte de los Estados Unidos. La reacción del gerente no podía ser más sentida:

Semejante resolución adoptada por el país que posee la mayor existencia de oro del mundo, que tiene una balanza de pagos favorable, que dispone de enormes recursos y es el mayor acreedor del orbe, parece desconcertante y ha obedecido al deliberado propósito de crear una inflación monetaria para elevar los precios en el interior y poder sostener la competencia en el comercio exterior, mediante la desvalorización de la moneda. Tan trascendental acontecimiento ha tenido enorme resonancia en el mundo (*RBR*-67, mayo de 1933: 156).

En efecto, en los tres meses siguientes el dólar alcanzó a depreciarse en un 28% en términos del franco francés y de la libra esterlina. En su primera reacción el Banco decidió mantener constante la tasa de cambio de \$ 1,16 por dólar, advirtiendo que le parecía lo procedente ya que, si bien el dólar estaba descendiendo, la reacción alcista de las cotizaciones cafeteras había sido proporcionalmente menor; igual actitud estaría siendo observada por el Brasil⁸⁴. Así mismo, el Banco decidió ajustar en 10 puntos adicionales la prima otorgada en sus compras de oro en barras, compensando a los productores por lo que ellos podrían obtener en Europa, si estuviera en vigor el libre mercado del oro (*RBR*-67, mayo de 1933: 156).

La industria cafetera recuperó el aliento en la segunda mitad de 1933. En promedio, las cotizaciones externas del café se mantuvieron muy estables entre febrero y junio: 10,6 centavos para el Medellín Excelso y 10,2 centavos para el Bogotá Bueno; el alza sostenida comenzó a observarse a partir de julio, cuando la desvalorización del dólar comenzó a sentirse en una amplia variedad de productos comercializables. Otros factores, entre julio y agosto, como la ocurrencia de algunas heladas en Brasil, pudieron haber contribuido

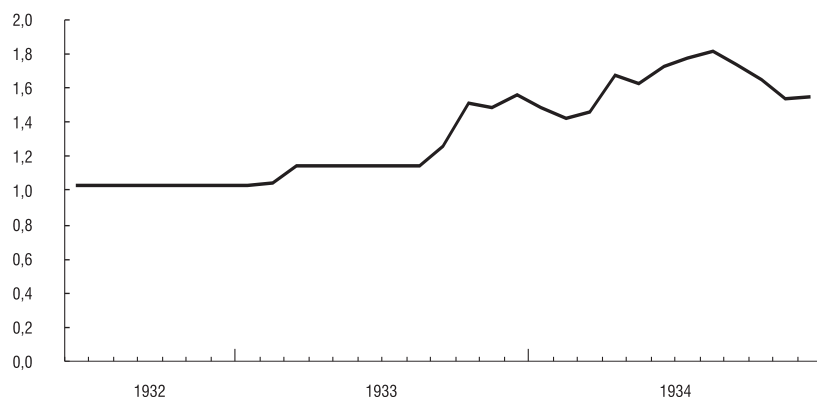
⁸⁴ Noticias encontradas contribuyeron a la firmeza de precios en el mercado neoyorquino. Al tiempo que la reanimación en los precios de otros productos y en los valores bursátiles abrieron perspectivas de alza en los del café, anuncios de una mayor cosecha y un gran excedente en mano por parte del Brasil dejaron sin piso dichas expectativas (*RBR*-67, mayo de 1933: 157; *RBR*-68, junio de 1933: 197).

a la reacción hacia arriba de los precios del café: en el segundo semestre el precio del Medellín Excelso pasó de 10,46 centavos en junio a 12,02 centavos en diciembre, y el del Bogotá Bueno de 10,20 centavos a 10,81 centavos, respectivamente. La reanimación en los precios internos fue menos rezagada que en los externos; los ajustes se iniciaron en marzo, coincidiendo con los anuncios cambiarios en los Estados Unidos: de \$23,75 y \$18,0 la carga del pilado y el pergamino, respectivamente (las cotizaciones históricamente más bajas), se ascendió hasta \$36,50 y \$28,77 en diciembre (gráficos 2.27 y 2.28).

El manejo cambiario tomó nuevos rumbos en el último cuatrimestre de 1933 (Gráfico 2.61). La persistencia de la demanda excedente de giros después del ajuste de la tasa de cambio en marzo condujo a una nueva alza de 10 puntos a principios de septiembre, dejando el cambio exterior en \$1,26 por dólar; o sea, una devaluación del peso del 20% en medio año. Tanto las medidas de marzo como las de principios de septiembre no fueron bien recibidas en los sectores importadores; el editorialista se refirió a “las violentas críticas que se desataron contra el Banco de la República por parte del comercio importador, con motivo de las alzas en el cambio que aquel hubo de acordar el 25 de febrero y el 4 de septiembre pasados, tratando de adaptar el nivel del cambio a la realidad de las circunstancias” (*RBR*-72, octubre de 1933: 351).

Gráfico 2.61
Tasa de cambio, 1932 (junio) a 1934 (diciembre)

(pesos por dólar)



Fuente: *IGBR* (1968 y 1969, segunda parte, cuadro 71).

Pero tampoco los exportadores estaban satisfechos: “los exportadores se quejan de que no se les haya permitido aprovechar de las ventajas que podrían obtener de un tipo de cambio más alto, como sería el que surgiera en las actuales circunstancias como consecuencia del juego libre de la oferta y la demanda”⁸⁵. Al aceptar que los ajustes

⁸⁵ Resolución de la Directiva del Banco de la República y de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones del 25 de septiembre de 1933 (Considerando e) (*RBR*-72, octubre de 1933: 357).

cambiarios efectuados en el curso del año habían resultado insuficientes, y que su determinación debería dejarse al mercado de cambios, sin sacrificar el objetivo de proteger las limitadas reservas del país mediante su asignación a objetivos prioritarios, se expidió una resolución acordada entre el Banco y el Gobierno para permitir la flotación de la tasa de cambio. Se dispuso que los tenedores de moneda extranjera continuaran con la obligación de vender sus giros al Banco, el cual obraría como intermediario en las compras y ventas de dichos giros. El 15 % del valor de los mismos se vendería al Banco a la tasa de \$ 1,13 por dólar, y tendría como fin atender los requerimientos gubernamentales de cambio exterior; y el 85 % se vendería al precio libremente convenido entre oferentes y demandantes, por conducto del Banco.

Con el nuevo marco cambiario más flexible, las tasas crecieron de manera fluctuante en septiembre y octubre, estabilizándose alrededor de \$ 1,50 por dólar, de modo que en dicho periodo la depreciación fue del 20%; así las cosas, a fines de octubre la Junta decidió participar en el mercado, vendiendo giros por un valor equivalente al oro comprado semanalmente a dicha tasa, pero desistió de dicho empeño estabilizador al presentarse una relativa escasez de giros a principios de diciembre (*RBR-73*, octubre de 1933: 388; *RBR-74*, noviembre de 1933: 424). Transcurrido el primer trimestre de 1934, el atraso en el despacho de solicitudes de cambio, que al adoptarse la nueva política era de \$ 9 millones, quedó eliminado (*RBR-77*, marzo de 1934: 76). En el segundo y tercer trimestres del año la tasa de cambio se depreció, con algunos intervalos de apreciación, hasta llegar a la cúspide de \$ 1,80 por dólar⁸⁶.

En el último trimestre de 1934 el tipo de cambio siguió la ruta de la apreciación, bajando hasta niveles del orden de \$ 1,50 por dólar; se argumentó en la *Revista* que inicialmente se había observado un retraimiento de la demanda de cambios a la espera de tasas más bajas con la venta de la cosecha cafetera, y luego la mayor oferta de giros con la entrada efectiva de la cosecha de café (*RBR-83*, septiembre de 1934: 300; *RBR-84*, octubre de 1934). En menos de un trimestre la tasa de cambio se apreció en un 17%; en estas condiciones, el Banco decidió volver a intervenir en el mercado cambiario, comprando al tipo de \$ 1,50 por dólar. Con el propósito de ayudar en la estabilización del cambio, también anunció que vendería giros a dicha tasa, en el caso de transacciones aprobadas por la oficina de control cambiario (*RBR-85*, noviembre de 1934: 376).

2) La tasa de cambio real

Entre 1923 y 1928 predominó la tendencia a la apreciación de la tasa de cambio real. Posteriormente, entre 1928 y 1931, todavía dentro de los cánones del patrón oro, dicha tasa tendió a depreciarse, contando con una deflación interna superior a la deflación internacional; los ajustes y la flotación intervenida de la tasa nominal, todavía dentro de

⁸⁶ El Banco continuó comprando oro físico, y vendiendo en el mercado bursátil giros correspondientes a parte del oro comprado en la semana, cuando lo consideró necesario; lo primero, en el caso de tendencia a la baja del tipo de cambio, y lo segundo, para prevenir “alzas bruscas y no justificadas”. Carta del gerente del Banco de la República, Julio Caro, al gerente de la Federación Nacional de Cafeteros, Mariano Ospina Pérez, el 20 de junio de 1934 (*RBR-81*, julio de 1934: 230).

un contexto de deflación interna, propiciaron el rápido ascenso de la tasa real en 1932 y 1933; finalmente, el súbito rebote de los precios internos en 1934 deprimió de nuevo la tasa de cambio real (Gráfico 2.62). En total, la tasa de cambio real se depreció en un 24% entre 1931 y 1934, de manera que tuvo un papel relevante en la política reflacionista puesta en marcha desde finales de 1931.

Gráfico 2.62
Tasa de cambio real, 1923-1934



Fuente: *IGBR* (1968 y 1969, segunda parte, cuadro 71, para la tasa de cambio nominal); deflatores: IPC de los Estados Unidos e IPC de Colombia (1950 = 100) (Mitchell, 2003).

c. Las finanzas públicas

El haber adoptado medidas como las que se tradujeron en el contrato de las salinas terrestres no implicaba que se hubieran dejado atrás los principios hacendísticos de equilibrio que acababan de consignarse en la ley 64 de 1931. Así lo destacó Olaya Herrera en mensaje enviado al ministro de Hacienda:

Mi más tenaz esfuerzo en todas las sesiones del consejo de ministros se ha encaminado a pedir en cada uno de los ramos de gobierno la mayor disminución posible en los gastos y la reorganización meditada y correcta de los servicios de la administración pública para hacerlos más económicos. No hay la menor duda de que debemos hacer ahora, en tiempo oportuno, un esfuerzo eficaz para que el equilibrio del presupuesto sea una realidad [...] (*RBR*-51, enero de 1932: 4).

Y, el editorialista afirmó que,

[...] no nos cansamos de repetirlo, el leal y efectivo equilibrio del presupuesto es la base de la restauración nacional, y mientras a él no se llegue y no se mantenga con implacable energía, las finanzas públicas y la economía nacional estarán en una posición falsa, y expuestas a todos los peligros (*RBR*-51, enero de 1932: 4).

Nuevos eventos extremos dificultarían la ambicionada búsqueda del equilibrio en la ejecución presupuestal; el principal de ellos sería el conflicto bélico con el Perú entre 1933 y 1934. A los gastos extraordinarios del caso corresponderían medidas también extraordinarias de financiamiento, cuyo impacto monetario quedaría registrado en el balance del Banco⁸⁷. Un primer empréstito al Gobierno por la suma de \$5 millones y con un interés del 3% fue pensado como anticipo mientras se recaudaba un impuesto extraordinario que en su momento recibió el nombre de “cuota militar”; su recuperación fue rápida, de modo que en el balance de junio de 1933 aparecía un saldo de \$2,2 millones, y exactamente un año después, uno de \$0,78 millones. Luego, se autorizó al Gobierno un nuevo endeudamiento hasta por \$10 millones, y con base en dicha autorización el Banco le otorgó un nuevo crédito por \$5 millones, al 3%, garantizado con igual suma en bonos de la deuda externa y los dividendos correspondientes a las acciones de la nación en el Banco de la República; en junio de 1934 el saldo a cargo del Gobierno era de \$4,9 millones (*IGBR*, julio de 1934: 12). A principios de 1934 el Banco y cuatro bancos comerciales hicieron un préstamo al Gobierno por \$4 millones, basados en la autorización mencionada; al Banco le correspondieron \$2 millones, los cuales fueron otorgados como anticipo del impuesto a la gasolina, y su saldo a junio de 1934 era de \$1,87 millones (*IGBR*, julio de 1934: 13).

La ejecución presupuestal, que en términos nominales había alcanzado su cénit en 1928, se desplomó en los dos años siguientes, y continuó su descenso, aunque a menor ritmo en 1931 y 1932; luego vino el quiebre, de la mano de los eventos citados en el párrafo precedente, de modo que las trayectorias de los gastos y de los ingresos del Gobierno (con y sin empréstitos) volvieron a seguir curvas ascendentes, como lo enseñan los gráficos 2.20, 2.22 y 2.23. El gasto real total se incrementó en 5,7% en 1932 y en 31,8% en 1933; en 1934, a pesar del incremento nominal del gasto total, del orden del 20%, la variación real fue negativa (-13,2%) debido al fuerte incremento de la inflación, la cual pasó del 3% en 1933 al 39% en 1934⁸⁸.

El Cuadro 2.9 muestra el cambio de fisonomía de los activos del Banco luego de la operación crediticia sobre las salinas, los créditos de defensa nacional, y algunas de las medidas de rescate de los sectores cafetero y financiero.

⁸⁷ Inicialmente se emitió un título denominado Bono de la Defensa Nacional con un interés del 4% y un fondo de amortización acumulativo del 5%. La emisión de \$10 millones fue sobresuscrita el mismo día de su lanzamiento. Para atenuar el descuento que sufrirían los bonos al salir al mercado, se acordó que los bancos los recibieran como parte del 50% de las obligaciones en su favor que los deudores podían cubrir con bonos del Estado, de acuerdo con la legislación de deudas de la época (*RBR*-60, octubre de 1932: 332; *RBR*-62, diciembre de 1932: 409).

⁸⁸ En términos del presupuesto programado, no puede perderse de vista que debido a la deflación, sus incrementos reales en 1931 y 1932 fueron positivos, en virtud de la deflación, y en 1933 y 1934, negativos, por obra de la inflación de estos años (Gráfico 21).

Cuadro 2.9**Activos del Banco de la República, junio de 1931 y junio de 1934**

(millones de pesos)

	1931	Porcentajes del activo total	1934	Porcentajes del activo total
Oro, divisas, otras especies	22,42	48,60	20,55	22,80
Crédito a bancos	14,94	32,40	3,76	4,20
Crédito al Gobierno (cupo)	3,98	8,60	6,29	7,00
Títulos de deuda pública	2,12	4,60	12,94	14,40
Crédito entidades oficiales	-		0,11	0,01
Avances sobre salinas terrestres	-		16,80	18,70
Crédito para defensa nacional	-		5,78	6,40
Acciones del BCH	-		12,00	13,30
Otros activos	2,69	5,80	11,81	13,10
Total de activos	46,15	100,00	90,04	100,00

Nota: en 1931 el crédito al Gobierno correspondía a la totalidad del cupo legal de la Tesorería en el Banco. A su turno, los títulos de deuda pública estaban representados por pagarés del Tesoro del 8% con cuatro y cinco años de plazo, comprados por el Banco a la Tesorería con el voto unánime de la Junta. En 1934 el crédito al Gobierno estaba compuesto por el cupo legal (\$3,5 millones), el anticipo del impuesto a la gasolina (\$1,9 millones) y una financiación temporal al departamento de Antioquia (\$0,9 millones); la deuda pública abarcaba los siguientes títulos: bonos cafeteros del 4% (\$2,8 millones), bonos de la defensa nacional del 4% (\$4,5 millones), bonos del Tesoro del 6% y 3% (\$1,9 millones), bonos de deuda interna del 7% (\$0,2 millones) y bonos de deuda interna del 6% y 3,5% (\$3,5 millones). Estos últimos bonos fueron comprados a la banca comercial de acuerdo con la legislación de emergencia para el arreglo de la deuda privada, que autorizaba a dicha banca a vender a la par al Banco el 25% de los bonos que recibieran como pago de cartera (*IGBR*, julio de 1931: 10-12; *IGBR*, julio de 1933: 11-13; *IGBR*, julio de 1934: 10-15).

Fuente: balances del Banco de la República del 30 de junio de 1931 y del 30 de junio de 1934 (*RBR*-45, julio de 1931: 246; *RBR*-80, junio de 1934: 236).

Los activos nominales del Banco prácticamente se doblaron en el período considerado, y en términos del PIB su participación aproximada pasó del 5,5% al 7,4%. Y, por encima de todo, la transformación de los activos del Banco difícilmente pudo haber sido más aguda. Los activos en caja, incluidas las reservas internacionales y los descuentos a los bancos, que en junio de 1931, a dos meses de la suspensión del patrón monetario, representaban el 81% del total, pasaron a significar el 27,2% en 1934. De ser equivalentes a la tercera parte del balance en 1931, los descuentos a la banca se redujeron a solo el 4,2%. A su turno, el crédito al Gobierno Nacional, representado en la utilización plena del cupo legal de la Tesorería y los títulos de la deuda pública, pasó del 13,2% al 21,4%; además, al contabilizar los avances sobre las salinas terrestres y los créditos para la defensa nacional, dicha participación se elevó al 46,5%. Finalmente, si la adquisición de acciones del BCH por parte del Banco se interpreta como una operación financiera sustitutiva de otra de incremento de la deuda pública, la participación mencionada arribaría al 59,8%

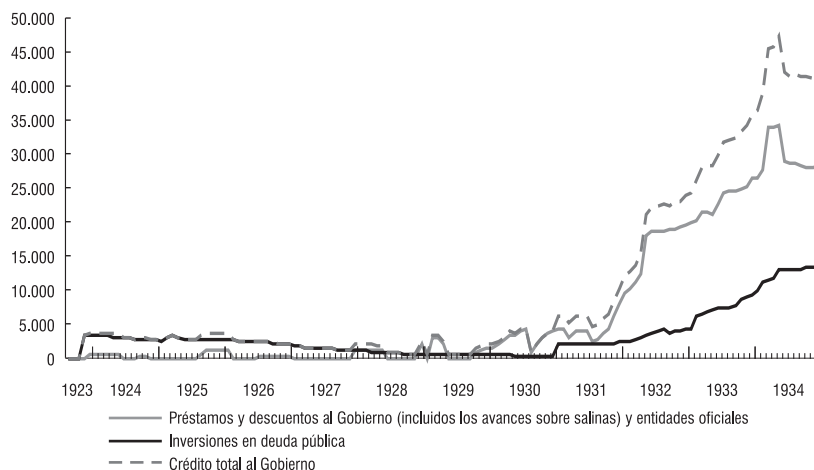
de los activos. En todo caso, a mediados de 1934 alrededor del 50% del balance estaba comprometido con el financiamiento de la política fiscal⁸⁹.

El Gráfico 2.63 presenta la trayectoria de los préstamos y descuentos del Banco al Gobierno Nacional, incluidos los avances previstos en el contrato de salinas. Además, destaca cómo las inversiones del Banco en títulos de la deuda pública se triplicaron entre 1933 y 1934, como resultado de la adquisición de bonos de la defensa nacional y la compra de bonos de deuda interna a los bancos.

Gráfico 2.63

Banco de la República: crédito al Gobierno, 1923 (agosto) a 1934 (diciembre)

(miles de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

⁸⁹ La situación del balance del Banco que el gerente calificara de “anómala” a mediados de 1933 no le era exclusiva, ya que también se veía en otros banco centrales, pero remontada la recesión económica y concluida la guerra con el Perú, tal condición no debería prolongarse:

Al considerar el conjunto de la forma en que se hallan distribuidas las operaciones de crédito y las inversiones del Banco de la República, salta a la vista que ella responde a una situación anómala. Se ve que al paso que han disminuido, casi hasta la extinción, las operaciones de carácter comercial, precisamente las que un banco de emisión está llamado a fomentar de preferencia, aumentan de manera exagerada los préstamos oficiales y las inversiones permanentes. [...] Me apresuro a reconocer, desde luego, que en condiciones análogas, aunque en proporción considerablemente superior, se encuentran casi todos los bancos de emisión del mundo, y sobre todo que entre nosotros no pudo ser de otra manera, desde que tal estado de cosas ha sido impuesto por la necesidad ineludible de hacer frente, primero, a la más grave crisis que el país haya conocido, y de atender, luego, a las exigencias de un conflicto internacional [...] Hoy, cuando las circunstancias han variado favorablemente, por la terminación del conflicto externo y por la reacción que se inicia en la situación general, se impone a la Directiva del Banco, al Congreso y al Gobierno el deber de estudiar con la mayor atención y sangre fría todo nuevo paso que tienda a agravar o prolongar esa anómala situación (*IGBR*, 1933: 15-16).

El conflicto bélico tendría otras consecuencias sobre las finanzas públicas, como el servicio de la deuda externa, al cual se había otorgado prioritaria importancia, aun en medio de las limitaciones cambiarias. Así lo destacó el gerente, quien no omitió referirse al prestigio ganado por Colombia en materia de cumplimiento de sus compromisos externos desde la última renegociación adelantada en 1905 (Convenio Holguín-Avebury entre Colombia y sus acreedores británicos), así como a la generalización internacional de la moratoria sobre la deuda externa:

Hemos entrado [...] a un estado de guerra efectivo, con todas las desastrosas consecuencias que ello implica, y empezamos ya a sentir las. No es una de las menos duras la necesidad en que el Gobierno se ha visto, ante la obligación de consagrar a la defensa nacional la totalidad de los recursos disponibles, de suspender el servicio de la deuda externa, que con religiosa exactitud habíamos venido atendiendo por más de un cuarto de siglo, a través de circunstancias difícilísimas, como fueron las que trajo la guerra europea y más aún las que vinieron con la tremenda crisis mundial que todavía perdura y que ha llevado a la casi totalidad de las naciones a suspender esa clase de pagos (*RBR-66*, abril de 1933: 119).

El presidente Olaya comunicó la decisión gubernamental de suspender temporalmente el servicio de la deuda externa a los fideicomisarios de los tenedores de bonos emitidos por el Gobierno Nacional y por el Banco Agrícola Hipotecario, en una misiva en la cual describe el conflicto fronterizo y termina diciendo: “Mi gobierno lamenta que esa situación anormal perturbe sus planes para desarrollar sin interrupción una política de estímulo al crédito interno y externo de Colombia” (*RBR-66*, abril de 1933: 152). Y, en un informe esperanzado y optimista sobre Colombia del American Council of Foreign Bondholders, del mismo mes en que se suspendió el servicio de la deuda, se afirmó: “Colombia está ahora combatiendo en una guerra de defensa contra el Perú, que ya le cuesta cerca de quince millones de dólares. Si no fuera por esto, es extremadamente probable que este año se haría el pago completo de todas sus obligaciones con algunos arreglos sobre intereses y amortización”⁹⁰.

d. La moneda y los precios

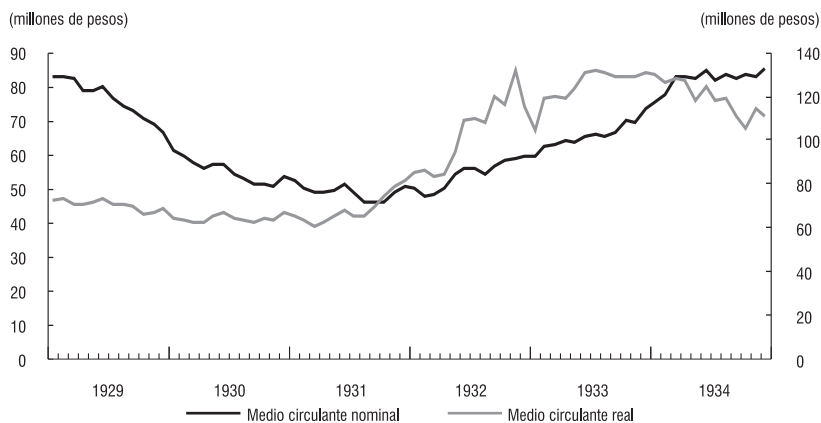
Los gráficos 2.2 y 2.3, al principio de este capítulo, enseñan que los indicadores de la época, el numerario y el medio circulante alcanzaron sus puntos más bajos en el período en estudio, entre enero y febrero de 1932. En el caso de la base monetaria, sus puntos mínimos ocurrieron algunos meses antes, en septiembre de 1931. La diferencia estriba en el comportamiento de los depósitos de los bancos accionistas en el de la República, que empezaron a crecer sistemáticamente desde la suspensión del patrón oro, y luego a partir de las medidas sobre encaje adoptadas en diciembre de dicho año. A partir de dichos puntos, las series monetarias mencionadas crecieron casi de manera continua, al punto de que a finales de 1934 estaban por alcanzar los niveles conquistados a finales de

⁹⁰ *Congressional Record* del 3 de abril de 1933 (*RBR-66* de abril de 1933: 152).

1928; sin embargo, en el segundo semestre de 1934 dichos agregados nominales tendieron a estancarse. De manera similar, la compensación bancaria (Gráfico 2.14) encontró su nivel más bajo en noviembre de 1931, y a partir de entonces aumentó continuamente, con especial intensidad en 1933, y mostró evidente pérdida de dinamismo en la segunda mitad de 1934.

En el Gráfico 2.64 pueden seguirse las trayectorias del medio circulante en términos nominales y reales entre 1929 y 1934. La caída a ritmo similar del medio circulante nominal y del índice de precios entre mediados de 1929 y mediados de 1931 dio lugar a un medio circulante real ligeramente descendente hasta finales de 1930, y muy estable en los primeros tres trimestres de 1931. Las circunstancias girarían en el último trimestre de 1931 con la aplicación de las medidas de emergencia tras la suspensión del patrón oro. El índice de precios continuó declinando hasta noviembre de 1932, al tiempo que el circulante nominal inició su ascenso prácticamente sin interrupción hasta abril de 1934, desarrollos que conjuntamente contribuyeron al crecimiento de la oferta monetaria real desde el último trimestre de 1931 hasta finales del primer semestre de 1933. Luego, el ascenso persistente del nivel de precios desde octubre de 1933 y la quietud del nominal a lo largo de 1934 condujeron a la caída del circulante real en dicho año.

Gráfico 2.64
Medio circulante nominal y real, 1929-1934



Fuente: RBR; deflactor del PIB según DANE (1994 = 100).

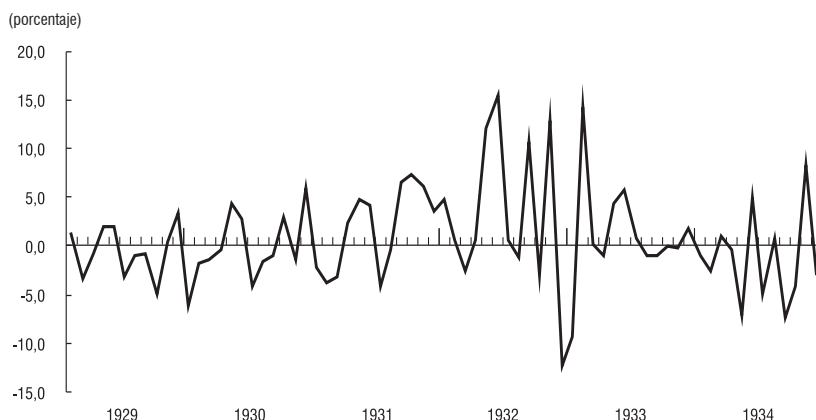
Al avance de la tasa de cambio real en 1932 y 1933 vino a sumarse el ascenso real del gasto público, y de la oferta monetaria real, tal como acaba de exponerse.

En el Gráfico 2.65 se presenta la trayectoria de la tasa de crecimiento del medio circulante real entre febrero de 1929 y diciembre de 1934. Se observan tres subperíodos con promedios y volatilidades diferentes: de febrero a agosto de 1931 con vigencia del patrón oro; de septiembre de 1931 a agosto de 1933, período en el cual se establecieron controles cambiarios y de comercio exterior, se introdujeron ajustes en la tasa de cambio y se permitió

su flotación con intervenciones, y se puso en marcha una política fiscal expansionista con amplia financiación otorgada por el Banco de la República; y de septiembre de 1933 a diciembre de 1934. Para la totalidad del período, el crecimiento real mensual del medio circulante fue positivo e igual al 0,73 %; tanto en el primer como en el tercer subperíodos, los crecimientos promedios fueron negativos, del -0,30 % y el -0,94 %, respectivamente, con mayor volatilidad en el primero de ellos; en el segundo subperíodo, el crecimiento promedio fue positivo e igual al 3,18 %, con una volatilidad menor a la de los otros dos períodos.

Gráfico 2.65

Medio circulante real: tasas de crecimiento mensual, 1929-1934



Nota: crecimientos porcentuales del medio circulante real presentado en el Gráfico 2.64.

Fuente: RBR.

e. El canal del crédito

Una de las preocupaciones del Banco durante el año siguiente a la suspensión del patrón oro, y la puesta en marcha de medidas excepcionales como el crédito primario sobre la concesión de salinas, fue el crecimiento aletargado del medio circulante. El editorialista se refirió a los obstáculos reinantes para la reanudación del crédito bancario, como la falta de confianza, ante la precariedad del estado de la economía; y a propósito citó la experiencia reciente de Chile en circunstancias similares:

Ha podido observarse que a pesar de esos avances [sobre las salinas] no ha sobrevenido el aumento en la circulación que se esperaba. Igual fenómeno se presentó en Chile, en donde a medida que subían los descuentos oficiales disminuían los de los bancos, porque el dinero que el Banco facilita al Gobierno busca inmediatamente su camino a las cajas de los bancos, y estos prefieren en muchos casos destinarlo a cubrir su deuda en el Banco Central más bien que exponerlo en nuevas operaciones de crédito, por la natural desconfianza que produce la difícil situación general y por el fundado temor de que esas operaciones se destinen en su mayor parte a atender dificultades del momento y no al

desarrollo de negocios reproductivos. Sólo podrá lograrse el aumento sano de la circulación cuando el resurgimiento de los negocios haya traído el del crédito (*RBR*-53, marzo de 1932: 76).

Un año más tarde, el gerente reconocía la evolución ascendente del circulante nominal (tal como lo destaca el Gráfico 2.64), pero al éxito de las medidas de emergencia, y a los síntomas de resurgimiento de la actividad económica, todavía oponía la evolución lánguida del crédito:

El alza constante que en los últimos meses ha experimentado el medio circulante del país, que de \$48 024 000 en 29 de febrero de 1932 subió a \$63 020 000 en 31 de marzo último, ha contribuido indudablemente a atenuar los efectos de la depresión económica y a hacer menos dura para Colombia que para la generalidad de los países la crisis que aún hoy, cuatro años después de iniciada, perdura con no disminuida violencia. Tal alza producida por los recursos que [...] ha puesto en circulación el Banco de la República, se ha hecho sentir principalmente en las operaciones del Banco Central Hipotecario, solucionando la situación de un gran número de deudores, y en el impulso de las obras públicas que con tanta eficiencia adelanta el gobierno, dando trabajo a miles de obreros. [...] También en el movimiento de los negocios se hace sentir el aumento de la circulación monetaria, como lo muestran el avance de las cotizaciones bursátiles, el movimiento de las transacciones de fincas raíces, la intensificación de las edificaciones y aun el movimiento de reacción que empieza a notarse en los precios de los ganados y productos agrícolas. Hasta el mismo comercio, que tan paralizado venía, parece que empezara a reanimarse, a juzgar por el aumento que muestran las solicitudes de cambio exterior para la importación de mercancías. Y hay que tener en cuenta, además, el incremento que en los varios ramos de sus actividades ha tenido la producción nacional.

Si a esos factores favorables pudiera agregarse el renacimiento del crédito con la consiguiente amplificación de las operaciones bancarias, nos sería dado contemplar con cierto optimismo las perspectivas próximas del país, si no fuera por algunos otros que mantienen la incertidumbre y el temor en el ánimo, como son, en primer término, la guerra internacional, que agota sin provecho los recursos del país; lo incierto del mercado del café por la amenaza constante de los enormes stocks del Brasil, y las repercusiones que la recrudecida crisis americana puede tener sobre Colombia (*RBR*-67, mayo de 1933: 156).

1) El crédito a los bancos y la tasa de interés de redescuento

Tal como lo presenta el Gráfico 2.48, los préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos se desplomaron desde su cima de \$19,5 millones en octubre de 1931, cuando apenas se acababa de suspender el patrón oro, hasta su nivel más bajo en todo el período, de 0,79 millones, en septiembre de 1933; solamente ocurrió una interrupción entre agosto y diciembre de 1932, cuando el valor redescontado pasó de \$4,4 millones a \$7,4 millones.

Las tasas de interés fijadas por el Banco para sus redescuentos de deudas comerciales y de fomento (con prenda agrícola) habían sido fijadas en 7% y 6%, respectivamente

desde septiembre de 1930. Según el gerente, dicha determinación obedeció a “la baja considerable experimentada por los tipos de descuento en los principales mercados monetarios” (*IGBR*, julio de 1931: 13). La medida no satisfizo por considerarla insuficiente a diversos sectores de opinión, entre ellos a la comisión interparlamentaria de asuntos económicos, que sugirió reducir las tasas de redescuento al 6% para operaciones comerciales, y al 5% las respaldadas con prenda agraria⁹¹. El gerente fue explícito en su oposición a nuevas rebajas de las tasas de redescuento, pero aceptó que en las circunstancias mundiales del momento los bancos centrales estaban sosteniendo bajas tasas de interés, más como “alivio” que como “remedio” de la depresión económica (*IGBR*, julio de 1931: 14-15; *IGBR*, julio de 1932: 10-11).

Con posterioridad a la suspensión del patrón oro, acontecieron bajas sucesivas en dichas tasas de redescuento en el curso de pocos meses: la comercial fue reducida en dos ocasiones en 1932, primero en enero al 6% y luego en septiembre al 5%, la cual estuvo vigente hasta julio de 1933, cuando de nuevo fue disminuida al 4%. La destinada al estímulo del sector agrícola bajó al 5% en noviembre de 1931, al 4% en marzo de 1932, y al 3% en julio de 1933 (Gráfico 2.50). Las tasas para los redescuentos de pagarés de la Tesorería descendieron de manera escalonada desde septiembre de 1930, en las mismas fechas y con valores iguales a los de las tasas de redescuentos comerciales (Gráfico 2.52).

La encrucijada crediticia que tocara fondo entre 1933 y 1934 fue develada por el gerente, quien llamara la atención acerca del doble filo del descenso en las tasas de interés:

[...] hay que reconocer que en las circunstancias excepcionales que atravesamos, cuando el funcionamiento normal del patrón de oro se halla suspendido, y teniendo en cuenta la práctica que los bancos habían venido siguiendo, esa contracción de las operaciones de éstos en el de la República es el resultado de la casi completa paralización del crédito bancario, que si es consecuencia inevitable de la crisis, también es causa de su agravamiento y prolongación. Esa intensa contracción del crédito bancario, que se explica en primer término por la carencia de solicitudes seguras para sanos fines comerciales e industriales, se origina también en el natural temor que los bancos experimentan por las pérdidas cuantiosas que el abuso del crédito que precedió a la crisis les causó y que se ha traducido en la reducción de sus capitales y el deprecio de sus acciones.

[...] estamos viendo que si la baja del interés ha producido indiscutible beneficio al aliviar la situación de determinado grupo de deudores, y que debería ser ella factor estimulante de la producción, por circunstancias especiales ha contribuido probablemente a la paralización del crédito bancario [...] En efecto, los bancos comerciales prefieren conservar en su poder los bonos de deuda pública que han sido autorizados a recibir en pago de deudas a su favor, más bien que convertirlos en dinero vendiéndolos a la par al Banco de la República, u obteniendo en éste préstamos con la garantía de tales documentos, como están autorizados para hacerlo, y dedicar los fondos así obtenidos a operaciones con el público,

⁹¹ La misma comisión recomendó ampliar los plazos para la amortización de las deudas hipotecarias, aumentar transitoriamente el cupo del gobierno en el banco central, y reducir los salarios públicos para formar un fondo de trabajo nacional, entre otras medidas para enfrentar la depresión (Fadul, 1953: 51-55).

que ofrecen mayor riesgo y producen menor interés (*IGBR*, julio de 1933: 10-11 y 14-15) ⁹².

Una diferenciación entre lo que él calificara, por un lado, como actividades especulativas, y por el otro, como productivas, salió de la pluma del gerente a mediados de 1934, al referirse a conductas bancarias que habrían propiciado la especulación en años anteriores:

“Han continuado los bancos su política de moderación en el otorgamiento del crédito, conforme lo aconsejan las circunstancias del país, a la luz de la experiencia adquirida en época anterior, cuando el crédito bancario, demasiado liberal, fomentó la especulación y contribuyó a la subsiguiente crisis. Gran tino han menester los bancos en el actual momento, para conseguir que el crédito, de que ellos son los distribuidores, vaya exclusivamente a atender las legítimas necesidades del comercio, la industria y la agricultura, sin promover especulaciones malsanas, pero sin escatimarle hasta lastimar las vitales actividades de la economía nacional” (*IGBR*, julio de 1934: 10).

2) Las operaciones del Banco de la República con el público

Las operaciones directas con el público, previstas en la ley orgánica del Banco, fueron autorizadas por primera vez en octubre de 1930, como un mecanismo de fomento. Originalmente se buscó hacer préstamos a particulares con garantía de bonos de prenda, expedidos por los nacientes almacenes generales de depósito, sobre productos agrícolas⁹³. Como lo señalara el gerente, las tasas preferenciales de redescuento sobre productos agrícolas, y los préstamos a particulares, fueron medidas que obedecieron “al propósito de favorecer la agricultura nacional, cuya importancia es vital para la economía” (*IGBR*, julio de 1931: 13)⁹⁴. El valor de las operaciones pasó de solo \$0,022 millones en junio de 1931 a \$2,5 millones en 1934 (*IGBR*, julio de 1934: 11)⁹⁵.

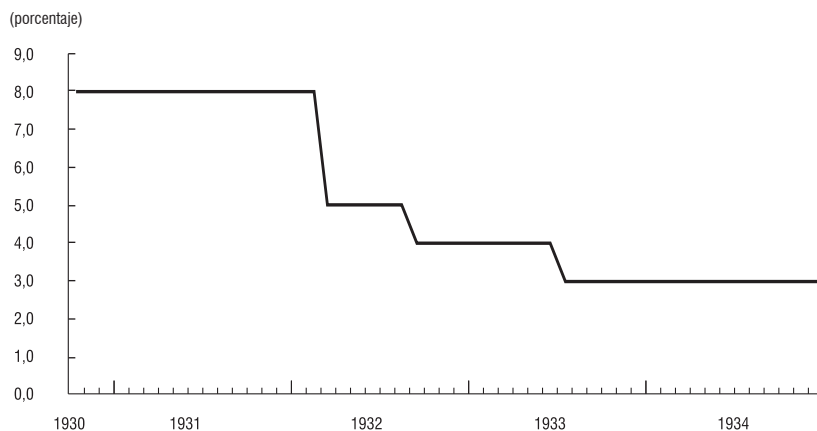
Las operaciones se abrieron con una tasa de interés del 8 % en octubre de 1930, cuando la comercial y la del Gobierno estaban en el 7 %, y la de fomento agropecuario en el 6 %. En marzo y septiembre de 1932 bajó al 5 % y al 4 %, respectivamente; en esta última fecha se igualó con la tasa establecida para los redescuentos respaldados por bonos de prenda y productos agrícolas; igualmente, en julio de 1933 bajó al 3 %, al unísono con estos últimos (Gráfico 2.66).

⁹² Para mediados de 1934, y en una época de astringencia monetaria, ya la banca comercial estaba ofreciendo en venta, al Banco de la República, bonos de deuda interna recibidos del público como pago parcial de sus deudas.

⁹³ Inicialmente, los productos agrícolas considerados fueron el café y el tabaco, el monto del préstamo podía llegar al 70 % del valor de dichos productos, el interés sería del 8 % anual, y el plazo, de noventa días improrrogables (*RBR*-36, octubre de 1930: 292).

⁹⁴ La Ley 57 de 1931 autorizó a los bancos comerciales para disponer hasta del 5 % de su capital y reservas para ser invertido en sociedades cuyo objeto fuera la fundación de los almacenes generales de depósito.

⁹⁵ La apertura de los almacenes de depósito respondió principalmente a la actividad desplegada por la Federación Nacional de Cafeteros.

Gráfico 2.66**Tasas de interés: Banco de la República, operaciones directas con el público, 1930-1934**

Fuente: RBR.

En resumen, a partir de julio de 1933 las tasas de redescuento para papeles comerciales y gubernamentales fueron del 4%, para préstamos respaldados con prenda agraria y operaciones directas con el público del 3%, y del 3,5% para operaciones con prenda de obligaciones destinadas a suscribir bonos de la defensa nacional. El gerente fue reiterativo en afirmar que se trataba no solo de las tasas más bajas registradas en Colombia, sino también de las más reducidas que en ese entonces regían en América Latina (*IGBR*, julio de 1933: 14; *IGBR*, julio de 1934: 16). A finales de 1934 las tasas de redescuento de los bancos centrales se encontraban en niveles que, en varios casos, apenas llegaban a la mitad de lo que habían sido a principios de 1932. En los Estados Unidos habían bajado del 3,5% al 1,5%; en Gran Bretaña del 6% al 2%; en Francia se habían mantenido en el 2,5%; en Alemania habían caído del 8% al 4%, y en Italia del 7% al 4%. En América Latina habían descendido del 6% al 4% en Chile, del 10% al 4% en Ecuador, del 7% al 6% en Perú, y del 7% al 4% en Colombia (gráficos 2.46 y 2.47).

3) El mercado de hipotecas y sus tasas de interés

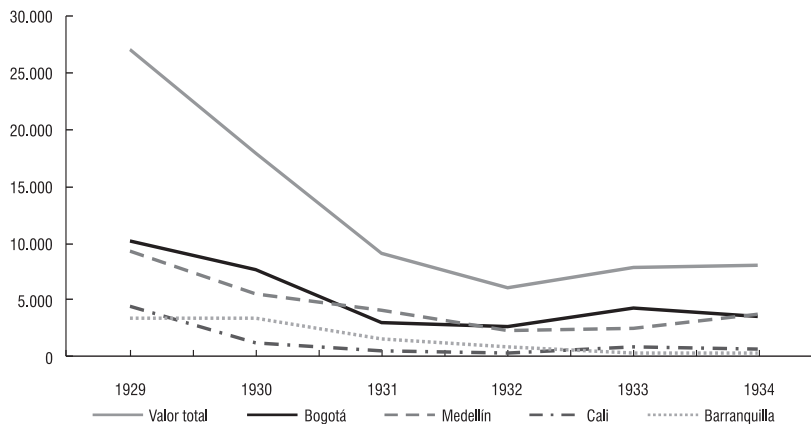
El mercado libre de hipotecas en las principales ciudades se vino a pique en la depresión, se recuperó durante 1933, pero volvió a aquietarse en 1934, a tono con la evolución del medio circulante en dichos años (Gráfico 2.67). En cuanto a las tasas de interés sobre hipotecas (particulares y bancarias), el caso de Bogotá es ilustrativo (Gráfico 2.68): en general, las tasas entre particulares aventajaron a las bancarias, en especial entre 1930 y 1931, cuando las diferencias llegaron a ser hasta del 50%, pero escasamente se diferenciaron hacia fines de 1932; en conjunto, las tasas ascendieron hasta mediados de 1930, y se descolgaron al hacerse persistente la deflación incoada en 1929; se estabilizaron

transitoriamente en 1933, pero decayeron de nuevo en los tres primeros trimestres de 1934, en medio de la astringencia monetaria y la quietud de los negocios en dicho año.

Gráfico 2.67

Mercado de hipotecas: principales ciudades, 1929-1934

(miles de pesos)

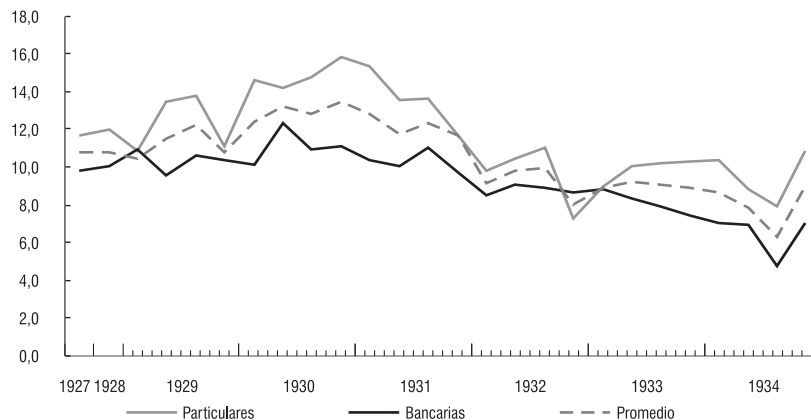


Fuente: RBR.

Gráfico 2.68

Mercado de hipotecas en Bogotá: tasas de interés, fin de trimestres, 1927-1934

(porcentaje)



Fuente: RBR.

El Gráfico 2.69 presenta la evolución de la tasa real de interés en el mercado de hipotecas de las principales ciudades del país. El ascenso de la tasa nominal hasta 1930 se vio multiplicado por la deflación anual ocurrida entre 1929 y 1932 (-12,6% en 1929, -20,6 en 1930, -19,4 en 1931, y -15,9 en 1932), de modo que las tasas reales cruzaron la barrera del 40% en 1930 y 1931. El descenso en la tasa nominal a partir de 1932 fue acompañado por el resurgimiento de la inflación en 1933 (2,8%) y su impulso desbordado en 1934 cuando llegó por ese solo año a la cifra irreplicable en toda la serie anual hasta 2015 del 39%; precisamente en este último año la tasa de interés real alcanzó una cifra negativa cercana al -22% (Gráfico 2.29).

Gráfico 2.69

Mercado de hipotecas: tasa real de interés, 1928-1934

(porcentaje)



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

4) La estructura del sector financiero en perspectiva después de la depresión

A mediados de los años veinte los activos del sector financiero no llegaban al 13% del PIB, y las tres cuartas partes de ellos estaban en manos de los bancos privados nacionales; los extranjeros apenas concurrían con el 10% de los activos totales y el resto estaba en manos de la banca hipotecaria (Cuadro 2.10). A mediados de 1929 el sistema representaba ya 22 puntos del producto de la economía, gracias al espectacular crecimiento de la banca hipotecaria y al notable aumento de los activos de la banca foránea. Los crecimientos aritméticos del sistema entre 1930 y 1932 obedecieron al colapso de la economía durante la depresión, y no a un presunto fortalecimiento de las instituciones financieras; en efecto, los activos de la banca privada nacional se erosionaron en un 25%, los de la extranjera en un 17%, y los de la hipotecaria en un 8%, al tiempo que el conjunto de la economía cayó en un 44%.

Cuadro 2.10
Activos del sector financiero por tipo de entidad
 (porcentaje del PIB)

Años	Bancos privados nacionales	Bancos privados extranjeros	Caja de Crédito Agrario	Bancos hipotecarios	Sistema financiero
1925	8,98	1,17		2,51	12,67
1926	6,11	2,21		3,62	11,93
1927	8,04	2,69		4,99	15,72
1928	7,19	3,03		6,26	16,47
1929	8,67	4,25		9,09	22,02
1930	9,59	4,92		11,72	26,23
1931	11,27	6,34		14,64	32,24
1932	10,00	6,27	0,93	14,93	32,14
1933	9,11	5,99	0,84	12,63	28,57
Promedios	8,77	4,10	0,88	8,93	22,69
Participación en el promedio (porcentaje)	38,67	18,07	3,89	39,40	100,00

Fuentes: Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda para los activos bancarios; los activos de los bancos corresponden a los de junio de cada año; Cepal (1957) para las estimaciones del PIB.

Para 1933 la pujante banca hipotecaria de los años veinte ya había sucumbido ante las circunstancias adversas de la depresión, y sus carteras y obligaciones habían sido recibidas y asumidas por el Banco Central Hipotecario. Esta institución, al igual que la Caja de Crédito Agrario e Industrial, fue concebida en medio de la urgencia de atender un problema extremo de la deuda privada, y de evitar el desplome del sistema financiero. Transcurridos sus primeros tres años resolviendo los problemas heredados de la crisis hipotecaria, el BCH comenzó a operar como un banco para el financiamiento de la adquisición de vivienda. En las siguientes tres décadas el BCH y la Caja representarían conjuntamente entre el 30 y el 40 % de los activos del sistema.

E. Hacia nuevos escenarios macroeconómicos

Al final del período 1923-1934 la economía completó tres años de crecimiento sucesivos por encima del 6 % anual. El bienio 1932-1933 había contemplado el crecimiento de la tasa de cambio real, un aumento extraordinario del gasto público real y una amplia expansión monetaria real. La inflación reapareció en 1933 y se recrudeció en el segundo semestre de 1934. Habían quedado atrás los años de *recession cum deflation*, y con el ímpetu inflacionario de 1934 se imponía la puesta en práctica de una política de estabilidad económica.

El manejo cafetero adquiriría una especial relevancia después de 1935, con debates internos acerca de las opciones a seguir. La industria cafetera, que enfrentara un año crítico entre 1937 y 1938, sufrió nuevos quebrantos a partir del estallido de la guerra europea en 1939. Y con la entrada de los Estados Unidos en el conflicto bélico a finales de 1941, la política económica debió enfrentar escenarios macroeconómicos sin precedentes, hasta la conclusión de las hostilidades en 1945. La *Revista del Banco de La República* continuaría con el registro y análisis de los episodios de la época.

ANEXOS

Anexo 1. Indicadores económicos

1. Factores económicos

La denominación “factores económicos” fue ampliamente utilizada por la *Revista* desde sus primeros números para referirse a las recopilaciones de datos relacionados con una serie de sectores.

2. Números índices

La construcción de índices se inició en julio de 1927, al organizarse la Sección de Estadística en el Banco de la República. En septiembre de 1929 se inició la publicación del denominado llamado “Índice del costo de las subsistencias en las principales plazas del país”. A mediados de 1932 los redactores resumieron, como sigue, su experiencia en la construcción de índices relacionados con el costo de los alimentos

El método empleado en la elaboración de nuestro índice del promedio del costo en el país de algunos artículos alimenticios envuelve la reducción del precio de cada uno de los artículos a uno relativo, con referencia al precio del mismo artículo en el primer semestre del año 1923 considerado como base, y el promedio aritmético de las cifras obtenidas en esta forma [...] la cifra final representa la variación relativa en los precios de solo quince artículos, considerándose las cifras parciales como representativas del grupo correspondiente. Por tal razón no es lógico considerarlas como índice del costo de las subsistencias, y de ahí que no se les haya asignado a los diferentes artículos de que proviene un coeficiente de acuerdo con su importancia relativa.

Lo que se ha hecho, en efecto, al hacer el cómputo del simple promedio aritmético de precios relativos es determinar la suma por la cual se venderían las diferentes cantidades de artículos que a los precios del semestre base alcanzaron un valor total de \$ 1 500,00, suma que dividida por quince viene a dar la cifra representativa del total de artículos.

Este método de simple índice de precios corresponde a uno de los varios indicados por Mills en su obra ‘Statistical Methods’, cuyos sistemas han sido adoptados por el Federal Reserve Bank de Nueva York. En cuanto a la distribución en tres grupos diferentes, cada uno con su correspondiente índice, es la misma adoptada por el Banco de Inglaterra (*RBR*-56, junio de 1932: 216)⁹⁶.

Para la elaboración de índices financieros se acudió a la información relacionada con acciones, cédulas bancarias, y bonos de la deuda pública: se tomó el promedio de cotizaciones del primer mes de cada trimestre (julio, octubre, enero, abril), y se dedujeron

⁹⁶ Los tres grupos de alimentos eran el de granos, el de productos animales, y el de otros artículos. El texto de referencia citado era el de Mills (1930).

índices para los títulos cotizados en Bogotá y Medellín. También, para los valores privados y públicos flotados en los mercados externos de Nueva York y Londres.

En la primera presentación de índices financieros se incluyeron los siguientes (*RBR-7*, mayo de 1928):

- índices para los bonos de deuda interna del 10 %
- índices para las cédulas bancarias del 10 % y del 8 %
- índice para bonos y cédulas del 10 %
- índice general de cédulas y bonos
- índice para acciones bancarias en Bogotá
- índice para acciones comerciales e industriales en Bogotá
- índice para acciones comerciales e industriales en Medellín
- índice promedio para acciones comerciales e industriales en Bogotá y Medellín
- índice promedio de todas las acciones en Bogotá y Medellín

Anexo 2. Tomándole el pulso a la depresión: las vicisitudes del canal del crédito

A partir del primer trimestre de 1929, y hasta el tercero de 1931, la *Revista* publicó una sección en la cual daba cuenta de la situación de los negocios. A diferencia de las páginas de estadísticas de un cierto número de variables económicas, aquella se basaba en información en buena parte cualitativa que recogían las sucursales del Banco en las regiones.

Primer trimestre de 1929

La *Revista* inició sus revisiones trimestrales con información sobre el primer trimestre de 1929. Según la *Revista*,

[...] puede decirse que en el primer trimestre de 1929 la situación de quietud que venía marcándose en los negocios del país, desde hacía algún tiempo, se intensificó, asumiendo caracteres de verdadera depresión, especialmente hacia el fin del período, cuando el alza de la tasa de interés y la restricción del crédito bancario que empezó a manifestarse vinieron a contener el impulso que traían las actividades comerciales y especulativas (*RBR-20*, junio de 1929: 177).

Se anuncia la subida de la tasa de interés en la banca comercial del 8 % al 9 %, así como la tendencia a la baja en las acciones bancarias e industriales, en especial de las empresas antioqueñas.

Se menciona la pesadez de las ventas en casi todas las plazas del país, pero se destaca un buen cumplimiento en los pagos del comercio mayorista, ya que el porcentaje de letras vencidas al término del trimestre estaba alrededor del 13 %.

Segundo trimestre de 1929

La *Revista* anuncia “gran quietud en todos los negocios”.

Se advierte tendencia a la baja en los precios del ganado: entre el 10 y el 20 % para el vacuno, y no menos del 30 % en el caballar y mular.

En cuanto a la producción fabril, las sucursales reportan un empleo bastante menor que la capacidad total.

De nuevo se habla de lentitud en las ventas. Por ejemplo, en Manizales calculaban su disminución en un 35 % en relación con los niveles habituales. Los pagos al comercio mayoritario incrementaron su retraso; en ciudades como Santa Marta y Girardot el porcentaje de letras vencidas llegó al 35 %, y en Tunja, al 50 %.

En relación con el crédito, las instituciones consultadas manifestaron que si bien las solicitudes se han incrementado, se advierte una “general restricción de los bancos para otorgarlos”. El interés bancario ronda por el 10 %, y entre particulares alrededor del 12 % y aún del 15 %.

Igualmente, se reiteró la baja general que venían sufriendo todos los valores bursátiles, y la suma quietud en el negocio de propiedades urbanas y rurales.

En el ramo de obras públicas la *Revista* dejó la siguiente descripción, poco alentadora:

Gran disminución en la actividad de las obras públicas se anotó en el período, y fenómeno igual en las particulares, con el resultado de que el número de obreros en ellas ocupados disminuyera proporcionalmente, trayendo una rebaja en los jornales, los que variaban de \$0,40 en Pasto, y \$0,60 en Boyacá, a \$2,00 en Armenia y Santa Marta y \$2,80 en Honda, pudiendo calcularse un promedio en el país de \$1,20. También bajó el precio de los materiales de construcción, especialmente los de tejares, que rebajaron del 10% al 20% (*RBR*-23, septiembre de 1929: 274-275).

Tercer trimestre de 1929

El redactor señala que el tercer trimestre de 1929 “se caracterizó por una quietud general de los negocios, preanuncio de la dura crisis que ha venido después, y que ésta se demoró quizá en aparecer por las esperanzas fincadas en la gran cosecha de café que se esperaba en Antioquia y Caldas, esperanza que sufrió grave quebranto por la violenta baja en los precios del café, de octubre en adelante”.

Se destaca una favorable situación de las cosechas de víveres, lo que hacía predecible una baja general en los precios. En cuanto al precio de los ganados, se calcula una nueva caída del orden del 20%.

En relación con la producción fabril, la *Revista* menciona que “Las fábricas de tejidos vieron disminuir su producción, en tal proporción que en las de la Costa llegó al 50%”.

En cuanto a la minería se indica que: “La minería de oro en Antioquia empezaba a resurgir, gracias probablemente a la baja de los jornales [...]”

Al mencionar las ventas, se destaca su persistente lentitud, y el retraso general en pagos al comercio mayoritario.

En relación con los préstamos se destaca el aumento en las solicitudes de crédito, pero igualmente la disminución de la cartera bancaria, “a causa de la política de restricción adoptada por éstos. Las renovaciones al vencimiento de las obligaciones continuaron como regla general, signo de la pesada condición de los negocios”.

Al referirse a las obras públicas, la *Revista* señaló lo siguiente: “La actividad en las obras públicas siguió decreciendo, y al par con ella bajaron los jornales, que podían calcularse en promedio, a \$1,00. Los materiales de construcción bajaron alrededor de un 10% en promedio, en el país” (*RBR*-27, enero de 1930: 6-7).

Primer trimestre de 1930

Una cruda descripción del estado de la economía quedó materializada en la descripción del primer trimestre de 1930; expresiones como “violenta restricción del crédito cuando más necesario era” revelan una posición crítica en relación con el comportamiento bancario:

Fue el primer trimestre de 1930 un período de gran depresión en los negocios todos del país, depresión que fue asumiendo muchos de los caracteres de una crisis. Causas de tal situación fueron, entre otras, la paralización de las obras

públicas, con la consiguiente desocupación de muchos miles de personas y baja de salarios, que redujo la capacidad adquisitiva de la población, cuando el comercio se hallaba recargado de mercancías y de compromisos; la depreciación del café, base de los negocios del país; la violenta restricción del crédito, cuando más necesario era, y la intranquilidad política que precedió y siguió a la elección presidencial.

La caída de los precios se acentuó en los mercados de ganados: “Los precios del ganado continuaron declinando en el trimestre en proporción mayor que la que se venía anotando, pues se calcula en algunas regiones como Boyacá, que el descenso fue de 50 %. En las bestias caballares y mulares fue aún más fuerte la baja, como que en el Huila la calculaban en un 60 %”.

En cuanto a la producción fabril el informe fue el siguiente:

La cosecha de algodón impulsó la fabricación de tejidos en las fábricas de la Costa, que trabajaron a toda su capacidad. Las de otras regiones siguieron trabajando en proporción muy reducida. De las de otros productos [...] puede asegurarse que también tuvieron una muy restringida actividad.

Una vez más, pesadez en las ventas y atraso en los pagos al comercio mayoritario: “Los porcentajes de las letras al cobro vencidas llegaron al 35 % en Santa Marta, Manizales y Pereira, al 40 % en Cartagena, y al 50 % en Ibagué y Tunja”.

En relación con el manejo del crédito bancario, la *Revista* señaló:

“La solicitud de crédito en los bancos fue muy limitada, según comunican de todas partes, pero no porque no hubiera gran necesidad de él, sino por el convencimiento a que llegó el público de que era inútil solicitarlo, dada la política de absoluta abstención en materia de préstamos adoptada por los bancos. Esa actitud de las instituciones de crédito hubo de traer grandes dificultades a los negociantes, obligándolos a buscar los fondos indispensables para sostener sus negocios entre los particulares, no siempre con éxito, y teniendo que pagar tasas elevadísimas de interés, el 15, el 18 y hasta el 24 por 100, en muchas plazas. La depresión en los negocios todos hizo sumamente difícil el cumplimiento de las obligaciones a su vencimiento, por lo que las renovaciones en los créditos fueron lo general, por más que los bancos se esforzaron por recoger lo más posible de sus carteras. Esa política llegó en algunas plazas como Medellín y Manizales, casi a una absoluta negación de crédito, [...] (*RBR*-32, junio de 1930: 166-167).

Al referirse a las obras públicas, el redactor informa que las obras nacionales se paralizaron casi completamente, y que las departamentales y municipales se mantuvieron en una escala muy reducida. En cuanto a los jornales pagados, se revela que estos quedaron, al finalizar el trimestre, entre \$0,40 y \$1,20. Igualmente, se anuncia que los materiales sufrieron nueva baja, que fue, según la región, del 10 % al 30 %.

Segundo trimestre de 1930

Se manifiesta, en general, un ambiente menos pesimista. Según el redactor, “quizá la severa contracción del crédito bancario, que las circunstancias han impuesto por otra parte,

sea lo que más ha dificultado la favorable reacción, bien que ella no puede esperarse en firme mientras el negocio de café continúe tan incierto”.

En relación con la industria cafetera, el redactor sostiene que la depresión salarial es tal que, “la baja considerable de los jornales ha permitido a los productores de café compensar en parte la desvalorización del artículo”.

Las condiciones de la oferta de crédito bancario fueron descritas del siguiente modo:

Continuaron los bancos en su política de severa restricción de los créditos, lo que dificultó sobremanera la recolección de la cosecha de café en los departamentos centrales. Las renovaciones parciales de las obligaciones, con abonos del 15 al 30 %, fueron la regla general durante el período. Pero continuaban las quejas del público por esa política de los bancos que indudablemente contribuía a intensificar la depresión de los negocios (*RBR*-35, septiembre de 1930: 264-265).

Sobre el estado de las obras públicas nacionales se comenta que quedaron totalmente suspendidas; y se revela que los jornales se mantenían entre \$ 0,60 y \$ 1,00, pero que los precios de los materiales de construcción habían seguido cayendo.

Tercer trimestre de 1930

La caída en salarios y jornales, y su impacto esperado en la producción, es destacada por los redactores:

La depresión en los negocios no hizo sino acentuarse en el tercer trimestre de 1930, agravándose con el problema de la desocupación de obreros que trajo la paralización de las obras públicas. La situación fiscal, que se hizo en ese período en extremo difícil, hubo de contribuir sin duda a empeorar la económica. La baja de jornales y subsistencias, y la reacción que empezó a manifestarse en los precios del café, auguraban una época más favorable para ese negocio, base principal de la economía del país. La solidez del sistema bancario iba permitiendo al país atravesar la crisis, con graves sufrimientos, pero sin un definitivo fracaso (*RBR*-39, enero de 1931: 12-14).

Se anota que la producción fabril continuó en declive, pero que la minería de oro, especialmente en Antioquia, continuó en aumento gracias al abaratamiento de los salarios.

En cuanto a las transacciones bancarias, se anota que la cartera solo se movió por renovaciones y prórrogas; igualmente, se destaca suma pesadez en las operaciones de valores, y un descenso notorio en los precios de la propiedad raíz.

Se insiste en que las obras públicas están totalmente paralizadas por la falta de recursos para adelantarlas. Se arguye que por tal razón el problema de la desocupación de los obreros asumió carácter agudo, en especial en los departamentos de la Costa Atlántica, en Antioquia, Cundinamarca, Valle y Cauca, “dando lugar a manifestaciones más o menos tumultuosas en varias ciudades”. Los jornales tuvieron nuevas bajas y variaban según las regiones entre \$ 0,40 y \$ 1,00 para los peones comunes. Los materiales también se depreciaron: de 10 a 15 % en Manizales; de 20 a 30 % en Honda, y 50 % en Tunja.

Cuarto trimestre de 1930

El calificativo dado por los redactores al período es el de depresión general. En algunas actividades, como la ganadería, ya era evidente un colapso de precios en comparación con los niveles alcanzados durante el auge económico. Para entonces, en Boyacá se calculaba que los precios del ganado eran apenas una cuarta parte de los de 1928.

En relación con el crédito bancario, se considera que su reacción ha sido mínima, si se piensa que fue el período de recolección de la cosecha cafetera en Antioquia y Caldas, la mitad del país cafetalero. Según los redactores, “Este dato hace patente la política restrictiva que los bancos han venido practicando, forzados a ella por las difíciles circunstancias en que se debate el país” (*RBR*-40, febrero de 1931: 49-51).

En cuanto a infraestructura, las obras por cuenta de la nación quedaron totalmente suspendidas, en contraste con algunas departamentales y municipales que han sobrevivido financiadas con crédito interno.

Primer trimestre de 1931

Un desusado optimismo acompañó el relato de lo acontecido en el primer trimestre de 1931:

Se acentuaron en el trimestre las condiciones de pesadez y paralización en los negocios del país; pero parece que el necesario reajuste que ha de preceder a la reacción económica de la nación, adelantó bastante. A no ser por la circunstancia de que la actual crisis tiene un carácter mundial que agrava la de Colombia, podría esperarse que esa reacción no habría de demorar mucho en iniciarse (*RBR*-44, junio de 1931: 203-204).

En cuanto a las ventas y los pagos al comercio mayorista, los redactores sostienen que, “La capacidad de la población se halla reducida a un mínimo, y apenas alcanzan las gentes a sustentarse. Tal estado de cosas perdurará mientras no aumenten los salarios o disminuya el costo de las subsistencias”. Además, “De muchas plazas avisan que el comercio al por mayor había cerrado casi completamente las ventas a crédito”.

En cuanto a la banca comercial, revela la *Revista* que “la política de restricción crediticia continuaba severa”. Y, en relación con las obras públicas, se advierte que la paralización en las nacionales se extendió a las departamentales y municipales; solo en muy baja escala subsistirían algunas en Antioquia, Atlántico, Cundinamarca, Cauca y Huila.

Segundo trimestre de 1931⁹⁷

El redactor revela que ciertas esperanzas de recuperación pueden haberse visto malogradas por nuevos desarrollos adversos de la crisis internacional: “esa confianza ha debido

⁹⁷ *RBR*-47, septiembre de 1931: 313-314.

sufrir un rudo golpe por la reagravación que la ya tan larga crisis ha tenido últimamente, que hay que atribuir en gran parte a factores externos y fuera del control de Colombia”.

En relación con la producción fabril, se estimó que no se trabajaba a más del 50 % de la capacidad. Sin embargo, el sector textil lo estaría haciendo al 70 %, y en particular las empresas de Antioquia a su capacidad total.

En cuanto a las ventas y pagos en el comercio mayorista, continuaba la pesadez; pero se informa que de Manizales, Pereira, Armenia, Neiva y Honda reportan animación por la cosecha cafetera. “La disminución de las ventas en Bogotá la calcula una casa muy seria en un 32 %”. Los pagos al comercio se registrarían muy pesados: “De Medellín, Manizales, Armenia, Popayán, Honda, Bucaramanga y Cúcuta avisan menos atraso. Como día por día va restringiéndose el crédito a los comerciantes minoritarios y el número de estos va disminuyendo por las inevitables liquidaciones, puede esperarse que este renglón de los pagos al comercio irá en constante mejoría”. En el comercio mayoritario el porcentaje de letras vencidas sobrepasaba el 50% en Cartagena, Cali, Ibagué, Girardot, Tunja y Bucaramanga.

En las transacciones de valores y propiedades se reporta la continuidad de la tendencia a su caída, así como la persistencia del descenso de los precios en las propiedades raíces.

Al referirse a las obras públicas, los redactores revelan que, “Casi completamente paralizados continúan estos trabajos. De las obras públicas nacionales no hay datos. En las departamentales y municipales se ocupaban unos 7 000 obreros. Los jornales de estos variaban de \$ 0,50 a \$ 1,20, según las regiones. [...] estas cifras se refieren a peones comunes. Los obreros hábiles ganaban más” (*RBR*-47, septiembre de 1931: 313-314).

REFERENCIAS

1. Fuentes periódicas y documentos

- Banco de la República. *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (anual).
- Banco de la República. *Revista del Banco de la República* (mensual).
- Contraloría General de la República. *Informe Financiero del Contralor* (anual).
- Federal Reserve Board. *Annual Report*. Government printing office. Washington.
- Federal Reserve Board. *Federal Reserve Bulletin*. Government Printing Office. Washington.
- Superintendencia Bancaria de Colombia. *Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda (ISB)* (anual).
- Villa, Vicente B. (1922). Carta dirigida desde Nueva York al General Pedro Nel Ospina en Medellín, y fechada el 3 de abril de 1922.

2. Artículos y libros

- Alviar, Óscar (1980). *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*. Ediciones Tercer Mundo, Bogotá.
- Andrade, José Arturo (1927). *El Banco de la República: nociones sobre su organización y funcionamiento*. Editorial Minerva, Bogotá.
- Araújo, Simón (1928). “La actual situación fiscal y económica del país” en *RBR* núm. 5, marzo.
- Avella Gómez, Mauricio (1983). “El dinero en Colombia: 1923-1950. Antecedentes, organización institucional y política monetaria”. Tesis de Magíster en Economía, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Banco de la República (1990). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*. Banco de la República, Bogotá
- Bloomfield, Arthur I. (1959). *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Caballero, Lucas “El Banco Agrícola Hipotecario” en *RBR*-4, febrero de 1928: 97-100. También, ISB, julio de 1927: 13.
- Cepal (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico: El desarrollo económico de Colombia*, México.
- Comité sobre la carestía de la vida (1927). *Informe del Comité encargado de estudiar el problema de la carestía de la vida*. Imprenta Nacional, Bogotá.
- Cooper, R. N. (1971). *International Finance*. Penguin modern economics readings. Penguin Books, Middlesex, England.
- Cortez Abbot, Charles (1937). *The New York Bond Market, 1920-1930*. Harvard University Press, Cambridge.
- Cunliffe Committee, (1985). “First Interim Report on Currency and Foreign Exchanges after the War”, en Eichengreen (ed.).
- Currie, Lauchlin (1933). “Treatment of credit in contemporary monetary theory”. *Journal of Political Economy*, vol. 41, núm. 1, February, pp. 58-79

- Currie, Lauchlin (1934). *The Supply and Control of Money in the United States*. Harvard Economic Studies. vol. XLVII. Harvard University Press, Cambridge.
- Diot, Joelle (1976). “Colombia Económica, 1923-1929”. DANE, Boletín mensual de estadística, núm. 300, julio, Bogotá.
- Eichengreen, Barry (1985) (Editor). *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen. New York and London.
- Eichengreen, Barry (1996). *La globalización del capital. Historia del sistema monetario internacional*, Antoni Bosch, Barcelona.
- Eichengreen, B. y Portes, R. (1987). “The anatomy of financial crises” en Portes, R. y Swoboda, A. (1987) *Threats to International Financial Stability*. Cambridge University Press, Cambridge
- Fadul, Miguel (1953). “Contribución al estudio de la política monetaria en Colombia durante un cuarto de siglo, 1923-1948” en *Boletín de la Superintendencia Bancaria*, núm. 159, octubre – diciembre.
- Fisher, Irving (1928). “Elementary Principles of Economics”, en *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, julio, p. 17.
- Fisher, Irving (1929). *L'illusion de la monnaie stable*. Payot, Paris.
- Friedlaender, H. E. y Oser, J. (1957). *Historia económica de la Europa moderna*. FCE, México, Buenos Aires.
- Friedman, Milton & Schwartz, Anna Jacobson (1963). *A Monetary History of the United States, 1857-1960*. A study by the National Bureau of Economic Research, New York. Princeton University Press, Princeton.
- Gerchunoff, P. y Llach, L. (2003). *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*. Ariel Sociedad Económica, Buenos Aires.
- Harrod, Roy F. (1969). *El dinero*. Ediciones Ariel. Barcelona.
- Hawtrey R. G. (1951). *El patrón oro en la teoría y en la práctica*. Aguilar, S.A., Madrid.
- Jaramillo, Esteban (1927). “Programa de Obras Públicas”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 1, noviembre.
- Jaramillo, Esteban (1990). *Memoria de Hacienda*. Colección bibliográfica del Banco de la República. Editorial del Banco de la República. Bogotá.
- Kalnins, Arvids (1963). *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá.
- Kindleberger, Charles (1985). *La crisis económica, 1929-1939*, Historia económica mundial del siglo XX, Editorial Crítica, Barcelona.
- Lemoine, Robert (1929). “The banking system of France” en Parker Willis, H. y Beckhart, B. H. (editors).
- Lewis, Cleona (1938). *America's stake in international investments*. The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Leyes Financieras* (1931). *Editorial de Cromos*, Bogotá.
- López, Alejandro (1936). “Índice de la actividad económica” en *Anales de Economía y Estadística, Revista de la Contraloría General de la República*.
- López, Hugo (1975). “La inflación en Colombia en la década de los veinte” en *Cuadernos Colombianos*, núm. 5, Medellín.
- Maddison, Angus (1995). *Monitoring the world economy, 1820-1992*. OECD, París.

- Meltzer, Allan (2003). *A History of the Federal Reserve*, vol. I: 1913-1951. The University of Chicago Press. Chicago and London.
- Mertens, Jacques E. (1944). *La naissance et le développement de l'étalon-or, 1696-1922*. Presses universitaires de France, París.
- Mills, Frederick C. (1930). *Statistical Methods Applied to Economics and Business*. Henry Holt and Company, New York.
- Mitchell, B. R. (2003) *International Historical Statistics: The Americas 1750-2000*, Palgrave, Macmillan, New York.
- Mitchell, Wesley C. (1927). Business Cycles. "The problem and its setting", *National Bureau of Economic Research, Inc.*, New York.
- Morgenstern, Oskar (1959). International Financial Transactions and Business Cycles, *National Bureau of Economic Research*, Princeton University Press, Princeton.
- Myers, Margaret G. (1936 [1983]). *Paris as a Financial Center*, Garland Publishing, Inc. New York, London.
- Naciones Unidas (1967). *El capital extranjero en América Latina*. Nueva York.
- Nurkse, Ragnar (1944). *International Currency Experience*, prepared for The League of Nations. Geneva.
- Ocampo, José Antonio y Montenegro, Santiago (1982). "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", *Desarrollo y Sociedad*, núm. 7, enero, Universidad de los Andes.
- Ospina Pérez, Mariano (1923). "Los bancos agrícolas hipotecarios y su importancia para el progreso de Colombia" en *El Tiempo*, 15 de septiembre.
- Ospina Pérez, Mariano (1934). "La Federación Nacional de Cafeteros y el pequeño agricultor" en Federación Nacional de Cafeteros, *Boletín de Estadística*, vol. II, núm. 9, mayo.
- Otero Muñoz, Gustavo (1948). *El Banco de la República: 1923-1948*, Talleres gráficos e imprenta del Banco de la República, Bogotá.
- Parker Willis, H. y Beckhart, B. H. (editors) (1929). *Foreign Banking Systems*. Henry Holt and Company, New York.
- Patiño Roselli, Alfonso (1981). *La prosperidad a debe y la gran crisis, 1925-1935*, Banco de la República, Bogotá.
- Pérez, Francisco de Paula (1929). "Exposición del ministro de Hacienda ante el Consejo de Ministros, sobre la situación fiscal y sus remedios", *Boletín de Hacienda*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Bogotá.
- Posada, Carlos Esteban (1977). "La Crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia", en *Cuadernos Colombianos*, núms. 10 y 11, Medellín.
- Posada Villa, Gabriel (1923). "Discurso del Ministro del Tesoro en homenaje a la Misión Financiera" en *El Tiempo*, 19 de agosto de 1923.
- Rao, Bhaskara (1994). *Cointegration for the Applied Economist*, Palgrave, Macmillan, Great Britain.
- Restrepo, Carlos E. (1928). "Algunas ideas sobre empréstitos", en *RBR*, núm. 9, julio.
- Skidelsky, Robert (2003). *John Maynard Keynes, 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman*, Penguin Books, London.
- Studenski, P. y Krooss, H. (1963). *Financial History of the United States*, Mc Graw-Hill, New York.

- Torres García, Guillermo (1980). *Historia de la moneda en Colombia*, FAES, Medellín.
- Triffin, Robert (1971a). "The Mith and Realities of the so-called Gold Standard" en Cooper, R. N. (1971).
- Triffin, Robert (1971b). *La evaluación del sistema monetario internacional. Evaluación histórica y perspectivas futuras*. FMI, BID, Cemla, México, D. F.
- Uribe, Antonio José (1926). *Crédito, moneda y bancos*. Librería Colombiana Camacho Roldán y Tamayo, Bogotá.
- Vergara y Vergara, A. (1915). *Estudio sobre la moneda legal en Colombia*, Imprenta de Carteles, Bogotá.

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

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

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

Una década de escenarios macroeconómicos cambiantes

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

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

Cuadro 3.1

Indicadores generales del contexto macroeconómico, 1935-1945

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

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

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

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

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

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

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

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

Instrumentos de política económica

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

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

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

Organización del capítulo

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

I. EL CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. El crecimiento

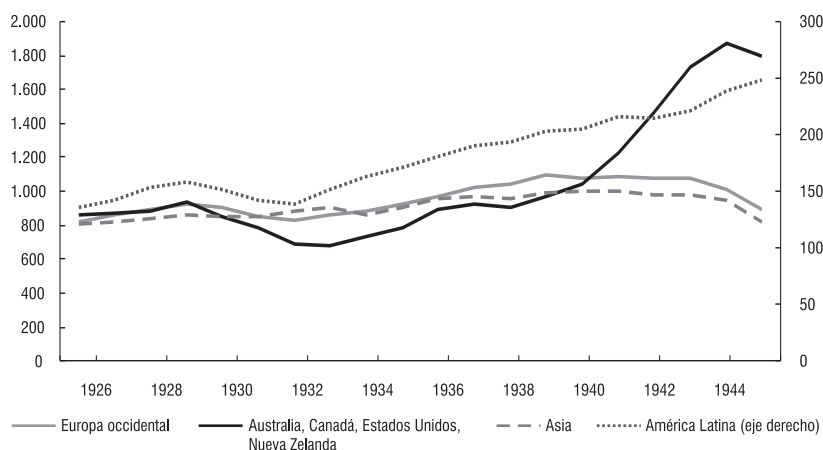
La perspectiva del crecimiento mundial por regiones, entre mediados de los años veinte y mediados de los cuarenta, se ilustra en el Gráfico 3.1¹. La depresión incoada a finales de los veinte y el estallido de la Guerra mundial una década después marcaron las trayectorias del crecimiento, con efectos diferentes sobre cada una de las regiones. Europa Occidental vio caer su producto en 10,6 % entre 1929 y 1932, y creció luego de manera continua hasta 1939 al iniciarse las hostilidades; el crecimiento entró en barrena durante el lustro siguiente y se desplomó en 1945. Las economías descendientes de Europa

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

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

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

(miles de millones de dólares)

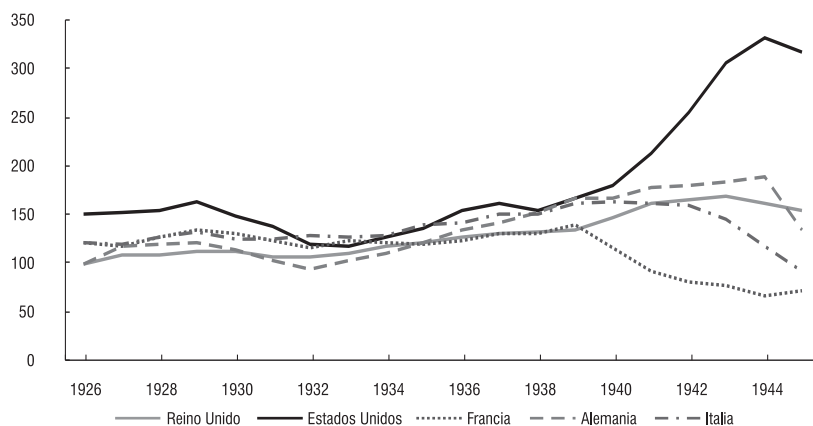


Fuente: Maddison (1995).

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

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

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



Fuente: Maddison (1995).

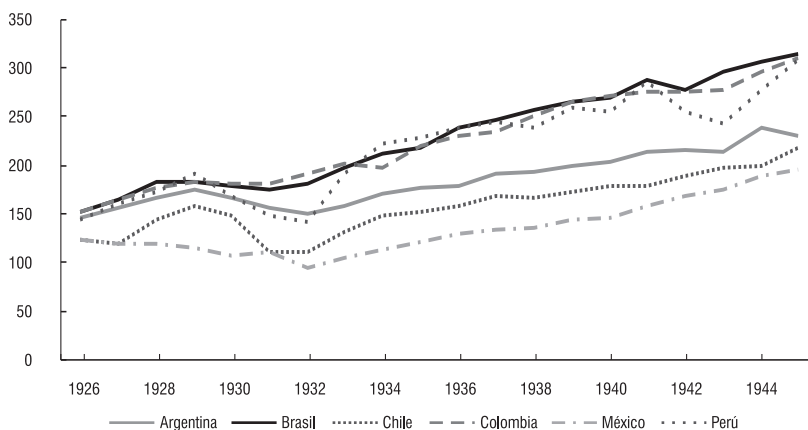
El índice de crecimiento de los Estados Unidos se precipitó en 28,5% entre 1929 y 1933; la recuperación fue la característica de los tres años siguientes, con una tasa anual del 8%, y tras una caída del 4% entre 1937 y 1938, se inició el ascenso pronunciado, a una tasa anual media del 12,7%. El Reino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

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

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

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

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



Fuente: Maddison (1995).

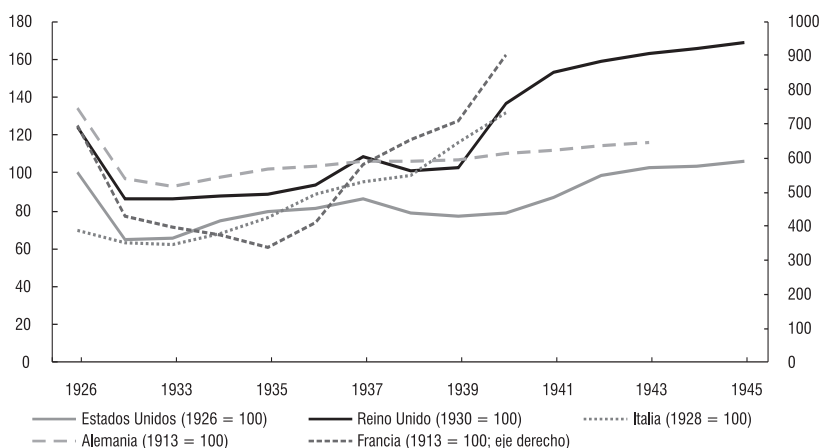
Además, el Brasil, que entre 1926 y 1928 había crecido a una tasa media del 9,4%, en 1929 apenas creció el 0,2%, y Colombia, que en aquel bienio había crecido al 8,2%, terminó haciéndolo al 3,6% en 1929; o sea que, con mucha mayor contundencia en el caso del Brasil, comparado con el de Colombia, el ciclo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

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

B. La inflación

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

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



Fuente: datos del FRB, febrero de 1946.

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

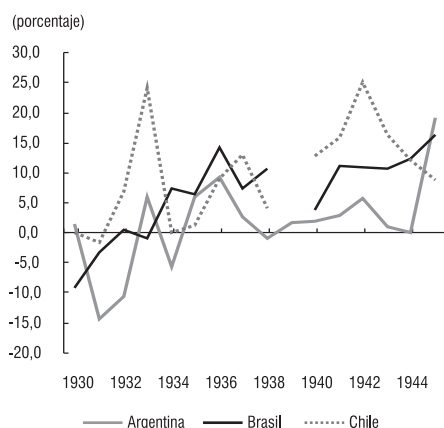
Una variedad de factores como la recuperación de los términos de intercambio, el abandono del patrón oro, la moratoria de la deuda externa y la adopción de políticas contra cíclicas, despejaron el paso para que América Latina saliera de la situación

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

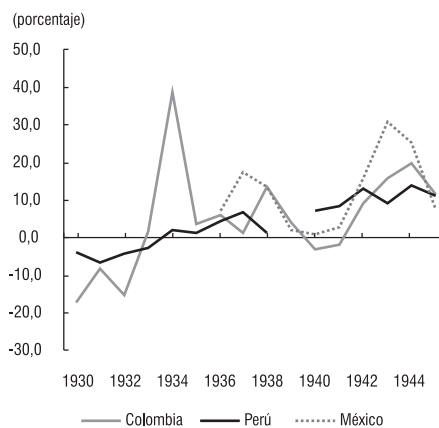
Gráfico 3.5

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

A. Argentina, Brasil y Chile



B. Colombia, Perú y México



Fuente: Mitchell (2003).

C. El comercio internacional y la acumulación de activos externos

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

por el comercio internacional a finales de los años veinte solo se lograría hacia mediados del siglo².

El colapso del comercio mundial se cifró en especial en la caída del comercio de bienes manufacturados, la cual llegó a ser del 42 % entre 1929 y 1932, al tiempo que el comercio de bienes primarios solo descendió en 13 % (Lewis, 1952; citado por Findlay y O'Rourke, 2007: 459). Más aún, el volumen exportado por América Latina, África y Australia apenas descendió en 5 % entre 1929 y 1932, y ya en 1937 estaba un 25 % por encima del nivel alcanzado en 1929 (Findlay y O'Rourke, 2007: 451). En contraste, las cantidades exportadas por Europa y América del Norte estaban en 1937 todavía un 15 % por debajo del nivel obtenido en 1929³. Dicha evolución del comercio se manifestaría en los resultados de la balanza comercial de América Latina hasta el final de la Guerra.

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

Cuadro 3.2

Comercio exterior de América Latina, 1925-1945

(millones de dólares)

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

a/ Promedios quinquenales.

b/ Crecimientos entre quinquenios.

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

Fuente: Naciones Unidas (1967).

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

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

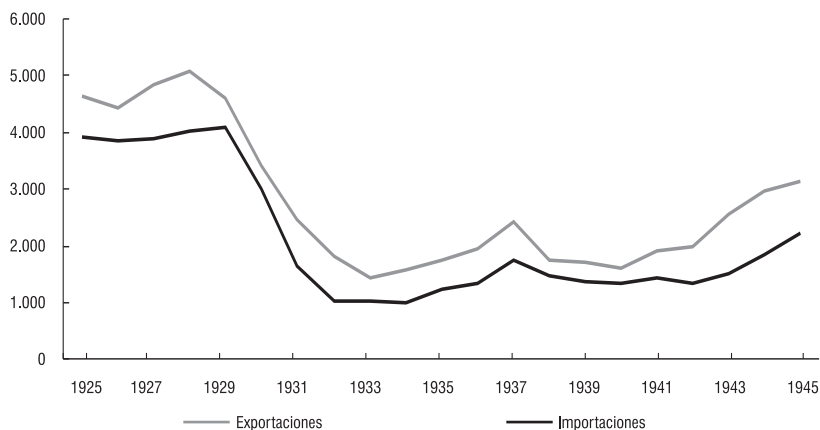
³ Findlay y O'Rourke (2007: 451).

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

En un informe preparado por la Comisión Arancelaria de los Estados Unidos sobre el estado del comercio latinoamericano en 1940, se mostró que para 1938 el 79% de las importaciones del continente las había negociado América del Sur, y México junto con las Antillas participaron con el 10%. Además, solo siete países concentraban el 85 % tanto de las exportaciones como de las importaciones, en este orden: Argentina (30% del valor total de las importaciones latinoamericanas), Brasil (20%), México, Cuba, Venezuela y Chile (cada uno con el 7%, para un total del 28%), y Colombia el 6%. Este último país habría mejorado su participación en las importaciones, del 5% en 1929 al 6% en 1938⁴.

Gráfico 3.6
América Latina: comercio exterior, 1925-1945

(millones de dólares)



Fuente: Naciones Unidas (1967).

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

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

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

En muchos de sus aspectos el año de 1942, de todo el lapso de la guerra, fue un período crítico en las relaciones comerciales de los Estados Unidos y las demás repúblicas americanas. [...] Con los países de la Europa Continental y los del Extremo Oriente eliminados casi por completo como fuentes de abastecimiento; y con una estricta limitación de las importaciones procedentes del Reino Unido ocasionadas por la escasez de artículos en general, por la falta de vapores y por ciertas restricciones especiales derivadas de los compromisos sobre préstamos y arrendamientos, casi toda la carga de abastecer a los países latinoamericanos de una gran diversidad de artículos que necesitaban recayó sobre los Estados Unidos, precisamente en el momento en que se estaba haciendo más aguda la falta de materias y la escasez de transportes marítimos. Por otra parte, este país vino a ser casi el único mercado restante para muchos de los productos de esos países, que a la vez se habían convertido en fuente de vital importancia de ciertas materias primas esenciales para la prosecución de la guerra⁵.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

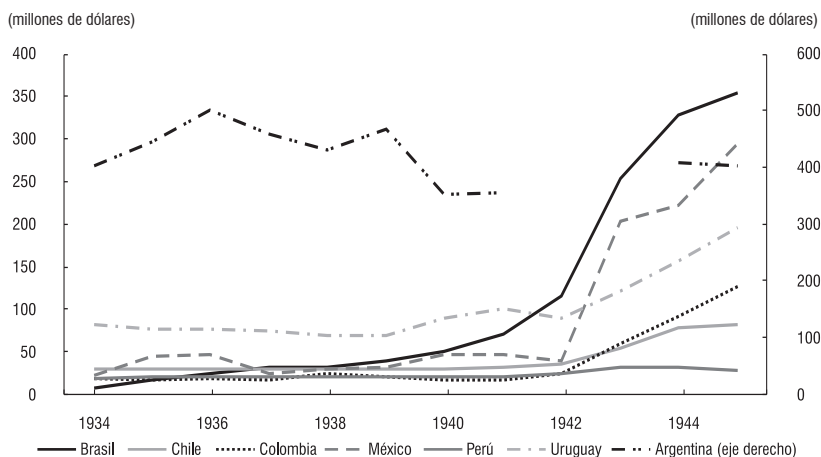
s.d.: sin datos

Fuente: Naciones Unidas (1967).

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

Gráfico 3.7

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



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

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

D. Las instituciones económicas

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

de cambio múltiples, embargos de capitales y controles cambiarios, entre otros. El multilateralismo y la vigencia del principio de la nación más favorecida cedieron el paso al bilateralismo y, en general, al nacionalismo económico⁶.

Cuadro 3.5

Deuda externa pública de largo plazo de América Latina, 1935 y 1945

(millones de dólares)

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

Fuente: Naciones Unidas (1967)

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

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

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

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

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

guerra económica”, cuya solución sería el “desarme económico”⁷. Y tal desarme exigiría restablecer la libertad de comercio, empezando por la supresión de trabas excepcionales creadas durante la guerra y extendidas indefinidamente⁸; además, habría que derogar los controles cambiarios y establecer un patrón monetario internacional, el cual pudiera ser acogido por los países que habían abandonado el patrón oro.

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

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

En consonancia con lo advertido por la *Revista*, con posterioridad a la fracasada conferencia de Londres, y hasta la iniciación de la Segunda Guerra, se vivió un interregno en el cual surgieron iniciativas orientadas a estimular el comercio con base en el concepto de reciprocidad. La búsqueda de convenios internacionales entró a ocupar un lugar privilegiado en la agenda de los países. En cuanto a las relaciones entre los Estados Unidos y Colombia, la inminente negociación de un tratado comercial fue anunciada en la *Revista* apenas un mes después de concluida la reunión en Londres⁹. Los negociadores de los dos países concluyeron los términos del acuerdo comercial en enero de 1934 (*RBR*-75, enero de 1934: 4).

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

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

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

De gran significación para las negociaciones de tratados por parte de los Estados Unidos fue la promulgación de la llamada US Reciprocal Trade Agreements Act, en junio de 1934. Mediante este acto legislativo se autorizó al Gobierno de los Estados Unidos para celebrar tratados de comercio con otros países, basados en concesiones comerciales mutuas, que en últimas se tradujeran en mercados más amplios para las exportaciones de dicho país¹⁰. Dentro de este contexto institucional en Washington se firmó el tratado comercial entre Colombia y los Estados Unidos en septiembre de 1935¹¹. En vísperas de la guerra ya se habían celebrado veinte tratados que representaban el 60% del comercio de los Estados Unidos (Findlay y O'Rourke, 2007: 455); y aun en plenas hostilidades se continuaron las negociaciones, de modo que para 1945 se habían firmado acuerdos bilaterales con 27 naciones. En promedio, las tarifas se redujeron al 44% de los aranceles vigentes en 1934 (Van der Wee, 1986: 408)¹².

2. El contexto monetario internacional

Las esperanzas de que la conferencia de Londres acogiera un patrón monetario internacional se desvanecieron al deslindarse las posiciones de los principales protagonistas. En mensaje enviado a la asamblea, Roosevelt dio la prioridad a las condiciones internas de su país. “El mundo no será engañado por mucho tiempo por la falacia de obtener una estabilidad temporal, y probablemente artificial, del cambio extranjero por parte de unos pocos grandes países únicamente. La sólida situación económica interna de una nación es un factor más importante de su bienestar que el precio de su moneda [...]” (Kindleberger, 1985: 261). A su turno, los países miembros del imperio británico formaron el área de la esterlina, y otro grupo de naciones, integrado por Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Suiza y la entonces Ciudad Libre de Danzig, el llamado bloque del oro¹³. Todos estos eventos eran registrados con atención por la *Revista*, pero en especial los

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

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

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

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

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

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

a. La devaluación del dólar

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

La Gold Reserve Act del 30 de enero de 1934 autorizó al Gobierno para devaluar el dólar hasta en un 60%, y en una decisión tendiente a fortalecer el papel de la Tesorería para intervenir en el mercado del oro, pero que comprometía la autonomía del Sistema de Reservas Federales, le exigió a este último que entregara sus reservas de oro a la Tesorería a cambio de certificados de oro. Revestida de nuevas facultades, la Tesorería anunció que compraría y vendería oro a US\$ 35 la onza¹⁵. La devaluación del dólar elevaría el precio relativo del oro y estimularía su producción mundial hasta el advenimiento de la Segunda Guerra Mundial¹⁶.

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

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

¹⁵ FRB, Febrero de 1934: 61, 63 y 68. La devaluación llevó el dólar al 59.06% de su valor original. O sea que la devaluación fue del 40,94%. El nuevo dólar contenía 15,2381 granos de oro en comparación con los 25,8 granos del viejo dólar. *RBR*-76, febrero de 1934: 46-47.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b. El Acuerdo Monetario Tripartito

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

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

Aunque el Acuerdo establecía tasas de cambio fijas entre el dólar, la libra y el franco, el aumento más rápido de los precios en Francia dejó sin piso la relevancia de las tasas nominales originalmente establecidas (Meltzer, 2003: 538-541)¹⁸. El franco pudo flotar libremente desde mediados de 1937, y desde mayo de 1938 fue estabilizado en relación con la libra esterlina hasta el comienzo de la guerra¹⁹.

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

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

¹⁹ Yeager (1968: 320).

c. Los fondos de estabilización cambiaria

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

La Cuenta de Igualación Cambiaria se creó en Gran Bretaña en 1932 con recursos de deuda pública para ser operado por el Banco de Inglaterra bajo el control de la Tesorería. En los Estados Unidos el Fondo de Estabilización Cambiaria, creado en 1934 por la Gold Reserve Act, fue formado con parte (US\$ 2 000 millones) del mayor valor del oro resultante de la devaluación del dólar. En Francia buena parte de la ganancia en libros de la revaluación de las existencias de oro se destinó a la apertura del Fondo de Estabilización del Cambio²⁰. Como en los tres países se impusieron restricciones a la convertibilidad de las monedas extranjeras en oro, los fondos de estabilización correspondientes se obligaron a comprarse a cambio de oro sus propias monedas adquiridas durante el día anterior (Gómez Naranjo, 1943; *RBR*-193, noviembre de 1943).

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

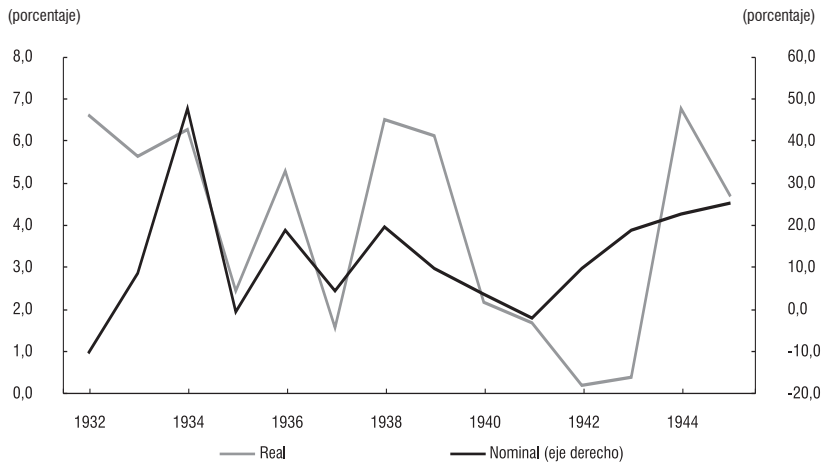
II. EL CICLO ECONÓMICO EN COLOMBIA

A. El crecimiento

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

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

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



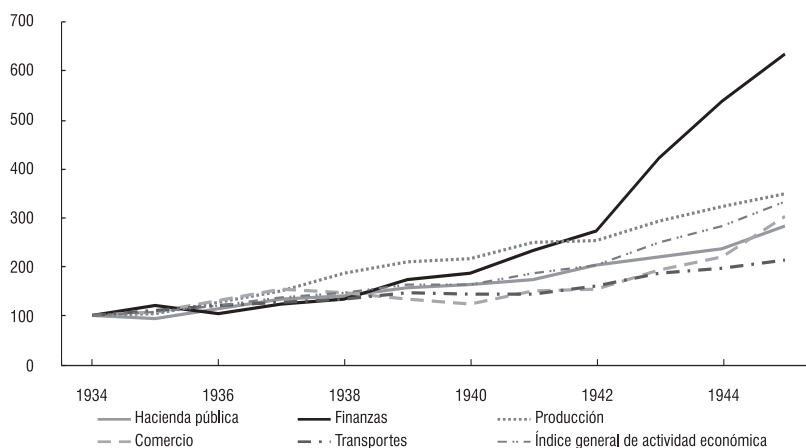
Fuentes: Cepal (1957) para las estimaciones del PIB; base: 1994 = 100, según las cuentas nacionales del DANE.

Desde mediados de los años treinta se había intentado construir indicadores agregados de la renta nacional (Lleras Restrepo, 1990a: 191-195; Lleras Restrepo, 1990b, tercera parte: 138-140). En la segunda mitad de los años cuarenta el Banco de la República comenzó a publicar sus primeras estimaciones de la renta nacional y de su composición sectorial²¹. El Gráfico 3.9 presenta las trayectorias del llamado índice general de actividad económica y de los índices sectoriales de la producción, el comercio, las finanzas, la hacienda pública y los transportes.

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

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

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



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

Fuente: IGBR (1952).

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

B. Los precios

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

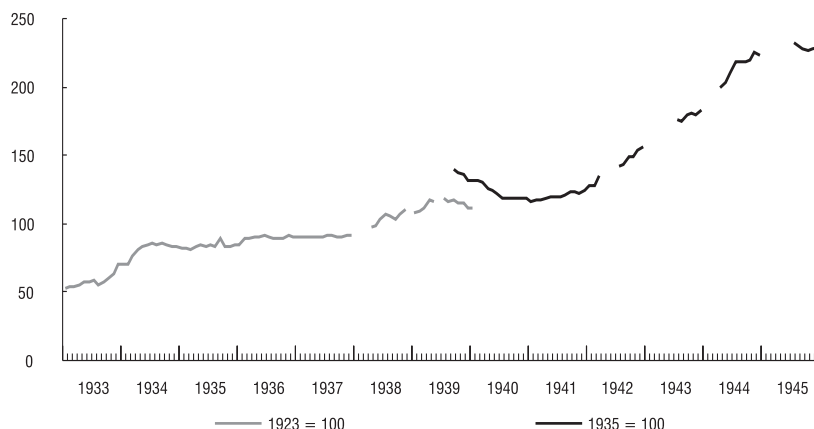
En el Gráfico 3.10 aparece la trayectoria de dos índices de precios contruidos para expresar la evolución del costo promedio de algunos alimentos en el país, con base en la

información de algunas de sus principales ciudades²². El índice muestra distintas etapas en la evolución de los precios entre 1934 y 1945. En los años treinta, en el período comprendido entre las políticas inflacionistas de 1932 y 1933, y el comienzo de la guerra, el índice estuvo predominantemente en ascenso, con excepción de una parte de 1935 y todo 1937.

Gráfico 3.10

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

(índices de precios)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

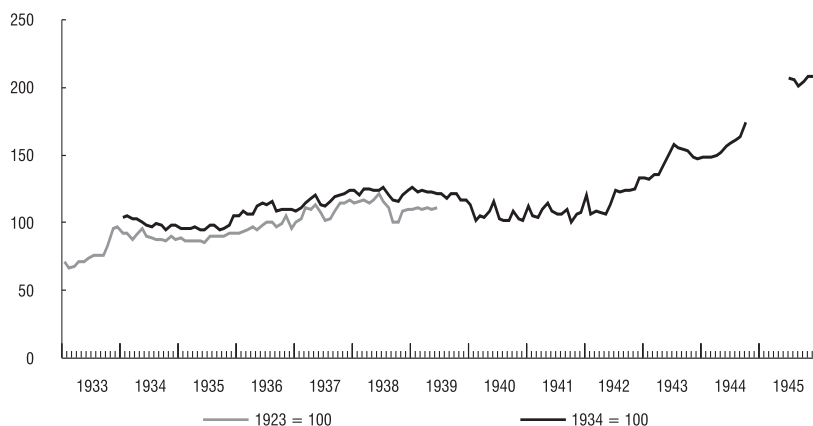
En relación con la evolución de los precios desde 1933 hasta principios de 1939 el ministro de Hacienda advirtió que, aunque no se disponía de un índice general de precios, era claro que a lo largo del último lustro se había experimentado un alza de precios: “Es claro que no puede negarse que, a partir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

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

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

Gráfico 3.11
Materiales de construcción en Bogotá, 1933-1945

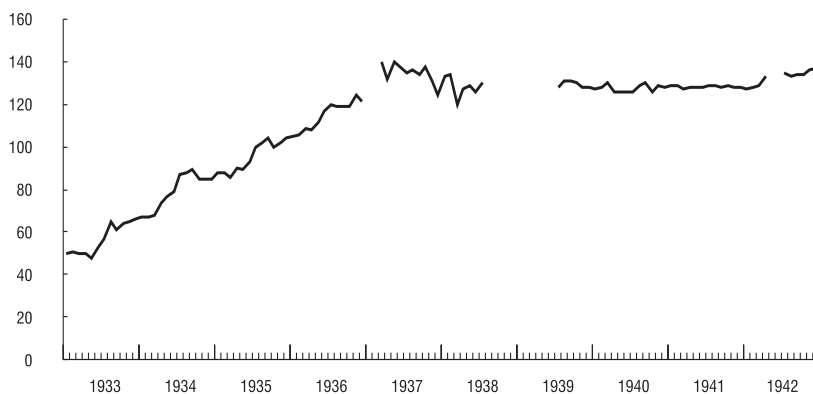
(índices de precios)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

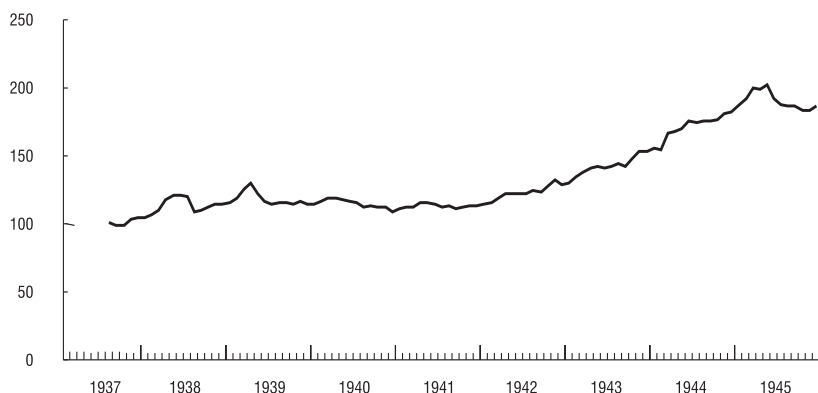


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.13

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



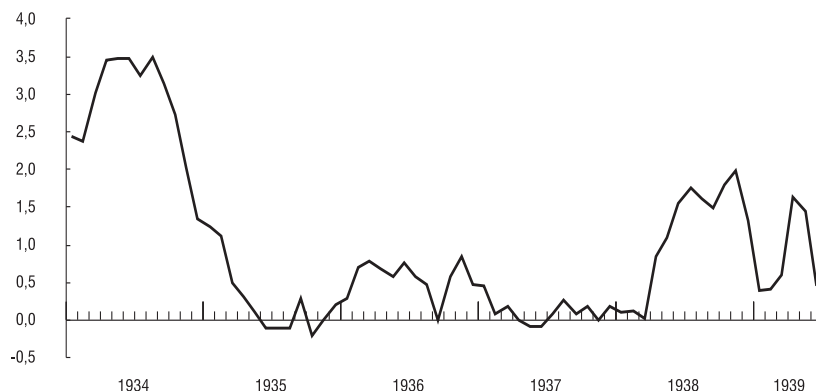
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

Gráfico 3.14

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



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

Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

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

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

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

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

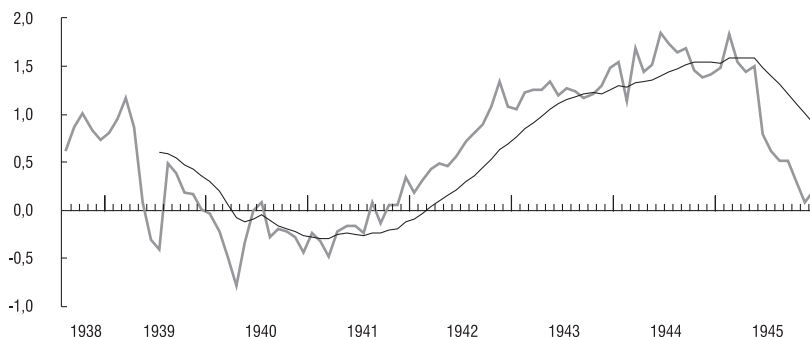
En los últimos meses de 1934 y primeros de 1935 el editorialista volvió a referirse a factores de incertidumbre, signos de parálisis en algunos sectores, y cierto comportamiento anárquico en los precios (*RBR*-81, julio de 1934: 219; *RBR*-83, septiembre de 1934: 299). La caída persistente de las cotizaciones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

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

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

Gráfico 3.15

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



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

Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Coincidiendo con el cierre del conflicto internacional, las tasas de inflación iniciaron su descenso en el segundo trimestre de 1945; la tasa de inflación para 1945 fue del 2,5 %, comparada con el 18,75 % para 1944, el 19,4 % para 1943 y el 13,9 % para 1942, año este en que se inició el ciclo inflacionario²⁶.

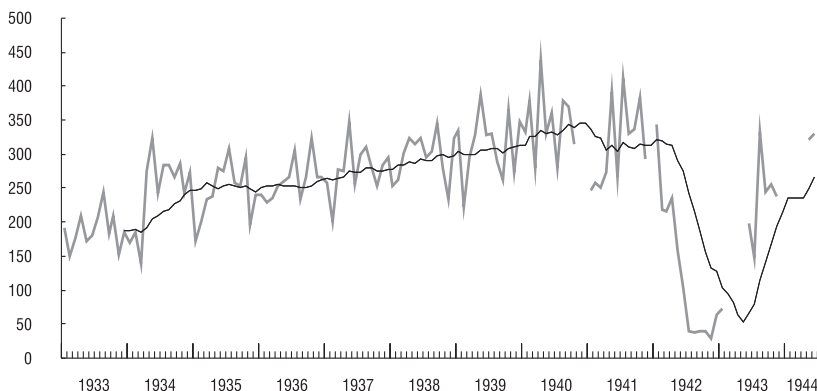
C. El comercio exterior

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

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

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

(miles de toneladas)



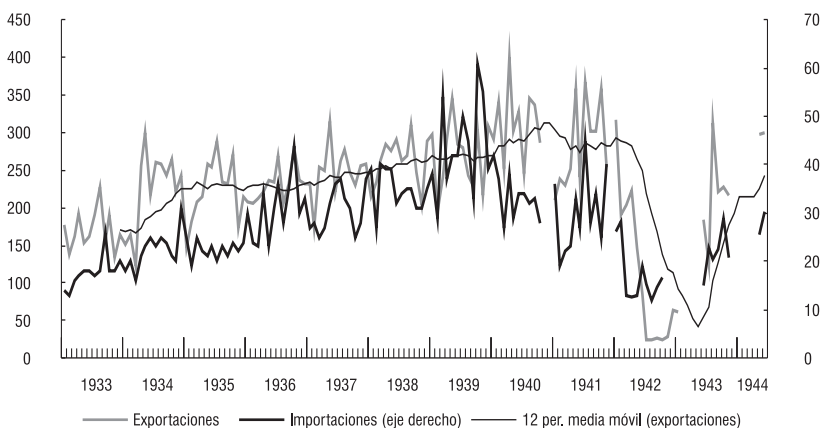
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

(miles de toneladas)

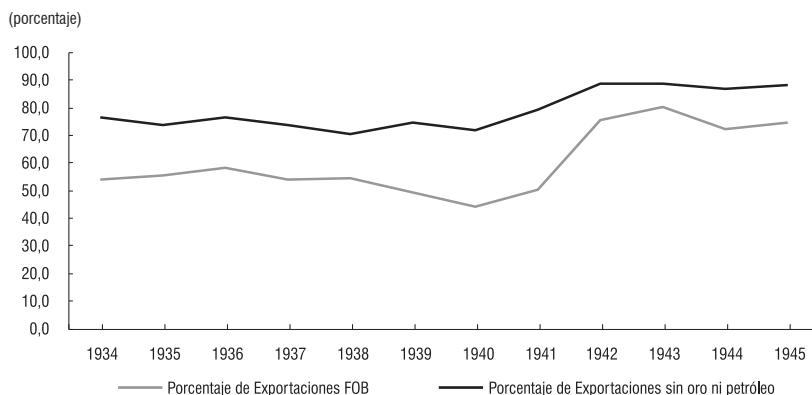
(miles de toneladas)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

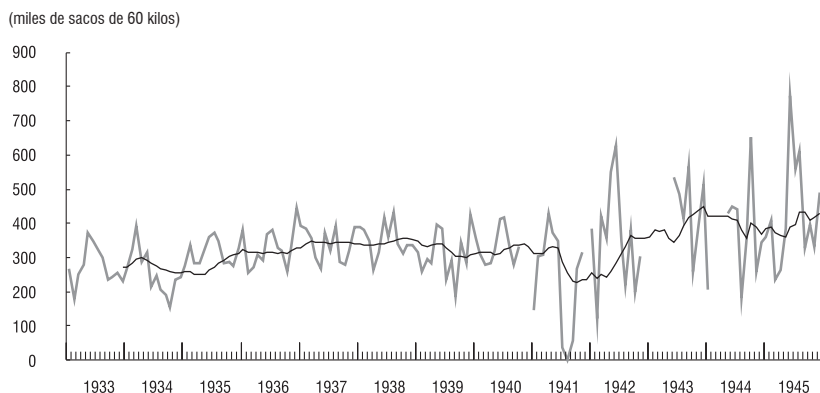
Gráfico 3.18
Exportaciones de café, 1934-1945
Exportaciones totales, sin incluir oro ni petróleo



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

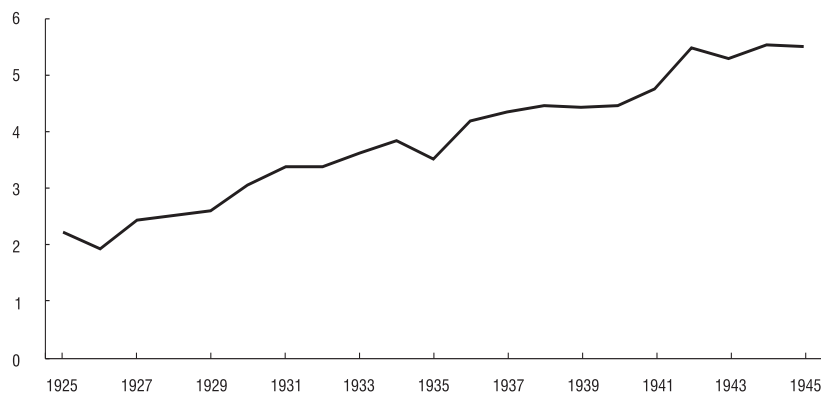


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.20
Producción cafetera de Colombia, 1925-1945

(millones de sacos)



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

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

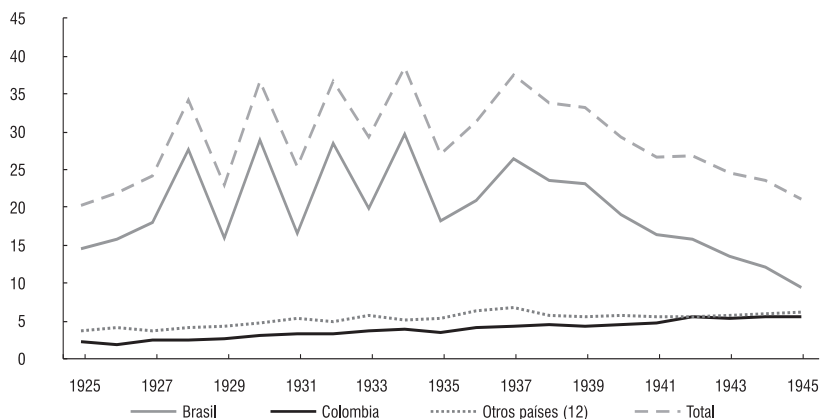
El programa brasileiro de valorización y defensa permanente del café (1921-1929), sostenido por el Instituto Paulista del Café, alimentó la expectativa de que la producción cafetera del país encontraría mercados a precios remuneradores, sin importar los volúmenes alcanzados por las cosechas. Al amparo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

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

Gráfico 3.21

Producción cafetera de América Latina, 1925-1945

(millones de sacos)



Fuente: FNC (1946: 53).

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

Gráfico 3.22

Balanza comercial, 1933-1945

(porcentaje de las exportaciones)



Fuente: RBR (varios años).

D. El precio del café

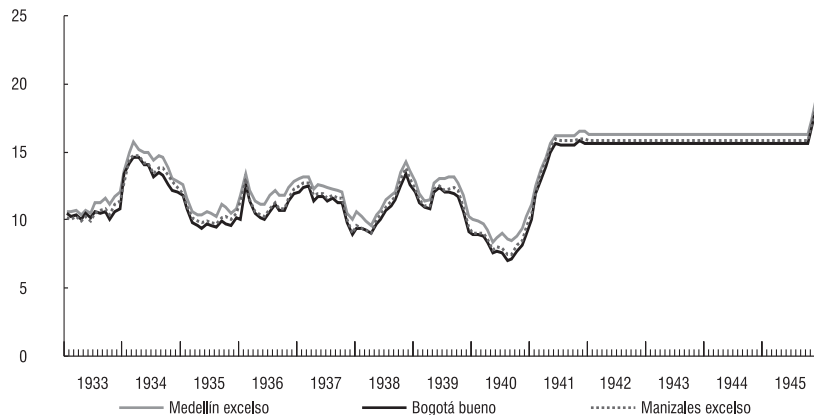
1. Los precios externos e internos del grano

Las trayectorias seguidas por los precios externos e internos del café entre 1933 y 1945 aparecen en los gráficos 3.23 y 3.24, respectivamente²⁷. El Manizales Excelso o tipo básico colombiano alcanzó un precio promedio de US\$12,83 por libra americana, con una volatilidad del 19 %. Si solamente se considera el lapso transcurrido hasta la iniciación del Pacto Cafetero Internacional en octubre de 1940, la cotización media fue de US\$11,11 por libra, con una volatilidad del 12 %. Estos precios resultaron inferiores a los alcanzados durante la depresión de 1930-1932 (US\$14,31) y muy lejanos de los obtenidos durante el auge de 1925-1929 (US\$25,93). El precio conseguido bajo el Pacto, de US\$15,87 por libra, fue apenas superior en 10 % a la cotización media recibida durante la depresión.

Gráfico 3.23

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

(US\$ por libra americana)



Fuente: (FNC, 1946).

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

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

y del brasilero conocido como contrato D o Santos 4²⁸. Las diferencias de precios entre el café Manizales y el Santos 4, antes de la guerra, que servían de referencia para los comentarios en la *Revista*, se presentan en términos anuales en el Cuadro 3.6.

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

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

Fuente: FNC (1941: 485)

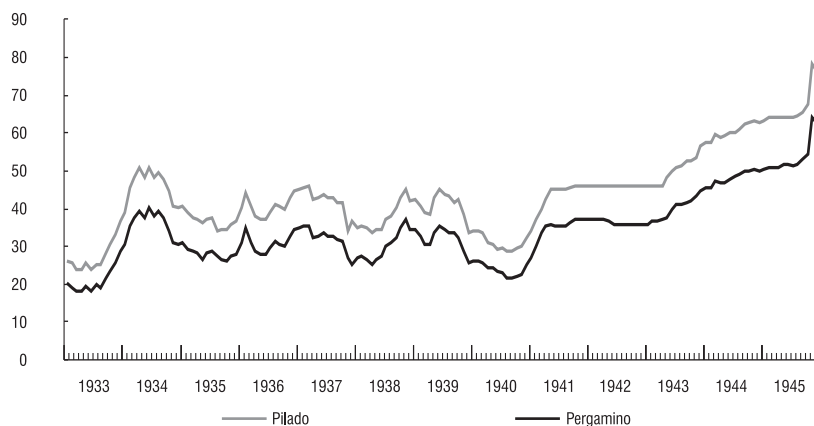
Los precios internos del café en el mercado de Girardot de las clases pilado y pergamino fueron en promedio de \$43,7 y \$34,4 por carga de 125 kilos, con una volatilidad del orden del 20% en los dos casos. El comportamiento de las trayectorias de los precios externos e internos fue muy similar a lo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

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

Gráfico 3.24

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

(pesos por carga de 125 kilos)



Fuente: (FNC, 1946).

2. Elementos de política cafetera después de la Depresión

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

Las cotizaciones en Nueva York crecieron de manera sostenida a partir de noviembre de 1933 hasta abril de 1934, tendencia que con cierto rezago fue reiterada por los precios internos: el Manizales llegó a cotizarse a US\$14,72 la libra en abril, cuando exactamente un año antes se había cotizado a US\$9,87. Durante este lapso de ascenso de los precios, la posición estadística de los suaves fue favorable y, aunque no con la misma contundencia, pareció que por fin la devaluación del dólar podía estar ejerciendo algún efecto en los precios cafeteros²⁹. Así mismo, los anuncios brasileiros de continuar con la destrucción de sus

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

excesos de producción, que ya para entonces era muy significativa, mantuvo la fortaleza del ascenso de los precios³⁰. Finalmente, la intervención en el mercado de la Federal Farm Board fue un factor adicional para que el mejor sentimiento del mercado se transformara en franca reacción³¹.

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

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

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

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

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

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

³² Con renovado énfasis volvió a criticar el editorialista la actitud brasilera:

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

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

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

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

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

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

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

Tales eran las condiciones en el mercado internacional al reunirse en Bogotá la Conferencia Internacional del Café³³. Una de las tesis que sustentó la convocatoria de la reunión fue la de la urgencia de un acuerdo de productores. Así lo plantearon Alfonso López Pumarejo, presidente de Colombia, y Eurico Penteado, delegado del Brasil y presidente de la conferencia. Según López,

Una larga experiencia nos ha venido a enseñar que ninguno de los países productores de café gozan de condiciones tales de independencia para la distribución del suyo que lo sitúe en posición privilegiada ante el mundo consumidor. La falta de concordancia y de colaboración deja a unos y a otros, sucesivamente, en buenas o malas condiciones, con perjuicio o beneficio inmediato de los demás; pero en detrimento constante del grupo productor, que sufre una notable disminución de precios que podrá aminorarse muchas veces sin esfuerzos excepcionales. Seguir pretendiendo aprovechar, cada uno por su cuenta, las alternativas del mercado internacional, en vez de procurar un acuerdo de productores, como existe tácitamente el de los compradores, sin intentar siquiera el estudio de un posible plan de defensa colectiva, no parece lo mejor aconsejado³⁴.

A su turno, Penteado destacó que,

No nos presentamos aquí como ásperos competidores —que en realidad no lo somos— sino como representantes de grandes intereses que no deben chocar, con perjuicio para todos, y que es fácil armonizar para una acción cooperativa, inteligente, que dará resultados generales, excelentes e inmediatos³⁵.

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

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

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

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

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

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

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

Entre marzo y abril las cotizaciones internas sufrieron un brusco desplome. El café pilado en Girardot pasó de \$46 a \$42,4 y el pergamino de \$35,6 a \$32³⁶. Para robustecer la capacidad financiera de la FNC, la Ley 41 de 1937 elevó a 25 centavos el impuesto por saco exportado de 70 kilos; hasta entonces el impuesto era de 10 centavos, vigente desde 1927 (Ley 76), y era prácticamente el único ingreso del gremio cafetero. También, se autorizó la prórroga por un año del impuesto a los giros sobre las ventas de café (*RBR*-115, mayo de 1937: 147). Además de los dos impuestos, al Banco de la República se autorizó para formalizar con la FNC las operaciones de crédito necesarias para la suficiente y adecuada financiación de la defensa del café, recibiendo como garantía los tributos mencionados (Lleras Restrepo, 1983: t. I, p.274). La discusión parlamentaria correspondiente y la controversia pública en relación con la política de intervención de la FNC facilitaron que uno de los temas de discusión fuera el de las operaciones en el mercado de futuros (Lleras Restrepo, 1983: t. I, p.245).

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

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

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

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

Considerando la necesidad de conciliar la situación del café brasileiro con la de otros países competidores para dar así la posición justa en el negocio de exportaciones y considerando que dicha conciliación es imposible por medio de cuotas de exportación y de paridades de precios con otros países, el Gobierno resolvió basar su política interna relativa al café en el sentido de abierta competencia³⁷.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Guerra y pacto de cuotas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Una nueva fase depresiva de los precios se inició en octubre de 1939 y se extendería hasta el mismo mes del año siguiente. Las clases colombianas terminarían perdiendo alrededor de cuatro centavos por libra. La guerra europea significó que, en la práctica, gradualmente, el destino comercial único del café serían los Estados Unidos⁴⁰. Según los corresponsales en Nueva York, con base en un informe de la Green Coffee Association de la misma ciudad, en segundo semestre hasta noviembre, las exportaciones de café colombiano a Europa registraron 87 100 sacos, en comparación con 373 436 en igual período de 1938. La pérdida de mercados se tradujo en el descaecimiento de los precios; así, las cotizaciones más alta y más baja del Medellín Excelso en 1939 fueron de 13-1/2 y 10-1/4, contra 10-1/2 y 10-1/4 en solo diciembre (*RBR*-147, enero de 1940: 6).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Al promediar el primer trimestre de 1944, la Junta Interamericana del Café debió enfrentar el desfase entre una demanda creciente del grano y una oferta insuficiente. Hacia abril, las cuotas de ventas del año 1943-1944 para el café colombiano ya se habían satisfecho, y otros productores de suaves estaban a punto de completarlas. Ante los hechos cumplidos, la Junta debió incrementar la cuota total en más de una oportunidad⁴⁵. Una preocupación dominante en el comercio durante el segundo semestre fue la presión ejercida por los productores en relación con los precios máximos fijados en los Estados Unidos; según ellos, los costos de producción se habrían subido considerablemente desde su fijación por las autoridades de dicho país (*RBR*-204, octubre de 1944: 385).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

E. El comercio interno y la producción

1. Indicadores de comercio interno

En sus primeras décadas el Banco consideró la compensación bancaria como un indicador fiel e inmediato del estado de la actividad económica⁴⁷. Entre abril de 1924 y diciembre de 1931 las estadísticas del canje de cheques describieron un ciclo completo que reflejaba las fases de auge y recesión de la economía. A tono con la recuperación, el indicador del canje reinició su ascenso desde 1932, y más empinadamente a partir de 1933; sin embargo, esta trayectoria al alza fue moderada por períodos de quietud que también se manifestaron en otros indicadores económicos: entre abril y diciembre de 1934, entre abril de 1936 y marzo de 1937, entre mediados de 1938 y la misma época de 1941, y en el último trimestre de 1943 (Gráfico 3.25).

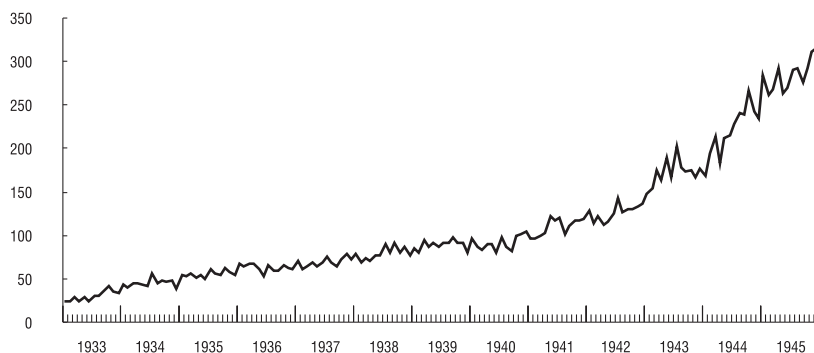
⁴⁶ En las notas editoriales de julio se escribió: “En el mes pasado se mantuvieron sin modificación los precios máximos fijados para el café en los Estados Unidos, a pesar de la protesta constante de las catorce naciones americanas productoras del grano por la arbitraria limitación de esos precios, que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

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

Gráfico 3.25

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

(millones de pesos)



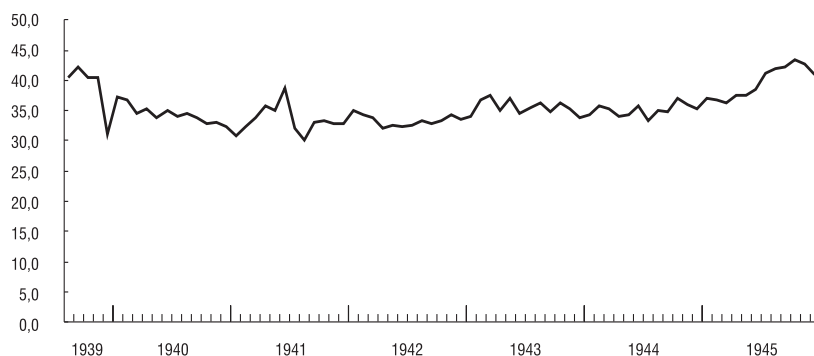
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.26

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

(porcentaje)



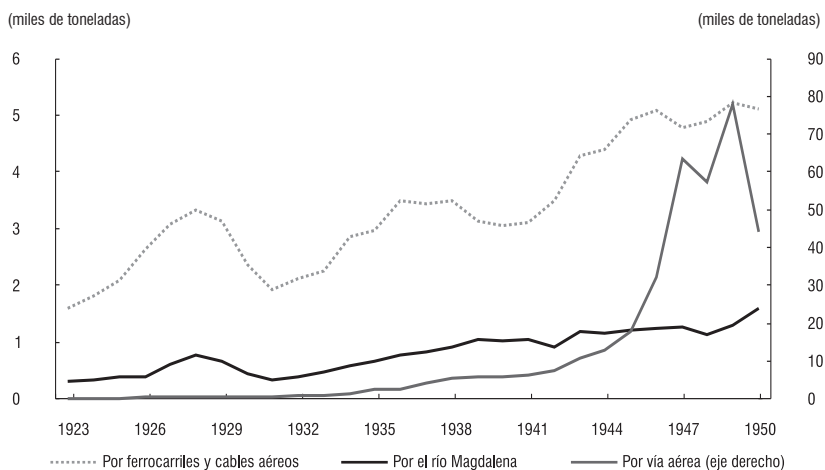
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

2. Indicadores de transporte

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

Gráfico 3.27

Transporte de carga terrestre, fluvial y aéreo, 1923-1950



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

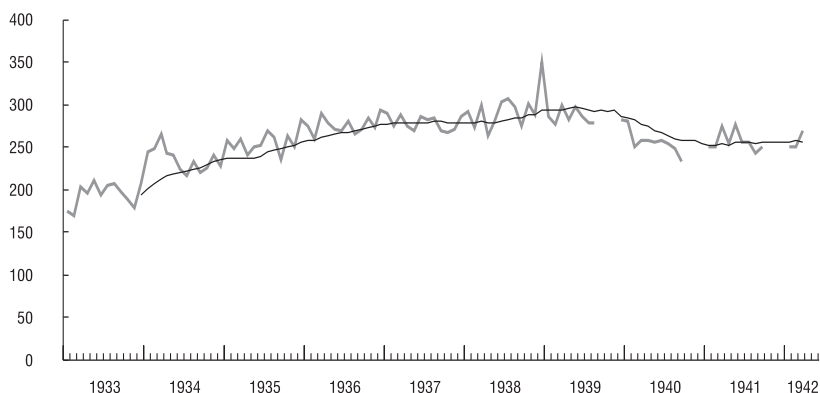
Gráfico 3.28

Transporte de carga por ferrocarriles y cables aéreos, 1933 (enero) a 1942

(junio)

(media móvil: doce meses)

(miles de toneladas)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

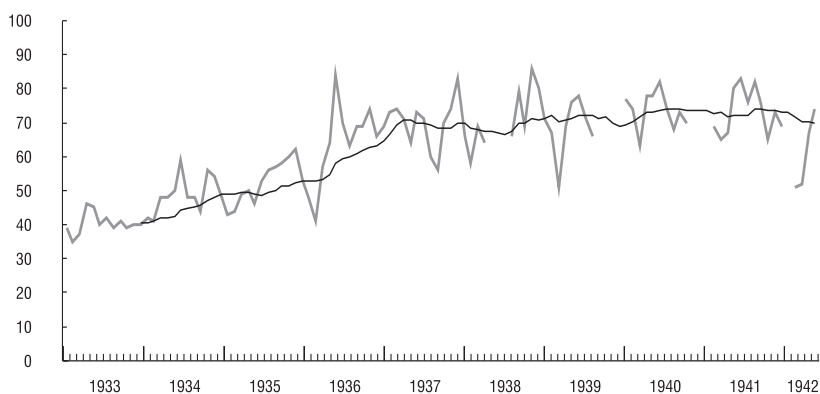
El transporte de carga por el Magdalena también sufrió un ciclo completo entre 1926 y 1931, luego de lo cual experimentó un ascenso extraordinario y continuo solo atemperado entre 1936 y 1938; durante la primera mitad de la guerra el tráfico de carga por el Magdalena se vio sensiblemente disminuido,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

Gráfico 3.29

Transporte de carga por el río Magdalena, 1933 (enero) a 1942 (abril)

(media móvil: doce meses)

(miles de toneladas)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

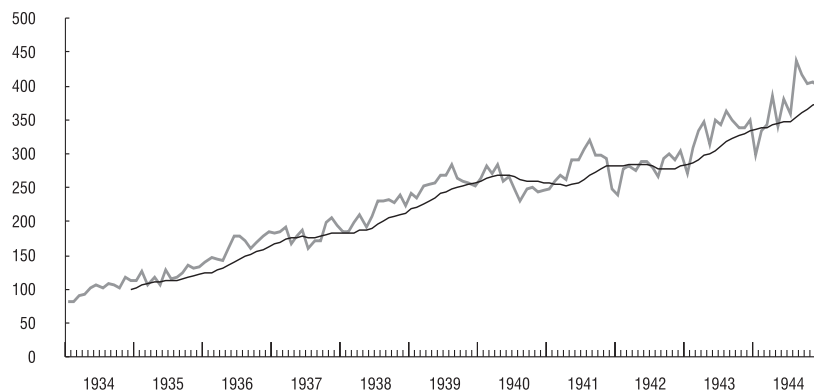
3. Indicadores de producción

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

La producción de energía eléctrica en general, y específicamente para usos industriales, fue adoptada como uno de los indicadores de actividad económica a partir de 1936⁴⁸. En el Gráfico 3.30 se observa su crecimiento en la década de 1934 a 1944, matizado por períodos de estancamiento y crecimiento irregular, como ocurriera a lo largo de 1937 y la primera mitad de 1938, y luego a finales de 1941 y a lo largo de 1942; decrecimientos, como aconteciera entre mediados del 1941 y mediados de 1942; y acelerados empinamientos, entre 1934 y 1936, y desde comienzos de 1943. Al amparo de la protección aduanera revigorizada en 1931, y al contar con el recurso de la energía eléctrica, resurgieron ramos fabriles, como los de hilados y tejidos de algodón, los tejidos de lana, el calzado y otros (Caro, 1936; *RBR*-101, marzo de 1936: 87).

Gráfico 3.30

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



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

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

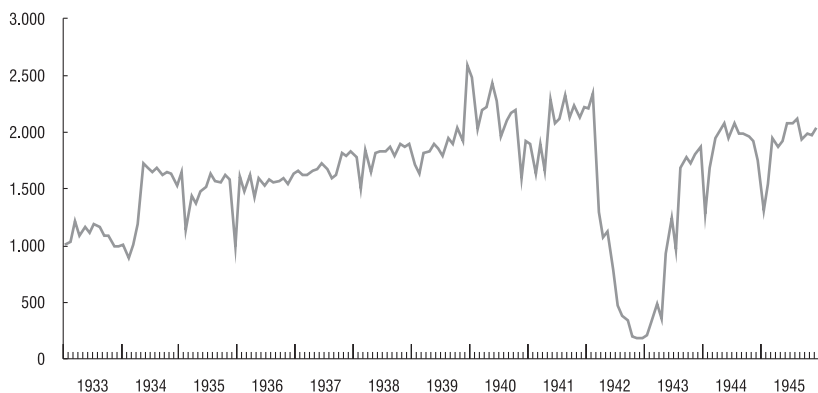
En el punto más bajo de la producción, en noviembre de 1942, el editorialista escribió:

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

Gráfico 3.31

Producción de petróleo, 1933 (enero) a 1945 (diciembre)

(miles de barriles de 42 galones)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

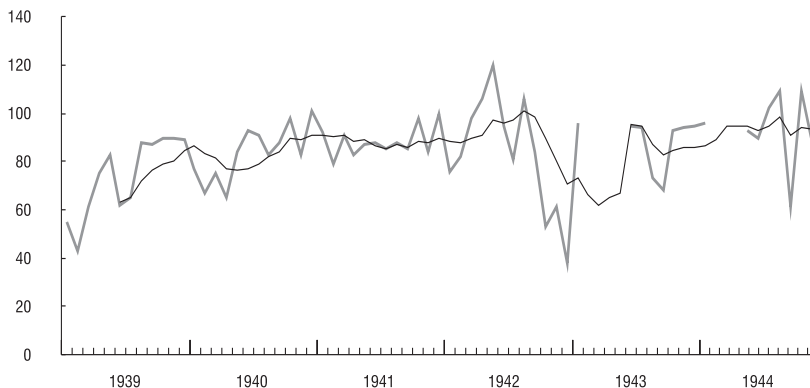
En el Gráfico 3.32 la producción de gasolina muestra un tramo ascendente en 1939, ya que para esa época estaban en plena producción los ensanches de refinación construidos por la Tropical en la segunda mitad de la década; los efectos de la guerra se manifestaron con caídas de producción en la primera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

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

Gráfico 3.32

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

(miles de barriles de 42 galones)



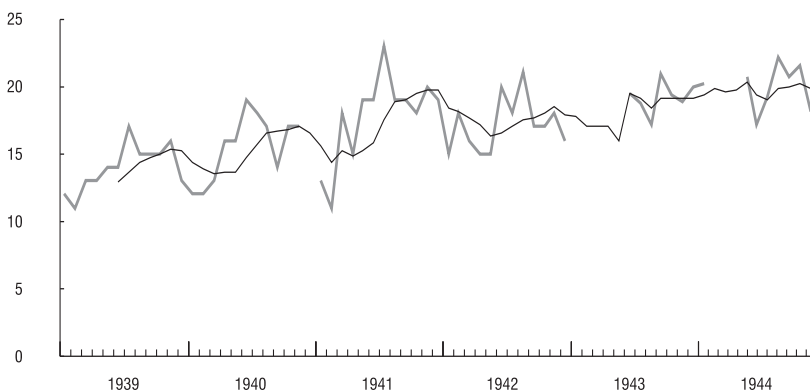
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.33

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

(miles de toneladas)

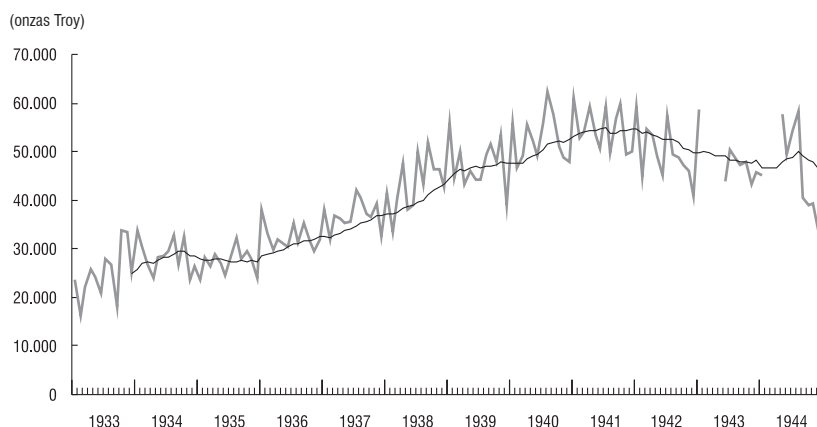


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

III. LA TASA DE CAMBIO

A. Las tasas de cambio en América Latina

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

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

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

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

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

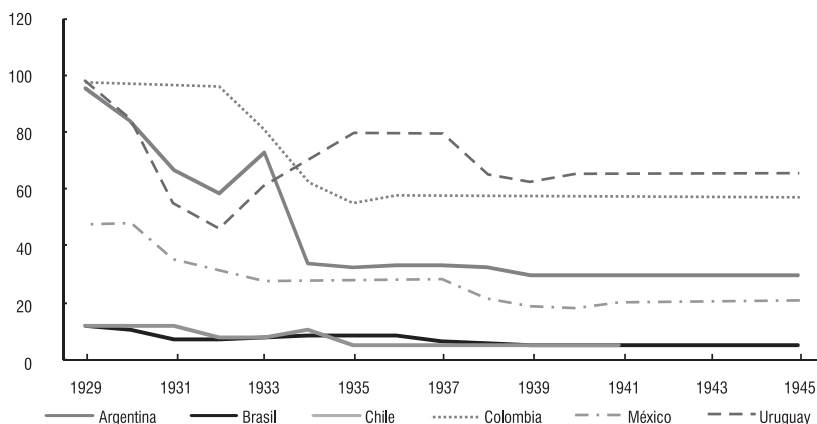
Otros 31 países experimentaron depreciaciones monetarias superiores al 40%. Entre estos podrían distinguirse tres grupos: el primero, con depreciaciones apenas por encima del 40%, conformado, entre otros, por Gran Bretaña, los Estados Unidos, Canadá y Cuba (entre los latinoamericanos); el segundo, con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

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

Gráfico 3.35

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

(US¢ por unidad de moneda extranjera)



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

B. La acumulación de reservas internacionales en Colombia

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

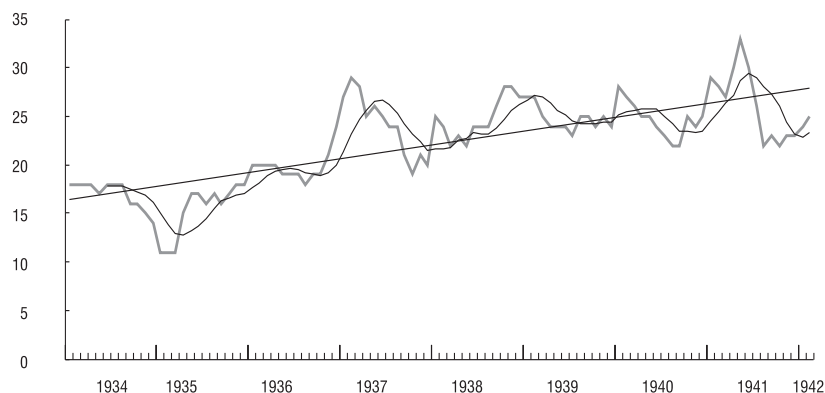
una década: US\$11 millones en los primeros tres meses de 1935. En adelante, hasta el primer trimestre de 1942, las reservas seguirían una trayectoria de tendencia creciente con ciclos alrededor de ella (Gráfico 3.36).

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

Gráfico 3.36

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

(millones de dólares)



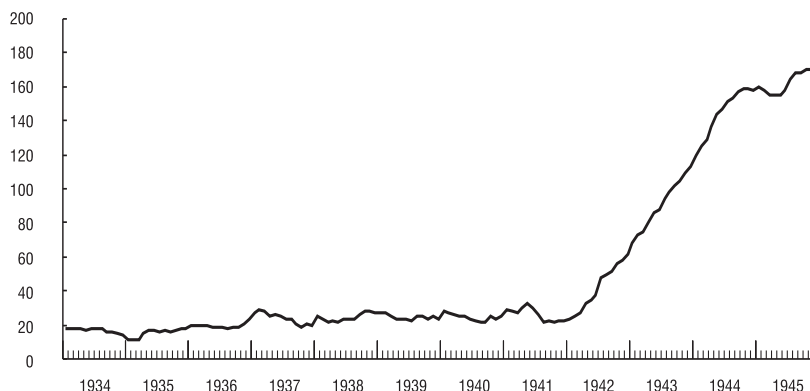
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.37

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

(millones de dólares)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 38 aparece la sucesión de incrementos positivos y negativos de las reservas externas entre 1934 y 1945. Resalta la concentración de aumentos mensuales de las reservas a lo largo del período 1942-1944. Estos tres años ofrecen un marcado contraste con los primeros ocho de la serie, durante los cuales se vivió bajo el signo de la escasez de activos internacionales. Esperanzados en esta época en que la recuperación del comercio mundial le pudiera ser favorable al país, se expidieron medidas tendientes a estimular exportaciones nuevas⁵⁰. Igualmente, se alentaron iniciativas para renegociar la deuda externa en moratoria y para asegurar nuevas corrientes de financiamiento. Una exitosa operación de préstamo con el Export-Import Bank en 1940, destinada a fortalecer la infraestructura de comunicaciones y a capitalizar instituciones financieras públicas, cumplió también con una función compensatoria del debilitamiento de las reservas ocurrido a principios de la guerra⁵¹.

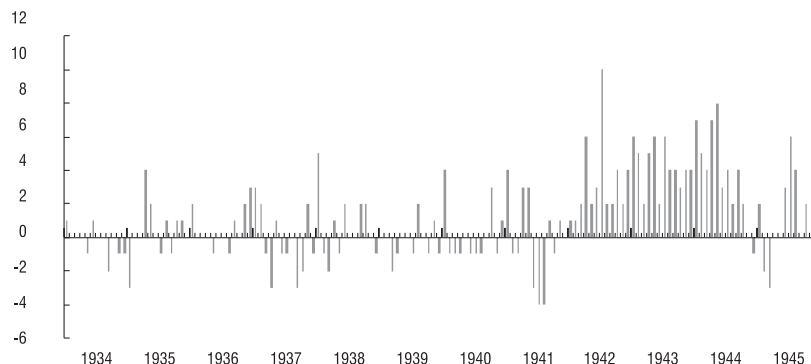
⁵⁰ La preocupación por el “fomento a las exportaciones” y el fortalecimiento de las reservas externas, expresada durante la depresión de principios de los años treinta, condujo a medidas como las que eximían del control de cambios a nuevas exportaciones. Así, el Decreto 794 de 1933 determinó que las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

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

Gráfico 3.38

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

(millones de dólares)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

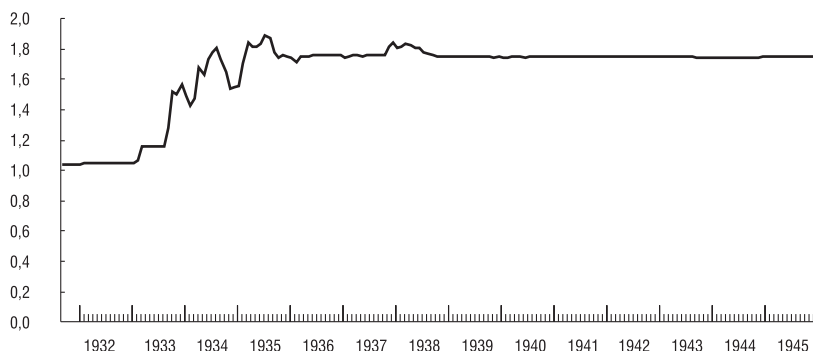
C. La tasa de cambio nominal

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

Gráfico 3.39

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

(pesos por dólar)

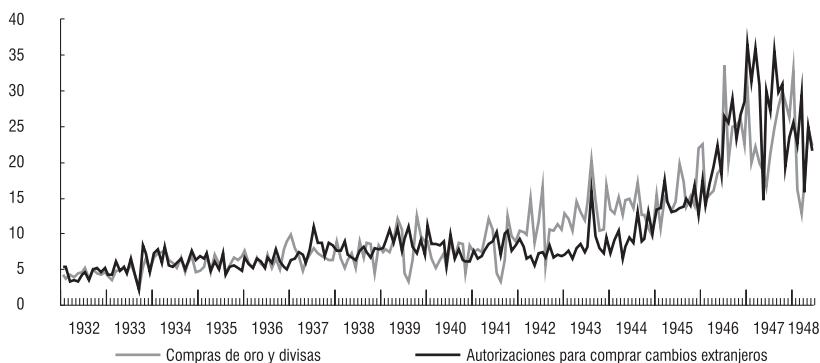


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.40

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

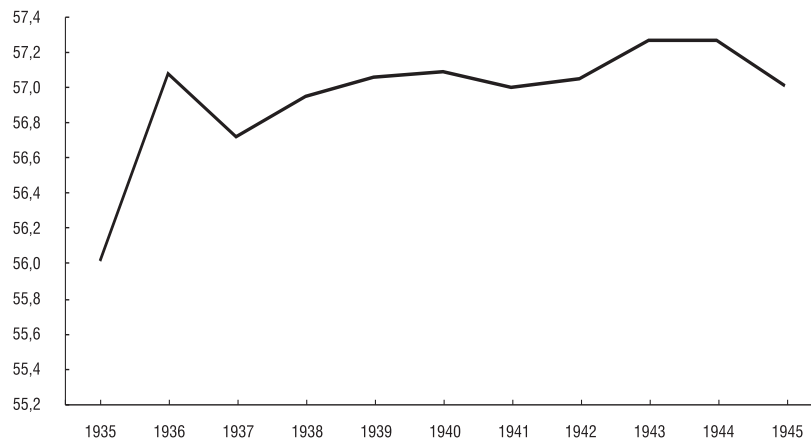


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

(US¢ por peso)



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

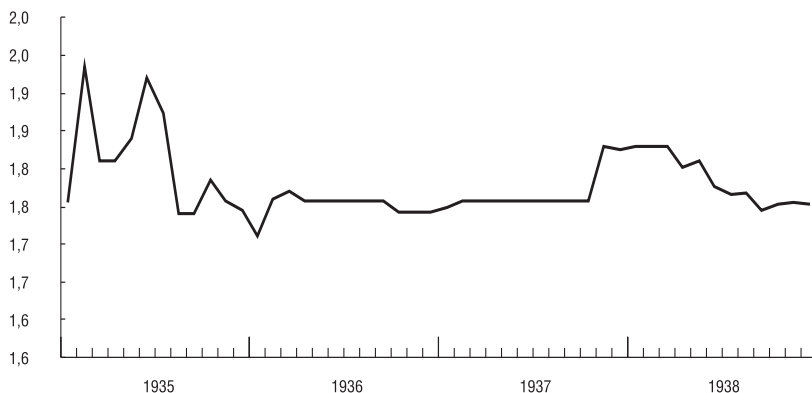
D. La intervención del Banco de la República sobre la tasa de cambio

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

Gráfico 3.42

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

(pesos por dólar)



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

1. El “arduo problema del cambio”

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

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

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

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

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

Dejar la fijación de la tasa de cambio al libre juego de la oferta y la demanda no significaba renunciar al control de cambios. Así, se dispuso que el 85 % del valor de los giros representativos de moneda extranjera podría ser vendido por sus dueños “por conducto del Banco de la República” a los precios libremente convenidos con los compradores. El restante 15 % del valor de los giros debería ser vendido al Banco de la República a la tasa de \$ 1,13 por dólar para atender las demandas de cambio del Gobierno⁵².

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

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

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

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

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

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

2. Aspectos institucionales de la estabilización monetaria

La Ley 167 de 1938 estableció que la unidad monetaria y moneda de cuenta nacional es el peso de oro, con un contenido de 0,56424 gramos de oro a la ley de novecientos milésimos de fino⁵³. La paridad intrínseca con el dólar quedó en \$ 1,75 por dólar, de modo que el texto legal ratificó lo que en la práctica del mercado cambiario se había hecho evidente⁵⁴.

Al efectuar la contabilización de las reservas internacionales en poder del Banco de la República a la tasa de \$ 1,749 por dólar, se obtuvo una utilidad derivada del hecho de que el acervo de las reservas estaba conformado por divisas compradas a distintos tipos de cambio entre 1933 y 1938, los cuales en su mayoría eran inferiores a la nueva tasa de contabilización. Dicha utilidad fue de \$ 17 331 288,49, la cual se repartió de la siguiente manera, según lo dispuso la Ley 167: Primero, \$ 8 000 000 para cancelar deudas sin interés del Gobierno al Banco de la República, originadas en créditos para la defensa nacional durante el conflicto con el Perú. Segundo, \$ 5 000 00 de libre disposición a cargo del Gobierno, los cuales se depositarían en la Tesorería. Tercero, \$ 3.000.000 para la formación de un fondo de estabilización, previsto en la Ley 7 de 1935. Cuarto, \$ 1 331 288,49 para abonar a la cuenta especial de cambios (*IGBR* 1939: 18)⁵⁵.

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

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

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

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

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

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

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

Así se originaron legalmente la cuenta especial de cambios y el fondo de estabilización. Este último hizo el tránsito de ser una cuenta del balance del Banco a convertirse en institución autónoma, como en otras naciones, con su propia junta directiva⁵⁶.

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

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

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

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

La evolución anual de la cuenta especial de cambios creada en 1934 aparece en el Cuadro 3.8. Con posterioridad a la devaluación del dólar en los Estados Unidos, el Banco de la República decidió que sus compras de oro en barras a partir del 20 de marzo de dicho año las haría según el precio fijado para el metal en los Estados Unidos⁵⁷. Así, parte del acervo en oro se computaba a la par, y parte, la adquirida después del 20 de marzo, al precio de costo. En abril de 1935 se dispuso que “para efectos de encaje y contabilidad” las existencias de oro físico del Banco se computarían al precio del metal en Nueva York (US\$ 35 la onza de oro fino), convertido en pesos según la tasa de cambio de la fecha del balance⁵⁸. La revalorización principal de los activos internacionales del Banco, resultante de dichas medidas (por el monto de \$ 17,3 millones) fue contabilizada en el pasivo del balance mediante la apertura de la cuenta especial de cambios. El saldo fue congelado en la cuenta especial de cambios hasta la expedición de la Ley 167 de 1938, que dispuso cuál sería su utilización.

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

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

Fuente: Triffin (1944: 39).

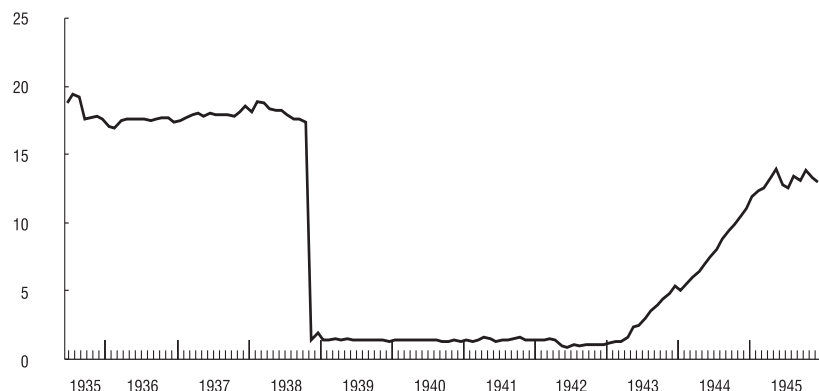
En el Gráfico 3.43 aparece la figura serpentina de la cuenta especial de cambios desde su creación e inclusión en el pasivo del balance del Banco. Resalta el momento de liquidación de la cuenta en noviembre de 1938 al expedirse la Ley 167. La escasez de divisas que reinó en los siguientes cuatro años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

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

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

Gráfico 3.43
Cuenta especial de cambios, 1935-1945

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

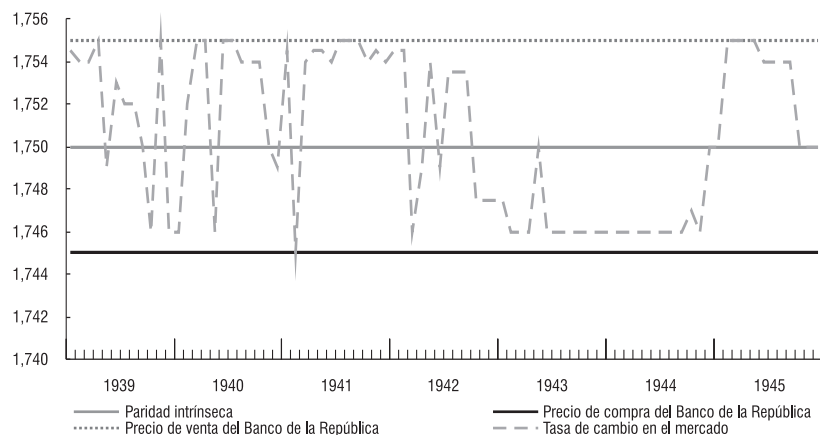
3. La tasa de cambio durante la guerra

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

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

Gráfico 3.44
Tasa de cambio, 1939-1945

(pesos por dólar)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

La motivación inmediata de las medidas fue la discrepancia para 1939 entre las compras de oro y divisas efectuadas por el Banco de la República y las autorizaciones para adquirir cambio extranjero. Dicha brecha fue de US\$6,55 millones, según los datos para 1939 en el Gráfico 40⁵⁹.

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

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

totales, autorizadas a la tasa de venta del Banco de la República, o sea, \$ 1,755 por dólar. Para el segundo turno se autorizó la tasa de \$ 1,79, para el tercero de \$ 1,87, y para el cuarto turno de \$ 1,95 por dólar. El Fondo de Estabilización fue autorizado para vender a los importadores las divisas correspondientes a los turnos 2.º, 3.º y 4.º⁶⁰. Al virar la suerte de la balanza de pagos a partir de 1945, el Fondo continuó con sus operaciones estabilizadoras mediante el anticipo de pagos a los acreedores externos.

E. La tasa de cambio real

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

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

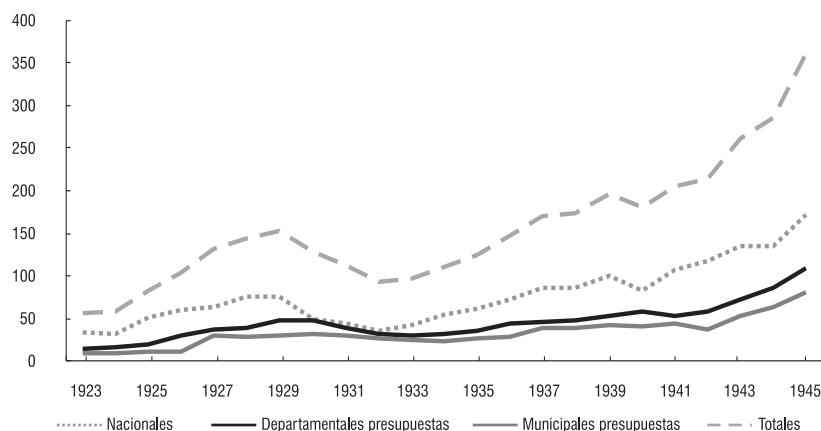
IV. LA HACIENDA PÚBLICA

A. Las rentas públicas totales

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

Gráfico 3.46
Rentas públicas totales, 1923-1945

(millones de pesos)



Fuente: RBR (varios años).

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

B. Los ingresos nacionales

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

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

Gráfico 3.47
Ingresos nacionales, 1925-1945

(millones de pesos)



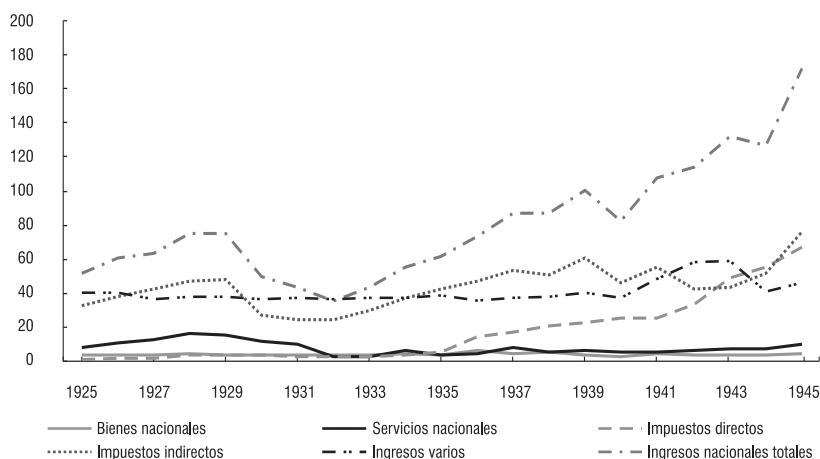
Fuente: *RBR* (varios años).

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

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

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

(millones de pesos)

Fuente: *RBR* (varios años).

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

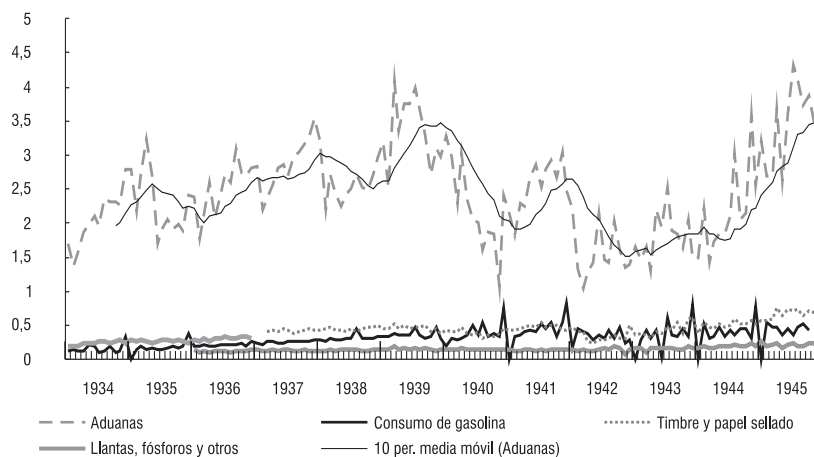
El perfil de los ingresos nacionales refleja con gran exactitud el de la tributación indirecta hasta 1941. Luego, el avance de la tributación directa compensó el descenso de la indirecta, venida a menos por causa de la guerra entre 1942 y 1945. Entre 1941 y 1943 se presentó un aumento formidable del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

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

Gráfico 3.49

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

(millones de pesos)



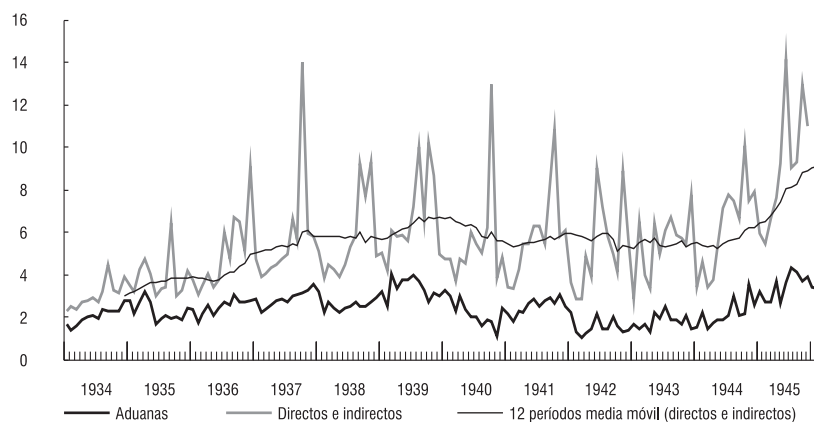
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.50

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

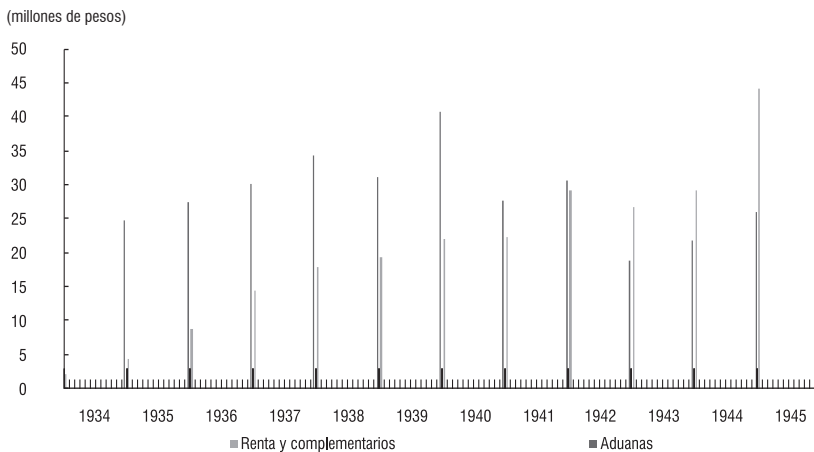
(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

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

Cuadro 3.9 (continuación)

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

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

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

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

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

Cuadro 3.10

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

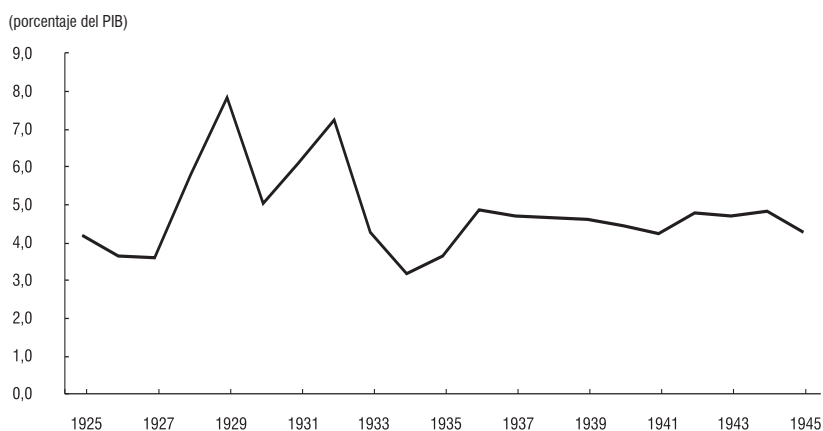
Año	Antio- quia	Atlán- tico	Bolí- var	Boya- cá	Caldas	Cauca	C/ marca	Huila	M/da- lena	Nariño	Norte S/der	San- tander	Toli- ma	Valle	Inten- den- cias y comi- sarias	Total
1935	12,3	6,2	2,3	0,3	1,6	0,2	69,5	0,3	0,9	0,5	0,7	0,8	0,7	3,6	0,1	100,0
1936	19,7	6,6	2,3	0,2	1,7	0,2	61,6	0,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,7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

Fuente: RBR-240 (julio de 1947).

C. Los gastos nacionales

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

Gráfico 3.52
Gobierno Nacional: presupuesto anual, 1925-1945



Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.53

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

(porcentaje)

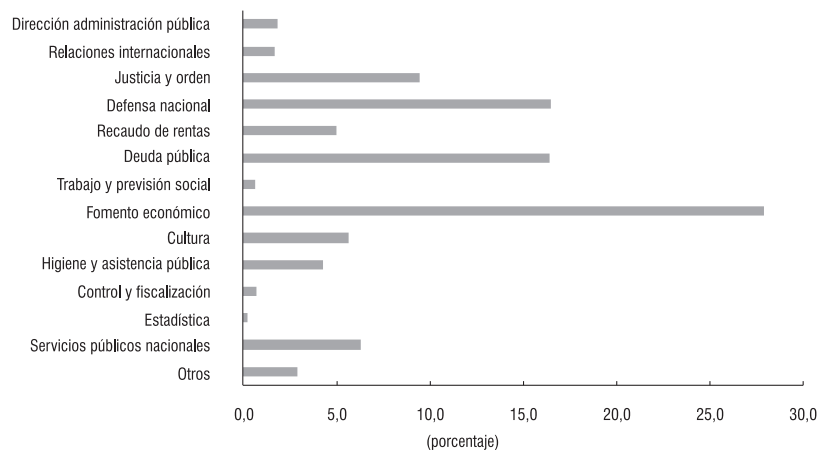


Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.54

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



Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.55

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



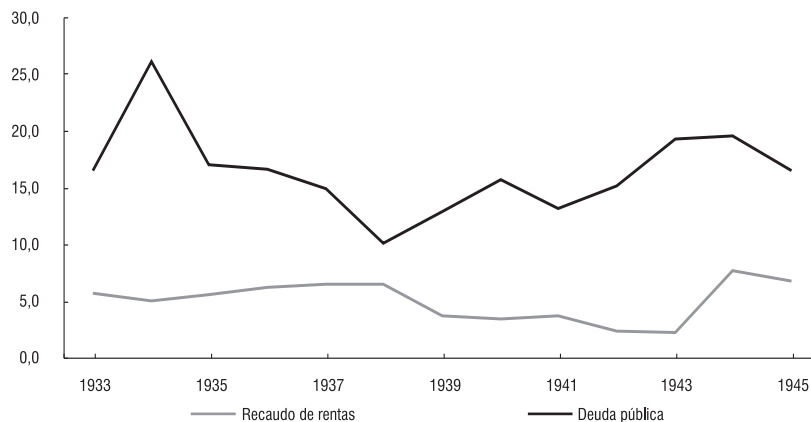
Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.56

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

(porcentaje)



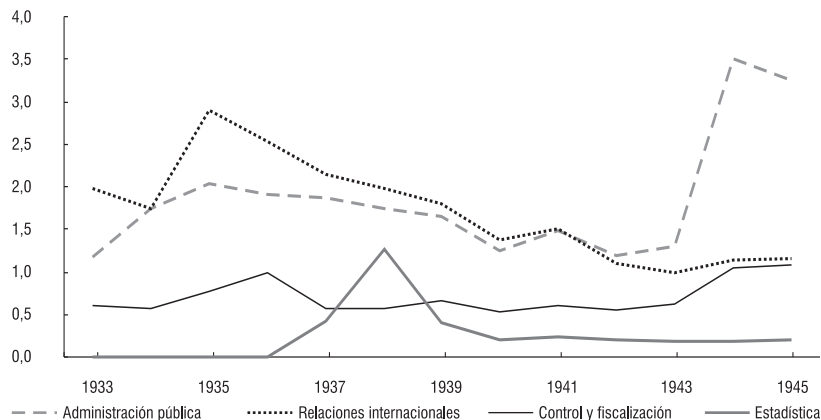
Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.57

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

(porcentaje)



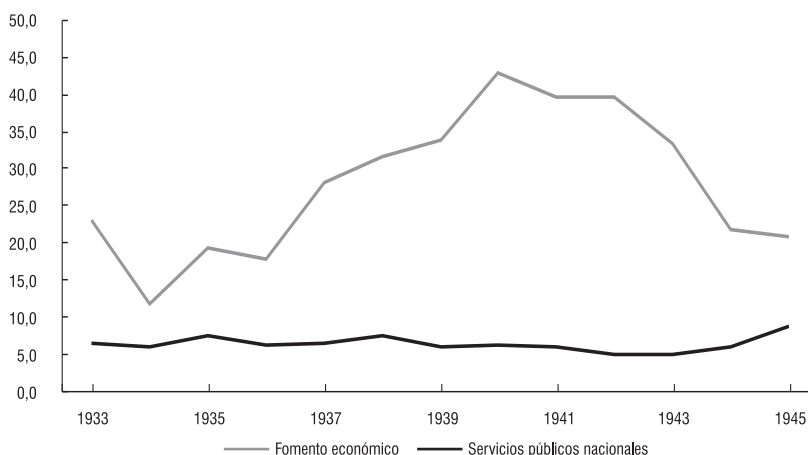
Fuente: RBR (varios años)..

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

Gráfico 3.58

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

(porcentaje)



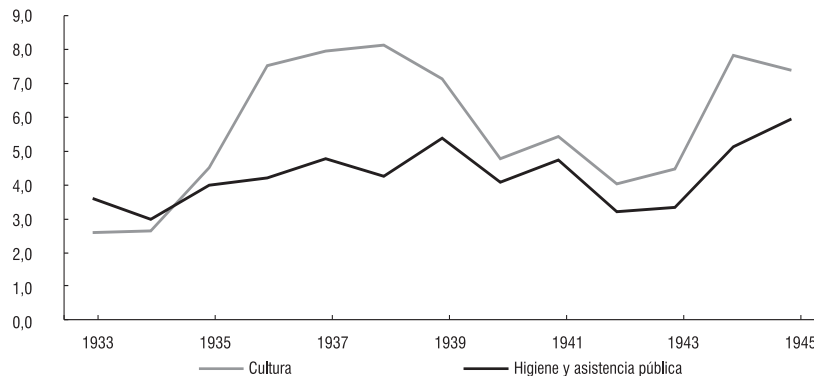
Fuente: *RBR* (varios años).

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

Gráfico 3.59

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

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios años)..

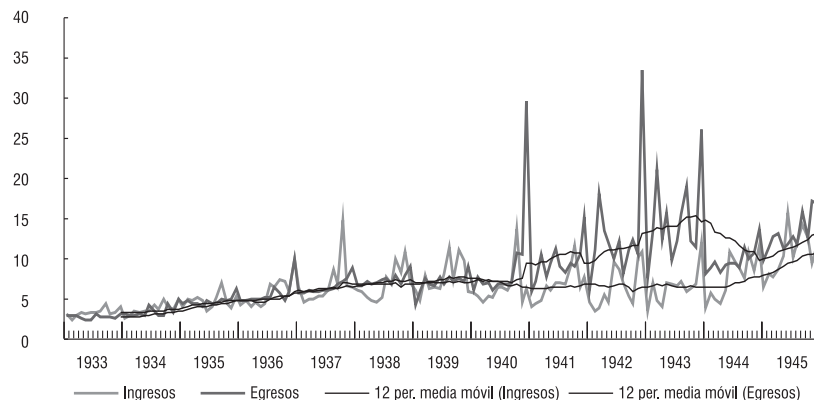
D. La ejecución presupuestal: diferencia entre ingresos y gastos

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

Gráfico 3.60

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

(millones de pesos)



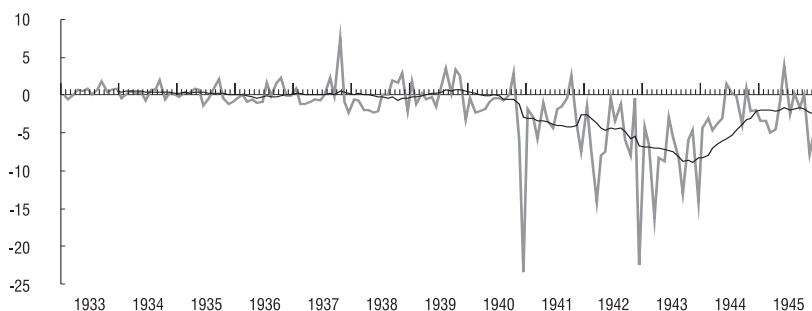
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.61

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

(millones de pesos)



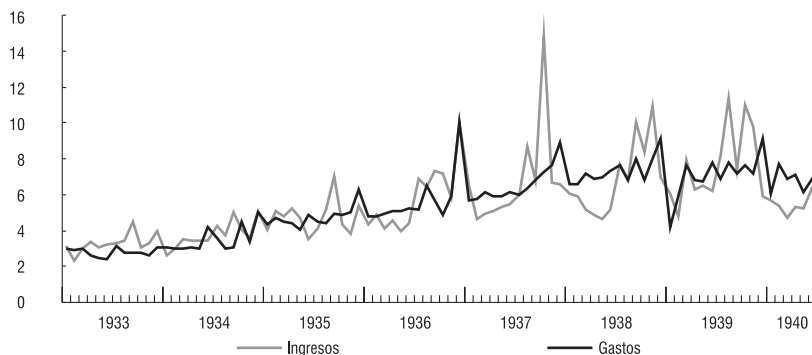
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.62

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

(millones de pesos)



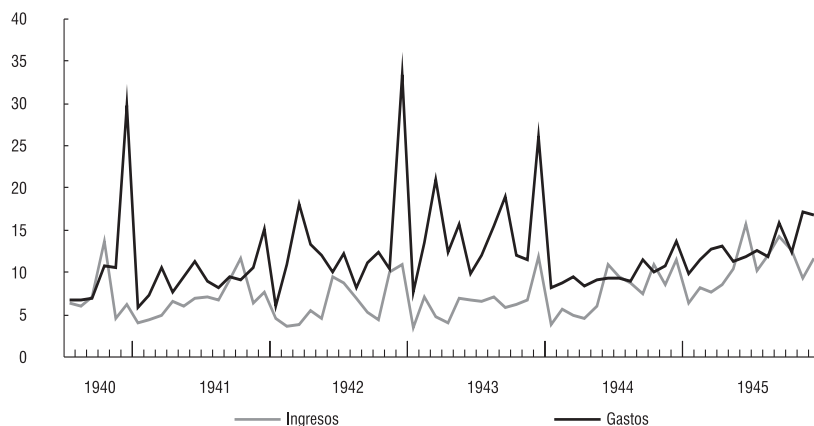
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.63

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

(millones de pesos)



Fuente: RBR (varios años).

E. La deuda pública

Si el fortalecimiento de la tributación directa a partir de 1935 fue uno de los ejes de la modernización fiscal, la reivindicación del crédito público no se hizo esperar mucho tiempo. La administración pública estaba sujeta a la volatilidad de las rentas, mencionada anteriormente⁶². Además, el de la deuda era un panorama desapacible de la hacienda pública hacia finales de los años treinta. La suspensión del servicio de la deuda o su satisfacción irregular era una experiencia reiterada en aquella época. Se consideró prioritario llegar a un entendimiento con los acreedores externos para reiniciar el servicio de sus créditos,

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

⁶² Según el ministro de Hacienda,

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

y luego reorganizar y restablecer el servicio de la interna. Pero tal acción gubernamental requería el aval político del Congreso⁶³.

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

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

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

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

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

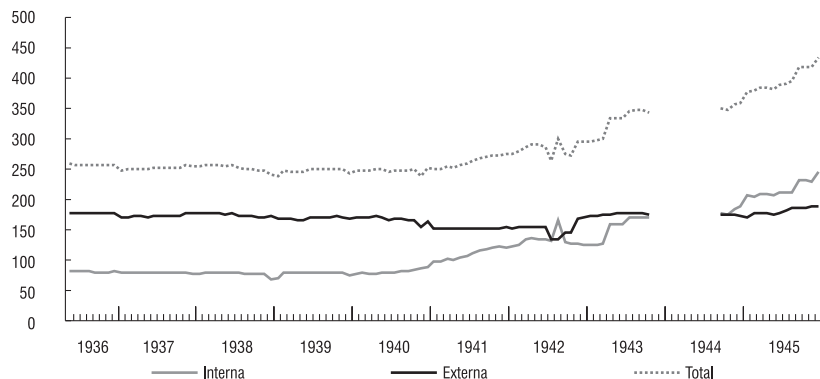
⁶⁴ El gerente celebró la decisión gubernamental de restablecer el servicio de la deuda:

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

Gráfico 3.64

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

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

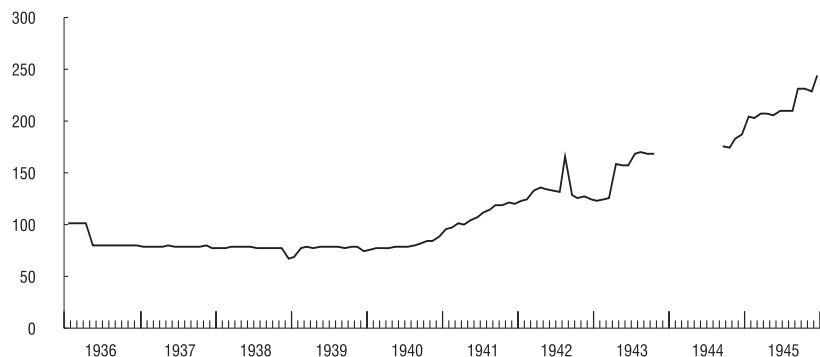
A partir de mediados de 1940 los saldos de la deuda externa descendieron de manera gradual y los de la interna ascendieron sostenidamente, de modo que para mediados de 1943 la deuda total estaba dividida por mitades entre sus dos componentes. Y aunque la deuda externa volvió a recuperar los niveles que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

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

Gráfico 3.65

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

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Cuadro 3.11

Títulos de deuda interna en poder de los bancos del país, 1937-1945

(bancos nacionales y extranjeros; fechas seleccionadas)

(pesos)

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

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

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

1. La deuda externa

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

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

Corporation, y de representantes de instituciones crediticias, como The National City Bank of New York⁶⁵.

En principio se arribó a un acuerdo temporal en febrero de 1940, el cual buscaba restablecer rápidamente el servicio de la deuda nacional de los créditos de 1927 y 1928, cuyos montos originales habían sido de US\$25 millones y US\$35 millones, respectivamente. El arreglo contenía dos reivindicaciones favorables para Colombia, como lo eran la rebaja de los intereses del 6 % al 3 % sobre los cupones correspondientes a 1940, y la posibilidad de recomprar bonos colombianos en mercado abierto a los precios deprimidos que regían en esa época⁶⁶.

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

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

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

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

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

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

⁶⁶ Los términos convenidos fueron los siguientes:

- a) Los cupones de intereses correspondientes al presente año (1940) serán rescatados mediante el pago de la mitad de su valor nominal, es decir, que se pagará durante un año un interés del tres por ciento sobre el saldo de bonos en circulación.
 - b) La República invertirá durante el año de 1940 la cantidad de U.S. \$ 400.000 en adquirir para amortizarlos, mediante compras en mercado abierto, bonos de los empréstitos citados.
- El Consejo Protector recomendará la aceptación de las condiciones enunciadas a los tenedores de bonos". (*RBR*-148, febrero de 1940: 51).

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

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

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

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

La contratación se hizo con el Export-Import Bank, que para entonces servía de vehículo de las políticas del New Deal en el ámbito internacional⁶⁸. El monto contratado fue de US\$ 10 millones (\$ 17,5 millones), con un interés del 4% anual y un plazo de cinco años, prorrogables por otros tres. En la práctica ocurrieron dos operaciones relacionadas; el banco estadounidense le extendió el crédito al Banco de la República con la garantía del Gobierno y, a su turno, el Emisor le abrió un crédito al Gobierno por igual suma, con igual tasa de interés. Para respaldar la operación, el Estado ofreció que el 50% (\$ 8,75 millones) se incorporara a la cuenta de avances sobre la concesión de salinas, y que el otro 50% se pagara a ocho años con fondos recaudados mediante el impuesto sobre el consumo de gasolina.

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

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

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

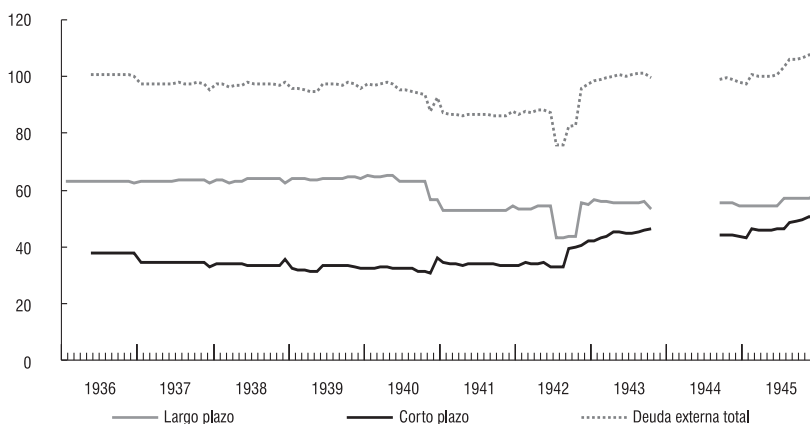
veniente contracción del medio circulante y en las transacciones, que afectaría perjudicialmente la economía nacional (IGBR, 1941: 21-22).

Una nueva transacción crediticia con el Export-Import Bank fue acordada de manera directa entre esta institución y el Gobierno a mediados de 1941 por la suma de US\$ 12 millones, a doce años y una tasa del 4%. Las obras públicas en carreteras troncales y redes complementarias fueron las destinaciones de la nueva contratación⁶⁹. Al culminarse las dos contrataciones con el Export-Import Bank, quedó en evidencia que los nuevos plazos de endeudamiento externo ya no serían tan extensos como los que solían conseguirse mediante la flotación de bonos antes de la gran depresión⁷⁰. Las trayectorias de la deuda externa consolidada y de largo plazo, y de la deuda externa de corto plazo se exhiben en el Gráfico 3.66.

Gráfico 3.66

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

(millones de dólares)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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

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

Cuadro 3.12

Banco de exportaciones e importaciones de los Estados Unidos

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

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

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

2. La deuda interna

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

Nacional Unificada (DINU), para la conversión de un grupo heterogéneo de deudas a cargo de la Tesorería. Las amortizaciones de la mayor parte de estas deudas no estaban siendo atendidas, y en algunos casos los intereses acordados en principio resultaban onerosos⁷¹.

La emisión de los bonos DINU alcanzó la cifra de \$40 millones, repartida en los bonos clase A con intereses del 6% y amortizables a 30 años, y los bonos clase B con intereses del 4%, y que se amortizaban a 25 años. En 1941 el libro de la deuda pública presentaba un saldo en bonos DINU de \$38,9 millones, lo cual demostraba el éxito de la política de conversión. En 1942, ante la agudización del déficit fiscal, se autorizó una segunda emisión de bonos DINU del 4% por la suma de \$7 millones⁷².

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

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

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

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

El deterioro persistente de los ingresos fiscales, en especial la caída de la renta de aduanas a lo largo de 1942, llevó a las autoridades a proponer un Plan Fiscal en el último trimestre del año⁷³. En la práctica, más que un plan ceñido a los términos convencionales de la hacienda pública, se trataba de un plan de estabilización macroeconómica, en el cual los instrumentos fiscales eran determinantes. En 1942 el superávit comercial, cuya causa principal era el desvanecimiento de las importaciones, llegó a ser del 45% de las exportaciones. Bajo el régimen de tasa de cambio fija, la consecuente acumulación de activos internacionales en el Banco de la República se estaba traduciendo en un crecimiento acelerado de la oferta monetaria y en un ascenso del nivel de precios, que para 1942 había sido del 25%.

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

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

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

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

Para tal efecto, se autorizó la emisión de bonos de deuda interna, cuya denominación sería Bonos de la Defensa Económica Nacional (Denal), hasta por la suma de \$60 millones, con un plazo hasta de treinta años e intereses hasta del 6% anual; dicha emisión tendría como fideicomisario al Banco de la República. Se obligó a las cajas de ahorros, a las compañías de seguros y a las empresas de ciertas condiciones a invertir en dichos bonos. Igualmente se estableció que al comprar giros provenientes de las exportaciones, el Banco de la República pagaría parte de su valor en bonos Denal. Además, se establecieron recargos sobre las liquidaciones del impuesto de renta correspondientes a 1942 y 1943. Para atender las necesidades de tesorería en la ejecución del presupuesto, se autorizó la celebración de operaciones de crédito interno y externo de corto plazo y renovables, respaldadas por los bonos Denal⁷⁴.

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

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

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

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

entregados en fideicomiso al Fondo de Estabilización, se autorizó una nueva emisión de bonos Denal hasta por \$ 50 millones⁷⁵.

A finales de 1943 se autorizó una nueva emisión de bonos en previsión del déficit fiscal que resultaría en 1944. Se les denominó Bonos Colombianos de Tesorería de 1944 y su cuantía fue de \$25 millones. De igual modo, en anticipación del déficit que podría arrojar la ejecución presupuestal del año siguiente, a finales de 1944 se autorizó la emisión de los Bonos Colombianos de Tesorería de 1945 por el monto de \$ 50 millones. En los dos casos, los intereses anuales fueron del 6%, y el plazo para su amortización gradual de treinta años⁷⁶.

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

Cuadro 3.13

Deuda interna nacional en bonos, 1941 y 1945

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

Fuente: *Informe Financiero del Contralor*.

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

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

V. EL DINERO Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

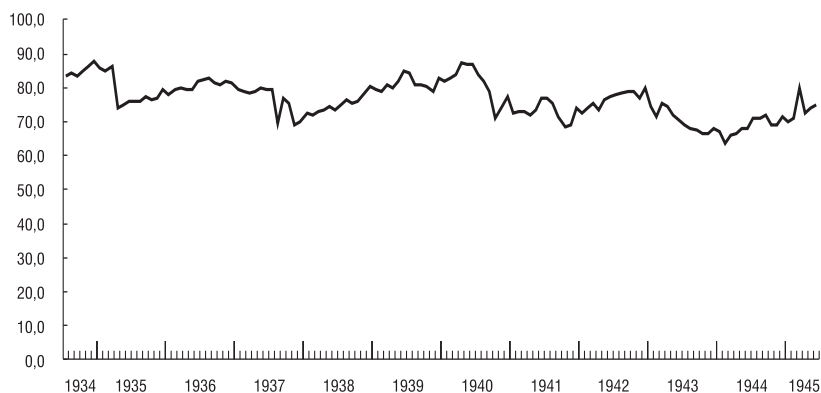
A. La creación de dinero por parte del Banco de la República

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

Gráfico 3.67

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

(porcentaje de los activos)

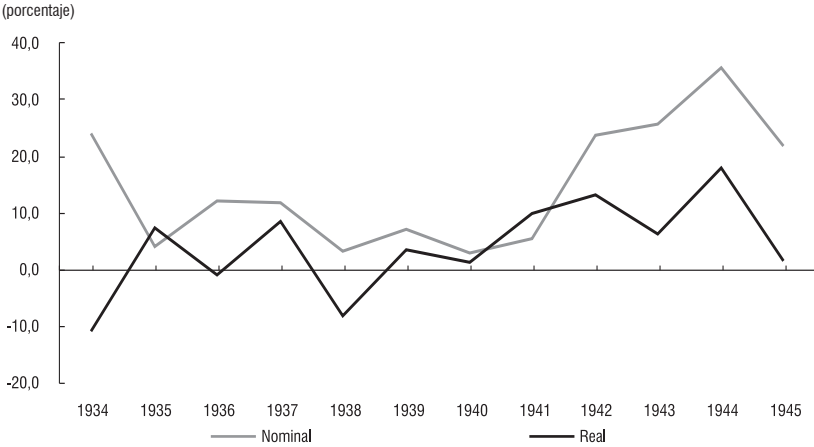


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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



Fuente: RBR (varios años).

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



Fuente: RBR (varios años).

B. El balance del Banco de la República

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

Cuadro 3.14

América Latina: crédito primario al Gobierno Nacional, 1931-1938

(países seleccionados)

(porcentaje de los activos)

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

Fuente: RBR (varios años).

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

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

Cuadro 3.15

Billetes y depósitos bancarios: tasas de crecimiento, 1938-1942

(países seleccionados)

(porcentaje)

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

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

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

Cuadro 3.16

Banco de la República: cuentas seleccionadas del balance

(millones de pesos a junio de cada año)

	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945
Reservas	30,5	32,5	44,6	43,1	41,9	42,6	52,4	66,4	153,0	256,6	275,6
Préstamos											
-Bancos	5,3	3,6	7,3	18,3	17,2	15,5	9,4	10,7	11,4	2,8	14,4
-Gobierno	25,2	28,7	29,1	29,9	21,6	20,8	38,3	39,2	0,0	0,2	1,1
-Público	3,0	2,9	6,9	2,9	2,6	6,2	11,4	11,7	0,9	0,0	3,2
Deuda pública	17,2	17,6	16,9	16,8	15,4	17,6	18,3	20,2	55,9	56,5	66,0
Billetes	39,1	45,3	53,8	52,6	57,4	57,0	68,7	80,6	108,5	137,1	178,9
Depósitos del gobierno y de particulares	8,7	7,9	11,3	18,9	12,8	17,2	20,3	22,5	39,4	63,3	64,3
Depósitos a término									13,4	36,4	16,4
Base	77,6	84,2	100,2	97,7	106,8	111,2	117,2	137,7	175,4	234,5	290,6
Diferencia porcentual base		8,5	19,0	-2,5	9,3	4,1	5,4	17,5	27,4	33,7	23,9

Fuente: *RBR* (varios años).

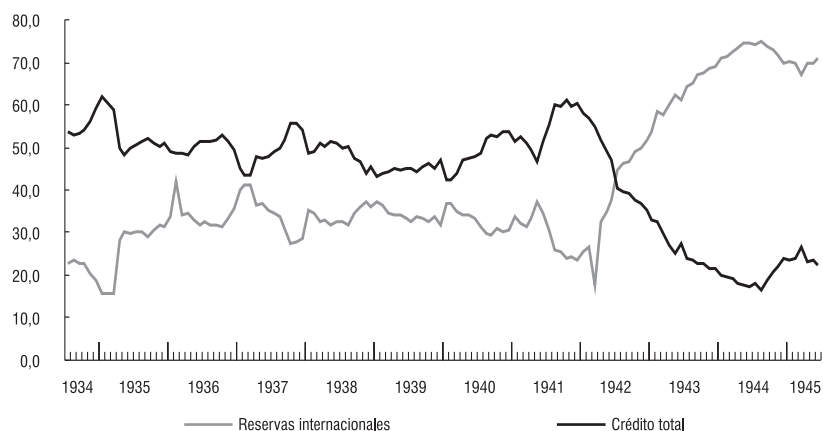
1. Las reservas internacionales y el crédito

Una panorámica general de la participación en el balance del Banco, tanto de las reservas internacionales como del crédito, es ofrecida en el Gráfico 3.70. Hasta el momento de la entrada de los Estados Unidos en la guerra, la participación del crédito en los activos fue del 50,3 %, con una volatilidad del 3,8 %; y la participación media de las reservas apenas arribó al 31,4 %, con una volatilidad similar (3,6 %). Al tiempo que la trayectoria del crédito seguía la forma de una “u”, la de las reservas seguían la de una “u” invertida, de manera que los movimientos en una y otra cuenta tendían a compensarse parcialmente. El brinco de las reservas entre marzo y abril de 1935 obedeció principalmente a su ajuste contable cuando se revalorizaron los activos externos del Banco, y se abrió en su pasivo la cuenta especial de cambios⁷⁷.

Gráfico 3.70

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

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

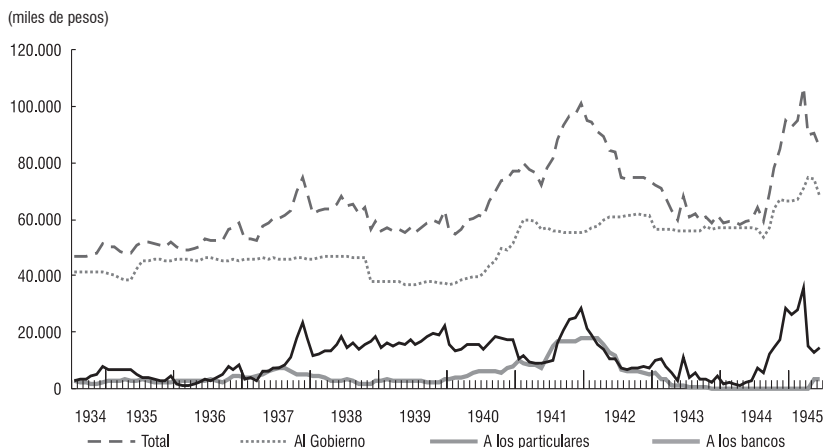
Es interesante notar que cumplido un año de acumulación de reservas existía un ambiente general de optimismo en relación con lo que dicho proceso significaba para la economía. Así lo destacó el editorialista en enero de 1943:

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

2. La composición del crédito primario

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

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



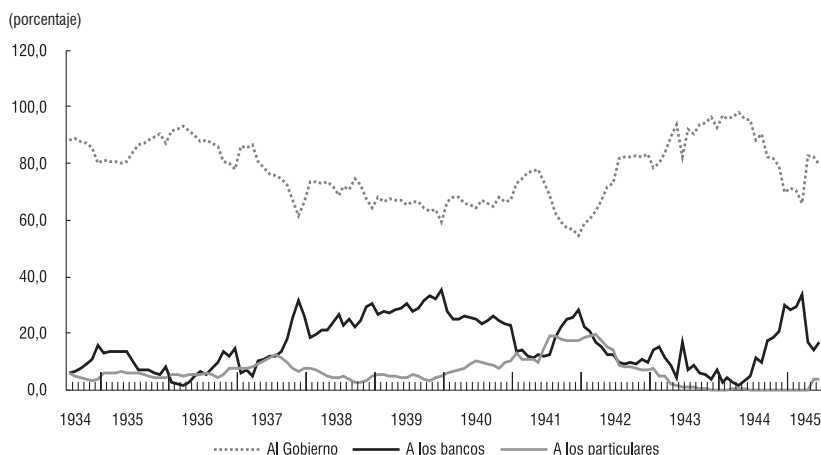
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

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

Gráfico 3.72

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

a. *El crédito al Gobierno*

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

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

Banco⁷⁸. Un nuevo ascenso en el crédito se materializó a principios de 1941 en la medida en que el Gobierno utilizó el crédito del Banco de la República otorgado a partir del primer préstamo concedido por el Export-Import Bank.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b. El redescuento a los bancos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

c. El descuento de bonos de prenda

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

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

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

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

3. El crédito total al Gobierno

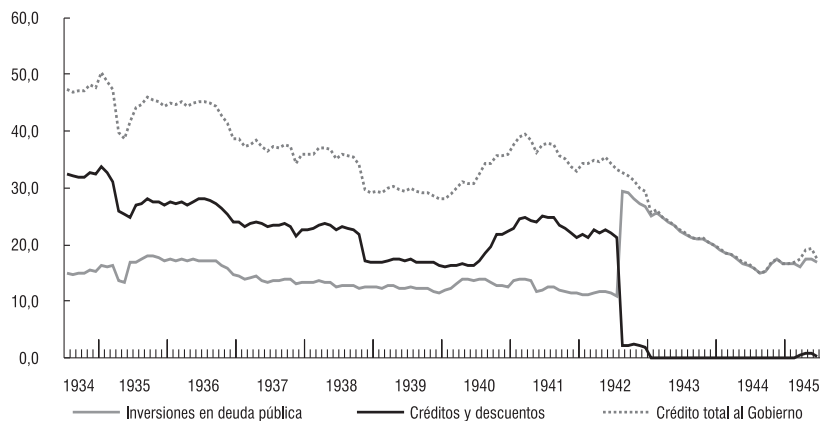
En el Gráfico 3.73 se presenta la trayectoria del crédito total al Gobierno expresada como porcentaje de los activos del Banco, así como su descomposición entre la tradicional cuenta de préstamos y descuentos, y la de inversiones en deuda pública. El alto nivel con el que arrancaron los préstamos y descuentos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

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

Gráfico 3.73

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

(porcentaje de los activos)



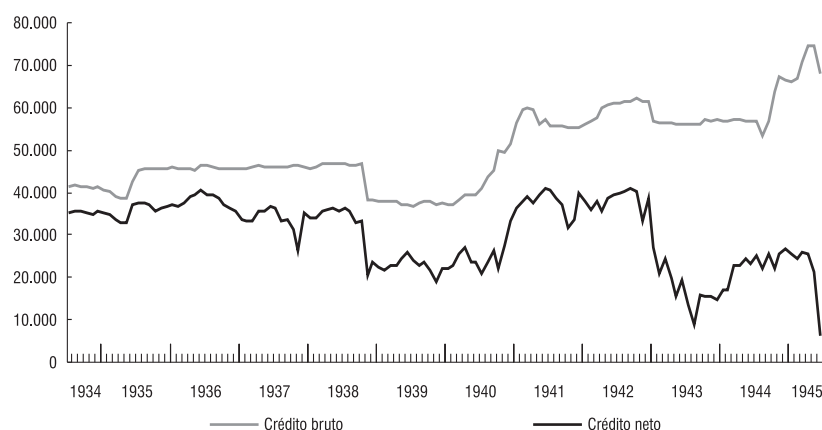
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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

(miles de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

4. Los pasivos del Banco de la República con el Gobierno y los particulares

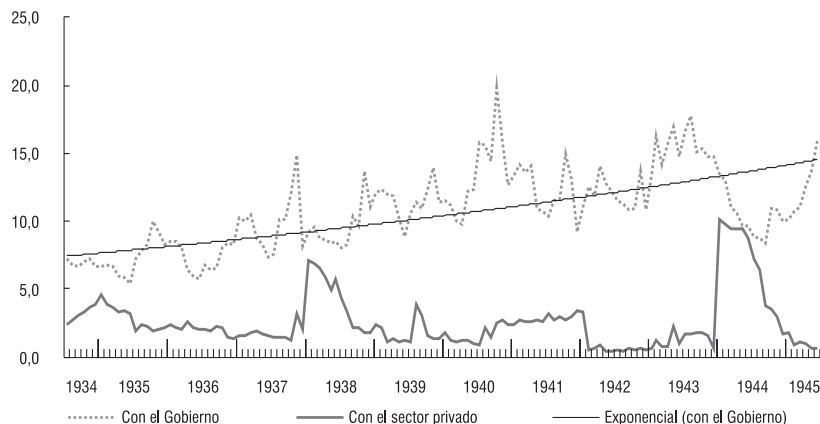
En el Gráfico 3.75 se hace explícita la tendencia creciente de los depósitos del Gobierno en el Banco. Sobresalen dos períodos en los cuales los depósitos del Gobierno crecieron de manera apreciable: entre mediados de 1940 y mediados de 1941, y a lo largo de 1943. En el primer caso, la expansión de los depósitos resultó a partir del préstamo concedido por el Export-Import Bank al Banco de la República, que luego este otorgara al Gobierno. El Banco dio entrada al crédito en una cuenta pasiva denominada Bancos del Exterior a más de noventa días. Al autorizarse el crédito al Gobierno (Decreto 1331 de 1940), el Banco abrió en su activo, dentro de la cuenta de préstamos al Gobierno, una línea para contabilizar los avances que se le dieran. A su turno, la Tesorería incrementó de manera temporal sus depósitos en el Banco. Con el auge de las reservas internacionales, a partir de 1942, el Banco optó por la cancelación anticipada del saldo adeudado del crédito del Export-Import Bank en agosto de 1943⁷⁹.

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

Gráfico 3.75

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

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. El cambio de fisonomía del balance: una síntesis

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

Cuadro 3.17

Banco de la República: reservas externas y crédito neto, 1934-1945

(fechas seleccionadas)

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

Fuente: *RBR* (varios años).

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

C. La banca y la intermediación financiera

1. La profundización financiera

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

Gráfico 3.76
Agregados monetarios, 1930-1945

(porcentaje del PIB)



Fuente: RBR (varios años).

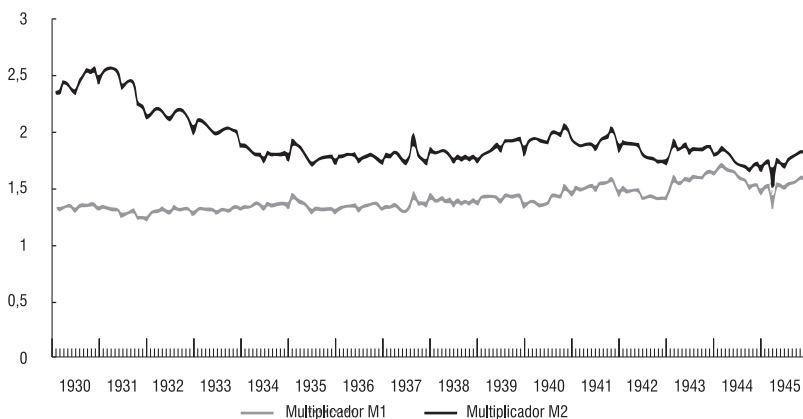
La base monetaria, que en 1940 era equivalente al 5,2% del PIB, un lustro más tarde representaba el 7,2%. El acelerado crecimiento de las reservas internacionales actuó como telón de fondo del cambio de dirección en la relación entre el dinero emitido por el banco central y el producto. Las relaciones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

monetario de mayor crecimiento durante la guerra fue el de los medios de pago; en tanto que la relación de la oferta monetaria al PIB creció en 52%, la de la oferta monetaria ampliada lo hizo en 45% y la de la base en 39%. Estos resultados revelan la importancia adquirida por los depósitos en cuenta corriente del público en los bancos durante la guerra⁸⁰.

2. Los multiplicadores de la base monetaria

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

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

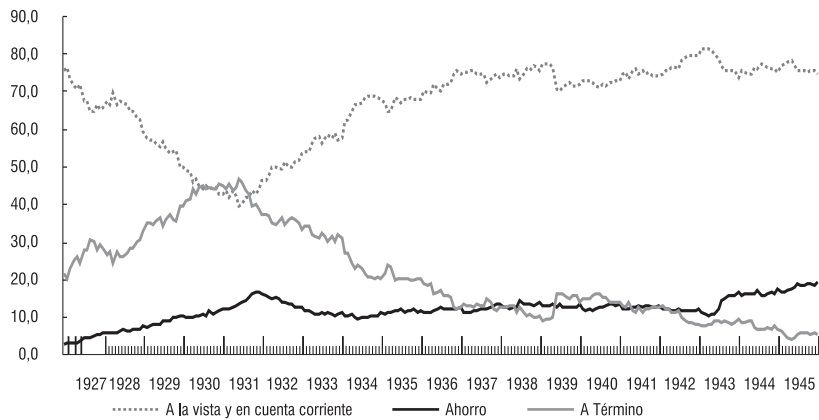
El cambio en la importancia relativa de los depósitos del público en los bancos se presenta en el Gráfico 3.78. A finales del auge de los años veinte la nota destacada era el dinamismo de los depósitos a término, y en mucho menor medida de los depósitos de ahorro, a pesar del predominio, aunque declinante,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

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

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

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

(participación porcentual)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

3. Estructura del sistema financiero

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

Cuadro 3.18**Sistema financiero: estructura por tipo de entidades, 1934-1945**

(porcentajes del PIB)

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

Cuadro 3.18 (continuación)

Sistema financiero: estructura por tipo de entidades, 1934-1945

(porcentajes del PIB)

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

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

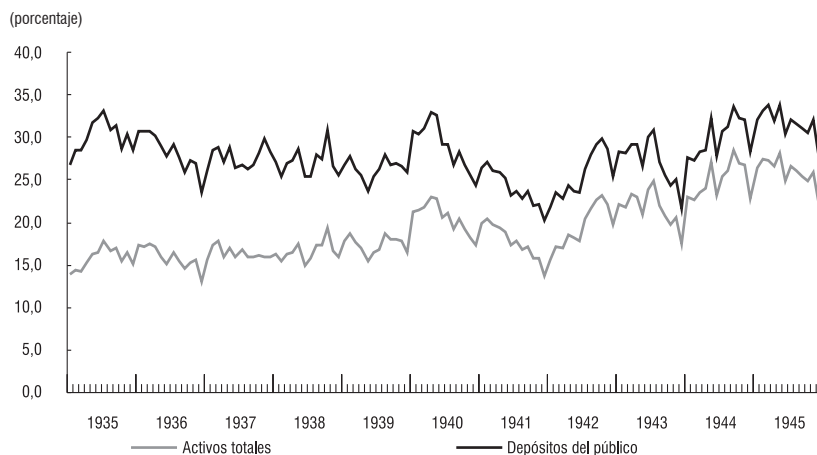
La banca hipotecaria, cuyo papel protagónico en los años veinte la llevó a representar el 40% del sistema, sucumbió durante la Depresión, de modo que su representante estelar, el Banco Agrícola Hipotecario, de origen oficial, y otras instituciones hipotecarias privadas, debieron entregar sus carteras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

4. Cuentas e indicadores del balance bancario comercial

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

Gráfico 3.79

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

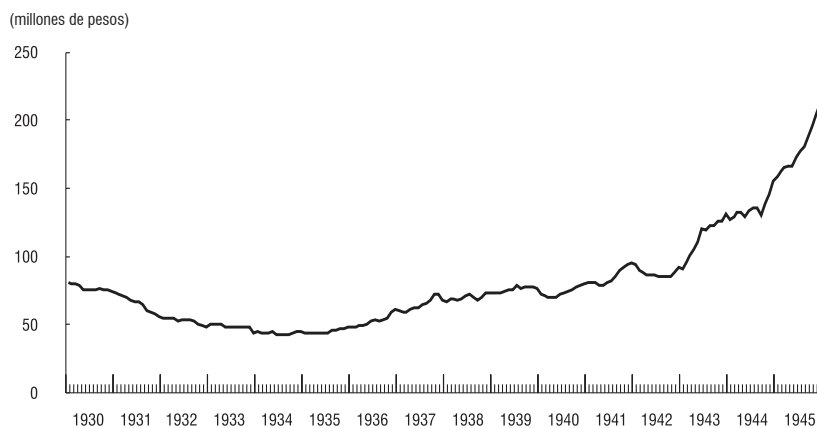


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.80

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



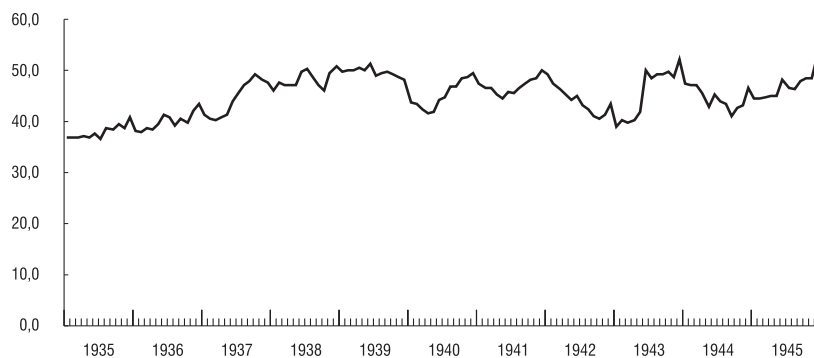
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.81

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

(porcentaje de los activos)



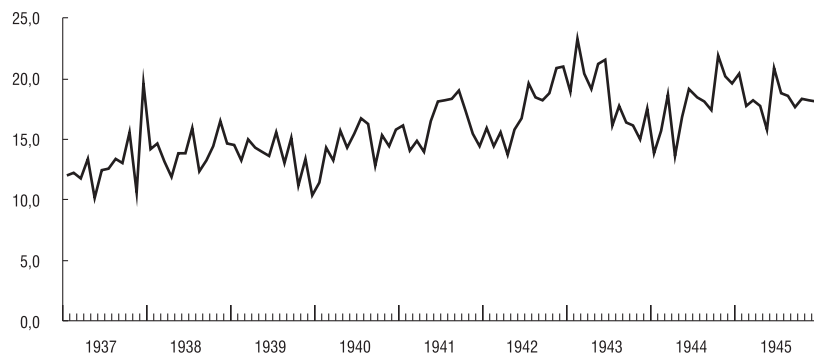
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.82

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

(porcentaje de la cartera)



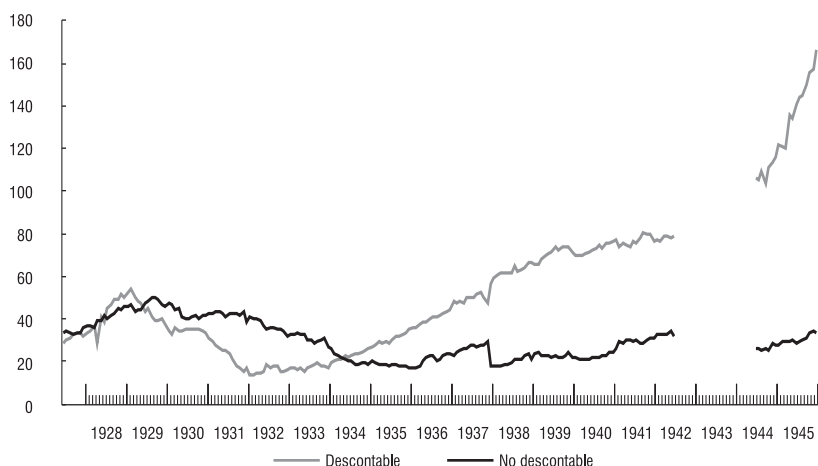
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.83

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

(millones de pesos)



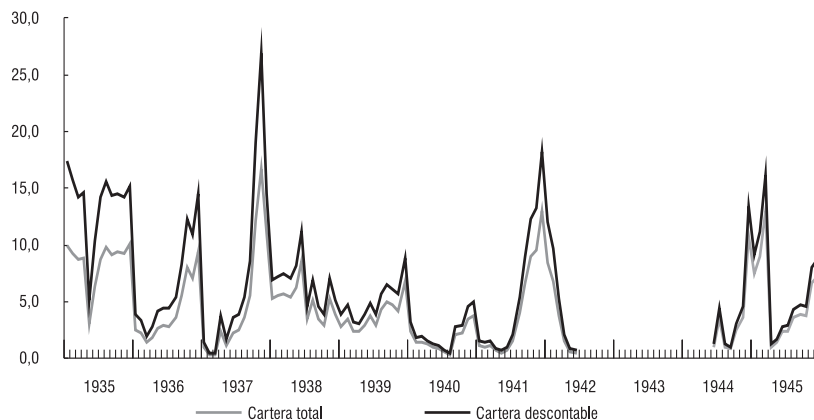
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.84

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

(porcentaje)



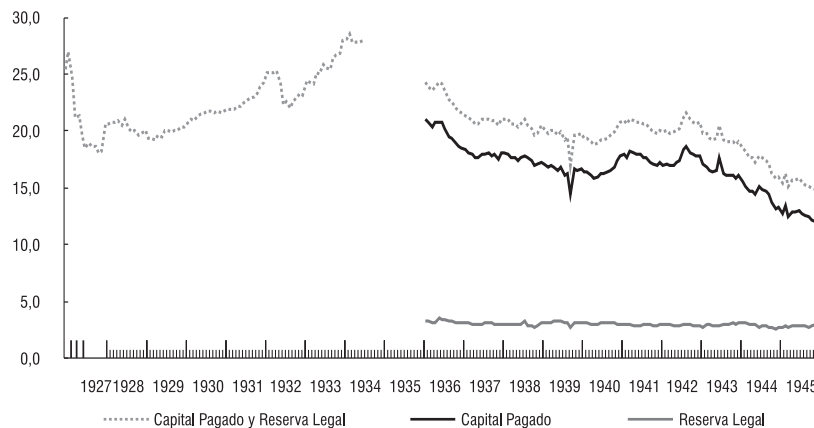
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.85

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

(porcentaje de los activos)

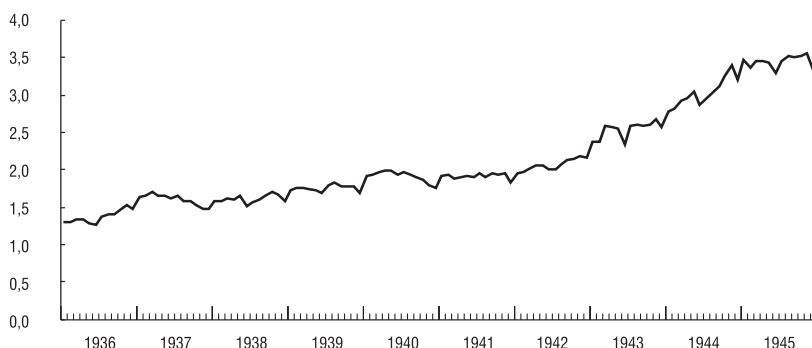


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.86

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

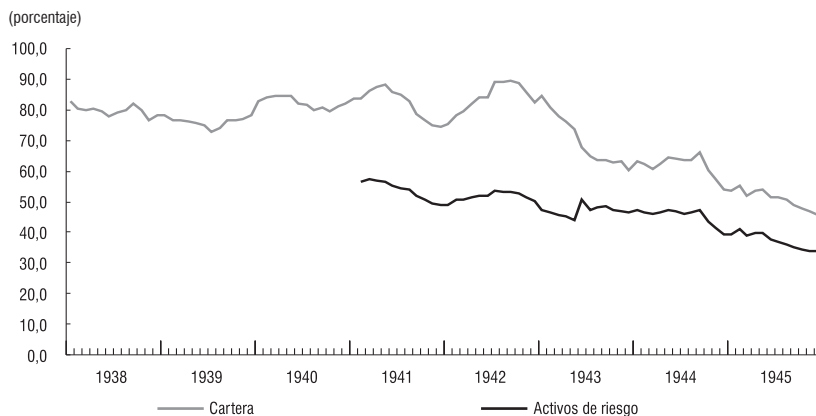


Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.87

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

5. El crédito hipotecario

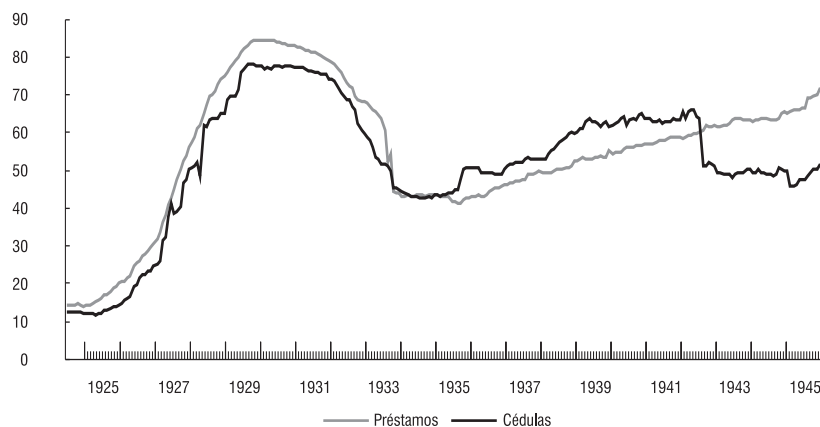
Culminado el ciclo extraordinario de auge y colapso del crédito externo a la banca hipotecaria, esta debió vivir de sus posibilidades internas. Como el Banco Central Hipotecario (BCH) nació en medio de la crisis de deudores y para colaborar en su solución, sus primeros préstamos se destinaron a facilitar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

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

Gráfico 3.88

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

(millones de pesos)



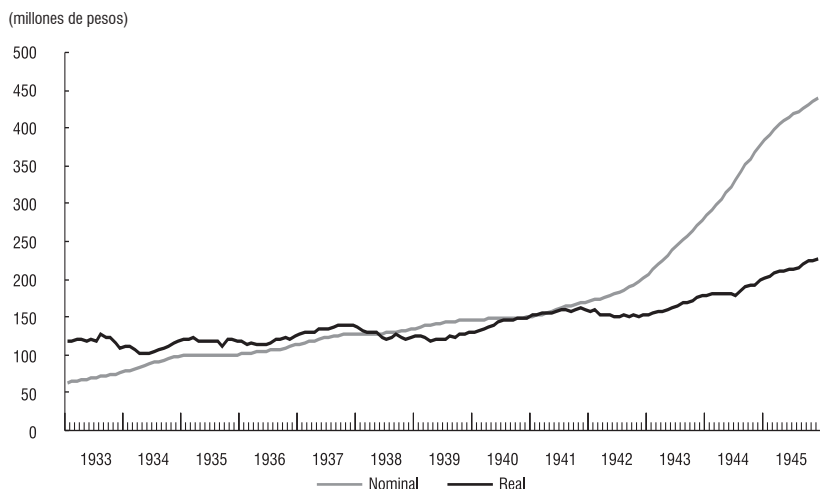
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

D. La oferta monetaria real

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

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

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



Fuente: *RBR* (Gráfico 3.10 y 3.76).

E. El papel de la tasa de redescuento

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

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

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

Fuente: FRB.

Desde 1933, Colombia así como Argentina o Japón, desde 1936, y Bolivia desde 1932, mantuvieron sus tasas de redescuento constantes, al menos hasta 1945. En Colombia las tasas vigentes desde 1933 fueron las siguientes: 4 % para los préstamos comerciales y para los otorgados al Gobierno y entidades oficiales⁸¹; y 3 % para los préstamos con prenda agraria y sobre productos agrícolas, así como sobre las operaciones con el público con bonos de almacenes generales de depósito.

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

F. El mercado de hipotecas y las tasas de interés

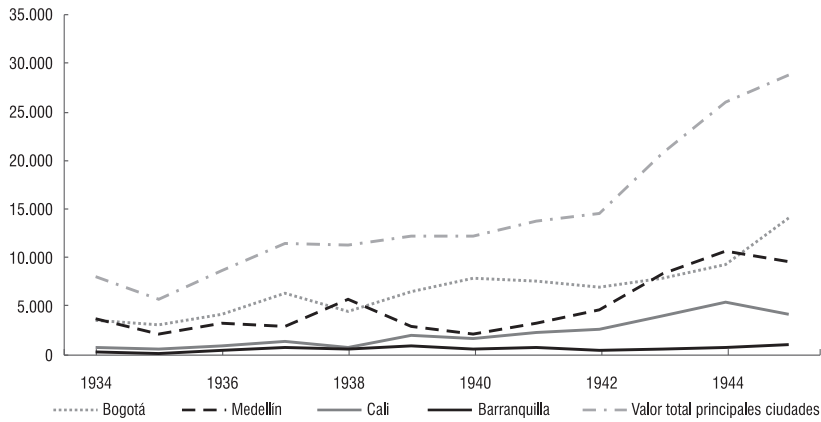
El Gráfico 3.90 da testimonio de la recuperación del mercado de hipotecas en el país a partir de 1935, y de su expansión acelerada desde 1942.

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

Gráfico 3.90

Mercado de hipotecas: principales ciudades, 1934-1945

(miles de pesos)



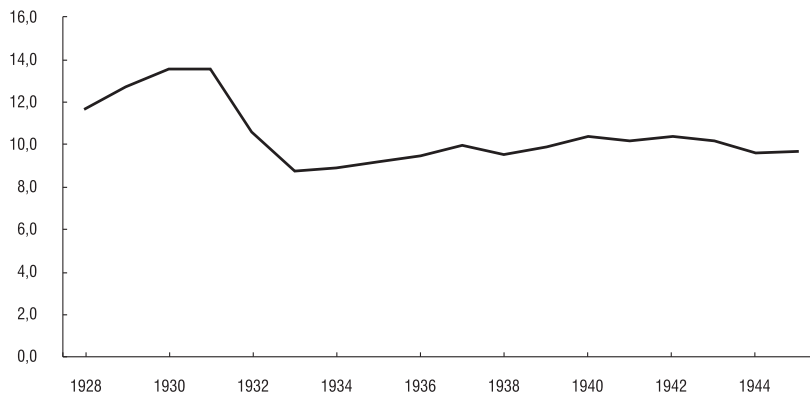
Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.91

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

(porcentaje)



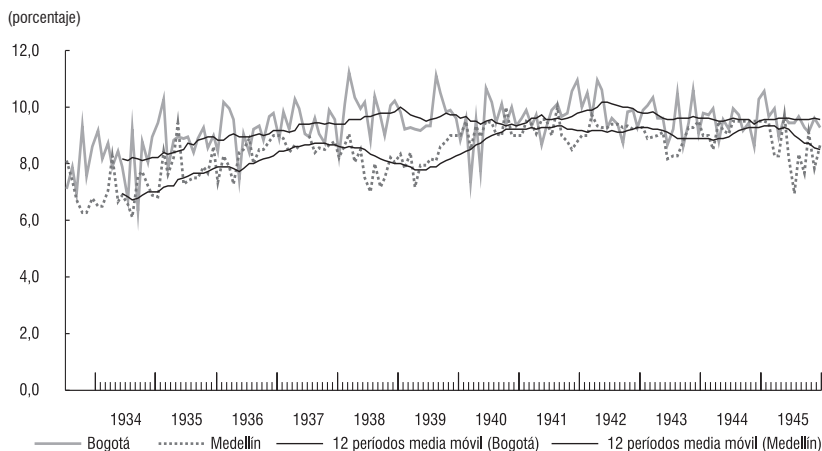
Fuente: RBR (varios años).

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

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

Gráfico 3.92

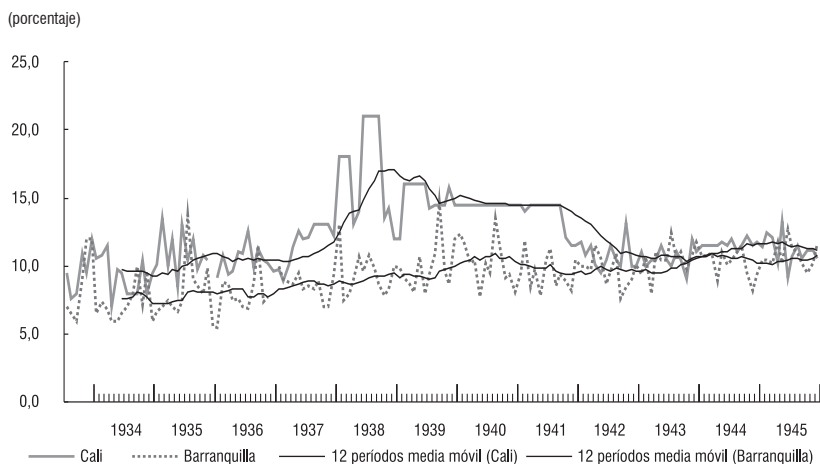
Tasas de interés sobre hipotecas: mercados de Bogotá y Medellín, 1933 (julio) a 1945 (diciembre)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 3.93

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.94

Mercado de hipotecas: tasa real de interés, 1934-1945

(porcentaje)



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

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

1. Bolsa de Bogotá

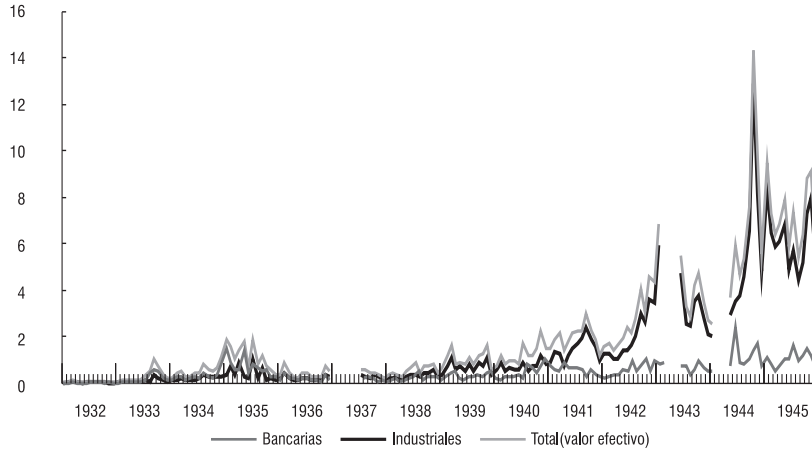
a. Transacciones de acciones y bonos

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

Gráfico 3.95

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

(millones de pesos)

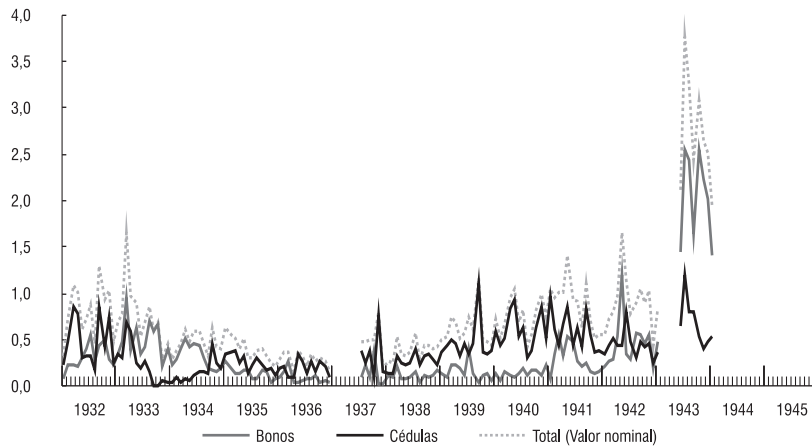


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Gráfico 3.96

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

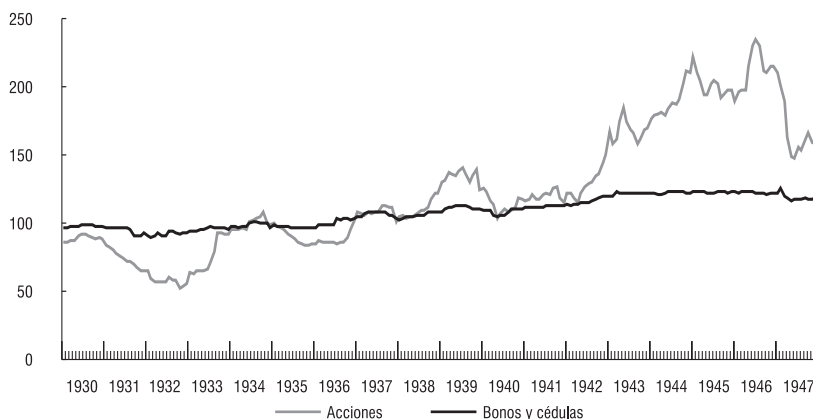
(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Gráfico 3.97

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

b. Índices de cotizaciones

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

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

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

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

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

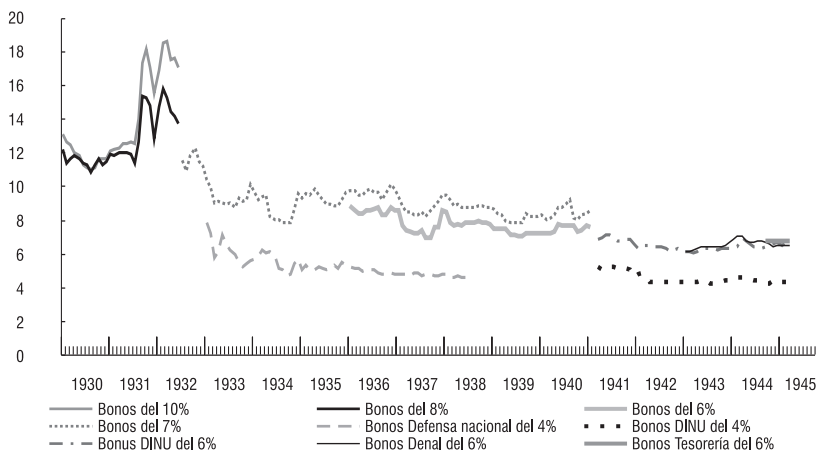
Las transacciones bursátiles y las cotizaciones de las acciones bajaron apreciablemente en junio, debido no solo a las medidas generales, sino particularmente a la oportuna suspensión de las operaciones a plazo ordenada por la Superintendencia Bancaria mientras se les da una reglamentación adecuada (*RBR*-189,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

c. Rendimientos de los títulos de la deuda pública interna

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

Gráfico 3.98

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



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

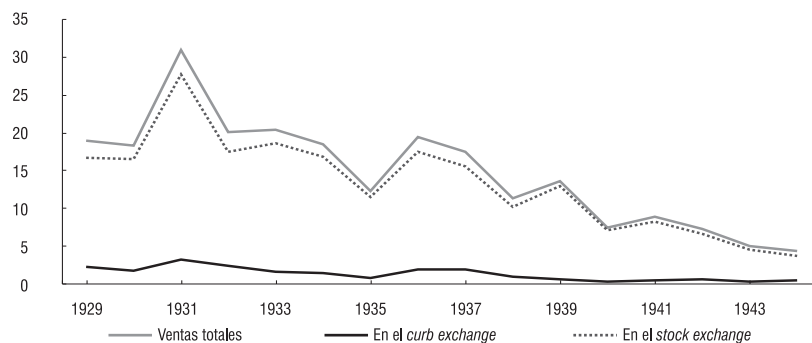
2. Bolsas de Nueva York y Londres

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

Gráfico 3.99

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

(millones de dólares)

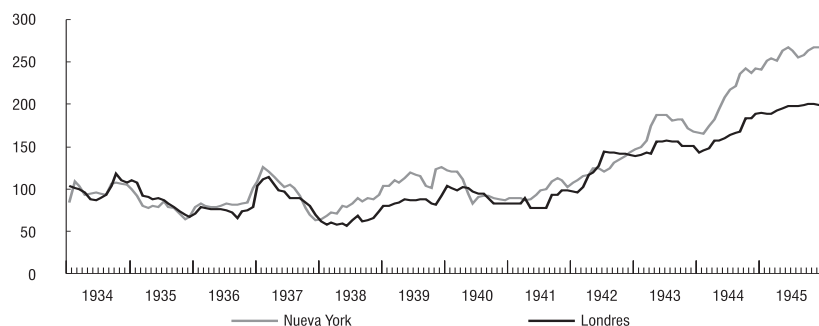


Fuente: RBR (varios años).

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

Gráfico 3.100

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

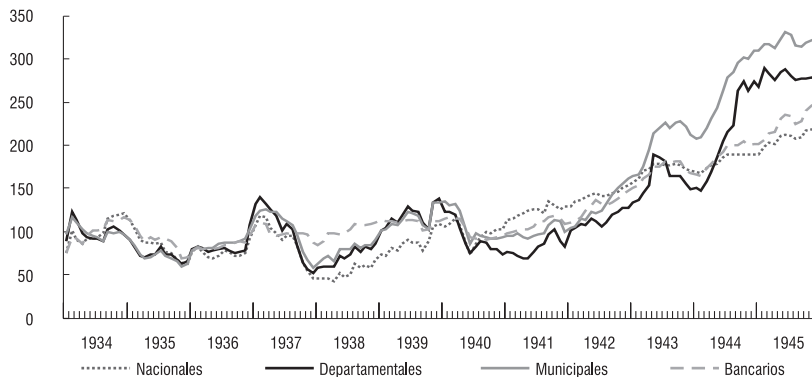


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.101

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

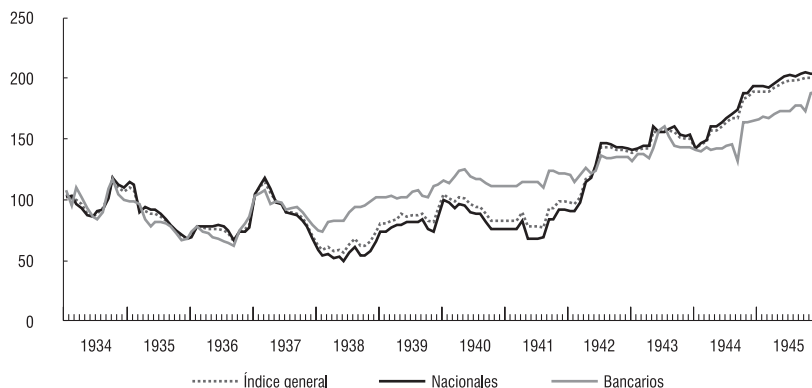


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

Gráfico 3.102

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



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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

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

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

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

REFERENCIAS

1. Fuentes periódicas

- Banco de la República. *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (anual).
- Banco de la República. *Revista del Banco de la República* (mensual).
- Federación Nacional de Cafeteros (FNC) *Boletín de Estadística*.
- Federal Reserve Board. *Federal Reserve Bulletin*. Government Printing Office. Washington
- Superintendencia Bancaria. Informe del Superintendente Bancario al ministro de Hacienda (anual).

2. Artículos y libros

- Abrisqueta, Francisco de (1945). "Cálculo de los medios de pago en circulación y de las exigibilidades monetarias en Colombia", *Anales de Economía y Estadística*, noviembre, suplemento a los números 7 y 8.
- Ahamed, Liaquat (2009). *Lords of Finance. The Bankers Who Broke the World*. The Penguin Press, Nueva York.
- Anderson, Benjamin (1937). "Oro, precios y fondos de estabilización", en *Revista del Banco de la República*, núm. 119, septiembre, Bogotá.

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

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

4. LA POSGUERRA HASTA LA CREACIÓN DE LA JUNTA MONETARIA (1946-1962)

Por una saludable tradición, estas páginas son el único medio de expresión oficial del pensamiento del gerente del Banco de la República, [...]. Las impresiones y conceptos de quien está al frente de un banco central no deben prodigarse a través del comentario improvisado o de la entrevista circunstancial, porque ello podría restar al análisis de los problemas financieros la serenidad y discreción que su importancia exige.
(RBR-399, enero de 1961: 3)

El epígrafe que encabeza estas páginas fue escrito en enero de 1961 por el gerente Eduardo Arias Robledo. Para entonces, la *Revista del Banco de la República* había circulado mensualmente, sin solución de continuidad, por 33 años cumplidos. Tan oportuna había sido siempre su publicación, que desde la primera edición de la *Revista* en noviembre de 1927, hasta la edición 386 en diciembre de 1959, cada entrega aparecía con la fecha del día 20 del mes correspondiente¹.

Como se deduce de la cita del gerente, la *Revista* se había convertido en vehículo de una tradición de análisis oportunos y ponderados sobre la economía colombiana, y en especial, las notas editoriales como la expresión oficial de la gerencia del Banco.

El capítulo versa sobre la economía colombiana en el período 1945-1962, tal como quedaron registrados sus acontecimientos en las notas editoriales, las correspondencias

¹ En noviembre de 1962, al cumplirse los primeros 35 años de aparición de la *Revista*, como parte de las notas editoriales se citaron apartes de una nota de la primera entrega, de entre los cuales se tomó el siguiente párrafo, en el que se plasmaron las aspiraciones de la publicación:

En la vasta y compleja labor en que Colombia está hoy empeñada para alcanzar su desarrollo interno sobre amplias bases de orden y de seguridad, así como también para obtener el afianzamiento y el mejoramiento de los diversos factores de su vida económica [...] la *Revista* del Banco de la República aspira a ser un vocero discreto y autorizado de las más sanas tendencias nacionales en estas materias [...] (RBR-421, noviembre de 1962: 1363).

sobre el mercado de café en Nueva York, los artículos, los documentos oficiales, y las secciones estadísticas sobre una variedad de aspectos de la economía. Todos ellos giraron mes tras mes acerca de eventos cuyo contexto macroeconómico estuvo reflejado en indicadores, como los que se presentan en el Cuadro 4.1.

Cuadro 4.1
Indicadores generales del contexto macroeconómico, 1946-1962

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Años	Crecimiento económico	Tasa de inflación	Crecimiento de la base monetaria	Balance externo	Precio externo del café	Precio interno del café	Tasa de cambio	Balance fiscal
	(porcentaje)	(porcentaje)	(porcentaje)	(porcentaje de las exportaciones)	(US¢ por libra)	(pesos por carga)	(pesos por US\$)	(porcentaje del PIB)
1946	9,610	8,600	10,900	-14,370	22,500	72,910	17,514	-1,280
1947	3,880	16,010	11,140	-31,760	30,110	92,000	17,546	-0,880
1948	2,840	14,780	16,160	-5,550	32,570	102,800	17,602	-0,750
1949	8,730	7,710	15,830	21,060	37,610	129,300	19,595	0,050
1950	1,820	12,710	15,730	7,810	53,250	185,000	1,960	0,020
1951	3,120	10,310	-4,830	13,480	58,700	228,250	2,388	0,390
1952	6,310	1,540	23,300	14,010	57,010	259,830	2,510	0,400
1953	6,080	4,850	15,400	9,700	59,920	260,000	2,510	-0,460
1954	6,920	11,170	21,000	-0,400	79,930	340,100	2,510	-0,040
1955	3,910	-0,058	2,400	-12,180	64,380	310,000	2,510	-2,910
1956	4,060	7,800	5,860	-19,130	73,970	316,800	2,510	-0,860
1957	2,230	17,220	27,900	5,580	63,940	484,400	5,060	-0,410
1958	2,460	13,340	21,020	13,190	52,340	467,500	6,410	0,340
1959	7,230	6,640	14,700	12,140	45,220	387,600	6,400	0,630
1960	4,270	8,470	5,790	-11,620	44,890	429,700	6,650	-0,090
1961	5,090	8,230	9,760	-28,230	43,620	471,300	6,700	-3,080
1962	5,410	6,650	11,430	-16,600	40,770	477,800	6,780	-2,730

Notas: columnas (1) y (2): datos del PIB y del deflactor implícito del PIB, según Cepal (1957) y DANE; columna (3): con base en los balances de fin de año publicados en el *IGBR*; columna (4): corresponde a la balanza comercial como porcentaje de las exportaciones FOB (*IGBR* 1968 y 1969, segunda parte, cuadro 115); columna (5): precios promedio del café Manizales en Nueva York para cada año (*RBR*); columna (6): promedio del precio interno base de compra de la Federación Nacional de Cafeteros (carga de 125 kilos; *RBR*); columna (7): promedios para cada año de la tasa de cambio de pesos por dólares (*IGBR* 1968 y 1969 segunda parte, cuadro 71); columna (8): ejecución presupuestal (ingresos menos gastos) (Contraloría General de la República).

Dos experiencias macroeconómicas distintas

Al período 1946-1962 pueden adjudicársele dos ambientes macroeconómicos diferentes: antes y después de 1954. Este año coincide con el punto de quiebre de las cotizaciones

externas del café, cuyo ciclo completo abarca la totalidad del período, con sus fases ascendente y descendente, en ese orden. Tras la reapertura del comercio marítimo, una vez concluida la guerra, la economía vivió un agudo déficit comercial, y el desmedro de cerca de la mitad de sus reservas internacionales en solo dos años. Para entonces, los precios del grano en Nueva York se hallaban en franco ascenso, tras la liberación del mercado en 1946; dicho aumento continuaría con algunos cambios de ritmo, y un ligero descenso en 1952, hasta 1954, año en el que su crecimiento fue extraordinario. Dentro de esquemas de control cambiario y de importaciones, y dos ajustes de la tasa de cambio nominal, uno en 1949 y el otro en 1951, el superávit comercial y una nueva ronda de acumulación sustancial de divisas prevalecieron hasta 1954; de hecho, el nivel nominal más alto de las reservas en dólares para todo el período se alcanzó en 1954, nivel que no volvería a registrarse sino hasta enero de 1970. La tasa de cambio real, cuya marcada apreciación se había iniciado en 1942, continuó así durante la totalidad del período, con excepción de las reacciones inmediatas a las devaluaciones nominales de 1949 y 1951.

El precio interno del café creció de manera continua hasta 1954, con ritmos semejantes a los exhibidos por el precio externo. La tasa media de crecimiento de la economía hasta 1954 fue del 5,5 %, algo volátil, y con una tendencia descendente hasta 1954. La tasa media de inflación fue del 9,7 %, también volátil, y con tendencia descendente hasta 1954. El balance de la ejecución presupuestal del Gobierno Nacional fue en promedio deficitario pero con tendencia al equilibrio. Los aumentos anuales en la base monetaria fueron en promedio del 14 %, y fluctuantes, y con una tendencia ascendente. La fuente principal de dichos incrementos fue el crédito del Banco de la República, tanto al Gobierno como al sector privado.

Después de 1954 el precio externo del café se desplomó, la balanza comercial entró en una nueva fase deficitaria, y cayeron las reservas internacionales, a pesar del contrapeso ejercido por los créditos externos. Pero esta vez el precio interno del café, con algunas oscilaciones, continuó su ascenso hasta el final del período. Una fuerte devaluación nominal en 1957 propició el aumento más importante de la tasa de cambio real en todo su recorrido desde 1923, y en 1962 el terreno ganado todavía se mantenía, a pesar de la apreciación sufrida en el último lustro.

Las tasas de crecimiento del producto y de los precios siguieron, ahora con oscilaciones, tendencias ascendentes hasta 1962; la media anual de crecimiento del producto fue del 4,3 % y la de los precios del 8,5 %. En relación con el balance de la ejecución presupuestal del Gobierno, al contrario de lo ocurrido hasta 1954, la tendencia de los saldos deficitarios se acentuó entre 1964 y 1962. De hecho, los mayores déficits anuales del Gobierno como proporción del PIB, entre los años veinte y los sesenta, se presentaron en 1955 y 1961.

En cuanto a los aspectos monetarios, puede anotarse que, a pesar de algunos bruscos incrementos anuales, los cambios en la base monetaria siguieron una tendencia declinante después de 1954. A partir de este último año, hasta 1962, el crédito total del Banco, otorgado tanto al Gobierno como al sector privado, fue del orden de las tres cuartas partes de sus activos. La oferta monetaria real siguió una tendencia ascendente entre 1945 y 1962, matizada por una secuencia reiterada de *pare y siga*. La empinada expansión real del último año y medio representó cerca de la mitad de toda la expansión monetaria real en dicho período. La tasa de interés real, que se había sumergido en niveles negativos durante la

excepcional expansión monetaria entre 1942 y 1945, alcanzó niveles positivos y crecientes desde 1948, los cuales subsistieron hasta más allá de la mitad de los años cincuenta, y declinaron, sin dejar de ser positivos, en el último lustro del período.

Instrumentos de política económica

Según el marco cambiario vigente en el período de este capítulo, al Congreso le correspondía tomar decisiones en relación con el nivel de la tasa de cambio nominal. En 1945 la cotización del dólar en moneda nacional era la misma que se había mantenido vigente desde 1938. Tras el desplome de las reservas internacionales acumuladas durante la guerra, el tipo de cambio fue ajustado en 1949 y luego en 1951. Las dificultades cambiarias que sobrevinieron con la descolgada de los precios externos del café en la segunda mitad de los años cincuenta desembocaron en reformas entre 1957 y 1959, de las cuales surgieron un mercado de certificados, alimentado por las divisas generadas por las exportaciones, y un mercado libre. Las tasas de cambio alcanzaron un nivel una y media veces más alto que el establecido en 1951, y se mantuvieron a dicha altura hasta finales de 1962, cuando el Congreso aprobó una nueva devaluación. Para entonces, la tasa de cambio nominal de 1945 se había multiplicado por cinco.

Una variedad de instrumentos vio la luz, o se renovó entre 1945 y 1962. Se les puede clasificar como comerciales, cafeteros, monetarios o cambiarios, o concebidos para producir efectos en más de un área de la política económica.

Desde finales de los años cuarenta, cuando ya las reservas externas se aproximaban a su cima en todo el período, se reavivó el interés de fomentar las exportaciones no tradicionales mediante diversos estímulos, entre ellos la concesión de primas sobre la tasa de cambio vigente. Por la misma época, ante el menguado inventario de reservas, se optó por la asignación selectiva de divisas, mediante el establecimiento de grupos de importaciones, los cuales estaban sometidos a gravámenes que variaban según la utilidad que se le asignaba a aquellas importaciones. Los controles a las importaciones ganaron relevancia en los años cincuenta; se establecieron clasificaciones de bienes con sus respectivos gravámenes, y se exigieron depósitos previos, también según los grupos de importaciones, para ser consignados en el Fondo de Estabilización. El trueque internacional también ganó momento en los años cincuenta.

Dólar cafetero y diferencial cafetero fueron conceptos que discurrieron en los primeros años cincuenta, cuando la política gubernamental antiinflacionaria consideraba que el ajuste de la tasa de cambio para los exportadores del grano debería reconocerse gradualmente. Los gravámenes sobre contratos de exportación de café, con antecedentes en 1940, cuando se buscaron recursos para el naciente Fondo Nacional del Café, volvieron a la palestra en la bonanza de 1954. Y adquirió importancia el mecanismo de la retención física de una parte del grano originalmente destinado a la exportación. La anhelada estabilización de los precios externos del café, mediante el instrumento de un pacto de productores y consumidores alcanzado en 1962, requirió un esfuerzo diplomático persistente durante el último lustro del período.

El uso de tipos de cambio diferenciales a finales de los años cuarenta obró también como un sustituto de reformas al arancel aduanero en mora desde 1931. Por entonces se

agitaba la idea de avanzar hacia un mercado cambiario libre, luego de cerca de dos décadas de intervención. En la primera mitad de los años cincuenta se sucedieron medidas orientadas a liberar los comercios de exportación e importación, así como el comercio del oro, y a distinguir entre dólares a la tasa de cambio oficial, dólares cafeteros y dólares mineros. La estrechez de divisas de mediados de la década hizo necesario acudir al crédito del Fondo Monetario Internacional, por primera vez en 1954, y luego mediante acuerdos de cartas de intención. Al crédito externo se acudió no solo para resolver urgencias cambiarias, sino para sustitución de importaciones y programas de infraestructura. Los depósitos previos consignados por los importadores en el Fondo de Estabilización constituyeron un recurso adicional para financiar proyectos de infraestructura.

Entre 1948 y 1951, una serie de decretos legislativos revistió al Banco de la República de las facultades monetarias necesarias para convertirlo en un moderno banco central, a la altura de su tiempo. Tales disposiciones estuvieron relacionadas, principalmente, con la definición de encajes sobre depósitos de las instituciones bancarias, y con los cupos de crédito de dichas instituciones en el banco emisor. Aquellas medidas legislativas también requirieron el voto afirmativo del ministro de Hacienda en las determinaciones de la Junta Directiva en materia de política monetaria. Quedó así instituida la capacidad de veto del ministro dentro de la Junta, en relación con el manejo monetario. Dentro de este marco institucional no era viable un manejo monetario que no concordara con el suscrito por el poder ejecutivo.

Al tiempo que instrumentos como los encajes y los cupos de redescuento eran utilizados para efectos de control de la expansión secundaria de dinero, o para la asignación sectorial del crédito, la constitución de depósitos previos en el Banco de la República fue un instrumento reiterado para controlar la expansión primaria de dinero. Tales instrumentos no estaban exentos de dificultades en su aplicación. La reglamentación del redescuento era compleja en relación con las tasas, los cupos y la destinación de los recursos: surgían situaciones conflictivas entre el control cuantitativo del crédito y su asignación sectorial selectiva, y la banca se había habituado a contar con el redescuento como un recurso permanente para financiar préstamos e inversiones. Algo parecido ocurrió con el encaje, al permitirse que algunas fracciones del mismo se destinaran a fines de fomento. Además, la intervención oficial en los precios heredada de la primera mitad de los años cuarenta y suprimida a principios de la siguiente década, volvió a ser utilizada en la segunda mitad de los años cincuenta.

Organización del capítulo

El capítulo consta de cinco partes centrales, además de esta introducción y de las referencias. En la primera se presenta información sobre el contexto internacional, con énfasis en cuatro temas: primero, el crecimiento y la inflación en las grandes regiones del mundo, y en una muestra de países desarrollados y de América Latina; segundo, la balanza de pagos en América Latina, por tratarse de un tema que concitó gran atención durante el periodo; tercero, las instituciones cambiarias de posguerra; y, cuarto, las innovaciones internacionales de la política monetaria, y su influencia en Latinoamérica.

La segunda parte versa sobre el ciclo económico en Colombia, de la mano de los indicadores empleados por la *Revista* en su momento. El café, y en especial sus cotizaciones externas y el manejo del precio interno, ocupan un lugar primordial en la discusión. La tercera se concentra en el manejo cambiario de la época, el cual alcanzó gran resonancia pública, y en algunos problemas que fueron de gravedad en su momento, como el del atraso de la deuda externa comercial. La cuarta se dedica al tema fiscal, un área que no atrajo tanto el espacio de la *Revista* en esta época, como sí ocurrió en el período anterior. Finalmente, en la quinta parte se abordan los aspectos monetarios y financieros. Los primeros tienen como eje el registro mensual de los componentes del balance del Banco de la República, y el manejo de los instrumentos de control monetario con los que se contaba por entonces; y los segundos, la evolución de las principales cuentas del balance bancario, y los desarrollos de los mercados bursátiles.

I. EL CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. El crecimiento

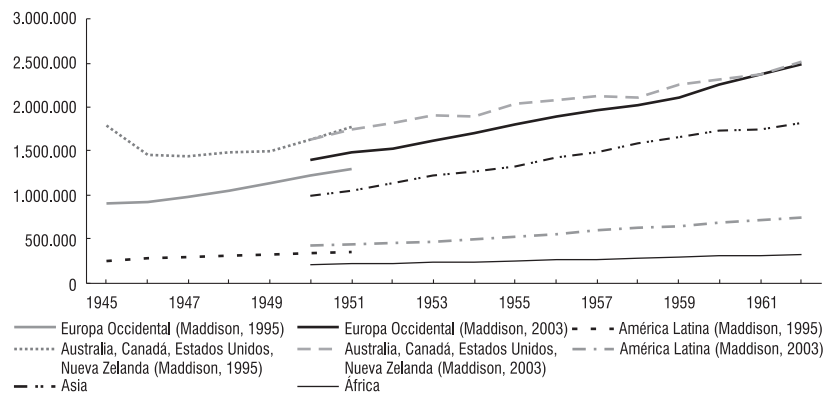
El período 1946-1962 se inscribe en gran parte en el que la literatura especializada llama la “edad de oro del crecimiento”, y que va de 1950 a 1970, incluso hasta 1973. Para un grupo de dieciséis países capitalistas avanzados, Maddison (1991: 167) encontró que entre 1950 y 1973 el crecimiento anual promedio había sido de 4,9 %, superior al alcanzado entre 1870 y 1950 (años de paz) del 2,3 %, y del logrado entre 1973 y 1989, el cual fue del 2,6 %. Igualmente, la inflación media anual había sido del 4,1 %, inferior a la del 7,3 % presentada entre 1973 y 1989.

En el Gráfico 4.1 se exhiben las trayectorias del PIB por regiones de 1945 a 1962. El grupo de países integrado por Australia, Canadá, los Estados Unidos y Nueva Zelanda contaba con el nivel de producto más alto en relación con los otros grupos de países al terminar la guerra. Sin embargo, con un ritmo de crecimiento del 3,6 %, hacia 1961 su nivel de producto ya había sido igualado por el de Europa occidental, caracterizada por un crecimiento más acelerado, de 4,8 %, especialmente a partir de 1958. El grupo de los países asiáticos, en cabeza de Japón, revela ya un dinamismo que se acentuará en décadas posteriores, con una tasa media anual del 5,1 %. América Latina, con un crecimiento del 4,8 % anual, similar al de Europa occidental, tuvo una figuración menos destacada que la alcanzada en períodos anteriores. África, apenas emergiendo del colonialismo, vivió un crecimiento del orden del 3,8 % anual².

² Las tasas de crecimiento geométricas para el período 1950-1962 fueron calculadas con base en la información actualizada en Maddison (2003).

Gráfico 4.1
Crecimiento mundial: PIB por regiones, 1945-1962
(año base: 1990)

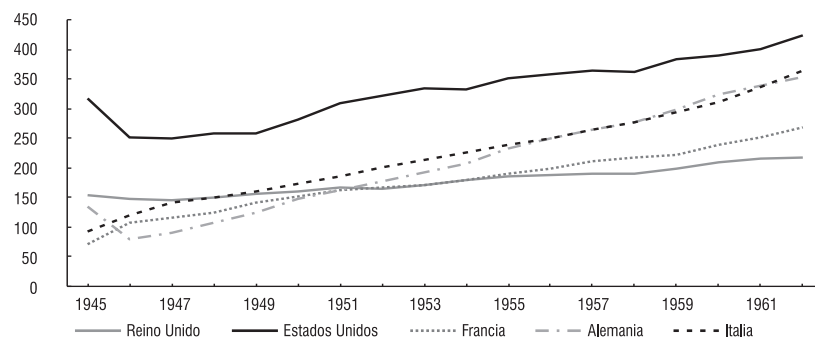
(millones de dólares; Geary-Khamis)



Fuente: Maddison (1995 y 2003).

El Gráfico 4.2 presenta las trayectorias de los índices de crecimiento para una muestra de países desarrollados. El Reino Unido, Alemania y los Estados Unidos vieron crecer el producto de sus economías en los primeros años de la posguerra, sin llegar a los extremos que se habían temido durante la guerra. En Alemania la economía cayó en un 33 %, y solo hasta 1949 se inició un crecimiento sostenido, que terminó siendo protagónico en Europa occidental. En los Estados Unidos el producto se vino abajo en un 22% entre 1945 y 1947; el principal factor de este descenso fue el drástico recorte del presupuesto en defensa nacional. En el Reino Unido, la actividad económica se redujo en un 6 % entre 1945 y 1947 (Armstrong *et al.*, 1991: cap. 5).

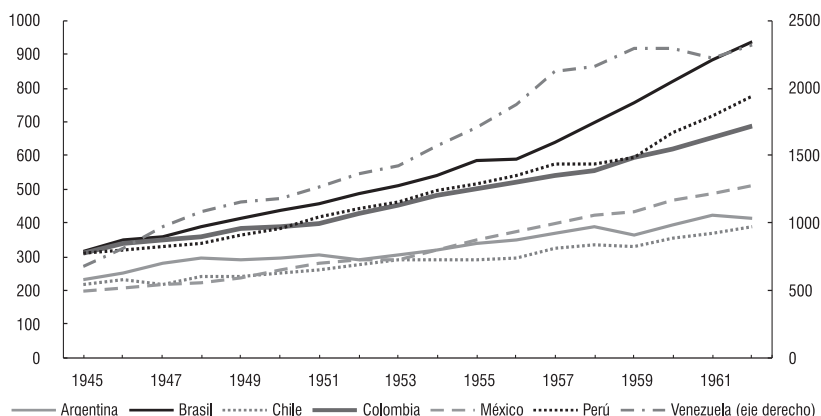
Gráfico 4.2
Índices de crecimiento para algunos países desarrollados, 1945-1962
(1913 = 100)



Fuente: Maddison (2003).

Las sendas de crecimiento de una muestra de países latinoamericanos se destacan en el Gráfico 4.3. La de Colombia es la trayectoria más suave entre ellas, y ocupa una posición intermedia entre las tasas de crecimiento, con un 5 %. Argentina y Chile experimentaron las tasas de crecimiento más bajas, 2,7 y 3,6 %, respectivamente. Por encima de Colombia, pero no muy lejos de ella, se ubicaron las de México (5,5 %), Venezuela (5,6 %) y Perú (5,7 %). Y con la trayectoria más destacada Brasil, cuya tasa de crecimiento media fue del 6,5 %.

Gráfico 4.3
Índices de crecimiento para algunos países de América Latina, 1945-1962
(1913 = 100)



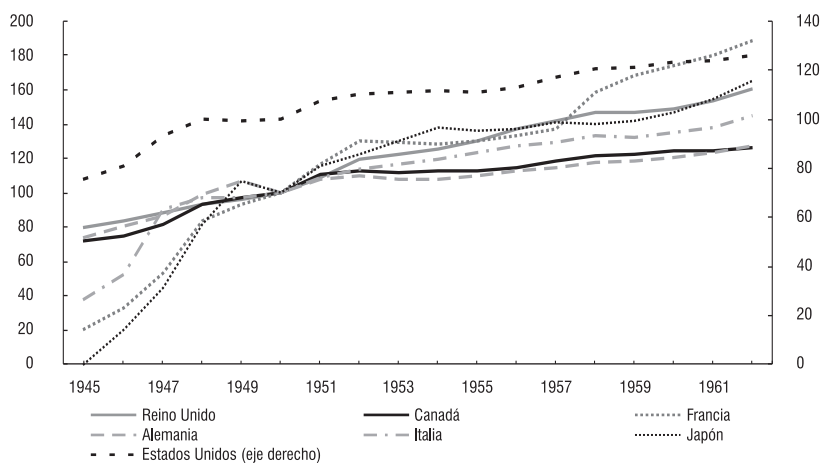
Fuente: Maddison (2003).

B. La inflación

En el Gráfico 4.4 se presenta la evolución de los índices de precios para una muestra de países desarrollados. La inflación posbélica, al menos hasta 1952, fue un tema de primera línea. Francia, Japón e Italia fueron casos extremos de crecimiento de los precios en esos años. Hasta 1948 la inflación media en Francia fue del 48 %, en Japón (desde 1946) del 76 %, y en Italia del 39 %. Resultados moderados se obtuvieron en Canadá, con el 7,5 %, en los Estados Unidos, también con el 7,5 %, y en el Reino Unido, con el 4,8 %. Aunque las condiciones económicas y las políticas antiinflacionarias difirieron entre países, uno de los recursos habituales fue el control administrativo de los precios³.

³ En los Estados Unidos la tasa de inflación en 1947 fue del 15,5 %. Entonces, se adujo que el poder sindical en la fijación de precios era excesivo, y se procedió a recortarlo mediante la expedición de la Labor Management Act, que regulaba las relaciones entre patronos y trabajadores que reemplazó la National Labor Relations Act de 1935, expedida durante el New Deal (Van der Wee, 1986: 30).

Gráfico 4.4
Índices de precios (IPC) para algunos países desarrollados, 1945-1962
(1950 = 100)



Fuente: Maddison (1986).

En el ambiente inflacionario de la época florecieron explicaciones tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda⁴. Algunos prefirieron conceder importancia a factores provenientes de los dos lados. Por ejemplo, la Cámara de Comercio Internacional (International Chamber of Commerce, ICC) dejó la siguiente declaración sobre el ambiente inflacionario a principios de los años cincuenta:

El principal problema monetario de nuestros días es el de la inflación. A pesar de que muchos Gobiernos lograron establecer un control efectivo de los precios durante los años de guerra, no por eso es menor el peligro de volver de nuevo a vivir las experiencias de los años 1920 y 1921. Los precios se elevan constantemente en todo el mundo. Esta tendencia hacia la inflación es debida en buena parte a causas no monetarias, como es la escasez de mercancías, la insuficiencia de la producción y la elevación de los precios de costo, debidos a su vez, en gran parte, al aumento de los salarios.

Este es un reconocimiento de la incidencia de factores de oferta en la inflación, pero también realza el papel de la demanda, y en especial de la política monetaria:

Sin embargo, en la mayor parte de los países, las causas monetarias son sumamente manifiestas. Entre ellas figuran las fuertes acumulaciones del poder de compra, los aumentos constantes derivados del financiamiento de los déficit y

⁴ En los años cincuenta se confrontaban versiones alternativas del proceso inflacionario, conocidas como “el tirón de la demanda” y “el empuje de los costos” (Lekachman, 1970: cap. 10).

de la política de dinero barato, las cuales implican una monetización de la deuda y ésta a su vez una elevación de los valores de la renta variable⁵.

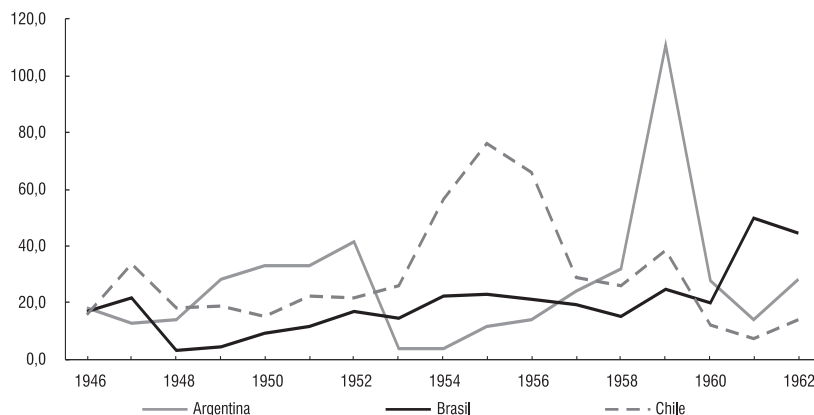
Después de 1952 la inflación promedio del grupo de países citados fue del 2,5 %. Los de menor inflación media fueron Canadá y los Estados Unidos, con 1,2 y 1,3 %, respectivamente.

En los dos gráficos siguientes se presentan los recorridos de las tasas de inflación en América Latina para una muestra de países. En el primero (Gráfico 4.5) se despliega la experiencia inflacionaria de Argentina, Brasil y Chile, cuyas tasas alcanzaron cimas más altas entre 1946 y 1962, pero con trayectorias diferentes. La inflación media del Brasil fue del 20 % y la más estable del grupo. La de Chile llegó a frisar el 30 % en promedio, pero en buena parte debido al cuatrienio inflacionario ocurrido entre 1953 y 1957; tras dicho cuatrienio se inició un ajuste de precios que estaba vigente al final del período. La inflación argentina fue en promedio del 27 %, y la más volátil en su grupo.

Gráfico 4.5

Tasas de inflación (IPC) para algunos países latinoamericanos, 1946-1962

(porcentaje)



Fuente: Mitchell (1988).

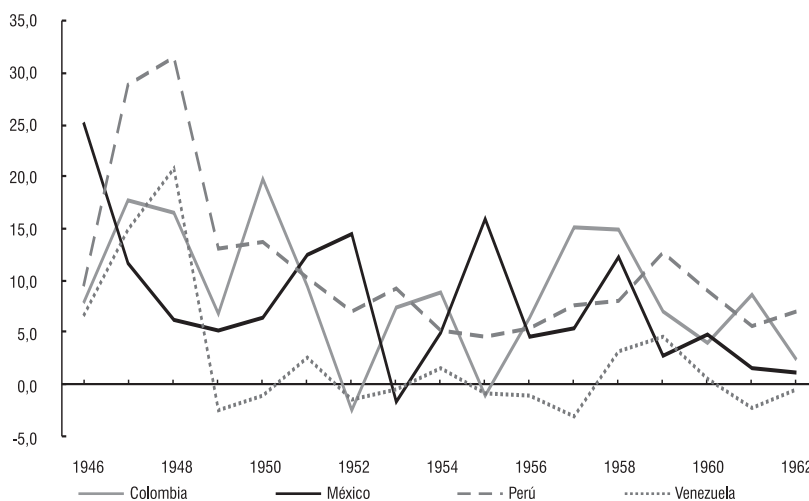
En el Gráfico 4.6 comparten espacio las trayectorias inflacionarias de Colombia, México, Perú y Venezuela. La inflación media más baja fue la de Venezuela, 2,4 %, pero también la más volátil en los dos grupos. Las más altas fueron las de Perú, 11,1 %, y Colombia, 8,8 %; en una posición intermedia se registró la de México, con 7,9 %.

⁵ “El problema de la inflación”, declaración preliminar del Consejo de la Cámara de Comercio Internacional (RBR-233, marzo de 1947: 183).

Gráfico 4.6

Tasas de inflación (IPC) para algunos países latinoamericanos, 1946-1962

(porcentaje)



Fuente: Mitchell (1988).

C. La cuenta corriente y la acumulación de activos externos en América Latina

Entre 1945 y 1962 el valor nominal de las reservas brutas del continente disminuyó en un 63 %, y su porción en oro en un 53 %. América Latina no tuvo un Plan Marshall, pero dispuso de un arsenal de reservas internacionales forzosamente acumuladas durante la guerra, que en buena parte gastó durante el primer lustro de la posguerra. En efecto, del *stock* nominal acumulado en 1945, del orden de US\$ 3 600 millones, en 1950 quedaba aproximadamente US\$ 2 700 millones, o sea, un 25 % menos; las tenencias de oro se redujeron en un 37 %, al tiempo que las divisas aumentaron en un 5 %. Las reservas colombianas cayeron en un 43 %, o sea, en una mayor proporción que el conjunto; y a diferencia de aquel, tanto el oro como las divisas descendieron, el primero en un 42 %, y las segundas en un 46 %. El saldo de las reservas brutas en 1950 prácticamente se mantuvo durante una década, pero se desplomó en los primeros años sesenta (Cuadro 4.2).

Cuadro 4.2
Reservas internacionales brutas de América Latina
(años seleccionados entre 1945 y 1962)
(millones de dólares)

	1945			1950			1955		
	Oro	Divisas	Total	Oro	Divisas	Total	Oro	Divisas	Total
Países									
Argentina	1 197,00	466,00	1 663,00	210,00	445,00	655,00	209,00	85,00	294,00
Brasil	354,00	312,00	666,00	318,00	348,00	666,00	323,00	168,00	491,00
Colombia	127,00	50,00	177,00	74,00	27,00	101,00	86,00	50,00	136,00
Chile	82,30	27,70	110,00	40,30	14,60	54,90	44,00	42,00	86,00
Ecuador	21,40	11,70	33,10	18,80	18,60	37,40	24,00	11,00	35,00
México	292,00	52,00	344,00	208,00	89,00	297,00	165,00	276,00	441,00
Perú	27,90	10,20	38,10	31,00	22,60	53,60	41,00	17,00	58,00
Uruguay	195,00	57,00	252,00	236,00	76,00	312,00	216,00	2,00	218,00
Venezuela	169,00	21,00	190,00	373,00	1,00	374,00	408,00	126,00	534,00
Otros	209,60	110,50	210,10	143,90	138,80	313,70	241,00	203,00	444,00
Subtotal	2 543,60	1 068,50	3 612,10	1 593,90	1 124,80	2 718,70	1 757,00	980,00	2 737,00
Cuba	191,00	41,00	232,00	271,00	147,00	418,00	n. d.	n. d.	n. d.
Total	2 734,60	1 109,50	3 844,10	1 864,90	1 271,80	3 136,70			
	1960			1961			1962		
	Oro	Divisas	Total	Oro	Divisas	Total	Oro	Divisas	Total
Países									
Argentina	123,00	422,00	525,00	190,00	196,00	386,00	61,00	54,00	115,00
Brasil	287,00	58,00	345,00	285,00	185,00	470,00	275,00	60,00	335,00
Colombia	103,00	67,00	170,00	88,00	52,00	140,00	57,00	28,00	85,00
Chile	45,00	66,00	111,00	48,00	26,00	74,00	43,00	36,00	79,00
Ecuador	24,00	17,00	41,00	19,00	19,00	38,00	19,00	24,00	43,00
México	181,00	261,00	442,00	112,00	301,00	413,00	139,00	288,00	427,00
Perú	50,00	26,00	76,00	55,00	55,00	110,00	56,00	61,00	117,00
Uruguay	179,00	9,00	188,00	187,00	4,00	191,00	180,00	23,00	203,00
Venezuela	439,00	170,00	609,00	439,00	141,00	580,00	439,00	144,00	583,00
Otros	87,00	208,00	315,00	83,00	208,00	291,00	83,00	212,00	295,00
Subtotal	1 518,00	1 304,00	2 822,00	1 506,00	1 187,00	2 693,00	1 352,00	930,00	2 282,00
Cuba	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

Fuentes: *Federal Reserve Bulletin* (FRB).

La región contó no solo con oro y divisas acumuladas, sino con una evolución favorable de sus términos de intercambio. En su informe para los años 1951 y 1952 las Naciones Unidas introdujeron su análisis con la siguiente discusión de los *factores favorables* al crecimiento:

Uno de los más significativos ha sido la mejora en la relación de precios del intercambio exterior. Entre los años 1945 y 1952, esta mejora ha representado en total la considerable cantidad de 21.000 millones de dólares en cifras redondas, o sea, el 8,3 % del ingreso bruto de los países latinoamericanos en el conjunto de estos siete años (Naciones Unidas, 1954: 7).

En la siguiente década los términos de intercambio se deterioraron; para la región dicho descacimiento fue del 17 %. En el Cuadro 4.3 se aprecia que en la primera mitad de los años cincuenta la desmejora de la relación de intercambio fue muy leve, y que su declive pronunciado se produjo en la segunda mitad, hasta los primeros años sesenta.

Los productores cafeteros y tropicales se movieron más al unísono que los de clima templado, que los exportadores mineros y que los más diversificados. Entre los primeros, Centroamérica y Colombia mejoraron apreciablemente su relación externa de precios en la primera mitad de la década, al tiempo que Brasil apenas logró sostenerla. En la segunda mitad no solo se perdió lo ganado en la primera, sino que se descendió a niveles más bajos que los conquistados a principios de la década: la caída en la relación de intercambio de las regiones cafeteras fue del orden del 25 %, más acentuada que la del continente en su conjunto.

Cuadro 4.3
Términos de intercambio de América Latina
(países y bienes seleccionados)
(índice 1950 = 100)

Países y regiones	1950-1952	1954-1956	1960-1962
1. Cafeteros			
Brasil	97	98	73
Centroamérica	103	115	79
Colombia	93	100	72
2. De clima templado			
Argentina	94	75	81
Paraguay	115	118	75
Uruguay	99	88	84
3. Exportadores mineros			
Bolivia	118	114	130
Chile	108	118	111
Venezuela	93	92	75
4. Exportadores más diversificados			
México	104	90	77
Perú	109	100	72
5. América Latina	96	94	80

Fuente: Naciones Unidas (1966).

El Cuadro 4.4 enseña que las transacciones corrientes de la balanza de pagos de la región se caracterizaron por un déficit continuo en el movimiento de divisas. El incurrido en la primera mitad de los años cincuenta se duplicó en la segunda, y el nivel alcanzado en esta última se sostuvo en el primer bienio de los sesenta. En el primer lustro de los años cincuenta el déficit promedio representó el 9 % de las exportaciones regionales y, posteriormente, hasta 1962, se elevó hasta alcanzar en promedio el 13 % de las exportaciones. Sobre los hombros de Argentina, Brasil y México recayeron el 77 y el 62 % de los saldos deficitarios en la primera y segunda parte de los años cincuenta. Ya en los primeros años sesenta, aunque sus déficits aumentaron, fueron parcialmente compensados por los superávits extraordinarios obtenidos por Venezuela. La experiencia colombiana fue diferente: deficitaria, y en magnitudes relativamente bajas en la primera mitad de los años cincuenta, y superavitaria en la segunda mitad; pero, en comparación con sus antecedentes, fuertemente deficitaria en 1961 y 1962.

Cuadro 4.4

Balanza de pagos de América Latina: saldo en cuenta corriente y financiamiento
(países seleccionados)
(millones de dólares)

País o región	Promedio anual 1951-1955	Promedio anual 1956-1960	1961	1962
Saldo en la cuenta corriente				
Argentina	-140,4	-177,5	-585,7	-274,5
Brasil	-288,8	-299,6	-304,0	-499,0
Colombia	-24,5	21,0	-141,8	-170,4
Chile	-14,0	-82,3	-279,8	-163,0
México	-57,3	-245,6	-213,6	-122,5
Perú	-41,8	-70,7	12,6	-20,2
Venezuela	7,5	-102,2	444,7	362,6
América Latina	-626,7	-1 160,6	-1 207,2	-1 132,3
Porcentaje de total de exportaciones	8,8	14,0	13,7	12,4
Financiamiento				
Autónomo	511,7	1 347,6	1 000,0	914,1
Compensación	194,2	194,1	337,3	634,3
Errores y omisiones	-79,2	-401,2	-130,1	-416,1
Total	626,7	1 140,5	1 207,2	1 132,3

Fuente: Naciones Unidas (1966); cálculos del autor.

El financiamiento del déficit corriente se realizó en un 80 % mediante transacciones autónomas de capitales (inversión externa directa, y préstamos de corto y largo plazos, principalmente), y el resto por medio de movimientos de compensación (disminución de

reservas externas, créditos para la balanza de pagos y créditos de proveedores). Entre los movimientos compensatorios deben incluirse también los atrasos comerciales. De hecho, la acumulación de deudas comerciales fue un “procedimiento sumario pero eficaz” para cubrir el déficit de la balanza de pagos⁶. Fue un mecanismo empleado por países europeos en los primeros años de la posguerra y luego por países de América Latina. Fue una modalidad transitoria de financiamiento, ya que finalmente se necesitaba recurrir al crédito externo para equilibrar la balanza de pagos. En el caso de Colombia tendría implicaciones muy significativas en el manejo cambiario a partir de 1956.

Según Naciones Unidas (1967), los préstamos compensatorios para el equilibrio de la balanza de pagos entre 1946 y 1962 montaron a US\$ 1 600 millones dirigidos a once países, de los cuales dos, Argentina y Brasil, recibieron más de la mitad. De acuerdo con la misma institución, los préstamos compensatorios se otorgaron normalmente dentro de convenios paralelos que los países con deudas comerciales atrasadas suscribían con organismos públicos de los Estados Unidos, como la Secretaría del Tesoro y el Export-Import Bank, o con agrupaciones de bancos comerciales, al tiempo que se perfeccionaban acuerdos de crédito contingente con el Fondo Monetario Internacional.

En 1958 países como Argentina, Brasil y Colombia siguieron los pasos del proceso mencionado. Brasil recibió US\$ 37,5 millones del Fondo Monetario Internacional, US\$ 100 millones del Export-Import Bank y US\$ 58 millones de la banca comercial norteamericana. Argentina recibió US\$ 75 millones del FMI, US\$ 100 del Export-Import Bank y un grupo de banqueros privados, US\$ 50 millones de la Secretaría del Tesoro y US\$ 25 millones del Fondo de Préstamos de Desarrollo. Colombia, en plena crisis cafetera y de deuda comercial atrasada, consiguió un préstamo por US\$ 103 millones, de los cuales US\$ 78 millones fueron otorgados por el Export-Import Bank y los restantes US\$ 25 millones por la banca comercial.

Uno de los capítulos centrales del financiamiento externo autónomo es el del crédito de largo plazo al sector público. El Cuadro 4.5 presenta saldos quinquenales de la deuda entre 1945 y 1955, y posteriormente saldos anuales. Como puede observarse, la deuda de la región al término de la guerra era del orden de US\$ 2 911 millones⁷. Para entonces, los mayores deudores eran Argentina (con el 31 %), México (con el 19 %), Brasil y Chile (con el 15 % cada uno), y Colombia (con el 6 %). Durante el primer lustro de la posguerra la región redujo su endeudamiento en un 24 %; según cada país las diferencias fueron grandes: para citar algunas, Argentina lo hizo en un 55 %, Brasil, México y Perú escasamente lo disminuyeron, y Colombia bajó su saldo en un 8 %. En adelante, la deuda creció continuamente, al punto de que en 1962 los saldos de mitad de siglo se habían multiplicado por cuatro; la deuda colombiana se multiplicó de manera similar, pero como era de esperarse, su mayor incremento se presentó en 1961 y 1962.

⁶ La expresión entre comillas fue usada por Naciones Unidas (1967: 109).

⁷ Según Naciones Unidas (1967), las estadísticas de la deuda para 1945 y 1950 eran “meras aproximaciones” en la mayoría de los países latinoamericanos.

Cuadro 4.5

Deuda pública externa de largo plazo en América Latina, 1945-1962

(años seleccionados)

(millones de dólares)

País	1945	1950	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
Argentina	900,0	400,0	600,0	685,5	1 072,8	1 375,1	1 492,6	1 478,1	1 862,6	2 092,1
Bolivia	61,0	50,0	93,1	91,0	147,9	153,0	158,3	199,8	198,6	205,4
Brasil	432,7	409,4	1 380,3	542,6	1 474,1	1 780,8	1 556,1	1 823,9	2 264,8	2 224,6
Colombia	171,4	157,5	276,2	280,8	448,6	458,9	395,1	376,8	468,4	638,8
C. Rica	14,0	12,0	36,0	41,3	38,2	40,0	40,4	56,1	81,4	84,1
Chile	425,9	355,4	350,7	346,4	384,1	398,6	533,5	526,9	774,8	741,9
Ecuador	24,2	31,9	67,6	74,2	90,1	96,7	102,2	100,8	110,1	121,5
El Salvador	13,4	22,4	28,4	27,3	26,5	25,5	31,5	33,3	49,4	51,3
Guatemala	0,9	0,4	22,2	22,2	22,2	22,2	33,5	53,5	68,8	67,5
Haití	15,2	8,3	39,6	39,4	44,9	43,2	42,2	39,7	39,7	38,0
Honduras	5,4	1,3	4,7	4,8	8,2	13,8	15,8	23,6	32,4	39,8
México	540,0	509,1	478,9	489,8	557,1	642,9	810,2	1 038,4	1 165,4	359,9
Nicaragua	5,8	4,6	23,1	28,0	26,1	24,4	29,3	41,1	42,2	47,4
Panamá	15,6	13,0	18,1	17,1	31,5	41,6	41,1	58,4	57,8	64,4
Paraguay	15,8	15,3	22,1	17,7	15,5	19,7	23,9	22,3	30,8	28,7
Perú	104,8	107,2	229,1	213,8	204,2	254,6	221,1	268,1	292,9	500,5
República Dominicana	12,0	10,0	n. d.	n. d.	n. d.	6,2	6,0	5,7	5,5	36,6
Uruguay	153,4	105,5	126,6	146,0	138,6	131,2	138,1	131,8	130,8	150,2
Venezuela	n. d.	n. d.	249,8	241,6	233,4	182,6	151,5	314,1	345,4	361,8
Total	2 911,5	2 213,3	4 046,5	4 310,5	4 964,0	5 711,0	5 822,4	6 631,4	8 021,8	8 854,5

n. d.: no disponible

Fuente: Naciones Unidas (1967).

D. Las instituciones económicas

Nuevas instituciones económicas vieron la luz en la posguerra. Al nuevo entramado financiero y comercial contribuyeron la creación de instituciones como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF, posteriormente, Banco Mundial) en 1944, y la adopción de acuerdos como el GATT en 1947⁸.

⁸ Por iniciativa de los Estados Unidos, el Consejo Económico y Social de Naciones Unidas convocó en 1947 una conferencia internacional en Ginebra con el propósito de crear una organización internacional de comercio. El Consejo reunió en un documento los avances logrados con el fin de proponerlo como un protocolo de aplicación provisional hasta que se llegara a la ambicionada Organización Internacional del Comercio. Este fue el origen del General Agreement on Tariffs and Trade (GATT), el cual fue suscrito por 23 países. En 1948 53

1. Antecedentes del FMI y del BIRF

Los antecedentes de estas instituciones se remontan a la Carta del Atlántico suscrita en 1941. A la luz de sus principios, surgieron varios planes de colaboración entre Gran Bretaña y los Estados Unidos, como el Acuerdo de Ayuda Mutua, uno de cuyos artículos se refería a la eliminación de obstáculos al comercio internacional. Para entonces, se consideraba del lado británico que la ambicionada liberación comercial no sería viable sin la disposición de mecanismos financieros internacionales que facilitarían a las economías resolver sus problemas de pagos externos; ya en 1941 J. M. Keynes se encontraba trabajando su propuesta de una Unión de Compensación de Pagos Internacionales (Clearing Union) que proveyera la liquidez internacional requerida. De manera simultánea, H. D. White, de la Secretaría del Tesoro de los Estados Unidos, preparaba el diseño de un Fondo de Estabilización Internacional. Fueron estos los documentos de referencia, que tras una serie de discusiones en los dos lados del Atlántico convergieron en el texto aprobado por 44 países en una conferencia en Bretton Woods, en julio de 1944, el cual dio origen al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Mundial (Harrod 1969: cap. 11)⁹.

2. Acuerdo de Bretton Woods y definición de paridades monetarias

La Carta de Bretton Woods definió las normas a las cuales se sujetarían los países miembros (Recuadro 1).

RECUADRO 1

ALGUNOS ASPECTOS DE LA CARTA DE BRETTON WOODS*

1. Paridades

De acuerdo con el Fondo, cada país miembro definiría un valor de paridad para su moneda, y buscaría mantener tasas de cambio de mercado para ella que no se alejaran en más del 1 % de dicha paridad.

países firmaron la Carta del Comercio Internacional de La Habana, cuyo texto, fruto de las transacciones entre dichos participantes, fue ratificado por sus signatarios; el propio Gobierno de los Estados Unidos recomendó al Congreso su aprobación. Así, el GATT sobrevivió como un mecanismo multilateral bajo cuyas reglas operaría parte del comercio mundial. Entre 1947 y 1962 se celebraron cinco rondas negociadoras de concesiones arancelarias recíprocas: en Ginebra, 1947), en Annecy, 1949), en Torquay, 1950), y de nuevo en Ginebra, en 1955 y 1961 (Van der Wee, 1986: cap. 9).

⁹ El convenio que dio origen al FMI solo entró en vigor a finales de 1945 con las firmas de los primeros 29 países suscriptores.

2. Cambios en paridades

Con excepción de un cambio en la paridad de hasta un 10 % por una sola vez, cualquier otra modificación ella exigiría la aprobación del Fondo; y tal aprobación solo se otorgaría cuando la balanza de pagos del solicitante se encontrara en una situación de “desequilibrio fundamental”, expresión cuyos alcances no fueron definidos. Se consideró que desequilibrios temporales en la balanza de pagos se financiarían acudiendo a las reservas internacionales de los países, o al crédito del Fondo, y deberían corregirse mediante políticas diferentes al ajuste de la tasa de cambio.

3. Cuotas

A cada país miembro le correspondería una cuota, de la cual se aportaría un 25 % en oro, y un 75 % en moneda nacional.

4. Utilización del crédito del Fondo (cuenta general)

Cuando un país miembro gira sobre el Fondo, compra monedas de otros países con su propia moneda, de modo que cada giro significa un aumento de las tenencias de la moneda del girador por parte del Fondo, y una disminución en las tenencias de las monedas adquiridas. Si como resultado de compras como las citadas por parte de un país miembro, las tenencias de su moneda nacional por parte del Fondo aumentan al 100% de su cuota, se dice que dicho país ha utilizado un porcentaje igual a su aporte en oro (*gold tranche*); giros posteriores sobre el crédito del Fondo (*credit tranches*) podrían llegar hasta el límite en el cual las tenencias de moneda nacional del país miembro por parte del Fondo llegaran hasta el 200 % de su cuota. La deuda del país miembro con el Fondo, o sea, la obligación de recomprar su propia moneda, comienza cuando las tenencias de dicha moneda por parte del Fondo exceden el 75 % de la cuota de aquel país.

Se descartó que el Fondo financiara salidas de capital; en su lugar, se aceptó que los países pudieran establecer controles cambiarios a la salida de capitales.

* Tew, 1985: cap. 8); Solomon, 1982: 11-13).

Un paso obligado en la aplicación del convenio era el de la definición de las paridades monetarias. En este sentido, a mediados de diciembre de 1946 el FMI anunció que habían sido convenidos los valores a la par, en dólares, de las monedas de 32 países y 52 áreas. Con este avance, la institución previó que sus operaciones de cambio podrían iniciarse el 1º de marzo siguiente. Sin dejar de reconocer la prevalencia de disparidades en precios y salarios entre algunos países, el Fondo consideró que lo más adecuado sería aceptar los tipos de cambio existentes como paridades iniciales. Según el Fondo,

Esta es la primera vez que un gran número de naciones ha sometido sus tipos de cambio a una organización internacional, con lo cual se inicia una nueva etapa de cooperación monetaria internacional. [...] Las paridades han sido propuestas, en todos los casos, por los mismos miembros del Fondo, y están basadas en los tipos de cambio actuales. [...] las paridades establecidas pueden llegar a ser incompatibles, más tarde, con el mantenimiento de una posición balanceada de

los pagos internacionales dentro de un nivel alto de actividad económica nacional. Cuando esto ocurra, el Fondo tropezará con nuevos problema de ajuste que pondrán de presente las circunstancias excepcionales en que fueron fijados tales valores. Será precisamente en esos momentos cuando el Fondo pueda ser más útil, puesto que los necesarios ajustes de cambios se harán de manera ordenada y con miras a evitar una depreciación de los cambios con fines de competencia (RBR-233, marzo de 1947: 184)¹⁰.

Según el Acuerdo del Fondo (artículo IV), las paridades se expresarían en términos de oro o de dólares de los Estados Unidos. Así, en el caso de Colombia, la paridad en oro del peso quedó registrada como 0,507816 gramos de oro fino por cada unidad monetaria, y la paridad en dólares de los Estados Unidos como 1,74999 unidades monetarias por cada dólar.

La definición de paridades para un numeroso grupo de países, y la apertura de operaciones del Fondo en 1947, abrían según dicho instituto “una nueva etapa de cooperación internacional”, lo cual no era óbice para reconocer la presencia de factores de inestabilidad monetaria internacional.

3. *Agitación cambiaria en el primer lustro de la posguerra*

Los artífices de las instituciones financieras y comerciales de posguerra imaginaron una economía internacional en la cual predominaría la libertad de comercio, y las transacciones financieras fluirían mediante un sistema de pagos multilaterales de vasto alcance. La ambicionada convertibilidad para las principales monedas solo se alcanzaría hasta 1958. Las limitaciones económicas heredadas de la contienda internacional, especialmente en Europa restringieron, el manejo cambiario en sus economías nacionales, y requirieron el respaldo de operaciones financieras extraordinarias, como la del Plan Marshall. Las cambiantes condiciones en la balanza de pagos de los Estados Unidos cuestionaron la posición internacional que el dólar tenía al final de la guerra.

Al lado de las áreas monetarias del dólar y de la libra esterlina, florecieron los arreglos multilaterales entre países que empleaban ampliamente sistemas de compensación comercial, controles cambiarios y mercados paralelos. En un documento oficial de la época se afirmó que, “en el momento no hay una moneda en el mundo que tenga una única cotización”¹¹.

Francia fue el primer país beneficiario de un crédito del Fondo (US\$ 25 millones) en mayo de 1947. En los dos años anteriores había recibido dos créditos del Export-Import

¹⁰ Ocho de los treinta y nueve países miembros del Fondo, entre ellos Brasil y República Dominicana, solicitaron plazos para definir sus paridades. En el caso del Brasil el debate fue intenso, y todavía a principios de 1948 se enfrentaban los bandos opuestos de una devaluación o de una revaluación del cruzeiro antes de establecer la paridad requerida por el Fondo (RBR-244, febrero de 1948:107-108).

¹¹ “Se ha formado un nuevo vocabulario, de acuerdo con el cual las tasas se describen de manera variada como oficiales, libres, del mercado negro, del paralelo, o del gris, o clasificadas como tasas sobre activos, tasas de compensación, tasas múltiples, de turismo, etc” (BIS Annual Report, 1949: 118; citado en Tew, 1985: 17). En la City se volvió costumbre referirse a la libra esterlina en sus ‘cincuenta y siete variedades (Tew, 1985: 17).

Bank, que en total sumaban US\$ 1 200 millones. En el entretanto, avanzaron los preparativos del Plan Marshall (European Recovery Program) anunciado desde mediados de 1947 y puesto en marcha un año después¹²; y el Reino Unido restauró sin éxito la convertibilidad de su moneda en julio de 1947, (una de las aspiraciones originales de los promotores del Fondo, ya que un mes más tarde debió suspenderla¹³).

Entre 1948 y 1949 hubo gran agitación cambiaria en diversas latitudes. En enero de aquel año Francia abandonó, con cierto dramatismo ante el Fondo, la paridad convenida originalmente con dicha institución, y adoptó un sistema de tasas de cambio múltiples. Estos sucesos dieron cuenta de los aprietos cambiarios afrontados a principios de la posguerra por un protagonista en el escenario internacional, y crearon incertidumbre acerca de lo que podría ocurrir en otras naciones. La *Revista del Banco de la República* se refirió ampliamente a los eventos citados y a recientes desarrollos en el continente, que eventualmente podrían incidir sobre la economía colombiana:

El 25 de enero próximo pasado anunció el Banco de Francia que, a partir del día siguiente, pondría en vigor un conjunto de medidas que modificarían fundamentalmente el régimen monetario de esa nación. [...] se decretó una prima de 80 % sobre las cotizaciones oficiales de monedas extranjeras y, en consecuencia, el tipo de cambio del dólar pasó de 119 francos a 214 francos y fracción. Simultáneamente, se permitió, dentro de límites determinados un mercado libre de dólares [...]. La actitud francesa, asumida sin el consentimiento del Fondo Monetario Internacional y a pesar de la oposición del Gobierno inglés, había sido prevista en los círculos financieros internacionales, que consideraban ineludible un ajuste de la moneda francesa [...] los comentaristas económicos han dedicado atención preferente al estudio de las posibles repercusiones que traerá la decisión de las autoridades de París [...]. Muchos de ellos coinciden en predecir que a la devaluación práctica del franco seguirán en plazo más o menos largo las de otras monedas europeas y aun latinoamericanas.

El primero de febrero en curso se informó en Washington que el Fondo Monetario y el Gobierno chileno habían llegado a un acuerdo para revisar progresivamente el sistema de tipos múltiples de cambio de aquella nación. [...]. Se ha señalado este arreglo como una réplica del Fondo Monetario a la determinación

¹² Dos años después de terminada la guerra, las circunstancias financieras europeas eran extremas; la vigencia de los programas de arriendo y préstamo de los Estados Unidos en favor de los aliados había expirado en 1945, y el apoyo otorgado por las Naciones Unidas para la reconstrucción europea a través de la United Nations Relief and Rehabilitation Administration (UNRRA) parecía insuficiente. Se verificaron algunas operaciones crediticias, como el crédito otorgado por los Estados Unidos al Reino Unido en julio de 1946 (crédito angloamericano) por US\$ 3 750 millones, pero en el balance las reservas de oro y dólares en los bancos centrales europeos cayeron en un 25 % entre 1945 y 1947 (Solomon, 1982: 14). En estas circunstancias se anunció el Plan Marshall, originalmente concebido y expuesto por Dean Acheson, de la Secretaría de Estado, y solo después presentado por George C. Marshall en una sesión académica inaugural en la Universidad de Harvard (Hofstadter, 1982: 408-411). A finales de junio de 1948 se firmó la apropiación inicial de US\$ 4 000 millones para el Plan Marshall y US\$ 2 000 millones para otros programas de ayuda externa (Solomon, 1982: 384). En abril de 1948 se creó la Organización Europea para la Cooperación Económica (OECE), con el propósito inicial de administrar los recursos provenientes del Plan Marshall.

¹³ El crédito angloamericano de julio de 1946 exigía como contrapartida el restablecimiento de la convertibilidad de la libra en julio de 1947. Al adoptarse la medida, lo único que se consiguió fue una corrida sin precedentes sobre la libra esterlina, lo cual llevó a la revocatoria de aquella decisión (Van der Wee, 1986: 512-515).

francesa y como el punto de partida en el presente año de una serie de proyectos más o menos similares.

Los ejemplos citados anteriormente evidencian la inestabilidad mundial predominante en cuestiones monetarias e indican, cuando menos, la necesidad de mantener una política de vigilante prudencia, para hacer frente en tiempo oportuno a situaciones que podrían sobrevenir en nuestro país, emanadas de los acontecimientos internacionales que se produzcan en el futuro [...] (*RBR*-244, febrero de 1948: 107-108).

En 1948 Colombia y México establecieron nuevas paridades oficiales con el Fondo. En Colombia el peso se devaluó en 10,25 %, de modo que la paridad con el dólar pasó de \$ 1,75 a \$ 1,95. La medida fue adoptada luego de obtenida la aprobación del Fondo, ya que el porcentaje de devaluación excedía el 10 % (Yeayer, 1968: 349; *RBR*-254, diciembre de 1948: 1339). Un alud de devaluaciones sobrevino entre septiembre de 1949 y marzo de 1950: trece países europeos, el área de la esterlina (excluyendo a Pakistán) y otros países vieron descender las paridades de sus monedas en relación con el dólar. Las magnitudes de la devaluación difirieron ampliamente entre países; las del Reino Unido, el área de la esterlina, y un grupo de naciones europeas fueron del orden del 30 %; Francia y Alemania devaluaron en 22 y 20 %, respectivamente; Bélgica y Portugal en 13 %, e Italia en 8 %. En América, Argentina devaluó en 47 %, Canadá en 9 %, y poco después, a contrapelo del régimen prevaleciente internacionalmente, en octubre de 1950 este último país optó por un régimen cambiario flexible. La simultaneidad de los ajustes de paridades no fue independiente de la aplicación del Plan Marshall: los Estados Unidos urgieron a los beneficiarios del plan para que estimularan sus exportaciones hacia el área del dólar, pretendiendo resolver, de paso, lo que en su momento se denominó “la escasez de dólares” (Tew, 1985: 33-35; Van der Wee, 1986: 520-524)¹⁴.

El gerente destacó la “honda conmoción” internacional desatada por las devaluaciones, y la necesidad de contar con un marco legal que facilitara la toma de decisiones cambiarias de manera expedita. Por entonces, un eventual ajuste de la tasa de cambio solamente podía materializarse mediante la expedición de una ley. La decisión británica fue comentada en la *Revista*, en los términos siguientes:

[...] el Gobierno de la Gran Bretaña decidió el 18 de los corrientes reducir el contenido de oro de la libra esterlina, que en términos del dólar de los Estados Unidos de América ha quedado valiendo US\$ 2,80, en vez de US\$ 4,03 [...] el anuncio de su efectividad en una elevada cuantía —seguido de la devaluación simultánea de las monedas de gran parte de los países europeos— ha producido en todos los mercados mundiales una honda conmoción, cuyas consecuencias sería aventurado señalar anticipadamente [...]. En lo que respecta a Colombia [...] sus relaciones comerciales con el área de influencia de la libra esterlina, son en esta época, menores que en pasadas y análogas emergencias [...].

¹⁴ La devaluación de la libra fue ampliamente controvertida en términos de su oportunidad y magnitud. Como el ajuste cambiario se adoptó en momentos de reconocidas presiones inflacionarias, la medida exacerbó dichas presiones y renovadas exigencias salariales (Harrod, 1969: cap. 4; Mundell, 1968: 124).

Es interesante observar que en el breve transcurso de horas y según las circunstancias propias de cada país, veinte naciones y casi todos los territorios coloniales del Reino Unido ajustaron la paridad de sus monedas en armonía con la decisión inglesa, lo que está demostrando la urgencia inaplazable de buscar entre nosotros adecuadas fórmulas legales que permitan resolver sin dilación, en un momento dado, los problemas cambiarios que, eventualmente, llegaren a presentarse (*RBR*-263, septiembre de 1949: 956).

4. Avances del multilateralismo y difusión internacional del crédito del Fondo

Un paso adelante en la promoción del multilateralismo fue dado por la OECE en 1950. En efecto, en septiembre de dicho año se creó la Unión Europea de Pagos, con el fin de establecer un régimen de pagos multilaterales que sucediera a los acuerdos bilaterales de compensación que habían florecido desde los años treinta, al lado de los regímenes de control de cambios internacionales (Torres, 1950 en *RBR*-276, octubre: 1054-1055; *RBR*-333, julio de 1955: 838-841)¹⁵.

Simultáneamente, la actividad crediticia del Fondo se puso en marcha. Así, entre 1947 y 1950 los créditos ascendieron a US\$ 777 millones, de los cuales el 10 % correspondió a giros efectuados por América Latina. Las colocaciones de crédito se redujeron de manera sustancial en los primeros años cincuenta, ya que se decidió que los países beneficiarios del Plan Marshall no deberían buscar financiamientos en el Fondo. La situación cambió bruscamente a mediados de la década, cuando a la crisis del Canal de Suez se sumaron movimientos de inestabilidad cambiaria en algunos países; en solo tres años (1956-1958) los créditos del Fondo rebasaron los US\$ 2 000 millones, de los cuales US\$ 343,5 millones, o sea, el 17 %, se destinó a Latinoamérica (Tew, 1985: 116; Canto, 1959, en *RBR*-382, agosto: 1959: 924-936).

Los créditos de *stand by* otorgados por el Fondo se utilizaron ampliamente durante los años cincuenta. Entre 1952 y 1954 accedieron a ellos economías europeas como las de Bélgica y Finlandia, y también latinoamericanas como México y Perú, pero su utilización no fue significativa. El crédito del Fondo también se extendió como parte de programas de estabilización a los países que los solicitaran, el primero de los cuales se realizó en el Perú, en 1954. También, se acudió al mecanismo de “acuerdos paralelos”, mediante el cual el financiamiento del Fondo a los programas de estabilización llegó acompañado por recursos provistos por el Gobierno de los Estados Unidos o agencias oficiales de otros países, y por la banca estadounidense. Acuerdos paralelos fueron empleados en el Reino Unido en 1956, y en Francia en 1958; igualmente en numerosos programas de estabilización y simplificación cambiaria adelantados en trece países latinoamericanos, entre ellos Colombia, entre 1954 y 1959 (Yeayer, 1968: 351; Canto, 1959).

En 1958 se avanzó significativamente en pro de la convertibilidad, entendida como la abolición de los controles cambiarios, la supresión de las trabas al comercio internacional y el libre movimiento de los capitales. Un antecedente importante fue el estableci-

¹⁵ A mediados de la década, Brasil, como principal exportador de café firmó un pacto de pagos multilaterales con Alemania, Gran Bretaña y Benelux, y se llegó a sugerir que Colombia explorara un acuerdo similar con sus compradores europeos (“El Clearing Internacional” en *RBR*-344, junio de 1956: 651-653).

miento de un sistema multilateral de arbitraje de divisas entre varios países europeos en 1953; antes, las operaciones de divisas solamente podían celebrarse en forma bilateral. En total, quince países optaron por restaurar la convertibilidad de sus monedas, casi tres lustros después del Acuerdo de Bretton Woods. Por la misma época ganaron cierta audiencia las ideas encaminadas a crear un mercado común latinoamericano, así como el establecimiento de una unión de pagos en el continente (Prebisch, 1958, en *RBR*-374: 1408-1419).

La que a finales de los años cuarenta podía interpretarse en Europa como escasez de dólares, no solo había perdido vigencia para mediados de la década siguiente, sino que había dado un giro completo. La balanza de pagos de los Estados Unidos comenzó a reflejar una situación en la cual el superávit en bienes y servicios fue superado por salidas netas en la cuenta de capitales; y como resultado de ella, las reservas de oro, que en manos de aquel país constituían la garantía del sistema monetario internacional, entraron en un período de declive. Hacia 1961 la balanza de pagos de los Estados Unidos ganó un protagonismo que antes no se le reconocía¹⁶. Se anunció que los Estados Unidos acudirían al crédito del Fondo en caso de ser necesario, y se conformó el Grupo de los Diez, un conjunto de países industrializados que facilitaría recursos suplementarios al Fondo en el caso de que este los requiriera para financiar eventuales giros de los Estados Unidos o del Reino Unido¹⁷. Además, se creó un *pool del oro* en Londres con participación del Federal Reserve y otros siete bancos centrales, con el propósito de mantener la estabilidad de las cotizaciones del metal alrededor de US\$35 la onza¹⁸.

5. Mayor cooperación en el mundo desarrollado y auspiciosa creación de la Alianza para el Progreso

Al tiempo que se avanzaba en temas de cooperación monetaria, se conquistaban nuevos logros en términos económicos más amplios. Como resultado del Tratado de Roma de 1957 se dio vida a la Comunidad Económica Europea a partir del primero de enero de 1958, conformada por Alemania, Francia, Italia y los países del Benelux. Posteriormente, por iniciativa de los Estados Unidos, la OECE creada en 1948 fue transformada en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en noviembre de 1960. La nueva organización, integrada por 18 países europeos, los Estados Unidos y Canadá, entró en vigor en septiembre de 1961 (Rueda, 1961; en *RBR*-409, noviembre: 1397).

Si en el mundo desarrollado se exploraban nuevos ámbitos de integración económica, en América Latina los años sesenta se abrieron con la expectativa de que ella sería la década del desarrollo económico de la región. Dicho optimismo fue alentado, entre otros

¹⁶ Según el presidente Kennedy, “Nuestra balanza de pagos se ha convertido en uno de los factores clave de nuestra vida económica nacional” (mensaje al Congreso del 6 de febrero de 1961; en Tew, 1985: 102).

¹⁷ El primer acuerdo de *stand-by* entre los Estados Unidos y el Fondo se firmó en 1963 (Tew, 1985: 104).

¹⁸ “La crisis latente del dólar de los últimos cinco años se ha visto enfrentada [...] por un grado de cooperación internacional sin precedentes y gracias a una amplia gama de acuerdos a corto plazo concluidos entre los principales Gobiernos y bancos centrales, se ha detenido hasta el momento un colapso del nuevo patrón de cambios similar al de 1931” (Triffin, 1964, “De Waterloo a Tokio”; tomado de *The Economist*, 15 de agosto de 1964, y reproducido en *RBR*-442: 1010).

factores, por la creación de instituciones como la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (Alale) y la puesta en marcha de programas como la Alianza para el Progreso. La primera fue el resultado del Tratado de Montevideo de 1960, cuyo objetivo fue el de crear una zona de libre comercio en América Latina, y tuvo como firmantes originales a Argentina, Brasil, Chile, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Ya por entonces se insistía en que no existía en ningún país de la región un mercado interno suficientemente grande para aprovechar las economías derivadas de la industrialización en gran escala (Linfield, 1960 en *RBR*-392, junio: 699-703).

El Comité de los 21, creado por la Operación Panamericana en 1959, se reunió en Bogotá en septiembre de 1960. La *Revista* dedicó sus notas editoriales de ese mes a destacar la relevancia del evento:

Bogotá tuvo el honor de servir de sede a la Tercera Reunión del “Comité de los 21”, la cual se clausuró el 13 de septiembre, con la firma del Acta de Bogotá. Este trascendental documento sienta las directrices generales de una nueva política continental de desarrollo [...]. El Acta contiene recomendaciones de suma importancia para el mejoramiento del sector agrario, de la vivienda y servicios comunales, de los sistemas educativos, de la salud pública, y para la movilización en estos sentidos de los recursos nacionales. Crea un fondo especial de desarrollo social cuya administración estará a cargo del Banco Interamericano de Desarrollo, el cual suministrará capital y asistencia técnica, en condiciones amplias, con miras a alcanzar un mayor progreso social y un crecimiento económico más equilibrado. Los créditos que este organismo conceda podrán pagarse en las monedas de los prestatarios y reinvertirse, además, en el respectivo país los fondos provenientes de amortizaciones e intereses¹⁹.

Al Acta de Bogotá siguió pocos meses después el anuncio de la Alianza para el Progreso por el presidente J. F. Kennedy, quien urgió a las naciones americanas, “para que den comienzo a un nuevo y vasto plan de 10 años, un plan que transformará la década del 60 al 70 en la década histórica del progreso democrático”. Y aseveró que,

[...] si los países de América Latina están dispuestos a hacer lo que les corresponde, los Estados Unidos por su parte les suministrarán recursos de tal alcance y magnitud para garantizar el éxito de este resuelto esfuerzo, como fue un éxito la reconstrucción de la economía de la Europa Occidental tarea para la cual ayudamos a los países de esa región a obtener los recursos que necesitaban. Solo un esfuerzo de dimensiones monumentales les puede asegurar el cumplimiento de nuestro plan para una década de progreso (Agudelo, 1961; en *RBR*-406, agosto: 985-991)²⁰.

¹⁹ El representante de los Estados Unidos anunció un aporte inicial al de los Estados Unidos al fondo: “El presidente Eisenhower ha recomendado, y nuestro congreso ha autorizado, la apropiación de quinientos millones de dólares para tal objeto. La apropiación en sí será solicitada en las próximas sesiones del congreso en 1961” (*RBR*-395, septiembre de 1960: 1085).

²⁰ Agudelo hizo parte del llamado Comité de los Nueve de la Alianza para el Progreso, al cual también pertenecieron Paul Rosenstein-Rodan, Felipe Pazos y Manuel Noriega Morales.

Del discurso presidencial la *Revista* rescató la referencia a la cooperación estadounidense en relación con los mercados de productos de gran consumo, “cuyas violentas y continuas fluctuaciones en los precios perjudican grandemente las economías de las diversas naciones latinoamericanas” (*RBR*-401, marzo de 1961: 296). Igualmente, citó en su totalidad la exposición del ministro de Hacienda de Colombia, Hernando Agudelo Villa, en la cuarta sesión plenaria del Consejo Interamericano Económico y Social, quien aludió al tema cafetero en los siguientes términos:

La delegación colombiana estima útil insistir en que para el desarrollo y bienestar social del continente, lo principal es la defensa de un nivel de precios remunerativos para sus productos de exportación, pues si no se aseguran términos de intercambio adecuados con las áreas industriales y un ingreso suficiente para remunerar los factores internos de producción, la ayuda financiera internacional sería incompleta para asegurar el éxito del programa.

La debilidad de la balanza de pagos de los países cafeteros, y en general la de todos los latinoamericanos, constituye la más seria dificultad para ejecutar una política de desarrollo económico y de bienestar social. Por ello, si estos países no pueden contar en los próximos años con un mayor ingreso de divisas, generado no tanto en el volumen sino en el precio de sus exportaciones, como soporte esencial y previo de la ayuda financiera, serán incapaces de asegurar la tasa de inversión que requiere una política de incremento sustancial de la producción. Es evidente que la responsabilidad de los planes de desarrollo corresponde, en primer término, al esfuerzo propio de cada país. Pero tal responsabilidad será frágil, si no se garantiza un justo precio a los productos de exportación; si no se mejoran las condiciones de intercambio, medidas en términos de trabajo humano, de cuya debilidad e injusticias dependen en gran parte el subdesarrollo, los angustiosos problemas cambiarios y la inestabilidad monetaria (Agudelo, 1961; en *RBR*-406, agosto: 989).

En su visita a Colombia, a finales de 1961, el presidente de los Estados Unidos ratificó los objetivos de la Alianza, empresa a la que no dudó en comparar con el Plan Marshall:

El plan exige de todas las naciones americanas un grande e inmediato esfuerzo para satisfacer las necesidades esenciales de trabajo y tierra, casas y escuelas que tienen nuestros pueblos. Espera –dentro de los diez próximos años, o sea, la Década del Desarrollo no estar muy adelantado en el camino de satisfacer estas necesidades. En relación con esta empresa, los Estados Unidos han prometido prestar una ayuda al desarrollo que se persigue, de una magnitud sin paralelo desde el Plan Marshall. También hemos convenido en brindar asistencia técnica, en ayudar a suministrar alimentos a los necesitados y en trabajar con vosotros con el fin de estabilizar los precios de los productos básicos, tales como el café, para que vuestros países no se sigan perjudicando en virtud de los rápidos cambios del valor de vuestras exportaciones (*RBR*-410, diciembre de 1961: 1527-1528).

E. La política monetaria a mediados del siglo

1. Revalorización de la política monetaria en el mundo desarrollado

El primer lustro de la posguerra trajo consigo cambios en las instituciones monetarias, desde el papel de la banca central hasta el rango conferido a la política monetaria. Desde la guerra y en los años que siguieron a la contienda, las tasas de interés en el Reino Unido y en los Estados Unidos habían sido bajas, del orden del 3 %. De hecho, desde 1933, en las dos economías, la política monetaria había ocupado una posición subsidiaria en relación con la política fiscal. Ante el clima inflacionario desatado en los postreros años cuarenta, el advenimiento de la guerra fría y el estallido de nuevas confrontaciones como el de la guerra de Corea, el manejo monetario recuperó su relevancia²¹. Fue también la oportunidad para evaluar la eficacia de los instrumentos de política monetaria aplicados desde 1945²².

La organización de la banca central, su propiedad accionaria, y las relaciones entre las autoridades monetarias y fiscales, así como la independencia del banco en relación con el Gobierno, o su sujeción a él, fueron temas de debate y de legislación en todos los continentes. Los Gobiernos de inspiración socialista provocaron gran parte del alud reformista. En términos de la propiedad, a mediados de 1948, de 57 bancos centrales de naciones independientes, 36 pertenecían al Estado, 9 eran de propiedad mixta y 12 pertenecían a particulares. En América figuraban como oficiales los bancos de Argentina, Bolivia, Canadá, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Haití, Nicaragua, Paraguay y Uruguay; como privados los de Perú, El Salvador y los Estados Unidos; y como mixtos los de Chile, Colombia, Ecuador, México y Venezuela (Kris, 1949; en *RBR*-256, febrero:115-123).

Para entonces se reconocían “rasgos de independencia” en el Sistema de Reserva Federal, que lo definían como una experiencia única. Desde sus orígenes se entendió la Reserva Federal como “una organización definitivamente no partidista, cuyas funciones deben estar por entero divorciadas de la política”; sus posiciones en relación con el ma-

²¹ Según un distinguido observador de la época,

Tanto los Estados Unidos como Gran Bretaña abandonaron su política de ‘crédito fácil’ en 1951, volviendo a desarrollar una ‘política monetaria’. [...] Hasta entonces el sistema de la Reserva Federal se había visto sometido a la restricción implicada en su obligación de atender a la financiación del Tesoro de los Estados Unidos, y trabajaba bajo el compromiso de mantener la tasa sobre los bonos al 2½ %. [...] Esta situación acabó en marzo de 1951 con el ‘acuerdo’ entre la Reserva Federal y el Tesoro. [...] En el ‘acuerdo’ se consideraba que la reserva federal debería seguir atendiendo a las necesidades del Tesoro, pero que ya no debía mantener la tasa sobre los bonos al 2½ %. Así, el ‘acuerdo’ significó el renacimiento de la política monetaria, tras dieciocho años en los que jugó un papel muy reducido. La Reserva Federal intentaría de nuevo, como hiciera de 1922 a 1929, controlar el desarrollo del ciclo económico, incluyendo los efectos de guerras a escala no mundial (Harrod, 1969: 303-304).

²² En una evaluación efectuada a finales de 1952 la revista *The Economist* señaló que una de las enseñanzas del manejo monetario en los Estados Unidos entre 1946 y 1951 había sido la de que los requisitos de encaje y los controles selectivos del crédito no actuaban como eficaces instrumentos deflacionarios mientras subsistieran tasas de interés fijas (“Enseñanzas de la política monetaria de los Estados Unidos” en *RBR*-305, marzo de 1953: 253-256; *RBR*-314, diciembre de 1953: 1348-1351).

nejo monetario se basarían “en consideraciones generales y no en las que provengan de grupos económicos particulares”; y, en todo caso, sería una organización independiente dentro del Estado, sujeta a las normas constitucionales en materia monetaria (Allen, 1957 en *RBR*-358, agosto: 887-892). En general, al banco central le correspondería llevar “hasta la cúspide [del Estado]” una opinión independientemente formada en materia monetaria; “Y que haya luz”, fue la expresión utilizada a finales de los años cincuenta en Gran Bretaña por el Informe Radcliffe (Sayers, 1961 en *RBR*-402, abril: 458-463).

2. Desarrollos en América Latina

a. Relevancia de las estadísticas monetarias

A principios de 1949, Grove y Alter, quienes próximamente vendrían a Colombia para participar en las deliberaciones que desembocaron en la reforma del Banco de la República en 1951, pasaron revista a la experiencia latinoamericana durante el primer lustro de la posguerra. El continente se vio sumido en una situación de caída pronunciada de sus activos externos, pero igualmente de presiones inflacionarias que parecieron reiterar los ambientes inflacionarios de la época de la guerra. Al tiempo que se recobraba el comercio exterior y las importaciones represadas se financiaban con el drenaje de reservas internacionales, los controles de cambios y de importaciones se hicieron más rígidos y selectivos. El énfasis en las importaciones de bienes de capital fue reforzado con políticas internas de fomento, en cuya aplicación participaron activamente tanto la banca comercial como la banca central; según los autores, en este último caso descollaron los institutos centrales de Argentina, Chile y Colombia (Grove y Alter, 1949 en *RBR*-257, marzo: 257-266).

Las reuniones de técnicos de bancos centrales de América Latina constituyeron un foro de discusión de la política monetaria en el continente. Una variedad de temas atrajo la atención de los analistas en la primera década de la posguerra. Entre ellos, la medición de los agregados monetarios, y la determinación de los factores de su crecimiento, la organización de los institutos de emisión, el alcance de la política monetaria, el control selectivo del crédito, los instrumentos de estabilización, y la promoción del mercado de capitales.

Los aspectos de medición ocuparon un lugar preeminente en la primera reunión de técnicos de bancos centrales, celebrada en México en 1946²³. Robert Triffin, quien dos años antes, en el Banco de la República, había preparado una monografía sobre historia monetaria colombiana, presentó el trabajo que serviría de referencia para el análisis estadístico en los bancos centrales en los años subsiguientes (Triffin, 1944)²⁴. Con base en

²³ La idea de reunir a los técnicos de los bancos centrales comenzó a ventilarse en la Conferencia Interamericana sobre Sistemas de Control Económico y Financiero, celebrada en Washington en 1942; fue reiterada en la Conferencia Monetaria de Bretton Woods de julio de 1944; y, de nuevo, en la Conferencia Interamericana sobre Problemas de la Guerra y de la Paz, reunida en México en 1945 (Banco de México, 1946: 2).

²⁴ En Colombia, la *Revista del Banco de la República* había adoptado desde su edición de marzo de 1945 la definición de dinero, entendida como el conjunto de los medios de pago, propuesta por Francisco de Abrisqueta,

este último trabajo, el Fondo Monetario Internacional elaboró un estudio comparativo de varios países latinoamericanos, en el cual se destacaba la relevancia de las estadísticas monetarias para el análisis económico. El párrafo de apertura del documento del Fondo fue el siguiente:

Un gran aumento del medio circulante fue el resultado universal de la guerra. Este aumento afectó el nivel de precios, los ingresos, y la tasa del interés en todos los países del mundo, y, en la medida en que la velocidad de aumento en varios países fue desigual y desproporcionada con la relativa expansión de sus economías reales, tendió a afectar los tipos de cambio de todos los países. Precios, ingresos, tasas de interés y tipos de cambio se encuentran entre los hechos económicos más importantes, y la relación entre el medio circulante y los mismos es una evidencia suficiente de la importancia de las estadísticas monetarias como fuente de datos económicos (FMI, 1949 en *RBR*-266, diciembre: 1271)²⁵.

Posteriormente conferencias de técnicos de bancos centrales dedicaron parte de su atención a las estadísticas monetarias. Un tema recurrente fue el de si se debían incluir o no los depósitos a término y de ahorro en la definición de los medios de pago, y siempre se coincidió en su exclusión. Un tema de interés fue el del origen de los medios de pago, además de las metodologías para calcular su volumen; el Banco de la República participó activamente en este proyecto (Gaviria y Orozco, 1957).

b. Banca central: controversias sobre el crédito de largo plazo

El rol de los bancos centrales fue también materia de discusión. Se adoptó una posición crítica, al señalar que en algunos países su papel se había desvirtuado. Según una relatoría de la segunda reunión de técnicos, los bancos centrales “pueden ser instrumentos más eficaces hoy para solventar dificultades fiscales de los Gobiernos, pero menos adecuados para la dirección de la política monetaria”. La delegación colombiana fue enfática en rescatar una mayor autonomía para la banca central:

Sin desconocer que la dirección de la política monetaria es función que compete al Estado como representante de los intereses de la comunidad, la delegación considera que ella no puede ejercerse por organismos de carácter político o simplemente administrativo. [...] Normas superiores y objetivos pueden ser fijados por los órganos superiores del poder público, pero la ejecución de la política monetaria debe cumplirse por órganos especializados que no son otros que los bancos centrales de emisión, ampliamente facultados por la legislación para fijar los encajes de la banca comercial, determinar las tasas de interés, regular los

1945). De Abrisqueta continuó los lineamientos trazados por Triffin, (1944), y en un trabajo anterior, por Hermberg, (1939). El trabajo metodológico presentado por Triffin en la primera reunión de bancos centrales llevó como título “Esbozo general de un análisis de las series estadísticas monetarias y bancarias de América Latina sobre bases uniformes y comparables” (Banco de México, 1946:410-430).

²⁵ Fondo Monetario Internacional, (1949) en *RBR*-266, diciembre: 1271).

redescuentos y gobernar el tipo de cambio internacional [...] (*RBR*-268, febrero de 1950: 122).

Tales discusiones ganaron importancia en un contexto internacional donde la política monetaria estaba recobrando relevancia. La cuarta reunión de técnicos repasó la experiencia de los Estados Unidos a partir del acuerdo entre la Reserva Federal y la Tesorería en 1951, como una ilustración de la acción de los bancos centrales frente a circunstancias económicas cambiantes. En cuanto a los países en desarrollo, se insistió en el crédito selectivo de largo plazo “para incidir seriamente en el crecimiento económico”; y en el uso de encajes flexibles y depósitos sobre importaciones, entre otros, como las “armas preferidas”. Ya para entonces se insinuaban las que serían las futuras inversiones del encaje con objetivos de fomento: “los encajes flexibles aparecen como el arma más socorrida, e inclusive, la radicación de alguna parte de ellos en préstamos de tipo de fomento económico o en títulos que los representen, ya con miras a un término largo, constituye uno de los campos más dignos de estudio en algunos países, como por ejemplo, México” (*RBR*-321, julio de 1954: 786-787).

En la segunda mitad de los años cincuenta las preocupaciones dominantes en las reuniones de técnicos fueron la estabilidad monetaria y su compatibilidad con políticas financieras diseñadas en favor del crecimiento, en especial, del crédito de largo plazo. ¿Es inflacionario el crédito bancario a largo plazo?, se preguntaba Henry Wallich, miembro del Consejo de Asesores Económicos de la administración de Eisenhower en la quinta reunión de técnicos de bancos centrales, para recibir de los concurrentes una respuesta ambigua, pero en la cual se advertía que en la medida en que el crédito promoviera inversiones productivas, su impacto inflacionario debería ser menor que si se acudiera a créditos renovados de corto plazo²⁶. Según Wallich, quien actuaba como relator de la reunión, el acuerdo general de la misma consistió en que lo decisivo era el volumen total de crédito, que en la práctica sería difícil incrementar el de largo plazo sin alterar el total y que, en todo caso, si se deseara privilegiar el crédito de largo plazo, debería conducirse “prudente y gradualmente” para evitar efectos inflacionarios (*RBR*-361, noviembre de 1957: 1274).

Otros observadores internacionales coincidieron en que estos eran los temas de mayor relevancia²⁷. En una publicación difundida por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla) a mediados de los años cincuenta, Grove llamó la atención acerca de los supuestos beneficios de la inflación, que en aquella época encontraban audiencia, y de la necesidad de preservar la estabilidad monetaria:

En los países subdesarrollados, la labor primordial de las autoridades monetarias consiste en crear un ambiente financiero favorable a una distribución óptima de los recursos nacionales y al aumento de las probabilidades de obtener recursos adicionales del exterior. Esto exige el logro de la estabilidad financiera interna y

²⁶ Quinta reunión de técnicos de bancos centrales del continente americano (*RBR*-361, noviembre de 1957: 1248-1274; *RBR*-362, diciembre de 1957: 1385-1397).

²⁷ “La política monetaria en la América Latina”, Federal Reserve Bank of New York (*RBR*-343, mayo de 1956:527-533).

resistencia a los intentos de financiar el desarrollo por procedimientos inflacionarios (Grove, 1955: 91)²⁸.

En todo caso, en contra de la estabilidad atentaban los ciclos de los ingresos cambiarios basados en la exportación de bienes primarios, y el financiamiento primario del déficit fiscal. En este último caso, “los Gobiernos han tendido a confiar extremadamente en el crédito del banco central para cubrir déficit presupuestales, menoscabando seriamente la posibilidad de las autoridades monetarias para controlar la oferta de moneda y crédito” (Grove, 1955: 528).

c. Expansión primaria y secundaria de dinero. Encajes flexibles

Por la misma época cobró auge la distinción entre expansión primaria y expansión secundaria de dinero. La *Revista* divulgó en 1953 un artículo cuya autoría era del Sistema de la Reserva Federal en el cual se examinaban los factores que influían directamente en la oferta de dinero; en especial, se destacaba la posición de reservas líquidas del sistema bancario:

Bajo el sistema monetario de este país, la posición de reserva del sistema bancario es una determinante máxima de la oferta de dinero. La actividad prestamista de los bancos comerciales es la fuente principal de dinero nuevo, a tiempo que el total de préstamos en que pueden comprometerse los bancos está limitado por sus propias reservas. Además de los principales factores que afectan la cantidad de dinero, fuera de la actividad prestamista de los bancos comerciales, están las transacciones financieras internacionales de un país y las transacciones de reserva bancaria con inversionistas distintos de los bancos (*RBR*-310, agosto de 1953: 849).

La Reserva Federal estaba en capacidad de variar el volumen de crédito mediante determinaciones que afectaban el volumen de las reservas bancarias. Tal posición de reservas podía afectarse mediante cambios en los márgenes o las tasas del redescuento, mediante la compra o venta de títulos de deuda pública, o alterando los porcentajes sobre depósitos que los bancos debían mantener como reservas. Ya por entonces la compra y venta de valores del Gobierno era el método empleado “en grande escala” por la Reserva Federal para ensanchar o contraer las reservas de los bancos (*RBR*-310, agosto de 1953: 856).

En Colombia directivos del Banco de la República, como Martín del Corral e Ignacio Copete, llamaron la atención acerca de los avances recientes de la banca comercial, del potencial multiplicador de los depósitos bancarios, y de la gama de instrumentos de control monetario, entre los cuales se encontraban los encajes flexibles (Corral, 1955: 289-298; Copete, 1955: 566-572). El primer autor insistió en la necesidad de crear un mercado de deuda pública en Colombia, para ampliar la capacidad de control monetario

²⁸ El trabajo de Grove fue comentado en la *Revista* por Óscar Alviar Alviar (1955).

que por entonces existía²⁹. A su turno, analistas del Banco se ocuparon de seguir con ojo crítico los logros relativos del control monetario basado en dichos encajes (Gaviria, 1957: 892-895).

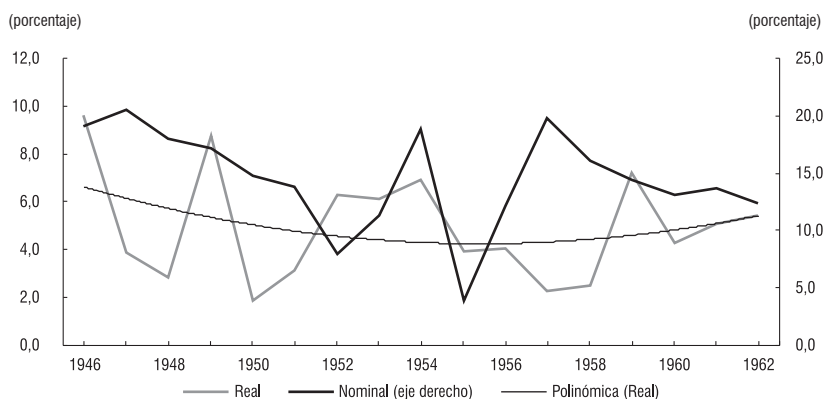
El proceso de creación de dinero fue un tema de primer orden en los bancos centrales, y en el Cemla entre finales de los años cincuenta y principios de los sesenta. Que los cambios en la tasa de crecimiento del dinero tienen una influencia importante en la economía, era ya un reconocimiento extendido en el continente, y el análisis de agregados monetarios y la programación financiera eran tareas usuales de los bancos centrales³⁰.

II. EL CICLO ECONÓMICO EN COLOMBIA

A. El crecimiento

La tasa media de crecimiento de la economía entre 1946 y 1962 fue del 5 %. Durante el apogeo cafetero hasta 1954 dicha tasa fue del 5,5 %, y posteriormente del 4,3 %. En el Gráfico 4.7 puede aprenderse que, terminada la guerra la tasa de crecimiento se ubicó cerca del 10 %, la cual se desvaneció rápidamente, pero luego pudo enrumbarse de manera sostenida, luego de algunos tumbos desde 1951. Los primeros tres años de la segunda mitad de la década fueron de bajos crecimientos, de la mano de la crisis cafetera de entonces. Solamente a partir de 1958 la economía logró acogerse a una senda de crecimientos del orden del 5 % anual.

Gráfico 4.7
Tasas de crecimiento del PIB: real y nominal, 1946-1962



Fuente: RBR (varios años).

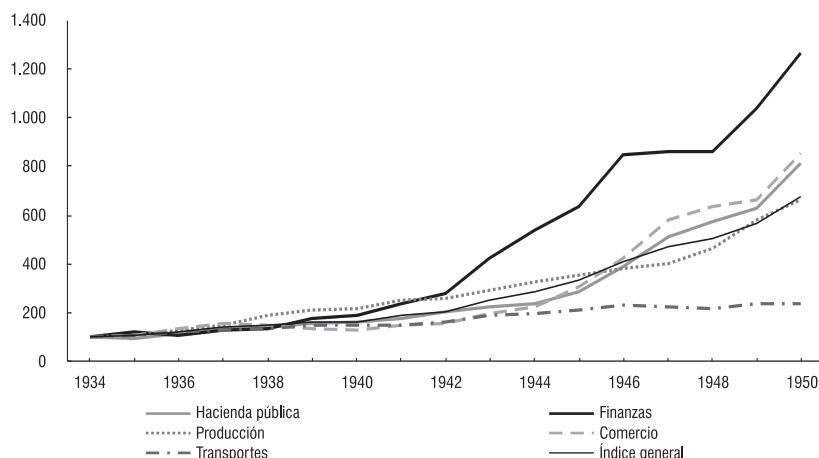
²⁹ “Desafortunadamente, el Estado en Colombia no se ha preocupado por la creación de un mercado para sus valores, quitándole así al banco central uno de los más poderosos instrumentos para su intervención en el mercado monetario [...]” (Corral, 1955: 296).

³⁰ El Cemla había convocado cursos sobre mecanismos monetarios y bancarios, cuyas metodologías quedaron expuestas en textos como el de Brovedani de 1961, el cual fue publicado por dicha institución en 1969.

1. Indicadores habituales de la Revista

Con base en los índices construidos por el Banco en 1934 fue posible armar varias series sectoriales que la institución podía consultar para tomarle el pulso a la economía. En el Gráfico 4.8 se citan los principales grupos sectoriales empleados habitualmente por el Banco. Puede observarse que de acuerdo con dichos índices, el liderazgo sectorial en el primer lustro de la posguerra estuvo a cargo de los sectores de finanzas, comercio y hacienda pública. Aunque estos índices se construyeron y publicaron hasta 1958, al menos desde finales de los años cuarenta la mayor atención se concentró en la construcción y publicación del PIB.

Gráfico 4.8
Índices de la actividad económica: sectoriales y general, 1934-1950
(1934 = 100)



Fuente: RBR (varios años).

2. Estimaciones del PIB en los años cincuenta

Los primeros cálculos del ingreso nacional adelantados por el Banco tuvieron lugar desde mediados de 1948³¹. Por la misma época, otras estimaciones del ingreso fueron realizadas por proyectos específicos, como el de la misión del Banco Internacional de Reconstrucción

³¹ El Banco creó un Grupo de Ingreso Nacional como parte de la Sección de Investigaciones Económicas. La capacitación original se adquirió en el Departamento de Comercio de los Estados Unidos, según el testimonio de la *Revista* (RBR-252, octubre de 1948: 1170). En otra ocasión, la *Revista* recordó que en su momento la iniciativa de formar técnicos en balanza de pagos e ingreso nacional había sido del Banco: “La iniciativa de dotar al país de bien organizados servicios de Ingreso Nacional y Balanza Internacional de Pagos partió de la dirección del Banco de la República quien designó el personal de los respectivos grupos y le costeó los estudios prácticos de esas materias en el exterior” (RBR-279, enero de 1951: 16).

y Fomento destacada en Colombia entre 1949 y 1950 (Currie, 1950)³². Y también comparaciones internacionales de crecimiento del ingreso real para Colombia, como la efectuada por Clark para el período 1939-1950 (Clark, 1980: 137-138)³³.

En su informe de 1949-1950, el gerente destacó la “labor de vastas proporciones” que significaba que el Banco se hubiera comprometido con la organización de las cuentas nacionales. Era “una tarea sumamente compleja” por la necesidad de abarcar la totalidad de la economía y la ausencia de información estadística en renglones básicos para efectuar las estimaciones. De acuerdo con las clasificaciones y metodologías de Naciones Unidas, las actividades económicas se agruparon en 57 renglones, y se iniciaron los cómputos del ingreso y del producto nacional³⁴.

Las primeras estimaciones del producto y del ingreso, para cada año entre 1945 y 1949, vieron la luz entre este último año y 1951³⁵. En septiembre de 1949 el Banco publicó el informe intitulado “Programa para la estimación del ingreso nacional de Colombia”³⁶ (Recuadro 2).

³² El *IGBR* (1953-1954: 139) destaca cómo la misión del Banco Internacional estimó un crecimiento del ingreso anual por persona del 3 % para el período 1939-1947.

³³ Clark (1980) presenta información de la renta real per cápita para Colombia en el período 1939-1950, de la cual se deduce que la tasa geométrica de crecimiento anual para dicho período habría sido del 2,5 %. Se citan como fuentes el Banco de la República para 1946-1950, y aparentemente el informe Currie (1950).

³⁴ Los encabezamientos de las agrupaciones fueron los siguientes: agricultura, bosques y pesca; minería; construcción por contrato; industria de transformación; comercio; finanzas, seguros y finca raíz; transportes; comunicaciones y servicios públicos; servicios; empresas del gobierno; gobiernos; y resto del mundo (*IGBR* 1949-1950: 83-88).

³⁵ La metodología fue explicada por el gerente en los siguientes términos:

Se ha seguido el sistema de las partes distributivas, o sea el de estimar independientemente los factores integrantes del valor agregado: remuneración del trabajo, utilidades, impuestos, alquileres e intereses pagados, que en total componen el ingreso nacional. Esta cantidad, obtenida por inducción, debe equivaler a la que resulte de un proceso deductivo, o sea restando al valor de lo producido en bienes y servicios, durante el período, a precios de costo, las materias primas, energía, combustibles [...] (*IGBR*, 1950-1951: 74).

³⁶ Banco de la República, Grupo del Ingreso Nacional (1949). El autor del informe fue Miguel Fadul Ch., quien en la presentación introductoria expresó su reconocimiento a la División del Ingreso Nacional del Departamento de Comercio de los Estados Unidos, en especial a los señores Harlow Osborne y Elwyn Bonnell, y en el Banco de la República, a Jorge Franco, Alberto Romero, Jaime Mz. Recamán y Leonel Torres.

RECUADRO 2

BANCO DE LA REPÚBLICA INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

PROGRAMA PARA LA ESTIMACIÓN DEL INGRESO NACIONAL DE COLOMBIA EN 1945*

A. Componentes del ingreso nacional

Remuneración del trabajo
Ingreso de empresas personales
Ingreso personal por alquileres y renta
Utilidad de sociedades anónimas antes de impuestos y otras deducciones
Interés neto

B. Componentes del producto nacional bruto

Gastos personales de consumo
Inversión bruta nacional privada
Inversión neta extranjera
Compras de bienes y servicios por el Gobierno

C. Ajuste entre el ingreso nacional y el producto nacional neto y bruto

Ingreso nacional más:
Impuestos indirectos y otros cargados a los negocios,
Transferencias efectuadas por las empresas menos subsidios
Discrepancia estadística

Igual a producto nacional neto, más:

Consumo de capital (depreciación de empresas no anónimas, anónimas y empresas del Gobierno)
Daños accidentales al capital fijo
Bienes de capital cargados a gastos corrientes

Igual a producto nacional bruto

* Banco de la República, Grupo de Ingreso Nacional (1949).

El programa para la estimación del ingreso fue comentado por el responsable de las cuentas nacionales en las Naciones Unidas, quien ponderó los avances y las limitaciones de las estimaciones realizadas en Colombia:

[...] los métodos de cálculo empleados tuvieron que ser muy aproximados debido a la falta de estadísticas económicas y financieras completas y al día. Al preparar las cifras, hubieron de usarse informaciones básicas derivadas del Censo

Industrial de 1945, el de Empleo de 1938, el Censo de Edificios del mismo año y las estadísticas ordinarias del impuesto sobre la renta. Como estos no abarcan más que un solo año, fue preciso extrapolar los resultados con base en cualquier estadística económica apropiada disponible, tales como cifras de producción y precios. [...] En general hay carencia de suficientes estadísticas básicas para la agricultura, comercio mayorista y detallista, talleres artesanales, e industrias pequeñas (Derksen, 1951; en *RBR*-279: 15).

El funcionario citado reconoció que del informe de 1949 se deducía que, “los estadígrafos colombianos se ciñeron a los conceptos y clasificaciones básicas adoptadas por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos”³⁷.

Con información de Naciones Unidas se pudo hacer un primer cotejo con la distribución sectorial del ingreso en otras economías, como aparece en seguida (Cuadro 4.6).

Cuadro 4.6
Distribución del ingreso nacional, sectores originarios del ingreso
(países seleccionados, fechas entre 1945 y 1949)
(porcentaje)

	Agricultura	Minería	Industria	Transporte y otros ^a	Comercio	Otros
África						
Egipto (1945)	44,5	n. d.	11,1	3,1	10,2	32,1
Unión Sudafricana (1949)	12,9	11,5	23,8	11,3	17,1	23,4
Norteamérica						
Canadá (1948)	16,4	3,4	30,1	15,2	20,4	14,5
Estados Unidos (1949)	8,0	2,1	30,8	11,8	28,0	19,3
México (1948)	20,4	8,7	22,5	10,9	24,1	13,4
R. Dominicana (1946)	40,9	2,1	16,0	4,4	20,9	15,7
Suramérica						
Argentina (1945)	24,0	1,8	21,3	12,7	23,8	16,4
Colombia (1949)	39,2	2,7	17,7	8,4	9,4	22,6
Chile (1948)	17,3	9,4	24,0	7,8	17,7	23,8
Paraguay (1946)	33,2	n. d.	30,7	7,7	13,4	15,0
Perú (1947)	32,6	6,0	18,6	5,5	22,2	15,1
Venezuela (1949)	10,1	29,6	n. d.	n. d.	60,3	n. d.

³⁷ Según Derksen, Jefe de la Sección de Cuentas Nacionales de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas, el grupo investigador del Banco de la República ha hecho un gran esfuerzo para completar una serie de cuadros del ingreso y del producto nacional, basados en un sistema lógico y consistente de clasificación y de definiciones que abarca un período de cuatro años. Estos cuadros ilustran en forma interesante sobre la estructura económica del país y permiten sacar conclusiones relativas a la tendencia del desarrollo económico que se viene efectuando en Colombia a partir de 1945 (*RBR*-279, enero de 1951: 20).

Cuadro 4.6 (continuación)

**Distribución del ingreso nacional, sectores originarios del ingreso
(países seleccionados, fechas entre 1945 y 1949)
(porcentaje)**

	Agricultura	Minería	Industria	Transporte y otros ^a	Comercio	Otros
Asia						
China (1946)	62,7	0,4	7,2	3,8	13,5	12,4
Japón (1949)	28,4	2,2	27,1	11,1	16,0	15,2
Tailandia (1948)	61,2	0,6	12,8	n. d.	25,3	n. d.
Europa						
Alemania Occ (1949)	11,7	n. d.	52,4	8,8	10,0	17,1
Francia (1949)	20,2	5,3	17,8	18,4	13,1	25,2
Grecia (1946)	40,8	0,7	22,1	7,9	15,5	13,0
Italia (1948)	35,9	0,5	30,5	7,5	12,8	12,8
Países Bajos (1947)	12,0	1,6	31,4	15,0	16,4	23,6
Reino Unido (1949)	5,4	3,5	38,5	13,6	13,2	25,7

a/ Transportes, comunicaciones y construcciones,

n. d.: no disponible.

Fuente: *IGBR* (1950-1951: 82).

Comparten el cuadro anterior países de avanzado desarrollo, con un papel preponderante de la industria y los servicios, con países de bajo desarrollo, con una importancia todavía dominante del sector agrícola. La Colombia del medio siglo aparece con el 40 % de su actividad económica radicada en la agricultura, y el 35 % de su ingreso generado en la industria y en servicios como el comercio, las comunicaciones y el transporte.

En la primera mitad de los años cincuenta el informe del gerente sirvió de vehículo pedagógico de los conceptos relacionados con el ingreso nacional. “El ingreso nacional es una materia nueva entre nosotros”. Esta afirmación sirvió de apertura a una explicación detenida de los sistemas empleados internacionalmente para estimar el ingreso nacional, en el informe de 1951-1952 (pp. 99-103). La construcción de nuevos arsenales estadísticos abrió la posibilidad de apreciar la participación relativa de los factores de la producción en la distribución del ingreso. La corrección progresiva de las series disponibles desde 1945 fue una labor permanente del Banco en aquella década (*IGBR*, 1953-1954:136-142). Eventos significativos fueron el censo poblacional de 1951, y los realizados a la industria manufacturera y al sector minero en 1953³⁸.

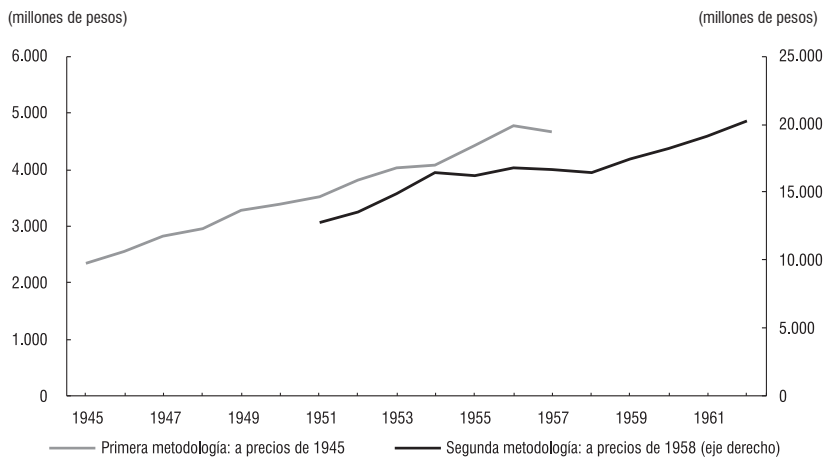
³⁸ “Método estadístico contable de probada utilidad para conocer la naturaleza y tendencias de la economía de un país, siguen siendo las cifras del ingreso nacional. El departamento de investigaciones del banco emisor—que empezó hace ya diez años tal estudio entre nosotros—ha venido rectificando el cálculo, con especial cuidado [...]” (*IGBR*, 1954-1955: 126).

Los vacíos de orden estadístico no fueron óbice para que se estimulara la iniciación de estudios de insumo-producto. Según el gerente, “la comisión económica para la América Latina (Cepal) inició en nuestro ramo manufacturero un estudio de este tipo” (*IGBR* 1955-1956: 128)³⁹. Para 1957 era claro para el Banco que las metodologías de las cuentas nacionales habían llegado para quedarse. Para el gerente era “establecido ya que las estimaciones de ingreso y producto nacionales ayudan a medir el grado de desarrollo de la actividad económica y facilitan la comprensión de los factores que intervienen en la producción total de bienes y servicios” (*IGBR*, 1957-1958: 134).

En 1960 el Banco revisó el sistema de cuentas nacionales en su totalidad, con la colaboración de Planeación Nacional y de la Cepal, que por entonces asesoraba a dicha institución. Según el gerente, “se juzgó conveniente cambiar el método de estimación empleado en años anteriores y que correspondía al seguido por el departamento de comercio de los Estados Unidos. El nuevo es el prescrito por las Naciones Unidas y lo utiliza la generalidad de los países e inclusive, el departamento de comercio se propone aceptarlo parcialmente” (*IGBR*, 1959-1960: 146). Se generalizó el concepto de producto interno bruto, y para su estimación se acogió el método del valor agregado (*IGBR*, 1960-1961: 180). Se ajustaron los cálculos que venían desde 1950 y se inició la publicación de las cuentas a precios corrientes y constantes de mercado de 1958 (*IGBR*, 1959-1960: 147-154). En el Gráfico 4.9 se presenta la evolución anual del ingreso nacional en el período 1945-1957, según las metodologías empleadas por el Banco durante su primera década de cálculos del ingreso nacional. También, se ilustra la trayectoria seguida por el ingreso de acuerdo con la metodología aplicada desde 1959.

³⁹ Cuatro años antes el gerente había dedicado tres páginas de su informe anual a presentar las características de los análisis de insumo-producto. En el párrafo introductorio señalaba que, “recientemente ha sido expuesta una nueva teoría de análisis macroeconómico, que propugna un grupo de profesores de la Universidad de Harvard, en el cual se destaca el doctor Wassily Leontief. Se llama el análisis input-output o la teoría del equilibrio, y sobre este tema se han hecho algunas exploraciones en la teoría y en la práctica” (*IGBR*, 1952-1953: 115).

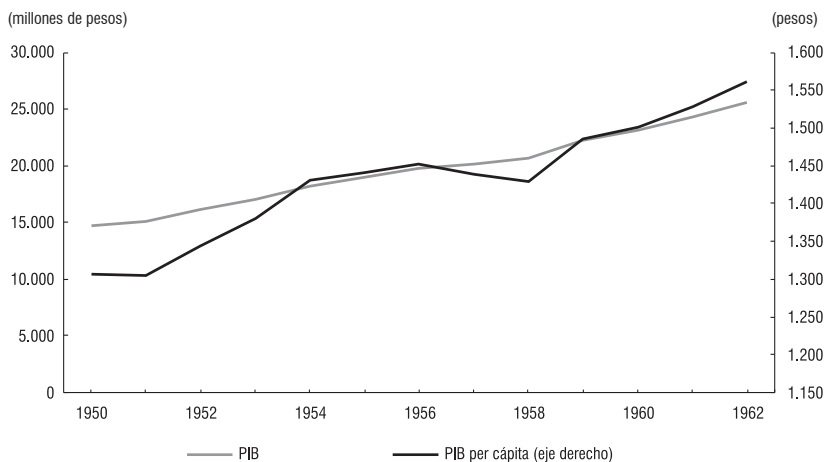
Gráfico 4.9
Cómputos tempranos del ingreso nacional, 1945-1962



Fuente: RBR (varios años).

A principios de los años sesenta el Banco inició la publicación de cuentas nacionales con una perspectiva de más de una década. En el Gráfico 4.10 se aprecia la evolución del PIB per cápita: el primer lustro de los cincuenta brilló por un crecimiento sostenido de su trayectoria, el cual se desaceleró hacia mediados de la década; en el segundo lustro se alternaron el declive del indicador entre 1956 y 1958, y su recuperación durante los siguientes cuatro años.

Gráfico 4.10
PIB y PIB per cápita, 1950-1962
(precios constantes de 1958)

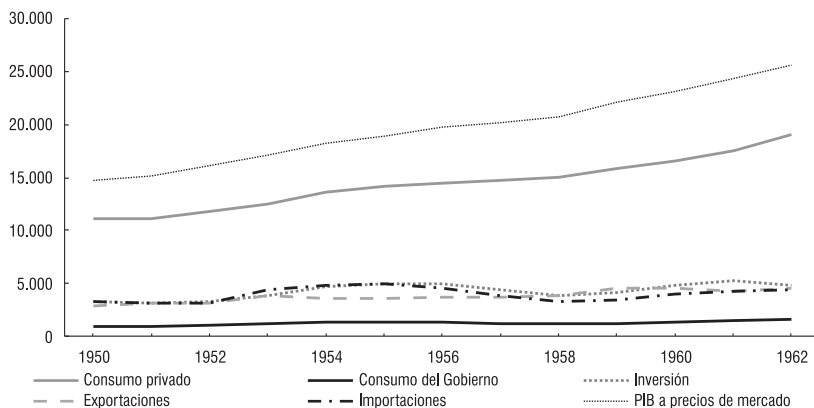


Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas (Banco de la República, 1969).

La evolución del producto discriminado entre sus componentes por el lado de la demanda se presenta en el Gráfico 4.11. Su crecimiento geométrico a lo largo del período fue del 4,6 % anual; a partir de 1957 la trayectoria se volvió más empinada, y el crecimiento entre dicho año y 1962 fue de 5,3 %.

Gráfico 4.11
Producto interno bruto y sus componentes, 1950-1962
(precios constantes de 1958)

(millones de pesos)



Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas (Banco de la República, 1969).

El consumo privado representó un porcentaje muy estable del orden del 73 % del producto. En promedio, el gasto gubernamental escasamente superó el 6 % del PIB. La inversión privada alcanzó una participación media igual al 22 %. Finalmente, las exportaciones y las importaciones significaron en promedio, el 19,3 % y el 20,4 % del producto a lo largo del período; así, el déficit comercial fue del 1 % del PIB en dicho lapso. Como lo sugiere el gráfico, los mayores guarismos del déficit se concentraron entre 1953 y 1957.

3. *Desarrollos institucionales*

Numerosos avances logrados en los primeros tres lustros de la posguerra en materia de estadísticas nacionales y de análisis económico, tanto coyuntural como de largo plazo, fueron facilitados por la organización de misiones y proyectos específicos, así como por la creación de instituciones públicas con dichos fines.

Desde 1948 el Gobierno Nacional sometió ante el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) una serie de proyectos en búsqueda de asistencia financiera; una primera misión de dicha institución visitó entonces el país, con el fin de conocer las principales características de la economía colombiana. Más adelante, al expedirse la Ley 90 de 1948, se autorizó al Gobierno para adelantar contratos con el BIRF; en este contexto, una segunda misión vino a Colombia a finales de dicho año para estudiar proyectos

específicos⁴⁰. La de mayores alcances en términos de análisis global de la economía y de iniciativas de largo plazo fue la dirigida por Lauchlin Currie, la cual en agosto de 1950 entregó el informe intitulado “Bases de un programa de fomento para Colombia” (Currie, 1950)⁴¹.

La Misión llegó a Bogotá encabezada por Robert L. Gardner, vicepresidente del BIRF en julio de 1949. Sesionó en Colombia por un período aproximado de tres meses, en la sede del Banco de la República, y con el concurso de su departamento de investigaciones económicas. El economista principal fue Richard A. Musgrave. Fue la primera misión del BIRF al mundo en desarrollo (*RBR*-261, julio de 1949: 732). El documento, conocido entonces como bases, fue estudiado por el llamado Comité de Desarrollo Económico, cuyo informe final fue sometido al Gobierno en agosto de 1951.

En octubre de 1951 se dispuso crear el Servicio Nacional de Estadística para que adelantase las funciones de organización de las estadísticas nacionales, que desde 1935 venía cumpliendo la Contraloría General de la República. La reforma constitucional de 1945 había dispuesto que la Contraloría sería únicamente una entidad de contabilidad y vigilancia, de modo que no podía continuar con sus habituales funciones estadísticas. Además, la misión del BIRF y el Comité de Desarrollo Económico habían insistido en dotar al país con una institución moderna de servicios estadísticos (Decreto-2240 de 1951; *RBR*-289, noviembre de 1951: 1143).

En noviembre de 1951 se suprimió la Oficina de Regulación de Precios creada durante la segunda guerra mundial (Ley 7 de 1943) como parte de la política estabilizadora de la época, pero que había continuado en funciones durante el primer lustro de la posguerra.

En febrero de 1952 se creó el Consejo Nacional de Planificación Económica encargado de organizar y dirigir la Oficina de Planificación (*RBR*-292, febrero de 1952: 158). Dos años más tarde se suprimió este Consejo, y en su lugar se creó la Dirección Nacional de Planeación Económica y Fiscal cuyo director sería el secretario de asuntos técnicos y económicos de la Presidencia (*RBR*-315, enero de 1954: 38).

El estudio de la economía colombiana floreció a mediados de los años cincuenta. Las Naciones Unidas, por medio de la Cepal, realizaron investigaciones en Bogotá, durante 1954 y 1955, que cubrían el período 1925-1953, además de proyecciones estadísticas hasta mediados de la siguiente década (Cepal, 1957). De manera casi simultánea la misión “Economía y Humanismo”, liderada por Louis Joseph Lebreton, preparó un informe sobre las condiciones de vida de la población colombiana (Lebreton, 1958). Y, en el campo de la infraestructura, un plan de electrificación del país para ser ejecutado en dieciséis años fue elaborado en 1954 por el Instituto Nacional de Aprovechamiento de Aguas y Fomento

⁴⁰ Se adelantaron estudios sobre el potencial de la industria química en Zipaquirá y sobre los proyectos de las centrales hidroeléctricas de Balzora, Lebrija y Anchicayá, en los departamentos de Caldas, Santander y Valle del Cauca. Igualmente, sobre las necesidades de equipos agrícolas en el país, con base en trabajos previos de la Caja Agraria (*RBR*-256, febrero de 1949: 111 y *RBR*-274, agosto de 1950: 816).

⁴¹ Tres décadas más tarde, Currie dejó el siguiente testimonio de sus primeras reacciones ante el ofrecimiento de la misión a Colombia: “Podrán imaginarse Ustedes la impresión que me causó Colombia con el número tan grande de problemas prácticamente insolubles. Se trataba de un verdadero paraíso para un misionero económico” (Currie, 1979: 3).

Eléctrico con la asesoría de Electricité de France y de Gibbs and Hill Electric Engineering (Pérez, Enrique, 1959; en *RBR*-377, marzo de 1959).

A finales de 1961 el Gobierno presentó el Plan de Desarrollo Económico y Social, concebido como un plan de inversiones para la siguiente década, y dentro del marco de los acuerdos de la Alianza para el Progreso (*RBR*-410, diciembre de 1961, 1528). El plan fue sometido a discusión por parte del llamado Comité de los Nueve y de una misión del BIRF, cuyos conceptos fueron favorables. Originalmente, el informe de la misión del BIRF anticipaba la constitución de un fondo de US\$ 40 m por año, los cuales se canalizarían mediante el Banco de la República (*RBR*-415, mayo de 1962: 502; *RBR*-417, julio de 1962: 796).

B. Los precios

1. Índices de precios

En el período bajo observación, la *Revista* siguió publicando un conjunto de índices parciales de precios correspondientes a distintos mercados, que se venían construyendo desde los años treinta. Entre ellos, y desde mediados de dicha década, procedían el índice de precios de artículos alimenticios de primera necesidad en el país (1935), el índice de materiales de construcción en Bogotá (1934), el índice general de precios de la Feria de Ganados de Medellín (1934), el índice de arrendamientos de viviendas en Bogotá (1934), el índice del Costo de la Vida Obrera en Bogotá (1937), y el índice del costo de la vida de la clase media en Bogotá. En los años cincuenta se cambiaron los años que servían de base de medición de estos índices y se modificó su cobertura. Además, a finales de los años cuarenta se inició la publicación de un índice de valor de las ventas en grandes almacenes del país.

Al tiempo que se avanzaba en la organización de las cuentas nacionales, también se diseñaban nuevos índices de precios. Se publicó, por algún tiempo, un índice compuesto, conocido como el índice de capacidad adquisitiva del peso, se construyeron índices de precios al por mayor y al por menor, cuyo seguimiento realizó el Banco desde 1947, amén del índice de precios al consumidor, publicado desde mediados de 1955.

El recorrido del índice de precios de artículos de primera necesidad en el país aparece en el Gráfico 4.12⁴². Este fue el primero construido en Colombia para los precios,

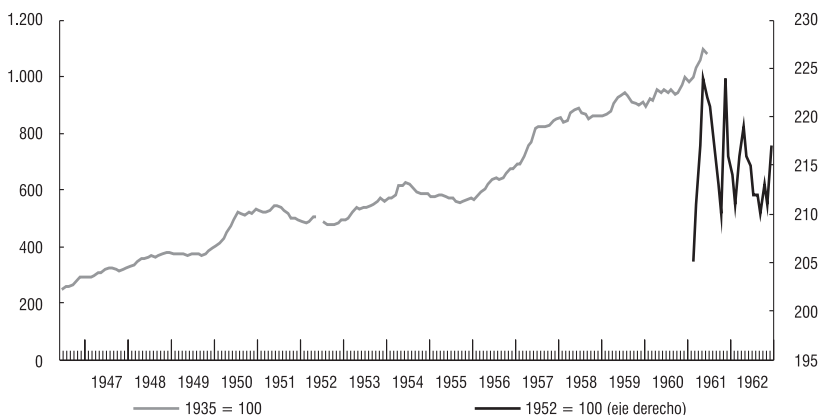
⁴² El índice incorporaba quince artículos considerados de primera necesidad: arroz, frijoles, harina de trigo, maíz duro blanco, café molido, carne de res, carne de cerdo, manteca vegetal, panela, azúcar, plátano hartón, papa, yuca, leche y huevos. Los primeros trece productos se medían por arrobas, la leche por botellas (veinticinco botellas) y los huevos por unidades, 100 unidades).

cuyo período base fue enero de 1935⁴³. El índice se multiplicó por cuatro entre mediados de 1946 y finales de 1961. En su comportamiento pueden diferenciarse al menos tres fases. Una primera, de ascenso suave hasta finales de los años cuarenta; la siguiente, caracterizada por dos períodos de elevación y caída del nivel de precios; en el primero, un franco ascenso en la primera mitad de 1950 fue seguido por uno más suave durante la segunda mitad de dicho año y un claro descenso entre mayo de 1951 y enero de 1953; en el segundo, un nuevo ascenso hasta mediados de 1954 fue relevado por un descenso leve, que se extendió hasta septiembre de 1955; y una tercera fase de ascenso prácticamente continuo, cuyo ritmo acelerado en 1956 y la primera mitad del año siguiente se tradujo en un aumento de 1,5 veces en el nivel de precios, y uno más moderado, pero persistente, en el resto del período.

Gráfico 4.12

Artículos alimenticios de primera necesidad en el país, 1946 (junio) a 1962 (diciembre)

(Índice de precios)



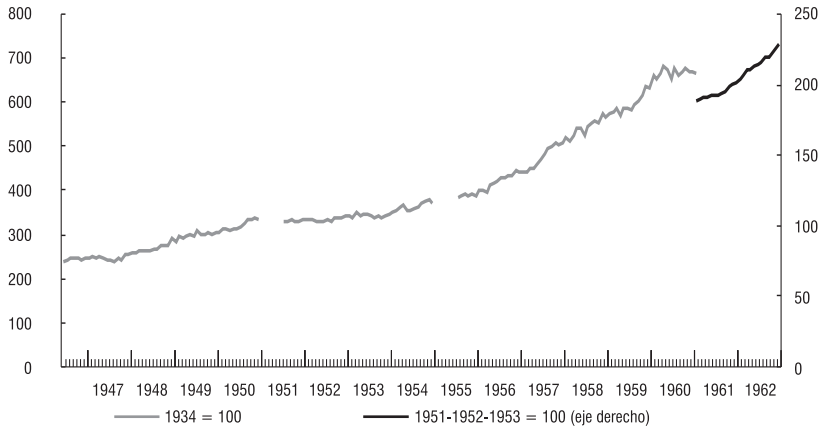
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El índice de materiales de construcción se multiplicó 2,8 veces entre mediados de 1946 y mediados de 1960 (Gráfico 4.13). Al menos tres etapas pueden distinguirse en su ascenso: desde el inicio de la serie hasta mediados de 1950; una siguiente, con un ritmo

⁴³ El índice de precios de artículos alimenticios tuvo precedentes importantes. Quizá el más destacado sea el índice López, diseñado por el ingeniero Alejandro López y aplicado en Medellín desde 1918. Dicho instrumento sirvió de referencia muy amplia durante décadas; en un caso emblemático, sirvió de apoyo en los análisis de la coyuntura inflacionaria de la segunda mitad de los años veinte (Jaramillo, 1927). Tanto el López como otros índices elaborados desde los años veinte eran del costo de vida y no de precios. El índice de precios de artículos alimenticios en las principales ciudades del país fue elaborado y publicado por el Banco desde agosto de 1930 con base en información obtenida en dieciséis ciudades. Tras algunas modificaciones en los años treinta, a partir de 1940 se siguió presentando el índice, incluyó dos ciudades más y utilizó promedios geométricos, y no aritméticos, como se había hecho hasta entonces (Suárez, 1957).

más leve que la anterior hasta finales de 1955; y la última, con un ritmo más acentuado que las precedentes hasta el final de la serie.

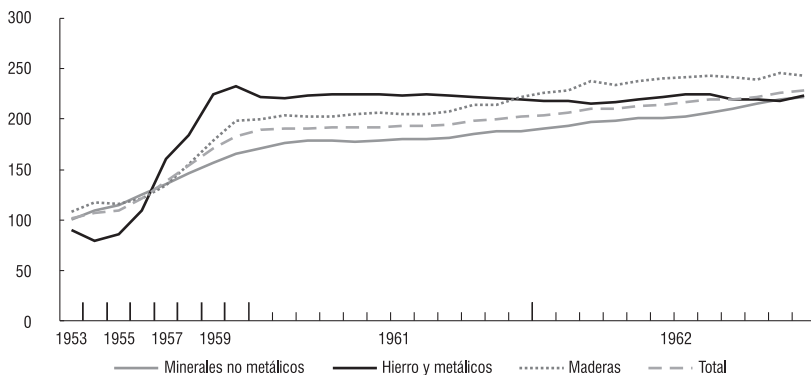
Gráfico 4.13
Materiales de construcción: índice de cotizaciones en Bogotá,
1946 (junio) a 1962 (diciembre)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El índice de materiales de construcción comenzó a calcularse con referencia a una nueva base en los años cincuenta, y su presentación desglosada entre sus principales componentes adquirió importancia desde finales de dicha década (Gráfico 4.14).

Gráfico 4.14
Índice de precios de los materiales de construcción en Bogotá
(1951-1952-1953 = 100; anual: 1953 a 1960; mensual: 1961 y 1962)

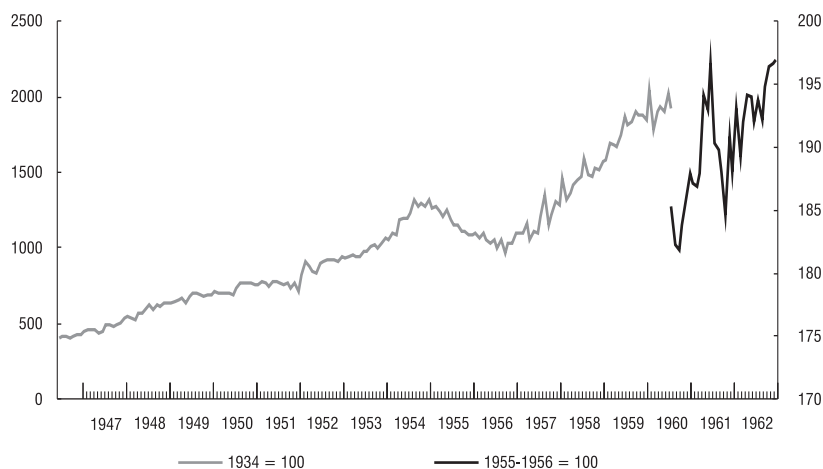


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Entre mediados de 1946 y mediados de 1960 el Índice general de la Feria de Ganados de Medellín se multiplicó por 4,8. En un primer tramo hasta finales de 1951, la senda correspondiente crece monótonamente; luego lo hace más rápido hasta finales de 1954, antes de caer de manera continua hasta fines de 1956; de ahí en adelante el índice crece con una pendiente superior a la conocida hasta entonces, hasta mediados de 1960. El índice actualizado con base 1955-1956 = 100 confirma la persistencia del ascenso del índice (Gráfico 4.15).

Gráfico 4.15

Índice de la Feria de ganado de Medellín, 1946 (junio) a 1962 (diciembre)

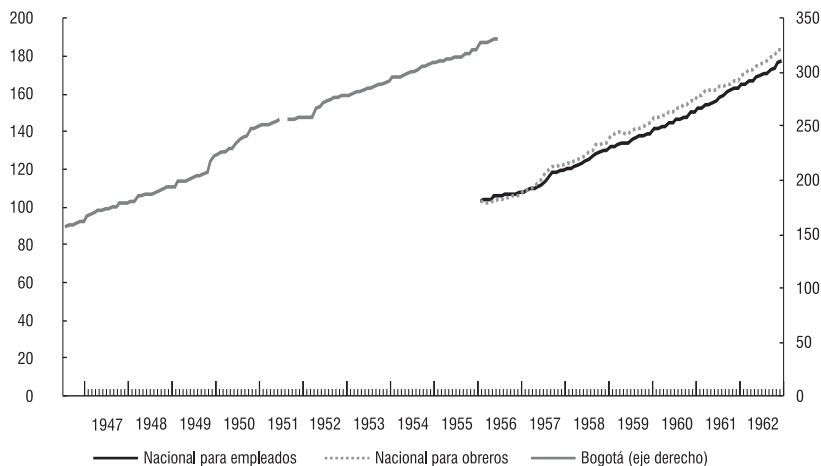


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El índice de arrendamiento de viviendas, referido solamente a Bogotá desde su incorporación en los años treinta, fue transformado en un índice de cobertura nacional desde mediados de los años cincuenta. Su trayectoria sugiere que el crecimiento a lo largo del tiempo ocurrió siempre a un ritmo muy similar, aunque más marcado en los períodos 1950-1951 y a partir de 1958 (Gráfico 4.16).

Gráfico 4.16

Índices de arrendamientos de viviendas: Bogotá (1934 = 100) y nacional (siete ciudades), 1946 (junio) a 1962 (diciembre) (julio 1954 a junio 1955 = 100)



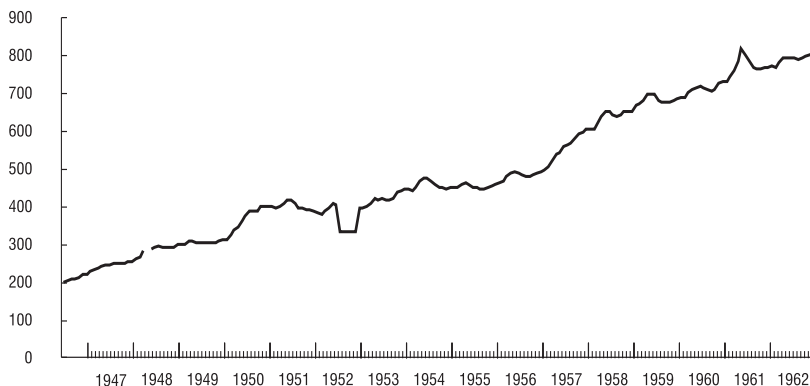
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 4.17 aparece el recorrido del índice del costo de la vida obrera en Bogotá, cuya publicación se inició en 1937 y fue de referencia permanente en los siguientes veinticinco años. Una experiencia relevante para su construcción fue el diseño de uno más específico para el mercado central de víveres en Bogotá⁴⁴. El índice total del costo de la vida obrera estuvo conformado por los siguientes índices, por grupos de artículos: el índice de alimentos, bebidas y tabaco; el de vivienda; el de combustibles; el de vestido; y un índice final para otros artículos.

⁴⁴ Un índice similar se construyó para el mercado central de víveres en Medellín a partir de 1940. El de Bogotá fue proyectado por Paul Hemberg y el de Medellín por Francisco de Abrisqueta. Calculados originalmente por la Contraloría General de la República, su estimación fue continuada por el DANE desde principios de los años cincuenta. A finales de esta década el índice para Bogotá era el promedio geométrico de 54 precios, y para Medellín uno similar para 56 precios (Soler, 1957).

Gráfico 4.17

Índice del costo de la vida obrera en Bogotá, 1946 (junio) a 1962 (diciembre)
(febrero de 1937 = 100)



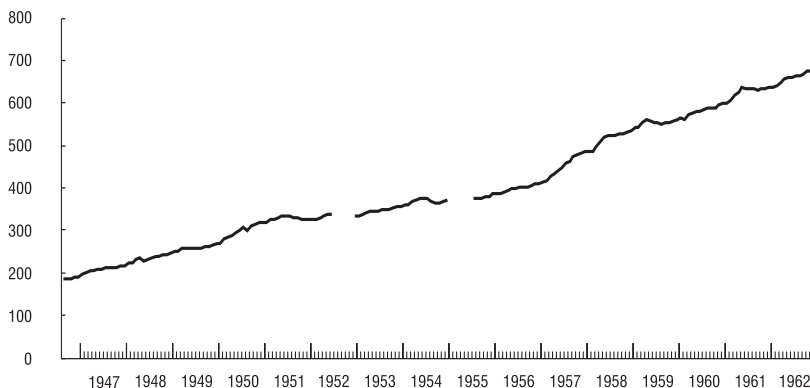
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El trazo del índice del costo de la vida obrera en Bogotá es similar al del índice de alimentos de primera necesidad en el país, y el incremento de su nivel, igual a cuatro veces entre 1946 y 1961, es equivalente al registrado por este último índice.

El índice del costo de la vida de la clase media en Bogotá exhibe un perfil similar, pero más suave que el correspondiente al índice para la clase obrera. Entre 1946 y 1962 este se multiplicó por 3,7, cifra inferior a la del crecimiento del índice para la clase obrera (Gráfico 4.18).

Gráfico 4.18

Índice del costo de la vida de la clase media en Bogotá, 1946 (agosto) a 1962 (diciembre)
(julio de 1940 = 100)

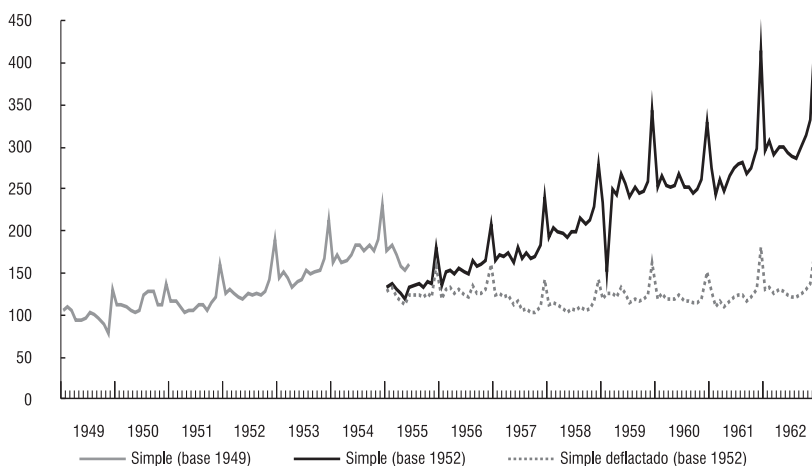


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Un nuevo índice hizo su aparición en la *Revista* a finales de los años cuarenta, el cual daba cuenta del dinamismo de las ventas en grandes almacenes del país. A partir de 1955 se inició la publicación conjunta de un índice nominal y otro deflactado; este último parece indicar que a partir de 1957, a pesar del empinamiento de sus valores nominales, los reales estuvieron por debajo de los niveles alcanzados a mediados de la década (Gráfico 4.19).

Gráfico 4.19

Índice del valor de las ventas en grandes almacenes en el país, 1949-1962

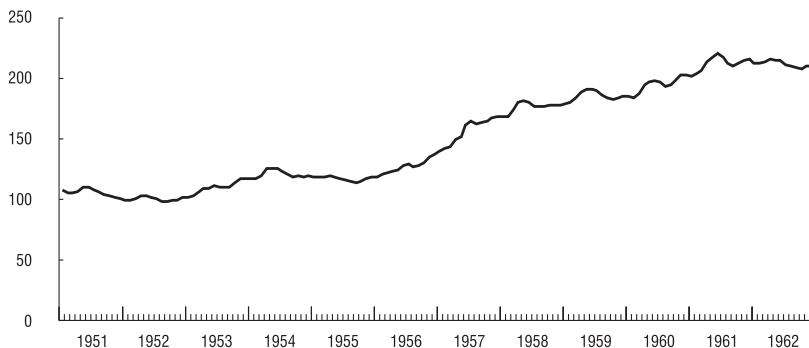


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En los años cincuenta surgieron nuevos índices que reemplazarían los heredados de décadas anteriores. En relación con el mercado de víveres, se diseñó un índice de precios al por mayor, al cual la *Revista* abriría sus páginas a partir de 1951 (Gráfico 4.20). Con un perfil más suave, el índice reitera, en general, otras trayectorias, como la del antiguo índice de artículos alimenticios de primera necesidad. La curva revela dos tramos de descenso, a saber, en 1951-1952, y entre mediados de 1954 y mediados de 1955. Los períodos de ascenso ocurrieron, primero, a lo largo de 1953 y del primer semestre de 1954; luego, y de manera empinada, entre mediados de 1955 y mediados de 1957, más moderadamente entre esta última fecha y mediados de 1961, cuando se puso en marcha un franco proceso estabilizador.

Gráfico 4.20

**Índice total de precios al por mayor del mercado de víveres en el país,
1951-1962
(1952 = 100)**



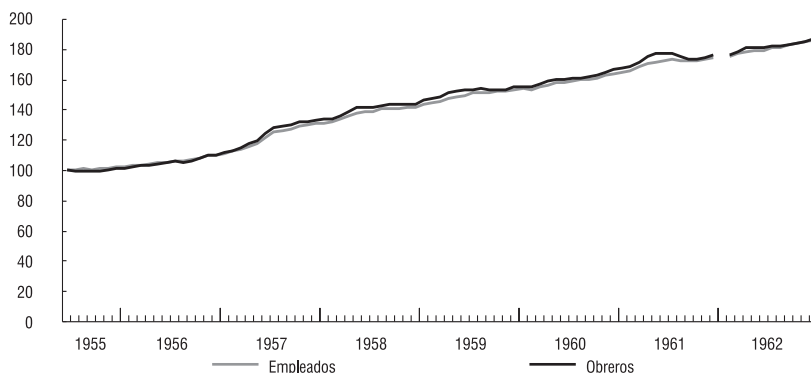
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

A mediados de los años cincuenta la *Revista* publicó sus primeros trabajos analíticos sobre el comportamiento de los índices de precios al por mayor. Para entonces se disponía ya de series de índices para diecinueve ciudades a partir de 1947. Pudieron calcularse las tendencias, los ciclos e índices estacionales para cada plaza y para el total del país (Soler, 1954 y 1955).

El otro integrante de la nueva generación de índices fue el de precios al consumidor (IPC), cuya base fue el período de julio de 1954 a junio de 1955. El Gráfico 4.21 solamente alcanza a recoger la experiencia vivida entre junio de 1955 y diciembre de 1962. Es notorio el brinco entre mayo y julio de 1957, que llevó el índice a un nivel más alto.

Gráfico 4.21

**Índice nacional de precios al consumidor (IPC), 1955 (junio) a 1962 (diciembre)
(julio 1954 a junio 1955 = 100)**



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

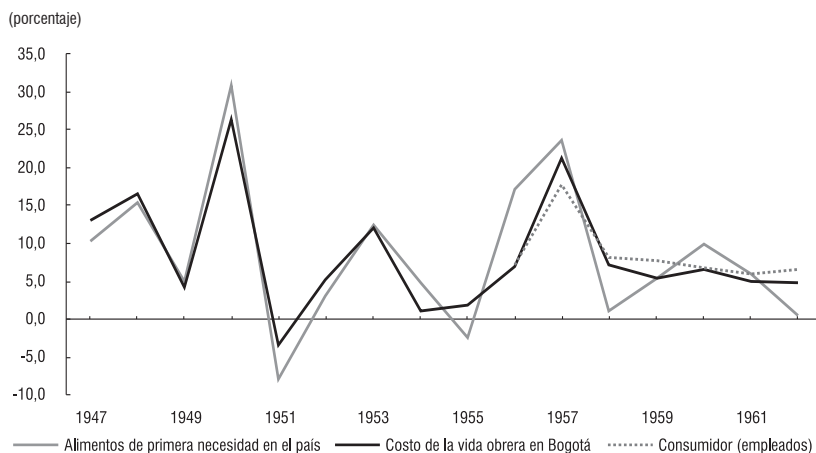
2. Tasas de inflación

a. Tasas anuales de inflación

El recorrido de las tasas de inflación año tras año se presenta en el Gráfico 4.22, de acuerdo con los índices de alimentos de primera necesidad, el costo de la vida obrera en Bogotá, y el índice de precios al consumidor (empleados). La inflación media arrojada por los tres índices fue muy similar, a saber: 8,45 % para los alimentos, 8,38 % para la vida obrera y 8,58 para el consumo. El gráfico enseña cómo la inflación, que había alcanzado órdenes del 15 % entre 1947 y 1950, se vino abajo en el lustro siguiente, ya que la media inflacionaria se ubicó entre el 2 %, según el índice de alimentos, y el 3 %, de acuerdo con el costo de la vida obrera; en dos años, 1951 y 1955, la inflación anual fue negativa. El resto del período pasó por dos etapas diferentes: la que cubre los años de 1956 y 1957, cuando la inflación, según el índice de alimentos, rebasó el 20 %, de acuerdo con el costo de la vida obrera, el 13 %, y a partir del nuevo IPC, el 12 %; y luego, el subperíodo de 1958 a 1962, cuando la inflación promedio reportada por los tres índices fue del 5,8 %.

Gráfico 4.22

Tasas anuales de inflación: índices de alimentos, vida obrera e IPC, 1947-1962



Fuente: RBR (varios años).

b. Tasas mensuales de inflación

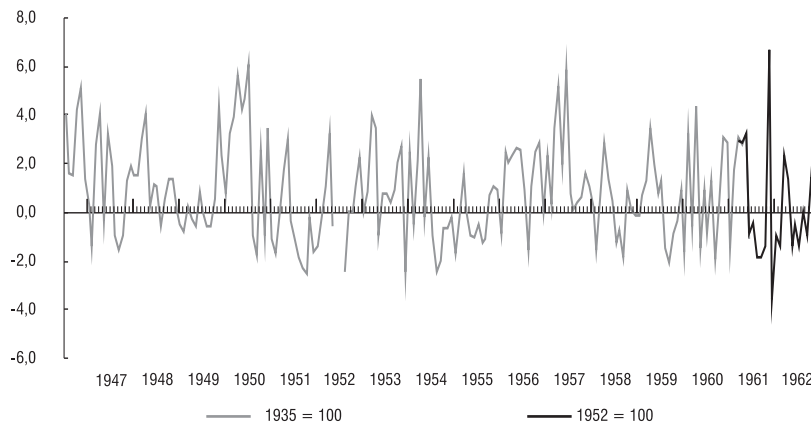
Las tasas de inflación correspondientes al índice de alimentos de primera necesidad en el país, o sea, las variaciones porcentuales mensuales de dicho índice, se revelan en el Gráfico 4.23. El valor medio de la inflación mensual a lo largo del período fue de 0,78 %. En el segundo semestre de 1946 las tasas mensuales llegaron en algunos meses a superar

el 5 %, pero su tendencia iba francamente en declive, de modo que, a pesar de varias oscilaciones, hacia mediados de 1949 sus valores llegaron a ser rayanos a cero. El año de 1950 se repartió por igual entre un primer semestre, con tasas crecientes que desbordaron el 6 %, y un segundo semestre, con tasas declinantes que llegaron a cero y se quedaron en ese nivel por varios meses; y luego con tasas negativas, las cuales predominaron hasta comienzos de 1953. Fue precisamente entre octubre de 1949 y agosto de 1953 que se produjeron las tasas más altas y persistentes en todo el período de análisis. En síntesis, la tasa mensual de inflación hasta comienzos de 1953 fue de 0,97 %, superior al promedio para toda la serie. La serie sufrió otras dos oleadas inflacionarias: entre marzo de 1953 y agosto de 1954, y entre enero de 1956 y enero de 1958; en la primera el promedio mensual de inflación fue de 1,11 %, y en la segunda de 1,64 %; en el último tramo de la serie la tasa mensual media fue del 0,6 %.

Gráfico 4.23

Tasa de inflación: índice de alimentos de primera necesidad en el país, 1946 (julio) a 1962 (diciembre)

(porcentaje)

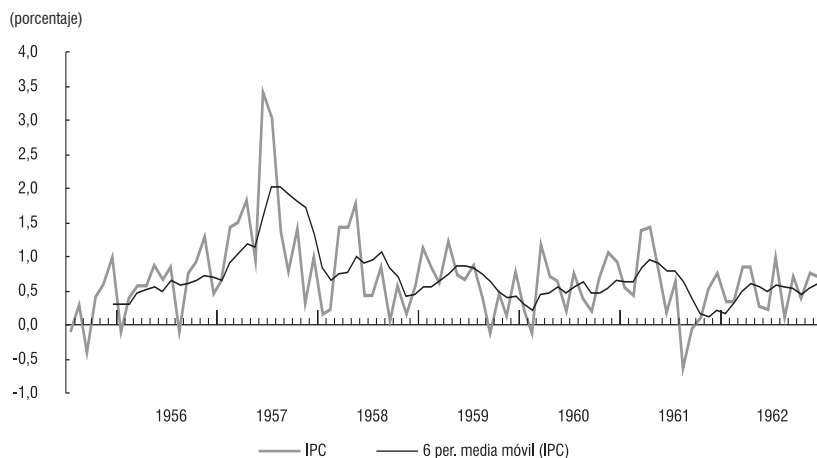


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En el Gráfico 4.24 se observa la trayectoria de la tasa de inflación correspondiente al IPC, de vida más corta, ya que se inicia a mediados de 1955. Una vez más, se destaca el período inflacionario centrado en 1956 y 1957.

Gráfico 4.24

Tasa de inflación: índice de precios al consumidor, 1955 (julio) a 1962 (diciembre)
(año base: junio 1954 a junio 1955 = 100)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La preocupación por la inflación se plasmó en las páginas de la *Revista* desde principios de 1946. En diferentes ediciones, el editorialista se refirió a los factores de la inflación. En unas ocasiones privilegió la existencia de desequilibrios sectoriales, y en otras destacó la preeminencia de factores monetarios. En la de febrero, dejó la siguiente constancia:

El año se ha iniciado en completa tranquilidad para el país, dentro de una situación de bonanza de que dan fe los balances semestrales de los bancos comerciales y los resultados de las empresas industriales, las que han seguido creciendo y trabajando a su mayor capacidad [...]. Pero existen, por otro lado, síntomas adversos y motivos de inquietud, entre los cuales podemos señalar el aumento del costo de la vida, que alcanzó el 4,6 % en el mes pasado en esta capital y que se debe principalmente al encarecimiento de los víveres, por una producción deficiente, y al alza de los arrendamientos, por escases de viviendas en los grandes centros urbanos del país; las dificultades de los transportes, que lejos de amen- guar, se han agravado en los últimos meses por el incremento que ha tenido la carga de importación; y por último, la incierta situación de los mercados de café, debida a la terminación del subsidio acordado por las autoridades americanas” (*RBR*-220, febrero de 1946: 67).

Al comentar las cifras monetarias correspondientes a febrero, el gerente encontró que el nivel alcanzado por los medios de pago superaba en 27,3 % al de febrero del año anterior. En relación con dicho incremento señaló: “Este aspecto de la situación reviste gravedad, si se tiene en cuenta la influencia que el medio circulante ejerce sobre los

precios y el costo de la vida, especialmente cuando su aumento no corresponde a una elevación paralela de la producción nacional” (*RBR*-221, marzo de 1946: 131).

Varias medidas se adoptaron en los meses venideros. Primero se acudió a decisiones administrativas sobre los precios de los víveres y los arrendamientos⁴⁵. Y luego, a medidas fiscales y crediticias destinadas a moderar el crecimiento de los agregados monetarios y a orientar el crédito hacia actividades productivas. Al explicar tales determinaciones, el gerente advirtió que medidas semejantes se habían adoptado exitosamente en otros países de la región:

Tienden ellas a restringir y si es posible suspender las emisiones de bonos nacionales, departamentales y municipales, que tanto han contribuido al aumento de la circulación monetaria; y a limitar el crédito concedido por los bancos comerciales a los niveles que actualmente rigen, más un 5 %. No se trata, pues, de restringir las operaciones bancarias, sino de encauzarlas hacia el fomento de la producción agrícola e industrial, que es la necesidad primordial del país en las actuales circunstancias. Entendemos que en otros países de América se han tomado y están vigentes con éxito medidas similares⁴⁶.

Durante el siguiente año y medio la *Revista* siguió registrando el ascenso de los precios que en ocasiones calificó de “alarmante” (*RBR*-232, febrero de 1947: 95). A mediados de 1951, la *Revista* reprodujo una conferencia del ministro de Hacienda, Rafael Delgado Barreneche, en la cual se refirió a la experiencia inflacionaria de posguerra, y en especial a la vivida en el pronunciado ciclo inflacionario destacado en el Gráfico 4.23, entre octubre de 1949 y septiembre de 1950:

A partir de 1945, es decir al terminarse la segunda guerra mundial, los colombianos todos, industriales y comerciantes, ganaderos y transportadores, inversionistas y agricultores, todas las gentes vinculadas a las grandes actividades económicas del país se embarcaron en la plácida corriente de la inflación, sin pensar poco ni mucho en sus peligrosas consecuencias. Los préstamos bancarios, el crédito entre particulares, el intercambio comercial, adquirieron una velocidad extraordinaria que empujaba los precios hacia arriba y que permitía a muchos improvisar fortunas en el espacio de pocos meses. [...] El año pasado este movimiento ascensional llegó a su clímax cuando a partir de junio los préstamos bancarios subieron a razón de treinta millones de pesos por mes hasta fines de septiembre. Entre tanto, el costo de la vida había subido alrededor de quince puntos mensuales. Tal situación no podía prolongarse impunemente y estaba creando consecuencias fatales (Delgado, 1951: 812).

La evolución de los índices de precios desde mediados de 1951 hasta fines de 1952 creó la sensación de estar pasando por un período de estabilidad monetaria que habría

⁴⁵ *RBR*-222, abril de 1946: 200

⁴⁶ En la discusión de las medidas participaron representantes de diversas entidades. Según el gerente, el presidente de la República celebró “dos importantes conferencias con los señores ministros de Hacienda y de Economía, el Superintendente Bancario, los miembros de la junta directiva y altos funcionarios del Banco de la República, el Contralor General de la República, el jefe de la oficina de control de cambios y otras personalidades distinguidas” (*RBR*-226, agosto de 1946: 496).

dejado atrás los ímpetus inflacionarios del primer lustro de la posguerra. De hecho, sus niveles en diciembre de 1952 eran más bajos que los alcanzados en junio de 1951; en aquella fecha el índice de alimentos y el del costo de la vida obrera en Bogotá llegaron a 542 y 416 puntos, y en la última a 494 y 396 puntos, respectivamente⁴⁷.

La Oficina de Control de Precios, heredada del período inflacionario en la primera mitad de los años cuarenta, fue suprimida a finales de 1951. Con tal motivo, el editoria- lista, reconoció:

[que] la intervención del Estado en este sector venía efectuándose en forma más o menos rigurosa, [que] sería injusto desconocer la labor que en beneficio de los consumidores [...] llevó a cabo en épocas pasadas la dependencia oficial [pero que] las condiciones económicas del país han variado fundamentalmente, y son propicias en la actualidad a la realización de un ensayo que se encamine a buscar el verdadero precio de las cosas” (*RBR*-289, noviembre de 1951: 1124).

Al tiempo que se eliminaba el control de precios, se adoptaron medidas de estímulo a la producción agropecuaria que desbordaban las típicas de fomento agrícola. Entre ellas se destacaron las destinadas a mejorar la capacidad de almacenamiento, y las de protección arancelaria. Se consideró, en ese entonces, que la producción nacional debería defenderse mediante el arancel aduanero, y no mediante restricciones cuantitativas⁴⁸.

La trayectoria de los índices de precios siguió un rumbo ascendente a lo largo de 1953 y los tres primeros trimestres de 1954. La bonanza en las cotizaciones externas del café que caracterizó al año cafetero 1953-1954, vino a sumarse ampliamente a otros factores de expansión monetaria acumulados en los dos últimos años. Desde 1951 las aspiraciones del sector cafetero por una tasa de cambio más alta se canalizaron mediante el denominado *dólar cafetero*, cuyo ajuste gradual se programó inicialmente para ejecutarse entre noviembre de 1951 y marzo de 1955.

En 1953 los índices sobre los bienes de primera necesidad y del costo de la vida obrera en Bogotá aumentaron en 12,4 y 12,1 %, respectivamente, muy por encima de sus crecimientos en 1952, que fueron, en su orden del 3 % y el 5,2 %. En su informe de 1953-1954 el gerente señaló que “el panorama económico de Colombia es halagador”, en el sentido de que se avanzaba por “una etapa de excepcional prosperidad de la riqueza pública y privada” (*IGBR*, 1953-1954: 135). Sin embargo, la nueva dinámica de los precios no podía pasar inadvertida, como el mismo funcionario lo señalara, al destacar explícita-

⁴⁷ Algunos ejemplos del descenso en los precios de bienes agrícolas en Bogotá, citados en su momento, fueron los siguientes: la arroba de papa de primera clase, de \$7,50 a \$4,50; la arroba de arroz de primera clase, de \$16,00 a \$13,00; la carga de plátano maduro, de \$26,00 a \$12,00; pero también subieron algunos precios como el de la leche, de \$6,00 a \$7,50 las 25 botellas, y la mantequilla, de \$2,30 a \$2,60 la libra. Exposición del ministro de Fomento, Carlos Villaveces, el 25 de marzo de 1952 (*RBR*-294, abril de 1952: 359).

⁴⁸ Se creó la Corporación de Defensa de Productos Agrícolas, en reemplazo del Instituto Nacional de Abastecimientos (INA), vigente desde 1944, con un mayor potencial de almacenamiento. Además, se eliminaron los derechos que gravaban las importaciones de maquinaria agrícola y de una amplia gama de elementos requeridos por la agricultura. También se diseñaron políticas selectivas en función de ciertos productos como el algodón, el trigo, el azúcar y el maíz, y se autorizó la libre exportación de excedentes agrícolas en casos como el del tabaco en rama, la papa, el arroz y el maíz. Exposición del ministro de Fomento, Carlos Villaveces, el 12 de septiembre de 1952 (*RBR*-299, septiembre de 1952:908-911).

mente la reacción en otros sectores, y no en el propio Banco: “Tanto el Gobierno como los sectores particulares siguen prestando cuidadosa atención a los delicados fenómenos resultantes del alza del costo de la vida” (*RBR*-319, mayo de 1954: 496).

Los fenómenos advertidos desde finales de 1953 y la manera de enfrentarlos fueron expuestos por el ministro de Hacienda ante el congreso cafetero de abril de 1954:

A principios del año, tanto el Gobierno nacional como los técnicos de la dirección de planeación económica, los miembros de la junta directiva del Banco de la República y muchos hombres capaces que se ocupan de los problemas económicos del país, estudiaron los resultados del año de 1953 y las perspectivas para el año de 1954. Como resultado de esos estudios se vio que la moneda en poder del público, incluyendo los ahorros, había pasado de \$ 1639 millones en diciembre de 1952, a 1976 millones en diciembre último, o sea un aumento del 20 % en el año. No hay duda de que esta cifra es exagerada en relación con el aumento del ingreso nacional, cuyo crecimiento en términos físicos de producción y trabajo disponibles, se ha estimado en menos de un 10 % anual. [...] de otro lado la presión sobre los precios estaba indicando la necesidad de un correctivo. [...] Como medida inicial se optó por congelar el diferencial cafetero a los límites actuales, con la mira de refrenar el proceso inflacionario, y para que a la mayor suma obtenida por el nuevo precio del café en el exterior no se sumara la de un tipo de cambio mayor. Pienso que esa disposición ha sido benéfica y el país en general la entendió como un nuevo esfuerzo del Gobierno en la defensa de la estabilidad monetaria. Organismos técnicos bien calificados como la dirección de planeación económica y el Banco de la República la consideraron oportuna y adecuada”⁴⁹.

Con el propósito de absorber las divisas resultantes del alza en las cotizaciones cafeteras y destinarlas a fines productivos, se estableció un impuesto sobre los contratos de exportación de café que excedieran de cierta suma, y se destinó su valor al Fondo Nacional del Café. La medida se asemejaba a la adoptada en 1940, cuando se estableció un impuesto sobre los giros provenientes de las exportaciones cafeteras para fortalecer el entonces naciente Fondo Nacional del Café. La *Revista* destacó los efectos esperados del impuesto en términos de regulación monetaria y de su destino a proyectos de infraestructura:

La pauta que trazó el decreto [Decreto 1051 de 1954] para la inversión de las disponibilidades adicionales del fondo del café, está inspirada en el propósito de contrarrestar la expansión monetaria, estimulando señaladamente las inversiones en moneda extranjera para ensanches eléctricos, que de preferencia deberían realizarse en zonas cafeteras (*RBR*-318, abril de 1954: 372).

El panorama inflacionario se despejó desde mediados de 1954 y dejó de ser una preocupación hasta principios de 1956. El índice de alimentos decreció en trece de los dieciocho meses transcurridos entre junio de 1954 y diciembre de 1955, y el índice del

⁴⁹ Exposición del ministro de Hacienda, Carlos Villaveces, ante el Congreso Cafetero de abril de 1954 (*RBR*-319, mayo de 1954: 503).

costo de la vida obrera en diez. Así las cosas, la variación de aquel índice fue del 4,8 % en 1954 y del -2,4 en 1955, en comparación con el 12,4 en 1953. Y el del costo de la vida obrera aumentó en 1,13 en 1954 y en 1,93 en 1955, muy por debajo del 12,1 % alcanzado en 1953. Otra historia se viviría en 1956 y 1957, cuando el índice de alimentos aumentó en 17,2 y 23,6 %, respectivamente; el índice de costo obrero lo hizo en 7 y 21,2 %, y el nuevo índice de precios al consumidor creció en 7,2 y 17,7 %. Un claro contraste surgió entre el ascenso persistente de los índices y la aparente despreocupación de las autoridades por entonces engolfadas en los acuciantes problemas cambiarios de la época.

En su edición de abril de 1957 la *Revista* se apartó del silencio guardado por más de un año en relación con la inflación. Durante tal lapso, la sección intitulada “*El costo de la vida*” se limitó a informar acerca de la variación cuantitativa de los índices de precios. En tal mes, el editorialista dedicó una página completa al tema inflacionario, calificó de paliativos a los tratamientos usuales contra la inflación y recomendó una amplia acogida de los sistemas cooperativos tanto en la producción, como en el consumo, para la estabilización de los precios (*RBR-354*, abril de 1957: 376) (Recuadro 3).

RECUADRO 3

EL COSTO DE LA VIDA Y EL COOPERATIVISMO

1. Antecedentes. La inflación en 1928

“Uno de los análisis más serios que se han hecho en la historia del país, en parecidas circunstancias, fue en 1928. Entonces se concluyó que el mal radicaba en lo insuficiente de la producción, en la despoblación de los campos y en las inadecuadas formas de distribución. Bien puede mencionarse, además, la falta de organización de los consumidores. Con vista en estos factores, se abrigó por aquellos días la certidumbre de que el medio más oportuno para normalizar la vida económica era la estructuración y el perfeccionamiento del sistema cooperativo que, en armonía con la actividad privada y la libre empresa, abaratará la producción y entrega de los artículos de modo que estos llegaran al consumidor a precios justos”.

2. La coyuntura de 1954

“En el año de 1954, también en presencia del alto costo de la vida, el Gobierno volvió a estudiar a fondo las raíces del mal, y encontró que solo un régimen que aumentara la producción a corto y a largo plazo, y que garantizara su distribución racional, podría abaratar los precios para los consumidores”.

3. Tipos de cooperativas: las de consumo

“La de consumo, cuando se ajusta a las condiciones técnicas y amplía su radio de acción hasta el productor, es la que con más éxito ha logrado moderar los precios, a la vez que ha asegurado una equitativa remuneración para el esfuerzo del agricultor”.

Fuente: (*RBR-354*, abril de 1957: 376-377).

Ciertamente, se acudió a medidas de contracción monetaria, como la reducción de los cupos de última instancia y la elevación de los encajes, pero en el ánimo de las autoridades siguieron predominando explicaciones de la inflación que reclamaban otro tipo de medidas. Así, a principios de 1958 el editorialista consignó los siguientes comentarios:

Preocupación constante de las autoridades y de los gremios son las variaciones en los índices del costo de la vida, ya que las fuerzas alcistas predominantes en el país en los últimos años se han acentuado visiblemente. Las causas primeras de este proceso se remontan a épocas pasadas. El retroceso en la producción o su estancamiento se debe, entre otros factores, a la insuficiencia de brazos en los campos, y a la deficiente estructura del régimen cambiario que desalentó la actividad productora al orientar la riqueza hacia fines especulativos, finca raíz, formación de inventarios y fuga de capital. Es imperioso, entonces, procurar la atenuación del impacto de estos y otros hechos, con un plan ordenado de incentivos a la producción y de defensa del consumidor. [...]. Recientemente se han dictado nuevas medidas dirigidas a combatir la carestía de la vida. Creación de mercados libres para productores, ventas de la Corporación de Defensa de Productos Agrícolas a dichos mercados, así como formación de almacenes o comisariatos en las ciudades de cierta densidad demográfica. [...] Igualmente, desde el punto de vista de la acción directa, se establecieron precios máximos de venta al detal para ciertos artículos y sanciones para los contraventores (*RBR*-363, enero de 1958: 3).

El aumento de los índices de precios fue mucho más moderado en 1958 que en el bienio inflacionario de 1956-1957. El índice de alimentos escasamente creció el 1 %, el obrero el 7 % y el del consumidor el 8 %. En el cuatrienio siguiente el aumento anual promedio de los índices del costo de la vida obrera y del consumidor fue muy estable, alrededor del 6 %. La reducción de las presiones inflacionarias mediante una estricta política de control monetario fue un punto prioritario en la agenda del primer Gobierno del Frente Nacional inaugurado en 1958⁵⁰.

C. El comercio exterior

El comercio exterior representó en promedio el 27,4 % del PIB en el período 1950-1962. Este promedio se ubicó muy por encima de los alcanzados en igual período por Argentina y Brasil, los cuales fueron del 14,4 y el 13,2 %, respectivamente; fue similar a los logrados por Chile y México, los cuales fueron del 26,2 y el 24,6 %, respectivamente, y claramente inferior al del Perú, que fue del 38,6 %, para citar solo algunos países que se mencionan en otras partes de este capítulo (Greco, 2002: Anexo estadístico, Cuadro IX, 11. A.).

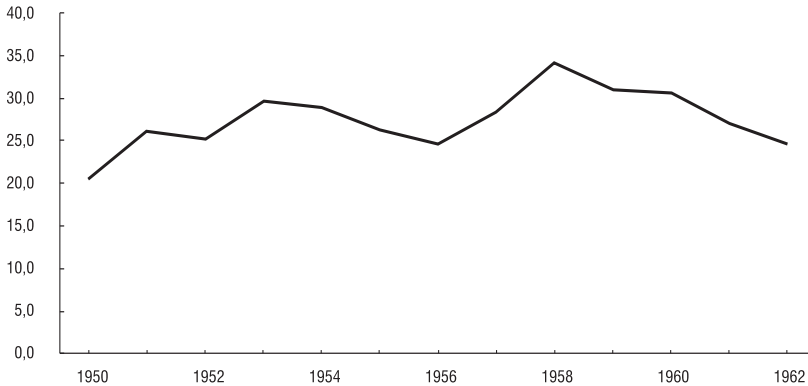
La evolución del tamaño del comercio exterior colombiano entre 1950 y 1962 aparece en el Gráfico 4.25, el cual revela la presencia de dos ciclos, cada uno de los cuales abarca media década. El primero, ligado al auge y retroceso de los precios externos del café, y el segundo, inicialmente vinculado con el ajuste de la demanda interna que redujo

⁵⁰ “Declaración del Gobierno Nacional sobre política económica”, en *RBR*-371 septiembre de 1958:1037-1043.

el crecimiento de la inversión y el gasto público entre 1956 y 1958, y a la posterior pérdida de dinamismo del sector externo.

Gráfico 4.25
Comercio exterior de Colombia, 1950-1962

(porcentaje del PIB)

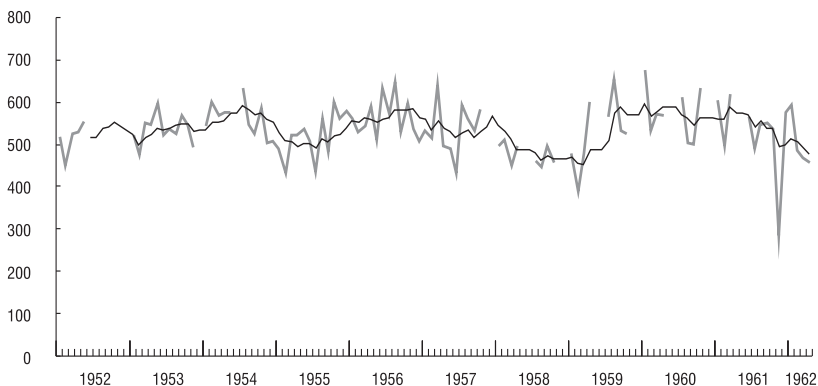


Fuente: Greco (2002: Anexo estadístico, Cuadro IX, 11.A).

Un indicador usual de comercio exterior, reproducido mensualmente por la *Revista*, fue el de las toneladas totales de comercio exterior (Gráfico 4.26), el cual se descomponía entre exportaciones e importaciones, tal como aparece en el Gráfico 4.27. Se destaca en este último el auge de las importaciones entre 1953 y 1957, seguido de una severa restricción entre 1958 y 1962, la cual fue interrumpida durante el segundo semestre de 1961.

Gráfico 4.26
Comercio exterior, 1952 (enero) a 1962 (abril)

(miles de toneladas)

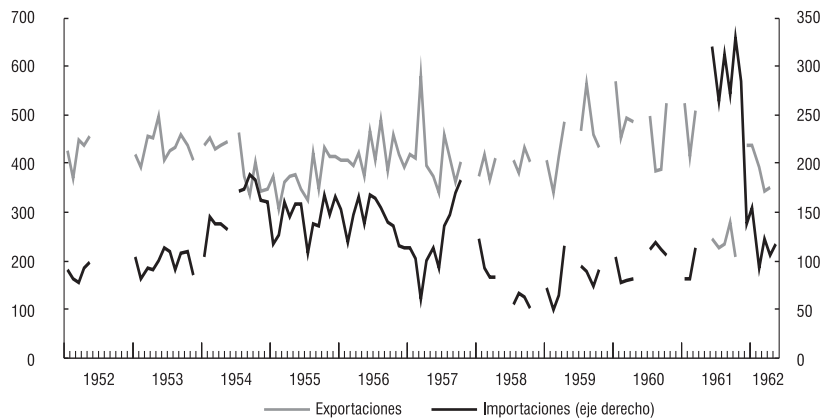


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.27

Comercio exterior: exportaciones e importaciones, 1952 (enero) a 1962 (junio)

(miles de toneladas)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

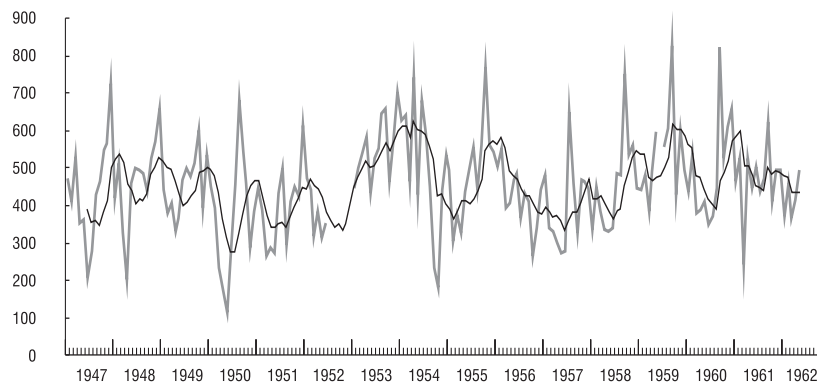
En el Gráfico 4.28 se registra la evolución mensual de las exportaciones de café representadas en sacos de sesenta kilos. Se destacan dos ciclos entre 1953 y 1962: el primero, relacionado con el auge y posterior desmedro de la industria cafetera a mediados de los años cincuenta; y el segundo, con las exportaciones físicas que pudieron hacerse bajo el marco de acuerdos internacionales para el control de la oferta.

Gráfico 4.28

Exportaciones de café, 1947 (enero) a 1962 (mayo)

(media móvil: seis períodos)

(miles de sacos de 60 kilos)

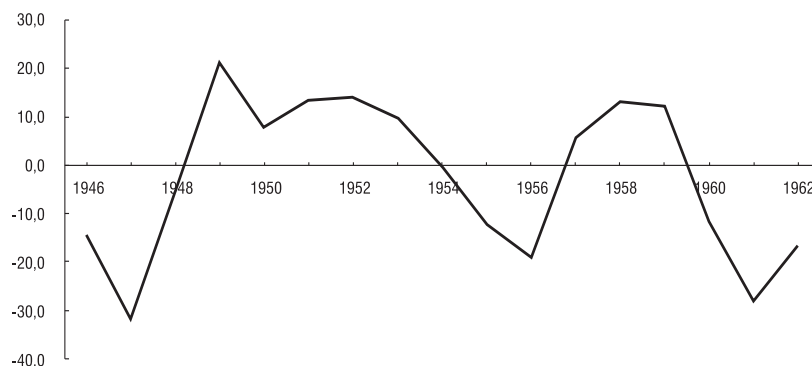


Fuente: Organización Internacional del Café (OIC).

En el Gráfico 4.29 se describe la trayectoria de la balanza comercial, expresada como porcentaje de las exportaciones, entre 1946 y 1962. El déficit inicial correspondió al primer lustro de la posguerra, durante el cual se materializaron las importaciones forzosamente restringidas durante los años de hostilidades. Luego, el superávit predominante hasta 1954 anduvo de la mano del apogeo de las cotizaciones cafeteras; la secuencia posterior de años de déficit y superávit comerciales siguió de cerca la fortuna del café en la plaza neoyorquina.

Gráfico 4.29
Balanza comercial, 1946-1962

(porcentaje de las exportaciones)



Fuente: RBR (varios años).

D. El precio del café

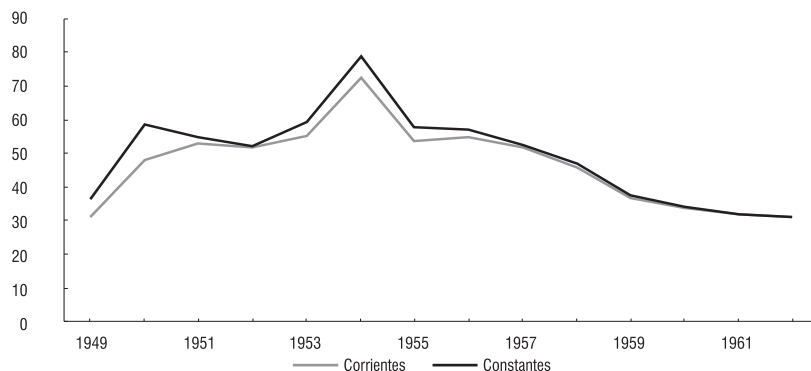
1. Las cotizaciones en el mercado de Nueva York

Dos grandes etapas vivieron los precios del café en Nueva York entre 1946 y 1962. Una de ascenso, desde el final de la guerra hasta su pináculo en 1954, y la otra de descenso, hasta 1962 (Gráfico 4.30). La evolución de los promedios anuales sugiere que en la primera etapa el ascenso de las cotizaciones se hizo más lento entre 1950 y 1952, al coincidir con una caída de las cotizaciones reales durante este bienio. Luego, las cotizaciones corrientes y reales se movieron prácticamente de la mano durante el auge de 1953-1954, y el declive posterior. En los años de bonanza los precios constantes aumentaron en un 49,4%; en el primer año del declive, el descenso de tales precios fue del 26,8%; en el siguiente año la caída se redujo al mínimo, con un descenso inferior al 1 %, pero se aceleró de nuevo entre 1956 y 1959, cuando el colapso de las cotizaciones llegó al 34,7%; el descenso continuó entre 1959 y 1962, pero a un ritmo menos acelerado e igual al 16,7%. En conjunto, el crecimiento anual de las cotizaciones reales entre 1949 y 1954 fue del 6%, y su descenso anual entre 1954 y 1962 del 11,6%.

Gráfico 4.30

Precios del café en Nueva York: corrientes y constantes, 1949-1962

(US¢ por libra)



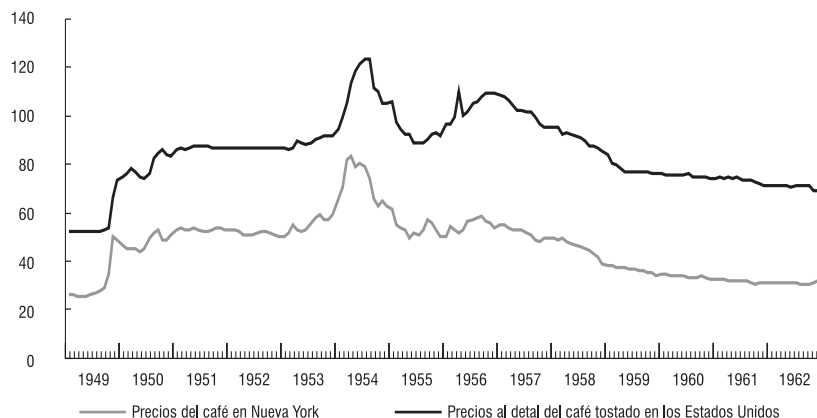
Fuente: Organización Internacional del Café (1975).

Durante la bonanza, y en los dos años siguientes, los precios de venta del café al por menor en los Estados Unidos se elevaron francamente. La diferencia entre estos últimos y las cotizaciones en Nueva York se amplió de manera significativa en aquella época: de US¢ 31,13 por libra entre enero de 1949 y diciembre de 1952, la diferencia promedio pasó a ser de US¢ 42,15 entre enero de 1953 y diciembre de 1957, y un poco menor en el resto del período, cuando fue de US¢ 41,79 por libra. La ampliación de la brecha a partir de 1953 se observa en el Gráfico 4.31.

Gráfico 4.31

Precios del café en el mercado de Nueva York, y precios de venta al por menor del café en los Estados Unidos, 1949-1962

(US¢ por libra)



Fuente: Organización Internacional del Café (1975).

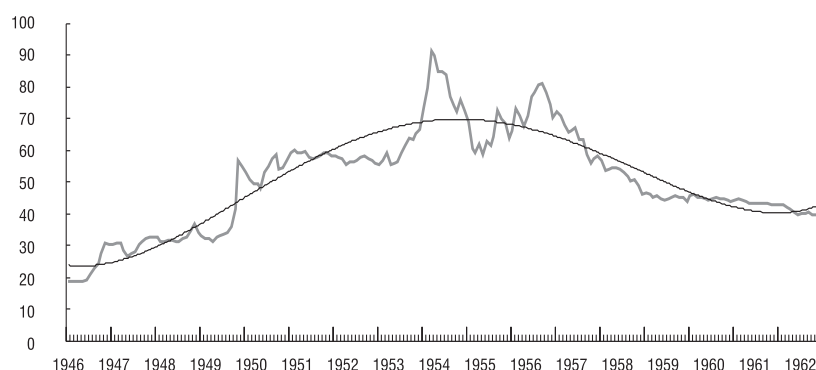
2. Los precios del café colombiano

Las trayectorias de los precios del café colombiano entre 1946 y 1962 son el tema de los gráficos 4.32, 4.33 y 4.34. En el primero aparecen las cotizaciones obtenidas en Nueva York por el café tipo Manizales; en el segundo, se presentan los precios del Manizales, en comparación con los precios de los brasileños Río 7 y Santos 4; y en el tercero, la trama seguida por los precios internos. La discrepancia entre las tendencias seguidas por los precios externos e internos salta a la vista.

Gráfico 4.32

Cotizaciones externas del café colombiano: mercado de Nueva York, 1946-1962

(US¢ por libra estadounidense)

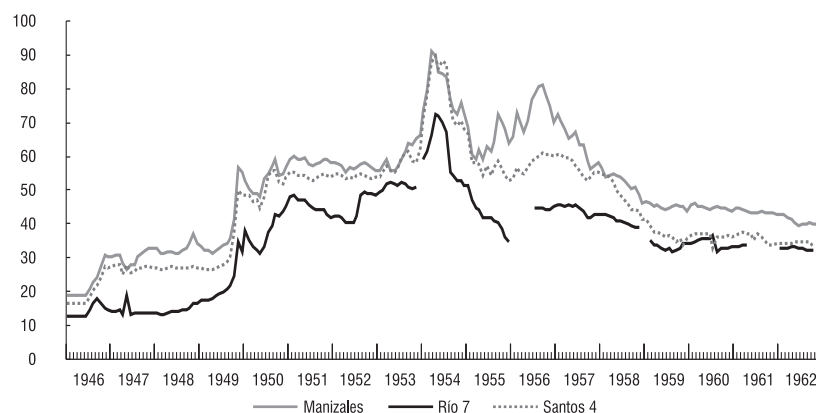


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.33

Precios del café en Nueva York: Manizales, Río 7 y Santos 4, promedio de cotizaciones diarias, 1946-1962

(US¢ por libra estadounidense)

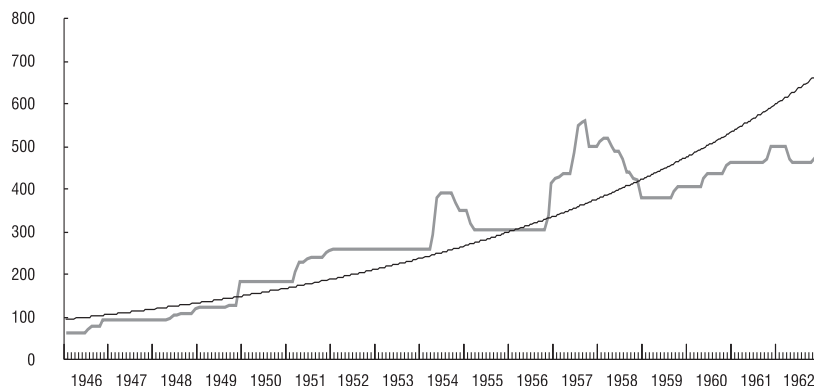


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.34

Precio interno del café, pergamino seco, 1946-1962

(pesos por carga de 125 kilogramos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

3. La restauración del mercado libre

La llegada de 1946 estuvo cargada de expectativas en el mercado cafetero internacional. ¿Se avanzaría hacia una nueva etapa de mercado libre? ¿Se preferiría continuar con el establecimiento de precios máximos por parte de la oficina administradora de precios (OPA), tal como había ocurrido durante la guerra? ¿Se insistiría en continuar con subsidios hasta cierto volumen de las importaciones cafeteras de los Estados Unidos? La expectativa sobre liberación del mercado no solo en Nueva York sino en las regiones productoras fue expuesta por el presidente de la asociación de café verde de Nueva York en los siguientes términos:

El clamor general hoy día es que los precios máximos de la OPA producen perjuicio a la América Latina, y esta afirmación puede tener cierta justificación. Debo, sin embargo, llamar la atención hacia el hecho de que varios Gobiernos extranjeros, o agencias suyas, imponen restricciones de exportación que impiden definitivamente el que se establezca una corriente de café a los mercados consumidores (RBR-219, enero de 1946: 8).

La *Revista* no podía pasar por alto este ambiente de expectación sobre el mercado cafetero. En su momento se había comentado la decisión adoptada en los Estados Unidos de otorgar un subsidio a las importaciones cafeteras, mientras su volumen no alcanzara los seis millones de sacos, y dicho monto estaba próximo a alcanzarse:

Se espera con ansiedad en los países productores de café la decisión que hayan de tomar las autoridades americanas sobre los precios del grano una vez que se complete la importación de seis millones de sacos, fijada por ellas como límite para el pago del subsidio de 3 centavos por libra, acontecimiento que está próximo a producirse. Entre tanto los precios se mantienen sin modificación, tanto

en los mercados externos como en los centros productores del país” (*RBR*-219, enero de 1946: 5).

La incertidumbre tomó vuelo una vez se alcanzaron las importaciones de seis millones de sacos sin que se tuviera noticia alguna sobre la futura política de precios:

[...] acaban de completarse las compras de café por seis millones de sacos establecidas por las autoridades de control de los Estados Unidos como límite máximo para el pago del subsidio de tres centavos por libra que ha quedado por tanto suspendido. Este acontecimiento ha creado una situación de gran incertidumbre en los mercados de café, paralizando parcialmente los futuros negocios del grano, mientras el Gobierno americano define la nueva política que haya de seguir respecto del café. Esta decisión se espera con ansiedad por los países productores de la América Latina (*RBR*-220, febrero de 1946: 68-69).

Las autoridades estadounidenses de estabilización de precios extendieron el subsidio hasta junio de 1946 sobre un volumen importado no mayor de siete millones de sacos. El Banco calificó la medida de transitoria, destinada a resolver por poco tiempo “el desequilibrio que existe hoy entre el costo de producción y los precios máximos establecidos” (*RBR*-221, marzo de 1946: 133; *RBR*-222, abril de 1946: 201-202).

Mientras se definía el futuro del mercado cafetero, la OIC reiteró el mensaje según el cual condiciones satisfactorias en las regiones productoras no se alcanzarían sin la libre operación del negocio cafetero. Propuso que por un año se eliminaran las regulaciones vigentes sobre el comercio del grano y se evitaran nuevos gravámenes sobre su exportación. Igualmente, deberían evitarse medidas cambiarias que afectaran de manera negativa las exportaciones cafeteras (*RBR*-223, mayo de 1946: 270). Pero otras manifestaciones públicas hacían creer que no se llegaría a la libertad comercial, como la recomendación hecha por el embajador de los Estados Unidos en Brasil, quien secundado por el Subsecretario de Estado recomendó aumentar los precios máximos del café; en este sentido, circuló la especie del aumento del subsidio a cinco centavos. La difusión de esta apreciación en los medios comerciales hizo que en algunos países productores los precios internos reflejaran un incremento semejante (*RBR*-224, junio de 1946: 337-338.). Finalmente, en el mes de agosto la OPA optó por elevar los precios máximos que venían desde 1941 en el monto de 8,32 centavos por libra de café verde, que incluían los cinco centavos ya previstos, y 3 centavos más para estimular las importaciones del grano (*RBR*-226, agosto de 1946: 498-499).

El ajuste de precios máximos por parte de la OPA no fue la culminación, sino apenas un paso intermedio hacia el restablecimiento del mercado libre del café en los Estados Unidos. Las presiones alcistas sobre los precios en los países productores siguieron su curso ante la expectativa de que las autoridades estadounidenses optaran por suspender las medidas de control en un futuro cercano. En Colombia los precios promedios mensuales de la carga de pergamino en Girardot que se habían mantenido en \$63 durante los primeros cinco meses del año, pasaron a \$64 en junio, luego a \$72 en julio, y brincarón a \$80 en agosto. A mediados de septiembre, el editorialista señaló que se había pensado que los precios internos se estabilizarían de acuerdo con los nuevos precios máximos de la OPA, pero que no había acontecido de esa manera. Y refiriéndose a la marcha de los

precios en el mercado de Girardot aseveró que: “Hoy se cotiza en Girardot la carga de café pergamino a \$ 83,50, aunque se han publicado informaciones sobre transacciones a mayores precios” (*RBR*-227, septiembre de 1946: 576).

En consonancia con lo esperado, tanto en los círculos cafeteros externos como en las regiones productoras, los controles sobre el café verde, y sobre el tostado para todos los niveles de distribución, fueron levantados por las autoridades de control de precios en los Estados Unidos a mediados de octubre de 1946. La *Revista* acogió la decisión en los términos siguientes: “Estamos seguros de que esta medida, que viene a satisfacer una constante aspiración de los países productores, contribuirá a desarrollar y regularizar el negocio del café” (*RBR*-228, octubre de 1946: 657).

Los precios respondieron de inmediato en el mercado neoyorquino. La cotización media del Santos 4 pasó de 20,32 a US\$ 27,49 por libra entre agosto, cuando se estableció el reajuste de los máximos, y noviembre, cuando se evaluó el primer mes de reacciones tras la liberación de los controles. Entre las mismas fechas, el Manizales pasó de 22,82 a US\$ 30,90 por libra. Exceptuando algunos lapsos, dichos precios se mantuvieron estables en los siguientes tres años, como lo revela el Gráfico 4.33.

Las noticias no se agotaron con la medida administrativa de la OPA. La Junta Directiva de la Bolsa de Azúcar y Café de Nueva York anunció la reapertura del mercado de futuros, el cual había permanecido inactivo por cuatro años y medio (*RBR*-229, noviembre de 1946: 738). Otra noticia, de especial relevancia para los productores de suaves, fue el afianzamiento de las compras de cafés de calidad desde la apertura del mercado. La reanimación general de las transacciones cafeteras en los Estados Unidos constituyó un nuevo aliento para las labores de promoción del grano. A comienzos de 1947 se creó el Consejo de Propaganda del Café (Coffee Advertising Council). Había razones para el optimismo. Según los corresponsales de la *Revista*, la publicidad en favor del consumo del café, incoada en 1937, había logrado incrementar dicho consumo en más del 56 %, al elevarlo de 12,8 a 20 libras por persona (*RBR*-233, marzo de 1947: 182; *RBR*-245, marzo de 1948: 281)⁵¹.

Los precios externos acusaron una relativa debilidad en el segundo trimestre de 1947 como lo atestigua el Gráfico 4.33. Fue un momento en el cual lograron resonancia las voces que insistían en que los precios del café se habían desbordado. Con cierta alarma, la *Revista* dejó el siguiente comentario:

Parece que en algunos sectores de los Estados Unidos se aspira a incorporar el café en la campaña de baja de precios, especialmente de artículos alimenticios, que preconiza con gran autoridad el Presidente Truman. Pero no puede olvidarse que no es posible comparar sin incurrir en una notoria injusticia, los productos agrícolas americanos, que han tenido abundantes cosechas y facilidades insuperables de crédito y movilización, con nuestro café, cuya baja de precio produciría una crisis en el país de incalculables consecuencias. La Federación Nacional de Cafeteros consciente de su alta misión, ha continuado comprando

⁵¹ El Consejo de Propaganda reemplazó con funciones más amplias al Comité Conjunto para el Fomento del Café. Estas dos corporaciones actuaban bajo la égida de la Oficina Panamericana del Café. La Oficina, establecida en 1937, representaba once países latinoamericanos responsables por el 97 % de la producción cafetera de la región (Uribe, 1954: 201).

café en todos los centros cafeteros del país, prestando así invaluable servicio a los productores del grano (*RBR-234*, abril de 1947: 260-261).

En efecto, la Federación sostuvo el precio interno en US\$92 la libra, mientras se capoteaba la depresión transitoria de los precios en Nueva York, como se refleja en los gráficos 4.33 y 4.34. Superada esta última contingencia, el movimiento al alza en los mercados externos prosperó durante el resto del año; habría que exceptuar una cierta quietud del mercado extendida entre diciembre y febrero del año siguiente, provocada por medidas antiinflacionarias adoptadas en los Estados Unidos. En el entretanto, el Convenio Interamericano del Café se extendió por un año más, a partir del 30 de septiembre de 1947, en el entendido de que sería su última prórroga (*RBR-240*, octubre de 1947: 767)⁵².

A lo largo del primer semestre de 1948 las correspondencias del mercado cafetero en Nueva York no cesaron de referirse a su quietud por oposición a un mercado activo. En opinión de la National Coffee Association, lo que estaba ocurriendo era un cambio en la forma de operar el mercado, en comparación con la experiencia de preguerra:

Creemos que la razón para esto es que el consumo ha llegado a niveles nunca antes alcanzados. Se compran grandes cantidades de café, las estadísticas de importación así lo demuestran, pero esto se ha venido haciendo en una forma completamente rutinaria, basada en ventas aseguradas al consumidor (*RBR-249*, julio de 1948: 775).

Las cotizaciones externas evolucionaron con una suave tendencia al alza entre mediados de 1948 e igual momento en 1949. El editorialista describió la situación reinante a mediados de 1949 señalando que predominaba un “sentimiento de firmeza” (*RBR-261*, julio de 1949: 731). En el mismo lapso el ascenso de los precios internos superó el 25 %, en atención a las extremas condiciones sociales y políticas de la época. El Gráfico 4.34 muestra cómo la curva de precios ascendió un escalón en la trama que se traía desde 1946.

El segundo semestre de 1949 fue excepcional para las cotizaciones externas del café. El Gráfico 4.32 resalta su ascenso vertical en el último trimestre, que llevó los precios a un nivel muy por encima del alcanzado en los primeros años de la posguerra. El precio mensual medio del café en Nueva York pasó de US\$27,49 en agosto, a US\$49,87 por libra en noviembre; el Manizales vio trepar su cotización de US\$34,09 a US\$56,66 por libra en el mismo lapso. En agosto, los observadores del mercado resaltaron la favorable posición estadística del grano:

Los precios de futuros fueron los más altos que se hayan registrado en sesenta y tres años. Un precio máximo reciente de 28,5¢ para un contrato a término en la Bolsa contrastó con el de 5,10, el más bajo de todos los tiempos, que se presentó en septiembre de 1940. La actual fortaleza del café refleja la favorable posición estadística de este artículo ya que por vez primera en más de veinte años no hay reservas acumuladas, mientras que al mismo tiempo se

⁵² Algunos movimientos hacia la baja también fueron atribuidos a la expiración de la medida que exigía que el 5 % del valor de los giros provenientes de exportaciones cafeteras fuera pagado por el Banco de la República en Bonos de Tesorería; tales bonos se transaban en la Bolsa con un descuento significativo (*RBR-242*, diciembre de 1947: 971).

ha elevado el consumo a una nueva cúspide en los mercados mundiales. Se estima que los Estados Unidos absorberán 21.000.000 de sacos, Europa entre 7.000.000 y 8.000.000 de sacos, y el resto del mundo 4.000.000, o sea, un total de 32.000.000 de sacos, más o menos, en el curso de la presente estación. Algunos observadores estiman aproximadamente en 30.000.000 de sacos la producción universal en el mismo período (*RBR*-262, agosto de 1949: 843-844).

Pero ya advertían los corresponsales internacionales del café que se avecinaban problemas de escasez, aunque todavía no aventuraban que podría estar surgiendo un desequilibrio entre producción exportable y consumo mundial de café:

El comercio examina hoy con ansiedad los informes que sobre el estado del tiempo llegan de los países productores, ya que condiciones desfavorables a los cafetos podrían originar escasez; tan estrechamente equilibradas están la oferta y la demanda universales. Los precios ascendentes del café verde se han reflejado en el mercado detallista, pues un tostador elevó los suyos en 0,5¢, otro en 2¢, y otros más anunciaron que seguirían pronto ese ejemplo (*RBR*-262, agosto de 1949: 844).

Lo que era ansiedad en agosto se tradujo en una realidad de mercado entre septiembre y noviembre; el precio del café Manizales en Nueva York subió 15,9 % en octubre y 36,5 % en noviembre. Sin demora, el precio interno del mismo café se reajustó en 12,7 % en el primer mes y en 37,7 % en el segundo; fue un nuevo peldaño en el ascenso del precio interno, que lo llevó a ubicarse por encima de su crecimiento exponencial de largo plazo, tal como lo revela el Gráfico 4.34.

Por supuesto, no dejaron de presentarse juicios críticos en el exterior que insinuaban la posibilidad de factores especulativos en el manejo de la oferta. Las cosechas insuficientes en regiones productoras, entre ellas el Brasil y Guatemala, serían la causa de una oferta inferior a la prevista al iniciarse el año cafetero (*RBR*-264, octubre de 1949: 1058)⁵³. Los corresponsales cafeteros señalaron que el ascenso y firmeza de los precios se fundaban en “los rumores de una persistente sequía en el Brasil”, suficientes para compensar con ventaja las fuentes de incertidumbre creadas por la devaluación de la libra esterlina el 18 de septiembre, y el temor de que productores tan relevantes como Brasil y Colombia, siguieran una conducta semejante en el futuro inmediato (*RBR*-264, octubre de 1949: 1059).

La *Revista* no solo reaccionó enfáticamente ante la insinuación de posibles conatos especulativos del lado de los productores, sino que insistió con acento reivindicatorio en que el poder de compra del país era inferior al de 1926:

[...] influye hoy en aquella situación (la subida de precios) la mala cosecha del Brasil, debido a desfavorables condiciones atmosféricas. Pero sobre todo conviene aclarar que las cotizaciones actuales no pueden considerarse injustas, ni fruto de la especulación. En el año de 1926, el café se vendía en Nueva York a 26 centavos de dólar la libra. Ese nivel guardaba relación con el valor de todos

⁵³ Dos situaciones extremas de mal tiempo afectaron tanto al mayor productor de café, Brasil, con una extensa sequía, como a un productor pequeño, Guatemala (con el 3 % de la producción mundial), con inundaciones.

los artículos manufacturados y productos agrícolas que importaba el país de los Estados Unidos. Dos o tres años más tarde el equilibrio se rompe y a medida que aumentan los precios de las mercancías americanas, desciende el del café. En 1940 se inicia una reacción, de la cual Colombia no deriva provecho alguno, pues los artículos que allí adquirimos suben en proporción más acentuada. A pesar de las últimas cotizaciones, el poder de compra del país es todavía inferior al de 1926. De esta manera, resultan infundados los comentarios que hacen aparecer exageradas las cotizaciones del café en Colombia (*RBR*-264, octubre de 1949: 1055)⁵⁴.

Los niveles más altos de precios para los cafés Manizales y Santos 4 se mantuvieron hasta principios de 1953 en aquellos alcanzados en 1949. La bienandanza de la industria cafetera fue interpretada por algunos como un mentís de aquellas opiniones sostenidas en los años treinta que recomendaban acuerdos entre productores, o entre productores y consumidores, para sostener los ingresos cafeteros⁵⁵.

Recurrentemente se oyeron las voces de quienes reclamaban la intervención en el mercado cafetero con el propósito de reducir los precios del grano. Un subcomité del senado estadounidense elaboró un informe con apreciaciones desfavorables para los países productores (*RBR*-272, junio de 1950: 597).

En su exposición ante la convención anual de la Pacific Coffee Association, el cónsul de Colombia en San Francisco describió la situación planteada en los siguientes términos:

De los cuadros estadísticos de la Oficina Panamericana del Café se deduce que, tomando como base el año de 1926, adoptado como índice 100 por el Federal Reserve Board, el precio del café Santos 4 no ha subido sino 35,7 %, en tanto que los otros productos alimenticios han subido en los Estados Unidos 53,7 % y que los artículos en general han aumentado su precio en 62,8 %. Se ve pues que en esta maratón de los precios, el café no ha recuperado aún la ventaja que, a causa del techo impuesto por la OPA, le tomaron los otros artículos. Con la circunstancia de que el café está actualmente ‘subproducido’ y en la lista de los otros artículos hay muchos superproducidos.

El senador Guillette se muestra, sin embargo, muy preocupado por los millones que le cuesta al consumidor americano el alza de los precios del café de fines del año pasado, pero él no ha hecho cuenta de las pérdidas de los productores por la

⁵⁴ El comentario del editorialista fue claramente atinado si, como parece, se refería a los términos de intercambio, y menos si pensaba en la capacidad de compra de las exportaciones. A partir de series de la Cepal para el período 1928-1976, Wilkie (1980: 417), cita índices de los términos de intercambio y de la capacidad de compra de las exportaciones con año base 1970, 1970 = 100). Para el primer índice, el valor en 1928 fue de 188,2 y en 1949, 94,7. Para el segundo índice, el valor en 1928 fue de 70,0 y en 1949, 57,7. Un año más tarde, en 1950, los valores de los índices fueron, en su orden, 129,2 y 69,1, este último prácticamente igual al de 1928.

⁵⁵ En su mensaje de año nuevo de 1950, Mariano Ospina Pérez sostuvo lo siguiente:

“La balanza comercial al finalizar el año ha sido ampliamente favorable para el país, como lógica consecuencia de la política de importaciones que el Gobierno ha venido practicando y del mejoramiento de los precios de nuestro café. Este último hecho ha servido, además, para comprobar la bondad de las tesis por mí sostenidas hace algunos años en contra del proyectado pacto de limitación de las siembras de café y de otros convenios similares en relación con dicho producto” (*RBR*-267, enero de 1950: 13).

política ‘arbitrary and unrealistic’ de la OPA, sin la cual el café habría subido en concordancia con los demás artículos (Ospina 1950: 609).

A propósito de la controversia sobre los precios, la *Revista* citó las reacciones del embajador de Colombia en Washington, que fueron del siguiente tenor:

A ningún país latinoamericano se le ha ocurrido nombrar investigadores para que indaguen por qué el valor promedio de la tonelada de mercancía americana se ha cuadruplicado en el curso de unos años. [...] para salvar la economía europea se ideó y ejecutó el Plan Marshall, es decir, un plan para rehabilitar a Europa. Los países latinoamericanos no han tenido Plan Marshall, pero lo menos a que pueden aspirar es a que no haya plan para inhabilitarlos (*RBR*-271, mayo de 1950: 491).

Y, a su turno, el editorialista añadió:

Para fortuna de todos los países interesados aquella labor pertinaz ha fracasado en una de sus finalidades primordiales, cuál era la de demostrar que existía una abusiva especulación en los precios.

[...]

Para la economía de los países productores sigue siendo favorable desde todo punto de vista la posición estadística del café, en cuanto la demanda del consumo mundial (estimada con moderación) supera en mucho las posibilidades de rendimiento de las cosechas próximas (*RBR*-271, mayo de 1950: 491).

El último párrafo citado, destaca que en el Banco ya se había tomado nota de las tendencias recientes de la producción y el consumo mundiales de café, que revelaban un crecimiento más dinámico de este último, y la consecuente presión alcista sobre los precios. En efecto, según el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, en los años cafeteros 1948-1949 y 1949-1950 el volumen de producción exportable fue de 30.918 y 28.911 miles de sacos de 60 kg; y el consumo total en los años civiles de 1949 y 1950, de 33.454 y 28.304 miles respectivamente. Cifras excedentes del consumo sobre la producción seguirían apareciendo hasta 1955⁵⁶.

Las corresponsalías del café en Nueva York siguieron informando acerca de una “resistencia considerable de los consumidores a los actuales niveles de precios” (*RBR*-282, abril de 1951: 388). A principios de 1951 se estableció una vez más el control de precios: al entrar en vigencia la orden general de congelación, la Asociación Nacional del Café de los Estados Unidos confió en que “tras ella vendrían enmiendas particulares con respecto a determinadas industrias”, como la del café verde (*RBR*-280, febrero de 1951: 119). Los topes máximos, promulgados como valores *ex dock*, fueron de US\$ 55,50 para el Santos 4 y de US\$ 60,50 para los colombianos (*RBR*-281, marzo de 1951: 263). Según los corresponsales, el Brasil se pronunció contra los topes de precios impuestos al café verde en los Estados Unidos, y tanto dicho país como Colombia estarían adoptando medidas para mantener los precios vigentes (*RBR*-282, abril de 1951: 388). Las restricciones sobre

⁵⁶ *Boletín de Estadística de la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia*, núm.39, septiembre de 1963, cuadro 48.

los precios se extendieron hasta marzo de 1953, cuando el café fue retirado de la lista de precios de artículos controlados⁵⁷. Los efectos de la medida sobre los ingresos externos de los productores se sintieron sin demora. En su evaluación del primer semestre de 1953, el editorialista ponderó los resultados positivos de la balanza comercial en contraposición a lo acontecido en los cuatro años anteriores, sin dejar de reconocer que “en el auge considerable de los ingresos tuvo especial significado el comercio del café, después de que el Gobierno de los Estados Unidos, en el mes de marzo, levantó los controles de su precio” (*RBR*-309, julio de 1953: 721).

4. La bonanza cafetera de 1953-1954

Los resultados comerciales positivos del primer semestre de 1953 fueron apenas parte de las buenas noticias reinantes en su momento. Al buen ambiente se sumaron el dinamismo de las ventas de café en los mercados de disponibles y de futuros en Nueva York, y las expectativas por la recuperación de mercados en Europa. A estas últimas contribuyó la reducción de impuestos sobre el café de 10 *Deutsche Mark* a 3 *Deutsche Mark* por kilogramo en Alemania Federal. La *Revista* recordó que en ese momento el consumo de café en este último país apenas sobrepasaba al 30 % del consumido al iniciarse la segunda guerra mundial (*RBR*-309, julio de 1953: 721).

Pero las noticias que habrían de marcar un quiebre en el negocio cafetero provinieron de Brasil. Según los corresponsales, en la segunda semana de julio “una helada había causado graves daños en las zonas cafeteras más meridionales del Brasil. Según los rumores, los Estados que más habían sufrido eran los de Paraná y Sao Paulo. [...] parece que fue muy leve el perjuicio infligido a la cosecha de 1953-54, ya recogida en buena parte. Todo indica que este azote afectará principalmente la producción de 1954-1955” (*RBR*-310, agosto de 1953: 841). Las alzas no se hicieron esperar en el mundo de la distribución; los corresponsales observaron que, “efecto inmediato de las anunciadas averías producidas por el hielo en los cafetales del Brasil fue la notificación de un alza de tres centavos por libra de café tostado que formularon muchos de los distribuidores más fuertes” (*RBR*-310, agosto de 1953: 841).

Los diplomáticos brasileiros comenzaron a develar la magnitud de las pérdidas de su país, en vísperas de iniciarse el año cafetero 1953-1954. El representante del Instituto Cafetero del Brasil en los Estados Unidos y también presidente del American Coffee Bureau declaró que,

[...] después de haber suministrado el Brasil en la época inmediatamente anterior a la segunda guerra mundial las dos terceras partes del café que se consumía en los Estados Unidos, su aporte había bajado en 1952 a poco menos de la mitad y en el primer semestre del año en curso mermó un doce por ciento frente al mismo lapso de la pasada vigencia. [...] reveló que según datos del

⁵⁷ El senador Guy Gillette volvió a la carga al presentar un proyecto de ley que sujetaba el café a la ley general de control de precios de artículos de consumo. Según su entender, el alza en los precios del grano habría sido menor si dicho artículo hubiese estado cobijado por aquella ley (*RBR*-306, abril de 1953: 364).

Instituto Cafetero del Brasil, su país despachó en el primer semestre de este año 6.600.000 sacos del grano para los Estados Unidos, contra 7.400.000 en igual período de 1952. [...] ese total disminuirá otra vez en 1954, debido a las ingentes pérdidas que poco ha sufrió el Brasil con las heladas y que reducirán en un 50 % la cosecha del Paraná y en un 30 % la de San Paulo, resultados que persistirán en los tres o cuatro años venideros (*RBR*-312, octubre de 1953: 1096).

Entre julio y diciembre de 1953 los precios del café disponible en Nueva York pasaron de 55,48 a US\$ 59,35. El del Santos 4 lo hizo de 59,49 a US\$ 62,46 y el del Manizales de 59,14 a US\$ 66,4. En su evaluación de lo sucedido en 1953, el presidente de la Bolsa de Café y Azúcar de Nueva York señaló que “las tendencias de los precios de uno y otro señalan notoria diferencia y reflejan sus respectivas posiciones estadísticas. Los precios del café han ascendido constantemente todo el año por efecto de la tirante situación mundial de la oferta, mientras los del azúcar soportaban en el mundo entero presiones debidas a la abundancia de abastos” (*RBR*-316, febrero de 1954: 137).

La “tirante situación de la oferta” no era clara en círculos estadounidenses que sospechaban la presencia de conatos especulativos fraguados en las regiones productoras. El Instituto Cafetero del Brasil, ante todo, y también la Federación de Cafeteros de Colombia, debieron enfrentar una vez más este tipo de episodios. Los corresponsales resumieron los eventos del momento en los siguientes términos:

En la cuarta semana (de enero de 1954) se iniciaron severas indagaciones encaminadas a estudiar los orígenes de la nueva y rápida elevación de los precios del grano. De los cuerpos investigadores formaban parte la Comisión Federal del Comercio, una subcomisión del comité bancario del senado, y el Consejo Interamericano Económico y Social de la Unión Panamericana. Para responder a tales noticias, el Instituto Cafetero del Brasil, por medio de su presidente señor Pacheco Chaves, invitó con fecha 26 de enero a un grupo representativo de notabilidades estadounidenses a visitar esa nación para cerciorarse con un examen personal de la situación del país en lo tocante al café. Don Manuel Mejía, gerente general de la Federación de Cafeteros de Colombia, manifestó el 27 que la reciente alza del producto se podría comprender de inmediato al ver las pruebas patentes del destrozo que la cosecha brasileña sufrió con las heladas del pasado estío. El señor Mejía, quien acaba de regresar a Nueva York después de concurrir en Curitiba al Primer Congreso Universal del Café, añadió estas palabras: ‘Los funcionarios de Washington deben acoger el convite que les hace el Instituto Cafetero del Brasil para ir a observar con sus propios ojos la obra del hielo en Paraná. Contemplarán miles y miles de arbustos marchitos y estériles, de corteza ennegrecida y hojas muertas’. Dijo que la cosecha parense que según se esperaba iba a contribuir a allanar la brecha abierta entre la producción y el consumo, quedó casi por completo destruida, y moderados estimativos de las pérdidas de los cafeteros de esa región las hacen pasar de dos millones de sacos avaluados en más de 180 millones de dólares. Hizo notar que lo que determina los actuales precios del artículo es una situación económica tan sencilla como fundamental. La demanda de café en el globo supera con mucho los suministros anuales, a pesar del permanente esfuerzo de los cultivadores por obtener el permanente aumento de la producción. Piensa el señor Mejía que los precios no se adaptarán a un nivel satisfactorio para productores y consumidores sino cuando

la producción iberoamericana haya subido hasta un punto compatible con la demanda internacional” (*RBR*-316, febrero de 1954: 138).

Los precios volvieron a subir verticalmente entre diciembre de 1953 y marzo de 1954 (gráficos 4.32 y 4.33). Las reacciones en los medios de comunicación en los Estados Unidos se volvieron un tema traidado que los corresponsales no podían menos de citar: “Tal alza fue objeto de profusos comentarios en la prensa y demás sectores de la opinión estadounidense. De hecho, muchos periódicos informaban diariamente de las múltiples investigaciones abiertas para determinar las causas de la nueva y brusca subida de los precios del grano” (*RBR*-317, marzo de 1954: 261). Hasta el propio presidente de la Unión fue preguntado acerca de las investigaciones en curso:

El 17 de febrero, en una conferencia de prensa, manifestó el Presidente Eisenhower que la investigación estadounidense sobre los altos precios del café no va en contra de los países iberoamericanos. Añadió que al Brasil le afecta la situación cafetera exactamente lo mismo que a todo el mundo aquí, y que no veía ninguna posibilidad de que esas pesquisas pudieran trascender a las relaciones con los pueblos latinos (*RBR*-317, marzo de 1954: 261)⁵⁸.

Y ante la Conferencia Interamericana reunida en Caracas, el Secretario de Estado John Foster Dulles opinó que el alto precio del café obedecía “principalmente a causas naturales que escapan al poder humano”. Sostuvo, asimismo, que “a los consumidores estadounidenses no les agrada que suban los precios, lo mismo que a vosotros os disgusta toda merma de los de vuestros artículos de exportación. Aceptamos que dentro de un sistema libre tiene que haber fluctuaciones en ambos sentidos, y os puedo asegurar que nada se proyecta para resolver arbitrariamente el problema de los precios con la fijación de un tope artificial” (*RBR*-318, abril de 1954: 377).

Esta sucesión de controversias entre 1953 y 1954 fue puesta en perspectiva histórica por Prebisch (1954):

Los consumidores están un tanto excitados por el alza reciente de sus precios y es muy comprensible esta reacción. Pero no parece haber en esto nada arbitrario ni imposible de explicar con lógica elemental. Después de la caída catastrófica de los precios en los años treinta, el Brasil abandona una parte considerable de sus plantaciones, se opera un proceso de descapitalización arrastrado por largos años, pues durante la guerra —y aun en tiempos más recientes— tómanse ciertas medidas de emergencia en el principal mercado consumidor que desalientan a

⁵⁸ Por los mismos días, el presidente de la Lonja de Café y Azúcar de Nueva York debió comparecer ante la comisión de agricultura de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos para opinar en relación con un proyecto legislativo para someter el mercado cafetero a reglamentación federal. El directivo afirmó que los decretos del Gobierno de la Unión no tendrían eficacia para un artículo importado y, por ende, no afectarían los precios. Además, señaló que los del café “no superaban las fluctuaciones sufridas en la misma época por los artículos de consumo reglamentados por la Commodity Exchange Authority, que a menudo los dejaron atrás” (*Ibid*). Posteriormente, ante el subcomité senatorial de la banca y la moneda que investigaba el caso del café, el vicepresidente de la National Coffee Association de los Estados Unidos observó que “La esencia del problema que hoy afrontamos está en el desequilibrio entre la oferta y la demanda. A la larga, la solución está en aumentar el rendimiento. Para lograrlo es menester perfeccionar continuamente los métodos de cultivo y el registro de cosechas y existencias del grano” (*RBR*-319, mayo de 1954: 499).

los productores de café. [...] se comprime violentamente el poder de compra del café en los años treinta y este fenómeno desastroso para los productores se prolonga hasta el final de los cuarenta. Es entonces cuando aquel proceso de descapitalización de los cafetales manifiesta sus consecuencias en forma muy aguda y la escasísima producción, frente al crecimiento de la demanda mundial, acarrea el alza rápida de los precios con una notable mejora en el poder adquisitivo de este producto. Esta alza se ha acentuado recientemente a causa de las heladas que tanto dañaron a los cafetales brasileños. El café tiene un mercado libre, sin monopolio ni combinaciones, y está sucediendo lo que ya ha acontecido otras veces. El alto poder adquisitivo que tiene ahora el café se asemeja al que experimentó a mediados de los veinte y poco tiempo antes de la primera guerra mundial. Todo ello fue muy pasajero.

Una de las secuelas de esas épocas adversas, de que ahora se están resarciendo los países productores, es haber acostumbrado a los consumidores a un costo anormalmente bajo de este producto. [...] la proporción del ingreso de los consumidores que se gasta en café en los Estados Unidos había caído de manera pronunciada en el período de bajos precios. Ahora la proporción vuelve a subir y acercarse a la situación que tenía antes de la crisis mundial” (Prebisch, 1954: 397).

A finales de julio la Comisión Federal de Comercio destacó como “razones características” del alza en los precios del café unas bien distintas de las leyes competitivas de la oferta y la demanda. Se refirió a “la especulación adelantada en la lonja neoyorquina del café y el azúcar por intereses privados del Brasil que irrumpieron en el mercado para efectuar grandes compras”; también, a la “especulación estadounidense y compras anormales verificadas por importadores y grandes tostadores de ese país con el fin de acumular existencias”; al “alza del mínimo precio brasileiro de exportación”; al denominado ‘contrato restrictivo’ para operaciones futuras en la lonja, las cuales limitarían el comercio “a cosa del 10 % del consumo anual de café en los Estados Unidos, lo que a su vez crea un mercado propicio a malos manejos”; y a la presencia de “irregularidades mercantiles en la lonja”. Según los corresponsales cafeteros, tanto la Lonja del Café y el Azúcar de Nueva York como las instituciones representativas de los países productores se apresuraron a impugnar el informe (*RBR-322*, agosto de 1954: 920).

En el entretanto, las autoridades económicas colombianas evaluaban los impactos potenciales de una bonanza duradera y de las políticas que serían aconsejables. Ante el congreso cafetero de mayo de 1954 el ministro de Hacienda se expresó en los siguientes términos: “Los factores de la producción y el consumo permiten suponer que el alza actual de los precios del café se mantendrá al menos por algunos años. Es pertinente anotar que el ingreso cafetero en el último año ha tenido un alza aproximada del 50 %, pero que ésta ha sido particularmente sensible en los últimos tres meses, de modo que todavía no se ha presentado una presión muy grande sobre los precios” (*RBR-319*, mayo de 1954: 506). La idea fue la de continuar con el régimen de tasa de cambio fija, preservando la tasa de \$2,50 por dólar, y crear un gravamen sobre las exportaciones del grano. Se procedió entonces a establecer un tributo sobre los contratos de exportación de café en cuanto excedieran cierto valor, con el propósito de destinar su recaudo al Fondo Nacional del Café. Se trató de un mecanismo de ahorro forzoso de los potenciales excedentes

cafeteros, que sirviera de amortiguador de la caída de los ingresos de los productores cuando se revirtiera el ascenso de los precios⁵⁹.

5. *El fin de la bonanza: medidas cafeteras en el Brasil*

La incertidumbre se apropió de la plaza cafetera de Nueva York hacia mediados de 1954; se alternaban noticias contradictorias sobre las dimensiones de la producción exportable del Brasil, así como sobre los montos de las existencias. La bienandanza de las cotizaciones cafeteras en Nueva York finalmente se vino a pique a partir de agosto de 1954. El detonante fue la devaluación de la moneda impuesta por las autoridades cariocas a mediados de agosto; en cuanto a la economía cafetera, la idea consistió en vender café en Nueva York a un precio más bajo, sin alterar el ingreso interno de los productores⁶⁰. Se adujeron como razones de la medida la pérdida de dinamismo de las exportaciones cafeteras en los últimos meses, y la venida a menos del consumo estadounidense atribuida a los precios en vigencia⁶¹. La *Revista* dedicó el comentario central de sus notas editoriales de agosto a las decisiones brasileñas:

El 15 del presente mes conociéronse en Bogotá las medidas cambiarias adoptadas por el Gobierno del Brasil, en virtud de las cuales quedaron allí ese día los productores de café en condiciones de disminuir alrededor de 16½ % el precio del artículo, percibiendo en cruzeiros el mismo valor que obtenían con anterioridad. A este resultado se llegó (atendidas sustanciales diferencias en el comercio interno de divisas) mediante la facultad otorgada al Banco del Brasil para comprar a un tipo especial, equivalente a la tasa del mercado libre, el 20 % de los giros provenientes de despachos del grano al exterior. Determinación de tanta trascendencia suscitó, como era obvio, algún desconcierto inicial en los sectores cafeteros del país y llevó nominalmente nuestras cotizaciones en Nueva York a 69 centavos de dólar la libra contra 81½ centavos en los días precedentes (*RBR*-322, agosto de 1954: 899).

Nuevos factores de inestabilidad acompañaron el mercado cafetero en los meses siguientes, que vieron descender las cotizaciones del grano (Gráfico 4.33). Su fuente común fueron alteraciones en el manejo cambiario, y en especial del dólar cafetero en

⁵⁹ La medida en cuestión fue el Decreto 1051 de 1954, al cual ya se aludió en la sección dedicada a la evolución de los índices de precios.

⁶⁰ El ministro de Hacienda de Colombia resumió así la medida adoptada por su homólogo brasileño: “[...] en forma sorpresiva, el Gobierno del Brasil modificó su régimen cambiario, anunciando el ministro de Hacienda de aquel país, que el nuevo tipo de cambio permitiría vender café por mayor cantidad y a más bajo precio. El resultado inmediato fue una paralización total del mercado cafetero y una baja dramática de los precios en el exterior” (Villaveces, 1955: 560).

⁶¹ Con el ánimo de estimular la producción cafetera, las autoridades cariocas habían puesto en marcha, en meses anteriores, medidas como la ampliación del crédito por saco y el aumento del precio mínimo de venta de café al exterior; en este último caso, el aumento había sido de 53 a US\$ 87 por libra. Por supuesto que al devaluar en agosto, se bajó nuevamente el precio mínimo, pero se compensó al productor de manera que no se alterara su ingreso en moneda nacional.

Brasil⁶². La más dramática fue la del 7 de febrero de 1955. De ‘grave quebranto’ calificó la *Revista* el impacto de dicha medida sobre el precio del café, al tiempo que expresaba su preocupación por los efectos adversos que se producirían en la balanza cambiaria:

Ya inestable desde agosto del año pasado la cotización del grano, sufrió a partir del día 7 del mes en curso grave quebranto, debido a nuevos procedimientos cambiarios del Brasil, que colocan a los exportadores de ese país en condiciones de reducir el precio de venta del artículo. Obviamente declinarán con tal motivo los ingresos del balance cambiario colombiano, en proporción que es difícil estimar desde ahora (*RBR*-328, febrero de 1955: 139)⁶³.

Las reacciones ante el grave quebranto fueron descritas en su momento por el entonces cronista García Márquez:

En Bogotá no se habló ayer de otra cosa diferente a la situación cafetera. No existe otra forma de decirlo: había pánico. En las colas de los buses, en los cafés, en las oficinas públicas, se veían muchas caras tristes, muchas caras sombrías, muchas caras alarmadas. Sin embargo, un redactor de ‘El Espectador’ se dedicó, durante toda la tarde y parte de la noche de ayer, a pedir una explicación del problema a todo el que sorprendió hablando con mucha propiedad sobre el colapso del café. No solo ninguna de las personas consultadas al azar pudo dar una respuesta segura, sino que muy pocas lograron explicar la razón de sus preocupaciones ni el mecanismo del mercado cafetero (García Márquez, 1980: 97-98)⁶⁴.

Las cotizaciones cayeron una tercera parte entre julio de 1954 y marzo de 1955: las cotizaciones del café vendido en Nueva York pasaron de US\$ 79,31 a US\$ 53,92; las del Santos 4, de US\$ 87,37 a US\$ 57,95; y las del Manizales de US\$ 86,31 a US\$ 59,26, respectivamente. Esta evolución adversa en el mercado externo tendría que reflejarse en los precios internos del grano. El precio de \$ 260 por carga de 125 kg, que había predominado

⁶² El ministro de Hacienda describió no sin dramatismo lo ocurrido hacia finales de 1954: “El precio del café continuó descendiendo en los mercados del exterior, y los compradores agotando sus existencias en espera de precios más bajos, y así, por primera vez en la historia cafetera del país, las exportaciones llegaron en dos meses a límites tan bajos, que podrían considerarse prácticamente nulas”. (*RBR*-331, mayo de 1955: 561). En septiembre y octubre de 1954 las exportaciones de café fueron de 234,9 y 179,6 miles de sacos de 60 kg., cifras muy bajas en comparación con el promedio mensual de los primeros ocho meses del año, el cual fue de 578,9 miles de sacos de 60 kg.

⁶³ La medida consistió en elevar de 13,14 a 18,70 cruzeiros por dólar la prima reconocida a los exportadores, lo que en la práctica se traducía en una disminución del precio mínimo de exportación y, por tanto, en un aumento de su competitividad externa.

⁶⁴ En exposición radiodifundida al país, el ministro de Hacienda señaló que se pensaba implementar un plan económico para enfrentar la encrucijada cafetera, ya que “la baja del café en el exterior tiene dos partes: la primera, las consecuencias para el productor cafetero en el interior, y la segunda, las consecuencias para el país por una menor entrada de divisas” (*RBR*-328, febrero de 1955: 146). Según García Márquez, el ministro hizo una exposición “documentada, sencilla y completa, de la situación real”. Pero seguramente ella no habría podido ser atendida por los pequeños productores de café, “sin luz eléctrica ni receptor de batería en su parcela”. Pero, añade el cronista, “tal vez haya escuchado la didáctica exposición ministerial José Antonio Alvarado, el lustrabotas que ayer a las cuatro de la tarde, en un café central, manifestó explosivamente su complacencia por la baja del café: ‘Como todo está subiendo, siquiera que baje el café’, dijo José Antonio Alvarado. Y concluyó: ‘Así volverán a vender tinto a cinco centavos’ (García Márquez, 1980: 98).

en 1952 y 1953, pasó a ser de \$390 entre junio y septiembre de 1954; luego vinieron los ajustes hacia abajo, a tono con la descolgada de los precios externos, hasta descender a \$305 en respuesta a las disposiciones brasileñas de febrero de 1955. Este último precio rigió hasta octubre de 1956, tal como lo muestra el Gráfico 4.34.

En Colombia le correspondió al Gobierno adoptar decisiones en materia cambiaria y cafetera “con el concurso de organismos como el consejo nacional de economía y la junta directiva del Banco de la República” (*RBR-328*, febrero de 1955: 139). Se optó por no alterar la tasa de cambio fija de \$2,50 por dólar que regía desde 1951, y en su lugar introducir reformas en el régimen de importaciones. Así, se modificaron sus reglamentaciones con el propósito de priorizar el destino de unas divisas que en el nuevo contexto internacional se adivinaban más escasas; se creó un grupo preferencial con un impuesto de timbre del 3% (que para entonces estaba vigente), y otros cuatro grupos con importaciones que se consideraban menos necesarias a medida que se pasaba de un grupo a otro, con tasas de dicho impuesto del 10, del 30, del 80 y del 100%. Se fijaron precios internos del café de acuerdo con los costos de producción y las nuevas cotizaciones externas, y los ingresos adicionales del impuesto de timbre se destinaron preferentemente a resarcir al Fondo Nacional del Café por pérdidas que finalmente deberían ser absorbidas por el tesoro nacional (*RBR-328*, febrero de 1955: 148)⁶⁵.

Un ambiente de inconformidad en las regiones productoras del café emergió de las medidas cambiarias del Brasil en febrero. En los dos meses siguientes se realizaron acercamientos entre los productores con el propósito, según el editorialista, de “buscar fórmulas de estabilidad económica en aquellas naciones cuyo comercio externo depende primordialmente del mercado del grano, sin lesionar intereses de las áreas de consumo” (*RBR-329*, marzo de 1955: 275; *RBR-330*, abril de 1955: 407)⁶⁶. Simultáneamente se adelantaban reformas en el mercado de Nueva York; tal como se anotó atrás, en su revisión crítica del funcionamiento del mercado, la Comisión Federal de Comercio había señalado que el contrato empleado por la Lonja de Café y Azúcar de Nueva York (contrato ‘S’) para operaciones a término no representaba más del 10% de las importaciones cafeteras. Se acordó entonces que la lonja elaborara dos tipos de contrato para el mercado de futuros. Uno de ellos (conocido como contrato ‘B’) incorporaría el café del Brasil, y el otro (contrato ‘M’) agruparía los cafés suaves de Colombia, México, El Salvador y Guatemala (*RBR-330*, abril de 1955: 411)⁶⁷.

Con tendencia al alza, aunque fluctuantes, continuaron los precios del café en el segundo semestre de 1955. En repetidas ocasiones el editorialista adscribió dicha mejoría

⁶⁵ Según Carlos Villaveces, ministro de Hacienda, “el Gobierno no está buscando nuevas fuentes de recursos y el mayor producto de estos impuestos será destinado a reembolsar al Fondo Nacional del Café cualquier suma que resulte a cargo de la nación. Es decir, que en esta oportunidad son los importadores los que van a pagar al gremio cafetero, no como hasta ahora, el gremio cafetero pagándoles subsidio a los importadores” (Villaveces, 1955: 148).

⁶⁶ Ya en noviembre de 1954 se había reunido en Río de Janeiro el Consejo Interamericano Económico y Social, en cuyo seno se discutieron los efectos desfavorables de las fluctuaciones en los precios del grano. Y, en Puerto Rico, en la conferencia de países centroamericanos, en mayo de 1955, se apoyó la idea de convenios entre productores para sostener los precios (*RBR-331*, mayo de 1955: 561-562).

⁶⁷ El contrato ‘M’ se estrenó en mayo para entregas en los meses venideros de septiembre y diciembre de 1955, y marzo de 1956 (*RBR-332*, junio de 1955: 691).

a los intentos diplomáticos de buscar una mayor estabilidad del mercado cafetero (*RBR*-332, junio de 1955: 687; *RBR*-333, julio de 1955: 823). Especial importancia se otorgó a una reunión de los ministros de Hacienda de Brasil y Colombia en Río de Janeiro a principios de agosto. Según la *Revista*, “la verdad es que tras cuidadoso examen de la situación, fijaron los participantes un criterio acerca de los puntos debatidos ha poco en Nueva York entre voceros autorizados de la industria, especialmente en cuanto a la creación de un organismo mundial (fortalecido con aportes de los grandes países productores) para estimular el consumo, a través de eficaces e inteligentes sistemas de divulgación” (*RBR*-334, agosto de 1955: 963). Un renovado aire de optimismo se respiraba al iniciarse el último trimestre del año, como lo registrara el gerente:

Está lejos de nuestro ánimo afirmar que el país superó ya las dificultades inherentes al curso irregular del mercado cafetero. Pero es lo cierto que en el segundo semestre del presente año, la economía viene, en forma halagüeña, dominando las nocivas secuelas de fenómenos imperantes desde agosto de 1954 (*RBR*-335, septiembre de 1955: 1091).

El año de 1955 no estuvo exento de noticias sobre heladas en las principales regiones cafeteras de Brasil. Las noticias llevaron los precios en la bolsa neoyorquina hasta el límite permitido de 200 puntos por algunos días. Sin embargo, también se advirtió que los daños probablemente no serían mayores, ya que al sobrevenir la ola de frío la cosecha ya había sido recolectada en cerca del 80 % (*RBR*-335, septiembre de 1955: 1094)⁶⁸.

Las tentativas diplomáticas para intervenir el mercado no contaron con un camino sin obstáculos. En mayo se conoció que los Estados Unidos no tenían interés en participar en un convenio internacional del café. Según los corresponsales,

Los Estados Unidos no deseaban entrar, como lo proponían varios países interesados, a negociar su participación en un convenio cafetero internacional encaminado a restringir el excedente previsto, según rumores, para una larga época de los años próximos. Don Andrés Uribe, de Colombia, señaló aquella actitud como un chasco para las naciones productoras. Declaró que la firmeza y estabilidad de la industria quedan ya en manos de los caficultores, y encareció una campaña publicitaria más intensa como el mejor modo de hacer menos graves los efectos inmediatos de la creciente producción (*RBR*-344, junio de 1956: 639).

Posteriormente, en una reunión de la Federación de Cafetaleros de América (Fedecame) el presidente de la National Coffee Association tocó el tema de los acuerdos. Según el corresponsal Mr. John F. McKiernan manifestó que “el comercio norteamericano conviene en la necesidad de tomar medidas que consoliden la industria cafetera”. Añadió además el corresponsal que “este discurso fue el primero que un representante de aquella institución dirigió a los caficultores desde que los Estados Unidos se negaron a adherir a un acuerdo internacional sobre el grano”. Igualmente, citó una declaración de Manuel Mejía, gerente general de la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia, quien habría dicho que “la

⁶⁸ Por supuesto, se presentaron estimaciones no coincidentes; según los corresponsales, el departamento de agricultura de los Estados Unidos hizo pública una estimación según la cual las heladas habrían comprometido al 80 % de la cosecha parense (*Ibid*: 1095).

estabilización mercantil del producto se facilitaría grandemente si los gobiernos de los países consumidores aceptaran sus responsabilidades para colaborar en el proyecto de un convenio ventajoso, unánimemente aprobado por la conferencia de la Fedecame” (RBR-345, julio de 1956: 762).

Para entonces, las estadísticas cafeteras eran concluyentes acerca del exceso de la oferta sobre la demanda mundial de café. La producción exportable acumulada para los años 1955 a 1957 fue de 80.494 miles de sacos de café de 60 kg, en comparación con el consumo acumulado para los años civiles de 1956 y 1957, el cual fue de 74.021 miles de sacos de 60 kg.

6. *Hacia el Convenio Latinoamericano del Café*

El comportamiento ascendente de los precios a lo largo de 1956 perdió ritmo a partir de junio y alcanzó su máximo en septiembre, en vísperas del nuevo año cafetero. La cotización media del café en Nueva York pasó de US\$ 49,86 en diciembre de 1955 a US\$ 58,9 en septiembre de 1956, o sea, un incremento de 18,1 %; en el mismo lapso, los precios al detal del café tostado aumentaron de 91,6 a US\$ 108 por libra; es decir, un avance positivo de 17,9 %. Precisamente en este período se acentuó la diferencia entre el precio del café en Nueva York y el del café tostado al detal (Gráfico 4.31). El Manizales y el Santos 4 crecieron a ritmos diferentes: el precio del primero pasó de 63,72 a US\$ 81,08, aumento equivalente al 27,2 %, y el del segundo, de 52,92 a US\$ 60,9, o sea, un ascenso del 15,1 %. El Gráfico 4.33 muestra la ampliación de la brecha de precios entre los dos tipos de café en los primeros diez meses de 1956, pero el avance logrado en las cotizaciones neoyorquinas se desvaneció a lo largo del siguiente año cafetero, por lo que las expectativas para el año venidero no eran alentadoras. Estas circunstancias adversas sirvieron de acicate para nuevos intentos de cooperación internacional con el propósito de regular la oferta del café. En esta ocasión, los delegados de siete países productores, luego de discusiones previas adelantadas en Nueva York, firmaron el llamado Convenio de México en octubre de 1957.

El punto central del Convenio de México fue la decisión adoptada por Brasil, Colombia y los países de la Fedecame de regular la oferta mediante la retención en forma de reservas de café, de un cierto porcentaje de las exportaciones. Brasil se obligó, entre otros compromisos, a retener el 20 % de sus exportaciones en el año cafetero 1957-1958, y Colombia y los países de la Fedecame, también entre otras cosas, a retener el 10 % de los embarques físicos efectuados durante los segundos once meses del nuevo año cafetero. Fue un pacto de emergencia, “para comprar tiempo”, mientras se ambientaba un acuerdo hacia el futuro⁶⁹. En los meses siguientes los corresponsales y los cafeteros colombianos

⁶⁹ La expresión “para comprar tiempo” fue de Arturo Gómez Jaramillo, al explicar el Convenio de México al Congreso Cafetero de octubre de 1958. El delegado colombiano que suscribió el convenio fue Andrés Uribe Campuzano (*Revista Cafetera de Colombia*, 1958, vol. XIV, pp.261-264).

ponderaron la mayor estabilidad del mercado con motivo del convenio (RBR-361, noviembre de 1957: 1247)⁷⁰.

En este contexto se reunió en Río de Janeiro, en enero de 1958, la Conferencia Internacional del Café. Con tal motivo, el gerente se refirió al evento en los siguientes términos:

La superproducción afecta sensiblemente el precio del grano con grave detrimento de los términos de intercambio de los países que tienen en él su principal fuente de moneda extranjera. Se abriga la confianza de que una actuación solidaria tendiente a obtener una oferta ordenada, lo mismo que la intensificación del consumo y la apertura y conquista de nuevos mercados, reduzcan el desequilibrio que hoy se registra entre la producción y la demanda y con ello las proporciones de la amenaza presente. Para Colombia es especialmente importante la definición actual, pues la capacidad de compra en el exterior, así como la justa remuneración a su más denso núcleo humano, el caficultor, dependen en buena medida de la normalidad en el comercio del grano. Cabe insistir en esta ocasión sobre la impostergabilidad de una política a fondo de diversificación de exportaciones. Liberarnos en algún grado de la monoexportación debe ser el anhelo primordial de los organismos oficiales y de los gremios” (RBR-363, enero de 1958: 3).

Este último llamado del editorialista se entiende más si se tiene en cuenta que el café había representado el 78,2 % de las exportaciones colombianas desde la terminación de la guerra.

El compromiso internacional relacionado con la retención cafetera planteó el problema de cómo financiarla. En los primeros meses del Convenio de México las retenciones se financiaron con recursos del Fondo Nacional del Café (RBR-369, julio de 1958: 761). Estos recursos incluían el crédito otorgado por el Banco de la República, mediante el descuento de bonos de depósito, cuyo monto pasó de \$249 millones en noviembre de 1957 a \$433 millones en marzo de 1958 (Marulanda 1958: 16). La *Revista* insistió desde febrero de 1958 en “la urgencia de definir el origen de los fondos para la cuota de retención cafetera”. Y añadió:

Como es sabido, en la reciente Conferencia de Río se dispuso continuar con el Convenio de México, que implica para Colombia una absorción mínima de un 10 % de sus exportaciones efectivas. Esta política, que tiene el patrocinio de las autoridades cafeteras, exige en forma inaplazable, como complemento, que el almacenamiento se haga sin dinero del banco central, esto es, con fuentes no inflacionarias. Si no se procediere así, vanos serán todos nuestros esfuerzos. Afortunadamente parece que hay una conciencia muy clara a este respecto y que en corto tiempo se hallará una solución en tal sentido (RBR-364, febrero de 1958: 124).

⁷⁰ “Tanto en el volumen como en los precios influyeron las medidas oficiales tomadas por varios países productores hispanoamericanos para cumplir el pacto celebrado el mes de octubre en Ciudad de México sobre retención de cafés exportables” (RBR-362, diciembre de 1957: 1383). Según Arturo Gómez, durante la vigencia del convenio, el café Manizales tuvo fluctuaciones entre 0,495 la más baja, para el disponible, y 0,55 la más alta, es decir, una estabilidad como se ha registrado muy pocas veces en el mercado, y ello a pesar de la evidente superproducción de café (*Revista Cafetera de Colombia*, 1958).

Dicha solución hizo parte de la reforma cambiaria adoptada en marzo de 1958 (Decreto Legislativo 080). Se plantearon tres fuentes de recursos: un aporte presupuestal que en su momento fue de \$ 50 millones; una carga sobre los exportadores de café consistente en una retención física del 10 % (luego elevada al 15 %) del grano a exportar; y el producto del diferencial cambiario resultante de la compra de divisas a una tasa fija (en aquel momento de \$ 6,10 por dólar) y su venta en el remate público⁷¹.

Precisamente, en el tiempo ganado con el Convenio de México, y para crear las condiciones de un acuerdo más amplio, el gobierno de Colombia envió una misión a Washington en marzo de 1958. A partir de sus gestiones con el gobierno de los Estados Unidos, y de informes elaborados por este último sobre la temática cafetera, se organizó el Grupo de Estudio del Café, cuyas sesiones se cumplirían en Washington a partir de mayo de 1958⁷².

7. ¿Un pacto cafetero mundial?

El Grupo preparó un proyecto de pacto cafetero mundial, publicado en agosto, con base en el sistema de retención, y redactó el texto base para el Convenio Latinoamericano del Café. Según dicho texto, a Brasil y Colombia les correspondía cuotas de retención del 40 % y 15 % respectivamente. Las demás naciones caficultoras retendrían el 5 % de los primeros 300.000 sacos de 60 kg y el 10 % del exceso sobre dicho monto (*RBR*-370, agosto de 1958: 907; *RBR*-371, septiembre de 1958: 1036)⁷³.

La *Revista* celebró en sus notas editoriales de octubre la firma del Convenio Latinoamericano del Café ocurrida el 27 de septiembre, con vigencia de un año a partir del 1 de octubre de 1958:

El acuerdo que acaba de firmarse tiene un excepcional significado y un vasto alcance por distintos aspectos. En primer lugar los países que dependen en elevada proporción de esta fuente de divisas, tendrán mayor probabilidad de colocar su grano a precios relativamente remunerativos. Sabido es que la posición estadística del café, de preferirse la libre competencia, podría llevar las cotizaciones a niveles ruinosos. Esto, naturalmente, traería un fuerte colapso para las economías cafeteras, pues aunque crezca el consumo, su elasticidad es tan baja, que no compensaría en el ingreso total lo que se pierde en precio con lo que pudiera incrementarse el volumen de ventas. En cambio, tal como lo demostró el Convenio de México, fue posible, por limitación de la oferta, contener la caída iniciada

⁷¹ Los exportadores debían vender las divisas al Banco de la República, a la tasa de cambio fijada por su Junta Directiva, y recibir certificados de cambio expedidos por el Banco. A su turno, el Banco debía vender certificados de cambio por el sistema de remates públicos, y abonar la diferencia resultante entre las ventas y las compras al Fondo Nacional del Café para contribuir al financiamiento de las retenciones.

⁷² La misión enviada a Washington estuvo compuesta por Carlos Sanz de Santamaría, Alfonso López Pumarejo, Mariano Ospina Pérez, Rafael Delgado Barreneche, Antonio Álvarez Restrepo e Ignacio Copete Lizarralde. Los delegados colombianos en el Grupo de Estudio del Café fueron José Gutiérrez Gómez, Andrés Uribe Campuzano y Arturo Gómez Jaramillo.

⁷³ Por esta época, en la Bolsa del Café y del Azúcar de Nueva York se votó afirmativamente la aceptación de nuevos contratos Santos “B” y Suaves “M” para ser aplicados a existencias certificadas, y modificables de acuerdo con distintas calidades y otros aspectos técnicos.

a fines de 1957, e inclusive obtener alguna reacción, para registrar luego una estabilidad dentro de márgenes aceptables. [...] Además de esta ventaja tangible, el aludido Convenio es un paso fundamental en el acendramiento de las relaciones interamericanas (*RBR*-372, octubre de 1958: 1155)⁷⁴.

Pero una vez más, y ante la expectativa de una mayor producción cafetera, el Banco volvió a llamar la atención sobre los recursos para financiar la retención:

Aun cuando la retención consignada en el Convenio solo es de un 15 % de las exportaciones, para el cual porcentaje sería suficiente la que hasta hoy se exige en especie, por razón del incremento en la producción cafetera, no parece posible colocar toda la cosecha exportable y, por consiguiente, habrá un excedente para el cual debe buscarse financiación en pesos. Afortunadamente, según consenso de todas las autoridades económicas, esta debe hacerse sin menoscabar el equilibrio monetario, esto es, con fuentes no inflacionarias (*RBR*-372, octubre de 1958: 1156).

Como era de esperarse, tanto los observadores del mercado cafetero internacional, como los analistas en los países caficultores, estuvieron atentos a la ejecución del Convenio. Su comité directivo se ocupó de definir para cada trimestre venidero los montos de las exportaciones, de acuerdo con los seguimientos estadísticos de instituciones como el Departamento Federal de Agricultura y la Oficina Panamericana del Café. En junio el comité directivo del Convenio propuso a las quince naciones signatarias un nuevo sistema de cuotas de exportación para el nuevo año cafetero, el cual atendería a la exportación de unos 40 millones de sacos; la idea era adjudicar a cada miembro un cupo igual al 90 % del mayor monto exportado por él en un solo año del último decenio (1949-1958). Posteriormente, en agosto, se suscribió un acta final de negociaciones entre los países signatarios en la cual se aceptó la propuesta mencionada con modificaciones (*RBR*-381, julio de 1959: 796; *RBR*-383, septiembre de 1959: 1060). La *Revista* destacó los avances logrados en la cooperación internacional, que en la extensión del convenio incluyeron nuevos países firmantes:

Los planteamientos de organización de mercado para el café que los principales productores latinoamericanos han venido propiciando desde octubre de 1957, concretados por primera vez en el Convenio de México, han logrado un piso más sólido con la unanimidad de los países americanos y la participación efectiva de los que componen la Comunidad Francesa, el estado de Camerún y Portugal. Aunque los resultados obtenidos en Washington no significan que hayamos superado definitivamente los peligros que la superproducción entraña, sobre todo a largo plazo, con todo, se despejan muchas incógnitas y se clarifican las perspectivas del futuro inmediato (*RBR*-383, septiembre de 1959: 1055)⁷⁵.

⁷⁴ El Acta Final de las negociaciones para la conclusión del Convenio fue firmada en nombre de Colombia por José Gutiérrez Gómez. En Colombia dicha acta fue aprobada mediante la Ley 4 del 21 de marzo (*RBR*-377, marzo de 1959: 313).

⁷⁵ Concluido el acuerdo para 1959-1960, el Grupo de Estudios inició una investigación acerca de las perspectivas del café en el largo plazo. Así lo revelaron los corresponsales: “El más exhaustivo análisis de la industria mundial cafetera hasta la fecha intentado, fue autorizado por el internacionalmente organizado grupo de estudio del café. Esta investigación abarcará numerosos aspectos de la industria y sus perspectivas para el próximo decenio” (*RBR*-387, enero de 1960: 8).

Para entonces, mediados de 1960, los estimativos de la producción mundial del grano revelaban la persistencia de un franco crecimiento: en los años cafeteros comprendidos entre 1955 y 1959, la producción exportable había pasado de 43,6 a 36,9, luego a 42,6, y posteriormente a 51,2 millones de sacos de 60 kilos. Para el período 1959-1960 la proyección era de 65,2 millones de sacos. Y el consumo mundial, que en 1956 había arribado a 37,2 millones de sacos, en 1959 había superado los 41,8 millones de sacos. Por esa época, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos reveló que el Brasil produciría 42,5 millones de sacos, Colombia 8 millones, otros países latinoamericanos 11,7 millones y África 11,4 millones. De la producción exportable corresponderían 36,5 millones a Brasil, o sea un 85,8 % de su producción, 7,2 millones a Colombia, equivalente al 90 % de su producción, 9,2 millones a otros productores latinoamericanos, y 11 millones a África (*RBR*-390, abril de 1960: 426). Con base en estadísticas de este orden, se acordó la prórroga del Convenio por un año más, a partir del 1 de octubre de 1960. La *Revista* se refirió ampliamente a los resultados alcanzados:

El 11 de junio pasado, la junta directiva del Convenio Internacional del Café, previa consulta con los países miembros, resolvió prorrogar el pacto suscrito primitivamente en septiembre de 1959 [...]. Suscribieron el acta respectiva los países latinoamericanos productores, con excepción de Ecuador y Honduras; igualmente adhirió Portugal, y el Reino Unido y Bélgica expresaron su apoyo. Francia se abstuvo de comunicar su asentimiento, por cuanto los territorios africanos productores del grano que antes fueron sus colonias, lograrán en breve término su independencia; no obstante ofreció su influjo moral para recomendarlo [...]. Se ha subrayado como de sustancial trascendencia [...] que las cuotas asignadas para el nuevo período se consideran como cuotas básicas de exportación para cualquier convenio futuro (*RBR*-392, junio de 1960: 689)⁷⁶.

Para entonces era claro que el vertiginoso descenso de los precios de la rubiácea en Nueva York, iniciado en septiembre de 1956 cuando se cotizó a US\$ 58,9 la libra, para junio de 1959 ya se había estabilizado alrededor de US\$ 33. En el caso del Santos 4 y del Manizales, las caídas fueron más dramáticas; el primero se precipitó luego de alcanzar el nivel de US\$ 60,9 hasta estabilizarse en torno a US\$ 36; y el segundo sufrió un colapso más notorio al pasar de 81,08 a un nivel estable alrededor de US\$ 44 la libra (gráficos 4.32 y 4.33).

El gerente dejó, entonces, el siguiente comentario:

Los resultados altamente satisfactorios del acuerdo de 1959, al mantener los precios del café e impedir que se desatara la lucha agresiva por la conquista de los mercados en un ámbito de superproducción, evidenciaron la necesidad de prolongar el inicial acuerdo. Débese principalmente a la actividad de las autoridades cafeteras de Colombia y del Brasil, la feliz culminación de la prórroga para este año, circunstancia que fue reconocida expresamente por medio de una moción

⁷⁶ Mientras tanto, en Nueva York se consideraba que la relativa quietud de los futuros podría atribuírsele al Convenio. Según los corresponsales, “dicho pacto ha logrado al parecer estabilizar la situación de los precios del grano en el mercado universal hasta el punto de reducir no poca especulación y compensación” (*RBR*-394, agosto de 1960: 944).

aprobada por la junta directiva del Convenio Internacional, en la que se felicita a estas naciones por su ‘destacada actuación hacia la estabilidad del mercado y por la intención de seguir manteniendo esa política’. Al fijársele a nuestro país una cuota igual a la establecida para 1959 y al permitírsele que se imputen al nuevo contingente las cantidades no exportadas el año pasado, se mejora el panorama de los precios del café y de nuestros ingresos cambiarios durante los próximos doce meses (*RBR*-392, junio de 1960: 689).

Posteriormente, con motivo de la incorporación de varias naciones africanas al Convenio, el editorialista se expresó en los siguientes términos:

Durante las reuniones de la junta directiva del Convenio Internacional del Café, que tuvieron lugar en Washington a finales de septiembre, fueron aceptados como nuevos miembros del Convenio, el Reino Unido, a nombre de Kenya, Tanganyika y Uganda; la República Francesa y las nuevas repúblicas Centro Africana, del Congo, de la Costa de Marfil, de Dahomey, de Gabón, de Malgache y de Togo. [...] Solo restan por adherir Etiopía, Indonesia, el Congo y la India, que representan aproximadamente el 6 % del volumen de la producción (*RBR*-396, octubre de 1960: 1242)⁷⁷.

A mediados de 1961 se agitó el tema de la universalización del Convenio, con la deseable participación de los consumidores. Además, en vistas de la reunión del Consejo Interamericano Económico y Social en Montevideo, en el cual se trataría el tema de la sustentación de precios de productos básicos, era de esperarse una posición de los países cafeteros en pro de mejores cotizaciones del grano. El editorialista mencionó que “es lógico pensar que los países cafeteros no se considerarán satisfechos con un mecanismo que apenas logre la estabilidad de las cotizaciones a los niveles actuales, ya muy deteriorados, sino que aspirarán al mejoramiento de sus términos de intercambio, máxime si se tiene en cuenta el correlativo incremento en los costos de la mayor parte de los bienes de capital y de las manufacturas que deben adquirir en el exterior (*RBR*-404, junio de 1961: 711).

En septiembre de 1961 la junta del Convenio extendió su vigencia por un año más, al tiempo que el Grupo de Estudios proseguía en la formulación de las bases para un acuerdo de largo plazo. Precisamente, una de las resoluciones de la conferencia de Punta del Este apoyó el esfuerzo del Grupo en la preparación del acuerdo mundial (*RBR*-407, septiembre de 1961: 989).

En los siguientes meses se aventuraron hipótesis acerca de cómo podría ser el proyectado convenio internacional del café; por ejemplo, un convenio quinquenal. La expectativa de tal definición produjo una cierta quietud en la lonja neoyorquina en los primeros meses de 1962, pero, de igual modo, se oyeron planteamientos que robustecían la causa del convenio. La más significativa de ellas fue la del presidente John F. Kennedy quien, según la *Revista*, aseguró que, “No puedo pensar en ninguna otra medida que ofrezca mayor contribución a la causa del desarrollo, que la estabilización del precio del café” (*RBR*-413, marzo de 1962: 255).

⁷⁷ Los países africanos habrían insistido en que se trabajara en un convenio a largo término en lugar de por años; igualmente, habrían solicitado el compromiso de la organización internacional para asesorarlos en la consolidación del café Robusta.

Ya para esta época el Grupo de Estudios se encontraba analizando las observaciones de los gobiernos al anteproyecto de convenio elaborado en 1961. El Grupo le solicitó a las Naciones Unidas que para mediados del año preparara una conferencia plenaria para negociar el convenio (*RBR-414*, abril de 1962: 378). Dicha reunión se reunió en Nueva York a partir del 9 de julio de 1962⁷⁸. Mientras avanzaban las deliberaciones a lo largo del mes, el editorialista consignó el siguiente comentario: “la experiencia adquirida con otros acuerdos vigentes para la estabilización de los productos básicos, permitirá llegar a fórmulas en materia de cuotas de exportación globales, reajustables automáticamente de acuerdo con las necesidades del mercado que mantengan los precios por lo menos estables [...]” (*RBR-417*, julio de 1962: 795).

Al concluirse la reunión el 25 de agosto, el editorialista dedicó sus notas editoriales principalmente al tema del café:

Aunque no se conoce en todos sus pormenores el documento aprobado, se confirmó que naciones productoras y consumidoras lograron un acuerdo muy satisfactorio para la regulación del mercado cafetero en un período de cinco años, que permitirá dar firmeza y seguridad a ese producto, dentro de su actual crisis de superabundancia. [...] El convenio logrado es la culminación de un proceso que se observa desde fines de 1957 cuando, por causas muy conocidas, se inició la baja sostenida de las cotizaciones (*RBR-418*, agosto de 1962: 936).

E. El comercio interno y la producción

Por su relevancia para la economía nacional, el café fue un tema imprescindible de las notas editoriales de la *Revista*, complementadas por las corresponsalías recibidas del mercado del grano en Nueva York. Ciertos indicadores del comercio interno y de la producción también tenían cabida en los editoriales, algunos con gran continuidad, como los relacionados con la función de compensación de pagos efectuada por el Banco, y otros, esporádicamente, dependiendo de la coyuntura económica. Finalmente, otros se presentaban como parte de la documentación estadística mensualmente actualizada para la *Revista*.

1. Indicadores de comercio interno

El movimiento de cheques fue uno de los indicadores de acceso más inmediato para el Banco desde el inicio de sus actividades. Su mayor o menor dinámica le permitió a la institución plantear hipótesis acerca del estado de la actividad económica. Entre 1924

⁷⁸ Asistieron 67 países, diez de los cuales estaban representados por observadores. Los corresponsales reportaron que en las primeras semanas las deliberaciones no encontraron tropiezos; sin embargo, en algún momento manifestaron que Brasil había amenazado con retirarse del evento por no estar de acuerdo con cierto proyecto de asignación de cuotas. También, señalaron una “creciente discordia” entre los latinoamericanos en relación con los cupos de exportación. En todo caso, también destacaron cómo, una vez zanjadas las diferencias y alcanzado el acuerdo, la lonja aclamó el pacto concluido bajo los auspicios de Naciones Unidas (*RBR-419*, septiembre de 1962: 1086-1087)

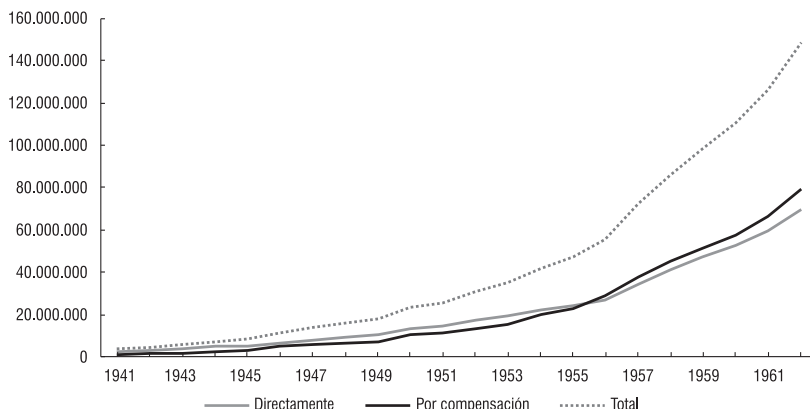
y 1938 se publicaron datos solamente para la compensación de cheques; a partir de esta última fecha se recogió información tanto para el cobro directo de los cheques en caja de los bancos como para los cheques consignados para el canje.

En el Gráfico 4.35 se aprecian las trayectorias del valor de los cheques compensados, así como de los presentados para su pago directo, y del total de los cheques girados. Entre 1948 y 1962 la tasa media de crecimiento del número de cheques girados fue del 12,5 % anual. El gráfico revela que los cheques para pago directo superaron a los consignados hasta 1956, cuando el valor de estos últimos por \$28,7 millones superó al de los cheques presentados para pago directo, por \$27,1 millones. En 1962 el valor nominal de los cheques girados fue de \$148,7 millones, de los cuales el 53 % correspondió a cheques presentados para su compensación. Para entonces, el valor medio girado de un cheque fue de \$1 652.

Gráfico 4.35

Cheques pagados: directamente y por compensación, 1941-1962

(miles de pesos)



Fuente: RBR (varios años).

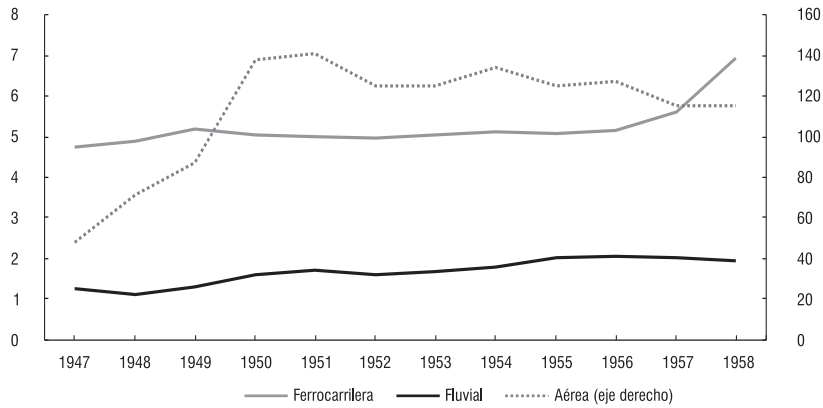
2. Indicadores de transporte

La evolución de las estadísticas de transporte de carga presentadas habitualmente por la *Revista* aparece en el Gráfico 4.36. En ella se destaca cómo el tonelaje de carga transportada por vía aérea (eje derecho) se dobló entre 1947 y 1951, antes de entrar en declive durante los siete años siguientes. A su turno, el transporte ferrocarrilero entró en un período de estancamiento en la primera mitad de los cincuenta, al escasamente conservar la altura lograda a fines de la década anterior; finalmente, un importante repunte pudo observarse desde la mitad de la década, al menos hasta 1958. Dentro de sus limitadas proporciones, el transporte fluvial de carga logró doblar el tonelaje transportado en la segunda mitad de los cincuenta, en comparación con lo conseguido a finales de los años cuarenta.

Gráfico 4.36

Transporte de carga: ferroviaria, fluvial y aérea, 1947-1958

(miles de toneladas)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

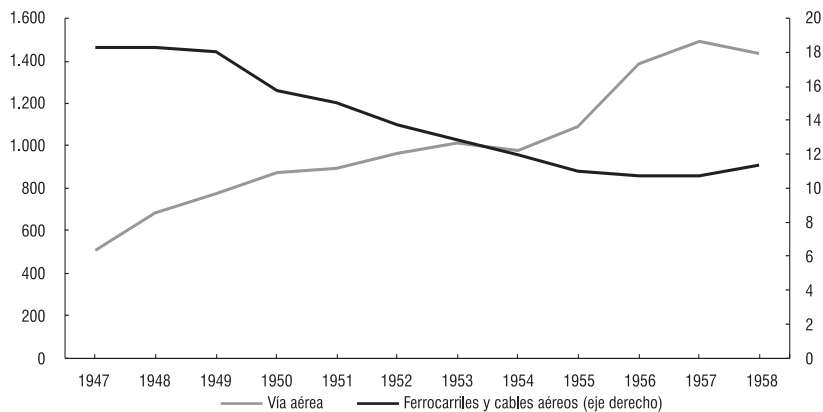
El auge del transporte aéreo de pasajeros, especialmente en la segunda mitad de los años cincuenta, resalta en el Gráfico 4.37. Igualmente, el permanente declive del transporte ferroviario de pasajeros (eje derecho), que dentro de su ya limitado alcance, se produjo a lo largo de los años cincuenta.

Gráfico 4.37

Transporte de pasajeros por vía aérea, y ferrocarriles y cables aéreos, 1947-1958

(miles de pasajeros)

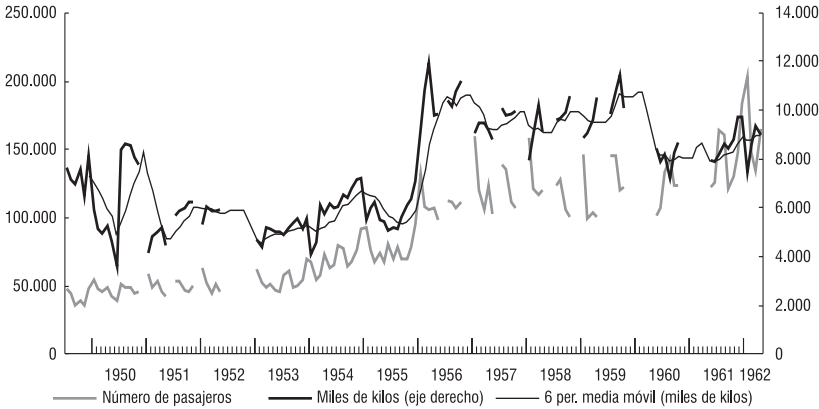
(millones de pasajeros)



Fuente: RBR (varios años).

En el Gráfico 4.38 se reitera la tendencia declinante del transporte aéreo de carga, que ahora aparece como un proceso de sustitución en favor de una creciente acogida del transporte aéreo desde la segunda mitad de los años cincuenta.

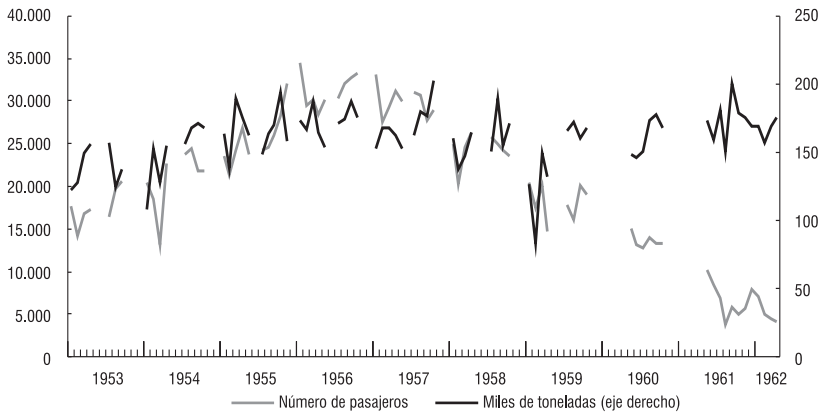
Gráfico 4.38
Transporte aéreo: pasajeros y carga, 1949-1962



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El abandono definitivo del transporte fluvial por parte de los pasajeros es ilustrado en el Gráfico 4.39, en el cual se muestra que su subsistencia cada vez más débil le fue asegurada por el transporte de carga.

Gráfico 4.39
Transporte por el río Magdalena: pasajeros y carga, 1953 (enero) a 1962 (abril)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

A principios de los años sesenta las Naciones Unidas describieron como “bastante precaria” la situación de los ferrocarriles latinoamericanos, en lo relacionado con la movi-
lización de pasajeros. Al mencionar a Colombia concluyeron que presentaba “volumenes
de tráfico en franco descenso”. En general, dicha institución conceptuó en relación con el
tráfico de pasajeros que, “Su participación en el mercado total del tráfico de pasajeros es
baja; están agobiados por la competencia del transporte automotor, que día a día dispone
de más y mejores carreteras, y por la competencia del transporte aéreo en las distancias
largas o entre los usuarios de mayores ingresos” Naciones Unidas, 1966: 160).

El comentario de las Naciones Unidas no fue reivindicativo en relación con el tráfico
de carga:

La situación de los ferrocarriles latinoamericanos es desfavorable en materia
de transporte de carga. Ello es aún más significativo si se examina la situación
relativa de América Latina en el mundo. Aunque la longitud de la red sudameri-
cana representa alrededor del 8 % del total mundial, su participación en el tráfico
mundial fue de menos de 1 % en 1960 y se redujo con posterioridad (Naciones
Unidas, 1960: 160)⁷⁹.

3. Indicadores de producción

a. Energía eléctrica

El índice de producción total de energía eléctrica creció a una tasa prácticamente con-
stante entre 1947 y 1962, como lo sugiere el Gráfico 4.40⁸⁰. La serie presentada es simple-
mente la continuación de la publicada mensualmente desde enero de 1933, primero con
base 1933 = 100 y poco después con base 1934 = 100. Los editores de la *Revista* tuvieron
especial interés en la recolección de los datos de producción de energía, tanto para usos
industriales como total. Se tomó la información directamente de las principales empresas
generadoras, y por medio de encuestas de las empresas que contaban con sus propias
plantas en los departamentos más industrializados⁸¹.

⁷⁹ Para entonces, la situación financiera de los ferrocarriles en el continente no era alentadora, y la de Colombia
no era de las más frágiles:

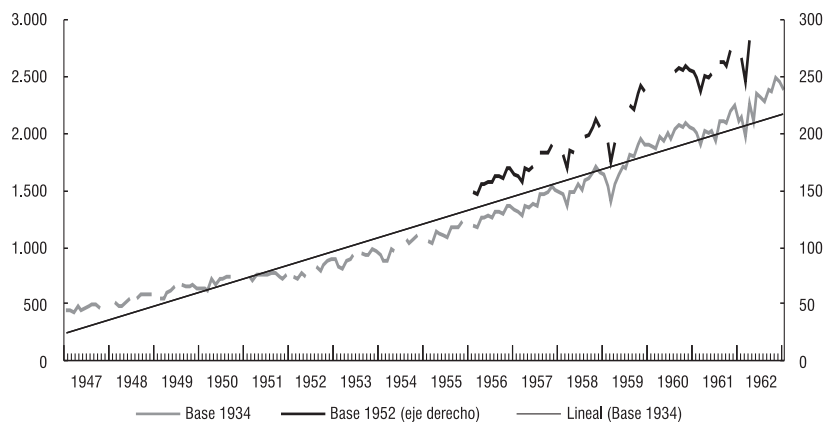
La situación, que a fines del decenio de 1950 había empeorado con la desaparición de los últimos
sistemas de importancia con la situación financiera relativamente equilibrada (Colombia, México y
el Perú), se ha deteriorado aún más en los cinco últimos años. Los tres países mencionados siguen
siendo los menos afectados [...]. En la Argentina, el Brasil, Chile y el Uruguay la situación es
verdaderamente alarmante [...]. En conjunto, los déficit de los ferrocarriles de estos cuatro países
alcanzan una cifra superior a 500 millones de dólares (Íbid: 161).

⁸⁰ El ajuste de una tendencia lineal tendría como ecuación $y = 10,069x + 231,22$ con $R^2 = 0,952$.

⁸¹ Según el gerente, “El Banco de la República ha dedicado desde 1934 especial atención a las investigaciones
relacionadas con la producción de energía eléctrica. Ante la imposibilidad de realizarlas en forma completa,
incluyendo todas las empresas productoras [...] fueron seleccionadas las siguientes: Empresas Unidas de Energía
Eléctrica de Bogotá, Empresas Municipales de Medellín, Compañía Colombiana de Electricidad de Barranquilla
[...] y Compañía de Energía Eléctrica de Cali”. *IGBR* (1950-1951): 128.

Gráfico 4.40

Energía eléctrica: índice de producción total, 1947 (enero) a 1962 (diciembre)
(1934 y 1952)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

A principios de los años cincuenta el gerente describió la situación imperante en materia de electrificación, de manera laconica: “El país contempla serios problemas de electrificación” (*IGBR*, 1950-1951: 130)⁸². Para entonces ya se encontraban en construcción varios proyectos hidroeléctricos como el del río Anchicayá en el Valle, el de Caldas, el del río Lebrija en Santander, y el de la Empresa de Río Grande en Medellín. A principios de 1952 se inauguraron los desarrollos iniciales de la Central Hidroeléctrica de Río Grande, los cuales contaron, entre sus recursos financieros, con crédito del Banco de la República y del Fondo de Estabilización. A su turno, la Central Hidroeléctrica de Caldas dispuso, entre otras fuentes financieras, del crédito del Fondo de Estabilización (*RBR*-292, febrero de 1952: 128). Por la misma época se realizó la municipalización de la Energía Eléctrica de Bogotá.

A mediados de la década la capacidad instalada de las plantas eléctricas en Colombia era del orden de 520.000 kw, de los cuales el 80 % era generado por el sector público. Dicha capacidad representaba no más del 5 % del total latinoamericano. Para entonces Brasil y Argentina contaban con las mayores capacidades instaladas, 3 065 mil el primero y 2 069 mil kw, el segundo; Colombia se ubicaba en un lugar intermedio, por debajo de Chile, con 958 mil kw, y Cuba, con 555 mil kw y por encima de Venezuela (500 mil kw) y Perú (391 mil kw) (Naciones Unidas, 1956: 87).

⁸² En virtud del contrato de salinas de 1942 entre el Banco de la República y el Gobierno Nacional, se previó la necesidad de construir obras relacionadas con dicha concesión. Una de ellas fue la del embalse del Neusa (Cundinamarca), cuyo proyecto de construcción fue firmado por el Banco con las empresas Winston Brothers de Minneapolis y Raymond de Colombia, filial de Raymond Concrete Pile Co. de Delaware, en 1948 (Gómez, 1948: 937).

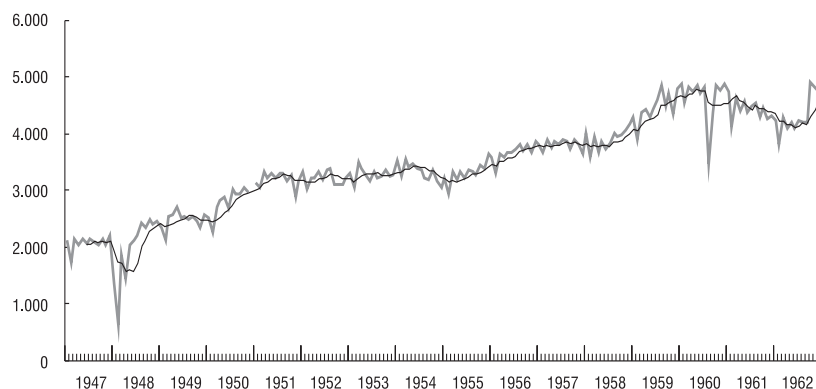
b. *Petróleo*

La producción petrolera creció a una tasa anual media del 5,6 % entre 1946 y 1962. A lo largo de este período se sucedieron varias etapas de diversos ritmos de expansión. Hasta 1948 la producción mensual era del orden de 2.000 miles de barriles mensuales; posteriormente, entre 1949 y 1951 se elevó de manera gradual hasta arribar a 3.200 barriles mensuales. Este promedio se mantuvo hasta diciembre de 1955. El de 1956 fue un año de repunte, seguido por otros dos de crecimiento más lento. Una nueva fase de mayor expansión se vivió entre 1959 y 1960, cuando la producción mensual llegó a 4.800 barriles; por último, la serie termina con un descenso en la producción mensual, que en 1962 fue en promedio de 4.300 barriles (Gráfico 4.41).

Gráfico 4.41

Producción de petróleo, 1947 (enero) a 1962 (diciembre)

(miles de barriles de 42 galones)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El estímulo a la inversión extranjera en el ramo petrolero fue un objetivo explícito desde principios de los años cincuenta⁸³. En el campo industrial se fundó la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol), al revertir al Estado la concesión petrolífera que estaba siendo explotada por la Concesión de Mares, con base en un acuerdo contractual con la Tropical Oil Company⁸⁴. Desde 1948 el gobierno contaba con autorización legal para organizar dicha empresa bajo alguno de los siguientes esquemas: como empresa estatal, o con aportes presupuestales y participación del capital privado nacional, o con la triple participación de la nación, el capital privado nacional y el capital privado extranjero.

⁸³ Los decretos 10 y 2169 de 1950 fueron expedidos para, entre otros propósitos, reducir la carga tributaria sobre potenciales proyectos durante el período de exploración (RBR-268, febrero de 1950: 107; RBR-273, julio de 1950: 728).

⁸⁴ En el artículo 2 del Decreto 30 de 1951 se estableció que Ecopetrol se encargaría de la explotación, administración y manejo de los campos petroleros, oleoductos, refinerías, estaciones de abasto y en general de todos los bienes e inmuebles que reviertan al Estado (RBR-279, enero de 1951: 34).

Como no se lograra el concurso del capital foráneo, y ya sentadas las bases para la participación del sector privado colombiano, la International Petroleum Company, dueña de la Tropical Oil Company, entregó al gobierno una propuesta de apoyo a la nueva empresa, organizada sobre bases oficiales, con el ofrecimiento adicional de manejar la refinería de Barrancabermeja, y apoyar la modernización de esta última. La propuesta fue aceptada.

El Banco de la República garantizó dos operaciones de crédito externo para el ensanche y modernización de la refinería de Barrancabermeja: una por US\$ 10 millones con la International Petroleum (Colombia) y otra por US\$ 8 millones con el Chemical Bank de Nueva York (IGBR, 1951-1952: 225-226).

Al crearse Ecopetrol, las actividades de exploración, explotación y refinación en Colombia quedaron repartidas entre los sectores público y privado, y la comercialización quedó en manos privadas. La disminución considerable de iniciativas de exploración y explotación a finales de los años cuarenta condujo a la incorporación del ministerio de Minas y Petróleos en el ministerio de Fomento, pero la reanimación de propuestas tras la nueva legislación llevó a crearlo de nuevo.

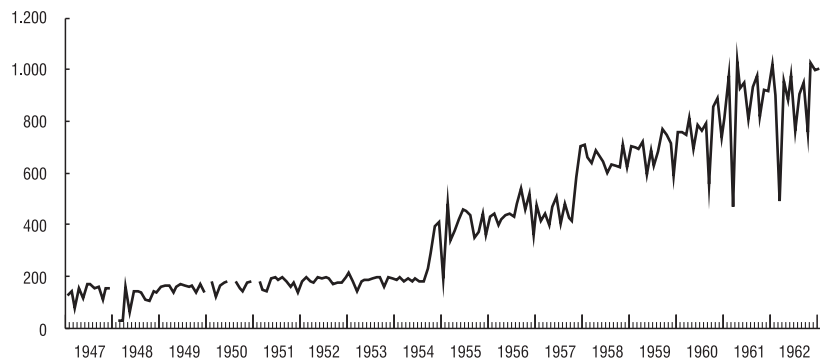
c. Gasolina

Según Naciones Unidas (1966), la tasa de crecimiento anual del consumo de derivados de petróleo y de gas natural era del orden del 5 % a principios de los años sesenta. Para entonces, el *fuel oil* era el combustible de mayor consumo, representando un 34 % del total; la gasolina un 25%; el diésel un 18%; el keroseno el 6%; y el gas natural un 17 %. Por la misma época, la producción de derivados del petróleo en Colombia crecía a una tasa media anual del 12%; y las producciones de *fuel oil* y gasolina tenían participaciones muy similares, del orden del 33 %, en el conjunto de derivados.

En Colombia la producción de gasolina creció a una tasa del 8 % anual entre 1946 y 1953, y luego, hasta 1962, a una muy superior del 18 % anual (Gráfico 4.42).

Gráfico 4.42
Producción de gasolina, 1947-1962

(miles de barriles mensuales)

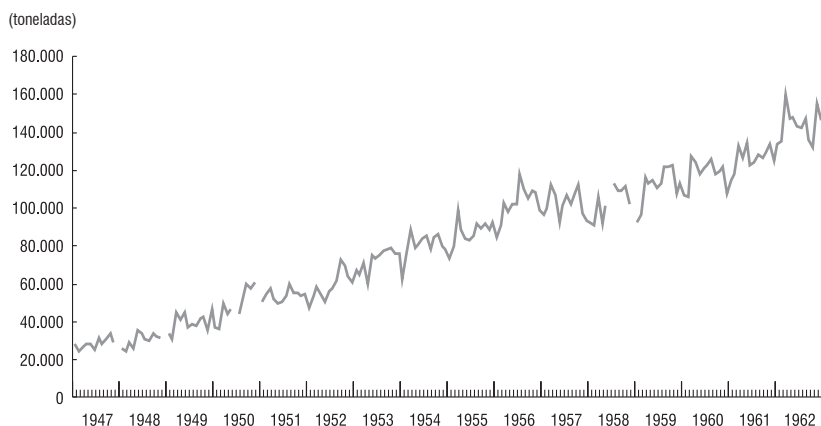


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

d. *Cemento*

La producción de cemento siguió una clara proyección exponencial, como lo sugiere el Gráfico 4.43. A principios de la década el gerente destacaba el crecimiento de este renglón industrial en los últimos años, al punto de producir algunos excedentes para exportación (IGBR, 1950-1951: 126). Las Naciones Unidas señalaron que en el decenio terminado en 1957 Colombia había logrado cuadruplicar su producción, con manifiesta capacidad de exportación. Al tener en cuenta los proyectos de ampliación de capacidad productiva que por entonces se adelantaban (como los de Sogamoso, Nobsa, Neira e Ibagué), se estimó, entonces, que para principios de los años sesenta la producción de cemento en el país rebasaría las 2.000 toneladas, equivalente al 10 % del tonelaje esperado para América Latina (Naciones Unidas, 1958: 103).

Gráfico 4.43
Producción de cemento, 1947-1962



Fuente: RBR (varios años).

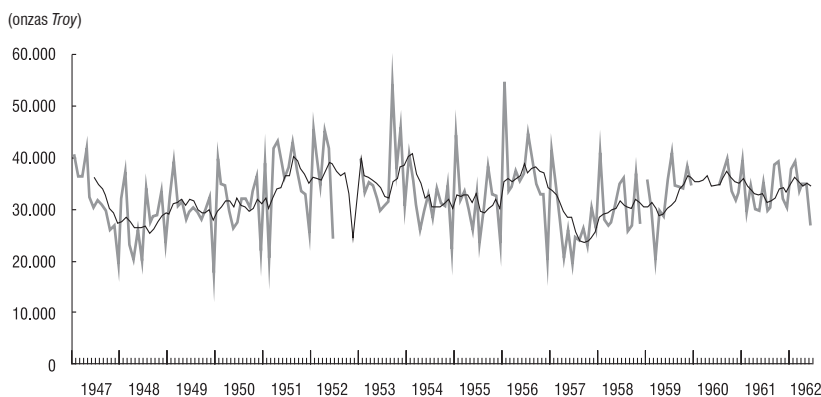
e. *Oro*

La producción anual de oro se repitió de manera prácticamente constante, año tras año, entre 1946 y 1962. El promedio anual durante dicho período fue de 394.579 onzas de oro, con un reducido coeficiente de variación del 7,3 %. Dicho promedio fue un 30 % inferior al obtenido entre 1938 y 1946, el cual alcanzó la cifra de 559.799 onzas de oro, con un coeficiente también limitado, del 8,7 %. De hecho, Colombia alcanzó sus niveles más altos de producción del metal en 1940 y 1941 con 0,63 y 0,65 millones de onzas *troy*; fue también el momento cúspide de la producción mundial, con 36,7 millones de onzas finas. Hacia 1953 la producción mundial estaba en uno de sus niveles más deprimidos de la posguerra, igual a 24,7 millones de onzas.

En el Gráfico 4.44 se representa la evolución mensual de la producción de oro, cuyos mejores resultados en el período 1946-1962 se lograron entre 1951 y 1952. En esos momentos la *Revista* hizo una sucinta revisión de las dos décadas pasadas:

Como es sabido, la producción de oro en el país se identifica, a partir de 1931, con las compras del metal hechas por las oficinas del Banco de la República. [...] Vale recordar que hasta 1941 la producción aurífera venía en progresión continua; que en 1942 se inició, por causas ajenas al país y a los productores, su decadencia, perdiendo hasta 1948, con relación a aquel último año de prosperidad, 296.667 onzas, y que de 1949 acá, contrarrestadas en parte las aludidas causas con algunas medidas proteccionistas de carácter nacional, está en marcha una recuperación que parece firme, aunque lenta, como que hasta el momento apenas representa el 32,2 % de la disminución acumulada en siete años⁸⁵.

Gráfico 4.44
Producción de oro, 1947 (enero) a 1962 (junio)
(media móvil: seis meses)



Fuente: RBR (varios años).

Entre las medidas arbitradas para alentar la producción aurífera, autorizada en sus puntos más deprimidos a finales de 1947, se destacó la expedición de *certificados de oro* (RBR-242, diciembre de 1947: 969)⁸⁶.

⁸⁵ El editorialista refirió que en la producción de 1951 el oro de aluvión representaba el 76,4 %, el de veta el 23 %, y el de revoltura el 0,6 %. Además, que el 76 % de la producción estaba en manos foráneas y el 24 % en manos nacionales (RBR-291, enero de 1952: 9).

⁸⁶ Según la Ley 61 de 1947 (23 de diciembre), el gobierno recibiría en depósito por medio del Banco de la República oro y plata procedentes de minas de veta y aluvión de pequeña escala, a cambio de certificados de oro. Estos certificados serían de libre negociación entre particulares y podrían utilizarse para comprar divisas para la importación de bienes preferenciales y del primer grupo según la reglamentación de control de importaciones (RBR-243, enero de 1948: 14). La medida en manera alguna eliminaba el requisito de vender la totalidad de la producción al Banco de la República, según el precio internacional de US\$ 35 la onza *troy*. Dependiendo de las condiciones de oferta y demanda en el mercado de divisas, los certificados de oro podrían ser transados con una prima (RBR-244, febrero de 1948: 108).

La *Revista* describió las medidas adoptadas en 1953 para estimular la industria del oro, al paso que creaba un espacio limitado de libertad cambiaria. El editorialista aclaró que en el estudio de las medidas se contó con la intervención de la Junta del Emisor:

Por medio del decreto extraordinario 1901, de 22 de julio del año en curso, quedó autorizado en el interior del país el libre comercio del oro de nueva producción y su exportación a precios de paridad. Al mismo tiempo, se determinó que las monedas extranjeras provenientes de tales exportaciones podrán ser negociadas libremente sin que para ellas subsista la obligación general de venderlas al Banco de la República. Las anteriores medidas fueron tomadas después de maduro estudio y con intervención de la Junta Directiva del Banco de la República. Las fórmulas adoptadas se consideraron como las únicas que en las actuales circunstancias permiten resolver, por lo menos en parte, la difícil situación de la industria aurífera, cuyos problemas, por razones derivadas de la congelación de precios del metal hace largos años, son mundialmente graves.

Agotados los fondos de que disponía la Asociación Colombiana de Mineros para reconocer a través del Banco de la República una prima por cada onza de oro producida en el país, había dejado de pagarse esta subvención, que era esencial para el sostenimiento de las explotaciones. Mediante la libre negociación de las divisas resultantes del oro exportado, los mineros podrán reemplazar hasta cierto límite tales primas, sin que, de otra parte, los ingresos a la balanza de pagos por concepto de oro que compraba el Banco de la República se afecten de manera notoria (*RBR*-310, agosto de 1953: 835).

A mediados de 1954 se autorizó al Banco de la República para que, sin obstaculizar el libre comercio del oro instaurado un año antes, se pagara con cargo a la Cuenta Especial de Cambios un subsidio a los pequeños mineros:

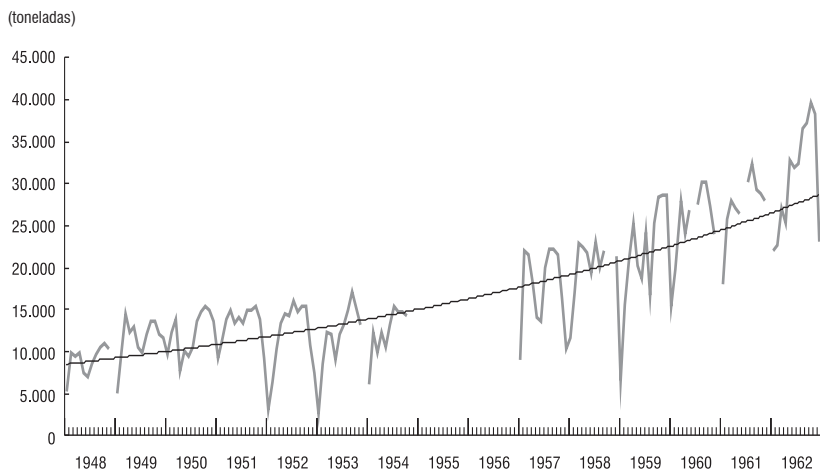
La aludida disposición [Decreto 1990 de 1954] deja en pie el sistema de libre comercio de oro establecido por el Decreto 1901 de 1953. Los pequeños empresarios y aquellos conocidos tradicionalmente como mazamorreros, o sea quienes se dedican, mediante procedimientos rudimentarios, a lavar las arenas superficiales de los ríos y que no están en condiciones financieras de hacer uso directo de la libertad de exportación del metal, pueden vender su producto al Banco de la República, para no verse constreñidos a caer en manos de intermediarios, recibiendo en pago, además de su precio oficial de \$87,50 –calculado a la tasa internacional de US\$35 por onza troy al cambio de \$2,50 por dólar –una prima adicional que el Banco reconoce a nombre del Estado, con el carácter de subsidio y no de sobreprecio del metal (*RBR*-321, julio de 1954: 779).

Por la misma época otros países acudieron al subsidio de las actividades auríferas de los productores más pequeños. Entre dichos países se encontraba Canadá, en ese momento el segundo gran productor de oro después de Suráfrica, y también un productor mediano, Australia, así como uno similar a Colombia, Filipinas (Kriz, 1956, 1958 y 1959).

f. *Azúcar*

La serie mensual de la producción de azúcar recogida en la *Revista* para el período 1948-1962 aparece en el Gráfico 4.45. Al presentar su informe anual de 1951, el gerente escribió: “El país ha duplicado su capacidad productora entre 1945 y 1950” (*IGBR*, 1951: 127). De hecho, en los dos últimos años se habían producido excedentes exportables, los cuales habían encontrado compradores en Alemania Federal. Basado en evaluaciones técnicas internacionales, el informe citado le dio más importancia al desarrollo de una industria transformadora que a la competencia en el mercado de bienes primarios. Para entonces, dos grandes compradores, el Reino Unido y los Estados Unidos, copaban el 50 % de las importaciones mundiales de azúcar. Por el lado de los productores, las cuotas de exportación impuestas por el Acuerdo Internacional del Azúcar de 1953 rigieron durante buena parte de la década.

Gráfico 4.45
Producción de azúcar, 1948-1962

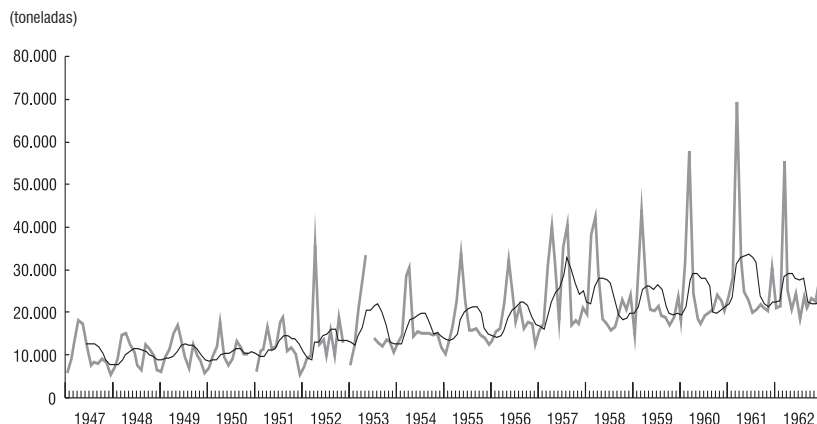


Fuente: *RBR* (varios años).

g. *Sal*

La producción de sal creció a una tasa geométrica del 5,6 % anual entre 1946 y 1962 (Gráfico 4.46). En 1962, año final de la serie presentada, la producción de sal alcanzó 305.456 toneladas. Para el período considerado, la participación de la sal terrestre en el total de la sal producida fue del orden del 80 %. Desde la época de la Gran Depresión, la producción de sal quedó principalmente en manos de la Concesión de Salinas, administrada por el Banco de la República. Dado el crecimiento de la demanda y los requerimientos de calidad para el consumo, se contrató con la empresa Escher Wyss de Suiza el montaje de una planta de refinación de sal, la cual entró en operación a finales de 1958.

Gráfico 4.46
Producción de sal, 1947-1962



Fuente: *RBR* (varios años).

La planta colombiana de soda, iniciativa aprobada legalmente desde los años treinta, pero cuya obra se contrató apenas en 1947 entre la empresa constructora H. K. Ferguson Co. y el IFI en nombre del Banco de la República, entró en operación a principios de 1952. La planta asumió la producción de sal yodada, así como de una amplia gama de materias primas para la industria como la soda cáustica, el carbonato sódico y el bicarbonato de sodio (*RBR*-292, febrero de 1952: 129). Dada la presión de la demanda por los productos de la planta, fue necesario adquirir nuevos equipos en los años siguientes, y abocar la duplicación de la planta completa en 1958.

h. Lingotes de acero

El suceso principal en materia de industria siderúrgica en los años cincuenta fue la organización de la Empresa Siderúrgica Nacional de Paz del Río, la cual entró en operación en octubre de 1954 (*RBR*-324, octubre de 1954: 1152). Aunque del proyecto se habló en instancias institucionales desde 1938, durante la siguiente década se le trató como de “una hermosa locura”⁸⁷. En la etapa preoperacional de la empresa el Banco de la República actuó como garante de un empréstito otorgado por el Banco de París y de los Países Bajos por la suma de US\$25 millones. Además, el Banco adquirió los llamados Bonos de Paz del Río por el monto hasta entonces autorizado de \$24 millones

⁸⁷ García Márquez cita una disposición de la Asamblea de Boyacá en 1938 para iniciar el proyecto “a la mayor brevedad”, y la intervención del ingeniero Olimpo Gallo ante el IFI para que tomara la iniciativa. Según el autor, pudieron más los “golpes de terquedad” para que “a paso de conga” el proyecto se hiciera realidad entre 1949 y 1954 (García Márquez, 1980: 199-206).

(IGBR, 1951-1952: 227-228)⁸⁸. Un financiamiento mucho más significativo en el período de montaje de la planta fue otorgado por el Banco y por el Fondo de Estabilización a cambio de libranzas nacionales del 3 %. A finales de 1955 el Banco y el Fondo recibieron acciones de la siderúrgica por \$ 301 millones a cambio de dichas libranzas (IGBR, 1955-1956: 160-161).

Con información de Acerías Paz del Río se inició la publicación de series estadísticas de la producción de lingotes de acero, con periodicidad anual desde 1955, y mensual desde 1959, tal como aparece en el Gráfico 4.47.

Gráfico 4.47

Producción de lingotes de acero, 1958 (mayo) a 1962 (diciembre)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

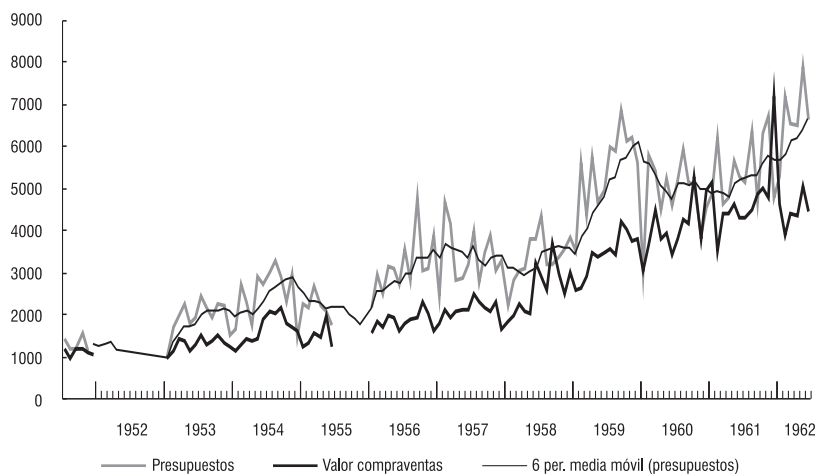
4. Indicadores de construcción

Los de la construcción hicieron parte de la lista de indicadores de la *Revista* desde sus primeras ediciones. El índice de presupuestos de edificación, así como el de compraventas de fincas raíces, se publicaron sin solución de continuidad desde 1934. El Gráfico 4.48 presenta una trayectoria con ciclos escalonados del índice de presupuestos.

⁸⁸ El Banco de la República había sido autorizado para adquirir “Bonos de la Empresa Siderúrgica Nacional de Paz del Río S. A. hasta por el valor del capital pagado y la reserva legal del mismo (RBR-287, septiembre de 1951: 927).

Gráfico 4.48

Índices de presupuestos de edificación y valor de compraventas de fincas raíces en el país, 1951 (julio) a 1962 (junio) (1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

III. LA TASA DE CAMBIO

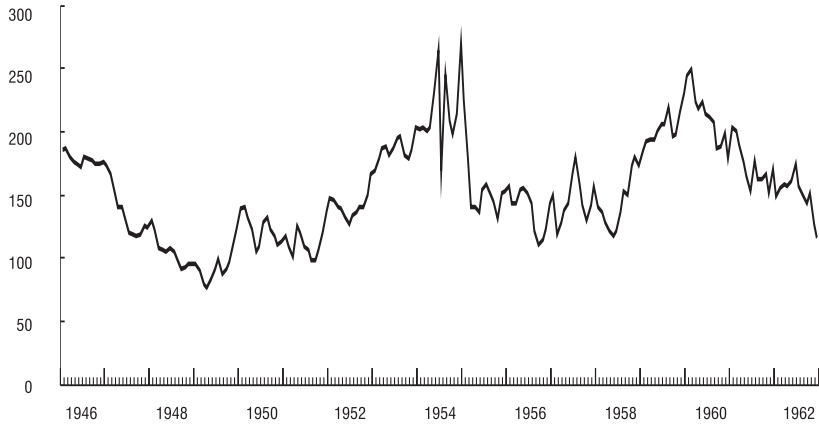
A. La acumulación de reservas internacionales en Colombia

En el Gráfico 4.49 se presenta el perfil de la acumulación de reservas internacionales entre principios de 1945 y finales de 1962. Se sucedieron varios períodos de acumulación y desacumulación de activos internacionales. Culminada la guerra, las reservas cayeron en un 60 % entre enero de 1946 y marzo de 1949; luego siguieron una tendencia ascendente, aunque escalonada, hasta diciembre de 1954, cuando se inició un nuevo descenso, precipitado al principio y luego más moderado, aunque volátil hasta mayo de 1958. Finalmente, se presentó un ciclo completo cuya fase de ascenso se extendió hasta enero de 1960, seguida por la de descenso continuo hasta diciembre de 1962; la acumulación nominal de reservas durante la primera fase se extinguió completamente durante la segunda.

Gráfico 4.49

Banco de la República: reservas internacionales brutas, 1946-1962

(millones de dólares)



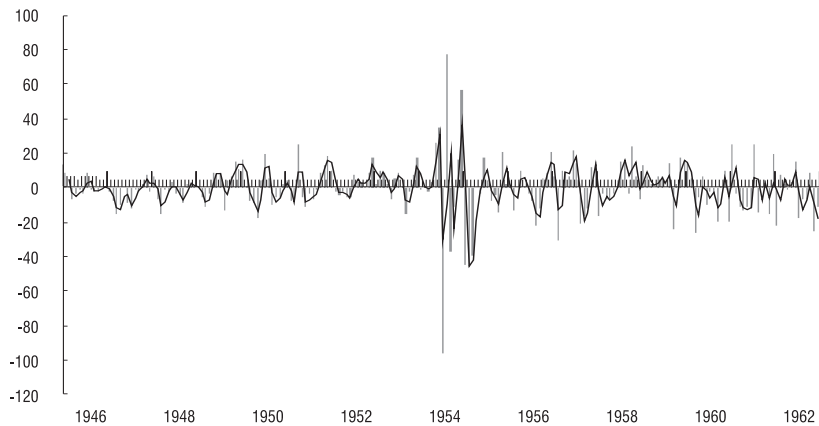
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Las variaciones mensuales del inventario de reservas aparecen en el Gráfico 4.50. Los cambios más extremos se presentaron entre mediados de 1954 y mediados de 1955.

Gráfico 4.50

Banco de la República: reservas internacionales brutas, variaciones mensuales, 1946-1962

(millones de dólares)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

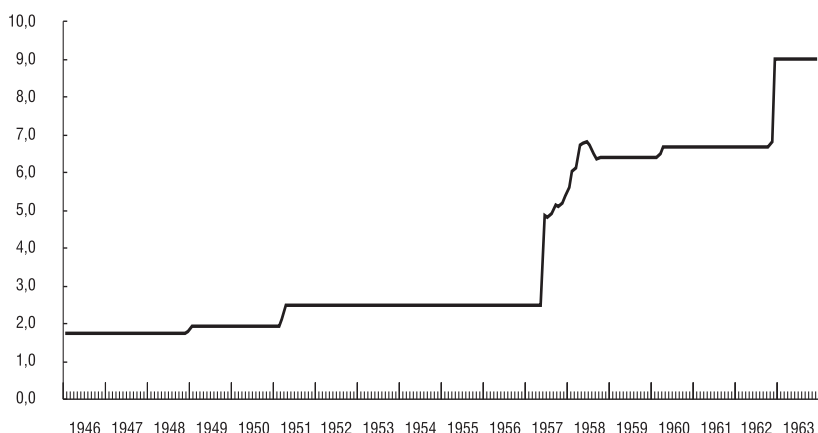
B. La tasa de cambio nominal

En el Gráfico 4.51 se exhibe la trayectoria de la tasa de cambio nominal entre enero de 1946 y diciembre de 1963. En los primeros diez años se presentaron dos ajustes en la tasa de cambio nominal: el primero a finales de 1948 y el segundo a principios de 1951. Cambios más frecuentes ocurrieron a partir de 1957, en especial entre junio de este año y octubre de 1958, cuando tras una serie de eventos cambiarios la tasa de cambio se multiplicó por 2,5 veces. Posteriormente, se presentaron solo dos ajustes, de los cuales el más significativo fue el de la devaluación del peso en noviembre de 1962.

Gráfico 4.51

Tasa de cambio nominal, 1946 (enero) a 1963 (diciembre)

(pesos por dólar)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

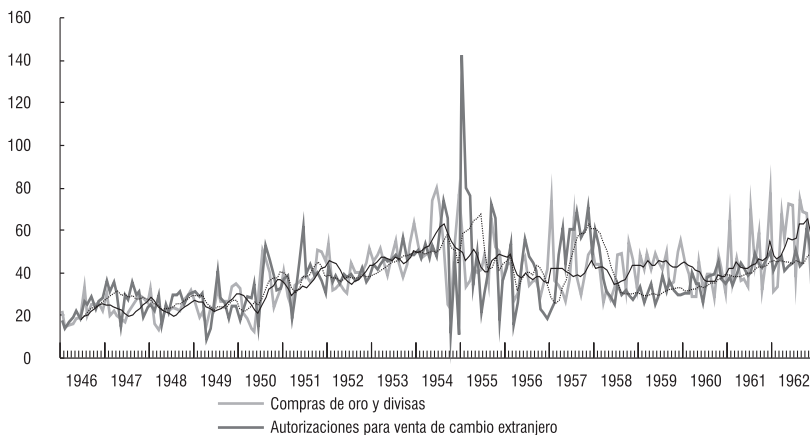
C. El control de cambios

La evolución de las compras y de las autorizaciones de venta de divisas se presenta en el Gráfico 4.52. Hasta 1950 los promedios mensuales de dichas series fueron de US\$23,7 y US\$25,6 millones, respectivamente, lo cual sugiere que, en promedio, predominó una demanda excedente de divisas. La volatilidad de las dos series en estos primeros años fue del orden del 20 %, medida por el coeficiente de variación. Entre 1950 y 1954 las compras y las autorizaciones crecieron al unísono. En los tres años transcurridos entre 1954 y 1956 las compras y autorizaciones nominales arribaron a US\$45,99 y US\$46,45 millones, con una volatilidad del 24 % y del 37 %, respectivamente. Entre enero de 1957 y diciembre de 1962 las compras y las autorizaciones acumularon cifras más bajas que a mediados de la década, US\$44,6 y US\$40,3 millones, con una volatilidad de 24 y 22 %, respectivamente. En estos últimos años las compras medias de divisas superaron a las autorizaciones medias otorgadas.

Gráfico 4.52

Banco de la República: compras de oro y divisas, y autorizaciones de venta de cambio extranjero, 1946-1962

(millones de dólares)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El viraje del comercio exterior a partir de 1946 puso en alerta a las autoridades por sus implicaciones sobre la estabilidad cambiaria y sus efectos monetarios. El control de cambios tendría un papel protagónico. Así lo dio a entender el editorialista:

[...] a medida que se normalice el comercio exterior y aumenten las importaciones al país, sobrevendrá una disminución de las reservas del banco emisor y un descenso en los medios de pago. Las autoridades del control de cambios están preparadas a impedir, llegado el caso que ese proceso deflacionista pueda asumir proporciones inconvenientes para la estabilidad económica nacional [...] (*RBR*-219, enero de 1946: 3).

La *Revista* siguió con atención los sucesos del comercio importador y sus efectos cambiarios. Así, en abril señaló que “Todo hace prever que en los próximos meses seguirán registrándose, cada vez en mayor cuantía, saldos desfavorables en nuestra balanza de pagos, por el creciente volumen que están adquiriendo las importaciones al país” (*RBR*-222, abril de 1946: 199)⁸⁹. A principios de 1947, el gerente volvió a insistir en el papel del control de cambios como factor de estabilidad: “Parece que muchos han temido que las importaciones al país puedan incrementarse considerablemente en los próximos meses, produciendo una fuerte disminución de las reservas de oro del banco emisor y, como consecuencia, una baja inconveniente de la circulación monetaria; pero no debe perderse de vista que la Oficina de Control de Cambios, Importaciones y Exportaciones, está in-

⁸⁹ Algunas variaciones negativas de las reservas obedecían al manejo que de estas hacía el Banco; por ejemplo, en marzo, el Banco depositó US\$5 millones a intereses en un banco de los Estados Unidos, el cual no era computable en la reserva legal, de modo que ingresó a la cuenta de ‘Otras especies no computables’ (*Ibid.*: 200).

vestida de amplias facultades para defender y regularizar, llegado el caso, tales reservas” (*RBR*-231, enero de 1947: 3). Y así debió hacerlo ante el pronunciado descenso de las reservas a lo largo del primer semestre de 1947:

El descenso constante de las reservas del banco emisor ha determinado que la Junta Consultiva de la Oficina de Control, integrada por ciudadanos expertos y respetables, establezca un nuevo régimen para la importación de mercancías, basado en normas de equidad distributiva y acorde con el volumen de las disponibilidades de cambio exterior en los próximos meses. [El régimen] se inspira en el sano propósito de utilizar las reservas de oro y divisas, en la adquisición de elementos esenciales para el adecuado desarrollo de la actividad económica (*RBR*-237, julio de 1947: 515).

El nuevo sistema consistía en una clasificación de los bienes importables en tres agrupaciones, según la importancia de los bienes en el consumo. Anticipadamente la Oficina de Control debía estimar la probable entrada de divisas en cada trimestre y hacer la asignación correspondiente a cada grupo. Además, se autorizó la expedición de licencias no reembolsables para estimular la entrada de capitales representados por mercancías, así como el uso de depósitos colombianos en bancos del exterior.

Al contemplar con el espejo retrovisor el año de 1947, el gerente reveló con franqueza la pérdida de activos externos, pero buscó dejar un parte de optimismo al confiar en el uso productivo de las divisas, así como en la bondad de las medidas de control:

Las reservas de oro y divisas del banco central descendieron en el año de US\$ 175.995.000 a US\$ 123.415.000, pero puede afirmarse que la diferencia de US\$ 52.580.000 está representada por elementos esenciales para el desarrollo de la producción interna. En la segunda mitad del año se llevó a cabo una organización metódica de las importaciones, cuyos permisos bajaron de US\$ 438.759.000 en 1946, a US\$ 332.986.000 en 1947. A esta última cifra debe agregarse el monto de las llamadas licencias no reembolsables, que ascendió a US\$ 49.936.000 (*RBR*-243, enero de 1948: 3).

La intervención de la Oficina de Cambios no podía surtir efectos inmediatos, ya que las licencias de exportación expedidas con antelación contaban con un período de hasta seis meses para ser utilizadas. Aun así, el deterioro cambiario pareció moderarse en los últimos meses de 1947. El gerente encontró aplicables a la experiencia colombiana recientes evaluaciones del Fondo Monetario Internacional:

Nuestra política de cambios, contemplada desde el punto de vista de las relaciones internacionales, ha sido en tal forma justificada por los hechos, que en la Memoria del Fondo Monetario correspondiente a la segunda reunión de Gobernadores recientemente celebrada en Londres se afirma que ‘de no haber existido restricciones de cambio, pocas naciones latino-americanas hubieran podido evitar un serio desequilibrio de sus pagos internacionales’. Esta opinión tiene indiscutible autoridad, atendida la circunstancia de que una de las finalidades esenciales de aquel organismo es la de eliminar gradualmente las aludidas restricciones (*RBR*-240, octubre de 1947: 765).

La tarea del control cambiario no se agotaba en autorizar el uso de las reservas de manera ajustada a su disponibilidad, como lo sugiere el Gráfico 4.52. También, se buscaron objetivos sectoriales, al dar una orientación selectiva a los cupos de divisas:

Conviene llamar la atención acerca de las recientes medidas dictadas por la Oficina de Control, con el objeto de facilitar la introducción de maquinaria y elementos esenciales para la agricultura. [...] Tampoco ha perdido de vista la Oficina de Control los intereses generales del comercio, y es así como acaba de decretar en esta fecha una adjudicación de divisas de 7% sobre los cupos básicos correspondientes a los grupos segundo, tercero y cuarto de la clasificación de mercancías, para el trimestre de enero a marzo de 1948, lo que representa una suma de consideración (*RBR-241*, noviembre de 1947: 859).

El control debería percatarse también de no obstaculizar el normal funcionamiento de los pagos al exterior: “Es conveniente hacer notar que no existe hoy retraso alguno en el otorgamiento de licencias para el pago de mercancías importadas. El país está, pues, enteramente al día en sus pagos corrientes internacionales” (*RBR-241*, noviembre de 1947: 859).

Pero, más aún, el propio banco central debería salvaguardar la coherencia del conjunto de sus políticas en relación con el control de cambios. De hecho, el restablecimiento del equilibrio en el comercio exterior, resultante de una mejor fortuna en el frente exportador, constituiría una restricción para potenciales objetivos expansionistas del banco emisor:

Así por ejemplo, en materia de nuevas emisiones, el banco central tiene que proceder con suma prudencia, pues al nivelarse las ventas de moneda extranjera con las entradas de oro y divisas, un aumento de los medios de pago no podrá compensarse, como venía ocurriendo últimamente, con la amortización de billetes que resulta de la disminución de las reservas (*RBR-241*, noviembre de 1947: 859).

El descenso de las reservas continuó a lo largo de 1948, aunque a menor ritmo que en 1947. El editorialista no dejó de comentar que en ciertos momentos la aprobación de licencias había resultado excesiva, y que los controles cambiarios y comerciales deberían ajustarse; en marzo de 1948, anotó: “El desequilibrio tiene también origen principal en el considerable volumen de los permisos de importación que han sido otorgados últimamente. Semejante circunstancia explica las medidas acordadas por la Oficina de Control de Cambios, [...], y las cuales se dictaron previo un detenido estudio que hace aconsejable la adopción de una política mesurada en el empleo de las reservas de oro y divisas del banco central” (*RBR-245*, marzo de 1948: 277).

“Los hechos sobrepasaron lo previsto”, comentó el gerente en su informe anual de 1948, al describir el drenaje sucesivo de las reservas (*IGBR* 1948: 58). En junio del mismo año, el impuesto del 4% que tradicionalmente pagaban los giros sobre el exterior, se elevó al 14, 20 y 30%, según que se aplicara sobre importaciones del primero, segundo o tercer grupo. Los objetivos eran tanto fiscales como de freno a la demanda de divisas. El gerente explicó que la medida se ceñía a “las normas adoptadas hace poco en otros países con el expreso asentimiento del Fondo Monetario Internacional”, en momentos en que “la situación real de nuestra economía y las exigencias de la balanza de pagos están en desacuerdo, por muchos aspectos, con la paridad nominal del peso colombiano”. Añadió que la medida era transitoria para dar tiempo a una reforma

arancelaria, lo cual explicaba por qué no se había acudido a una devaluación de la moneda (*RBR*-248, junio de 1948: 671)⁹⁰.

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

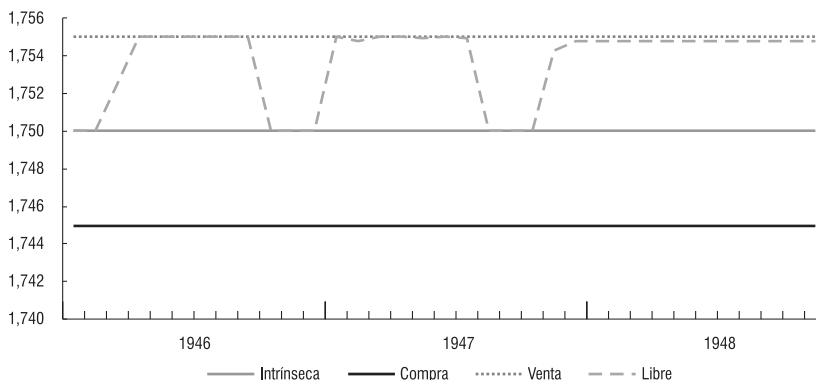
1. Tasa de cambio: ¿fija o flexible?

En el Gráfico 4.53 se presenta la trayectoria mensual de la tasa de cambio entre enero de 1946 y noviembre de 1948. La tasa intrínseca de \$1,750 por dólar se mantuvo inalterable durante este lapso, al igual que la tasa de compra de \$1,745, y la de venta de \$1,755 por dólar. La tasa libre osciló entre la intrínseca y la de venta, con tres períodos cortos en que la libre coincidió con la intrínseca, y tres más prolongados en que la libre se aferró a la tasa de venta; el más notable de estos últimos períodos transcurrió entre diciembre de 1947 y noviembre de 1948 cuando, la libre y la de venta coincidieron al nivel de \$1,7548 por dólar.

Gráfico 4.53

Tasa de cambio: intrínseca, de compra y venta del Banco de la República, y libre 1946 (enero) a 1948 (noviembre)

(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

⁹⁰ La norma que fijó las nuevas tasas impositivas a los giros sobre importaciones fue el Decreto 1952 de 1948. Según el ministro de Hacienda, José María Bernal, el texto del decreto resultó de consultas con el FMI y la comisión bipartidista de crédito público. “Funcionarios del Fondo Monetario Internacional intervinieron amplia y generosamente en el estudio, y el Comité de Crédito Público y Asuntos Económicos integrado por los señores Gonzalo Restrepo, Alfonso Araújo, José Gutiérrez Gómez, Alfredo García Cadena, Jorge Durana Camacho y Hernando Gómez Tanco, prepararon un proyecto que sirvió de base para la expedición del decreto [...]” (*RBR*-248, junio de 1948: 681). A su turno, dicho Comité manifestó que “la tesis del impuesto tiene ventajas inapreciables sobre la modificación del tipo de cambio. Queremos mencionar las dificultades inherentes a la devaluación en efecto inflacionista de un movimiento del tipo de cambio. [...] El impuesto de giros sirve los mismos propósitos respecto al comercio exterior, con la inmensa ventaja de ejercer una influencia contra la inflación, de proporcionar recursos cuantiosos para el Fisco [...] y de no interferir con nuestros convenios monetarios ni con la posición colombiana registrada en el Fondo Monetario Internacional” (*RBR*-248, junio de 1948: 683).

En enero de 1947 el gerente celebró que la cotización del dólar se hubiera sostenido a lo largo de 1946 entre los puntos de compra y venta del Banco de la República. “En esta forma [señaló el editorialista] el banco emisor ha logrado mantener, desde hace largos años, la estabilidad del cambio exterior, lo que ha contribuido decisivamente al desarrollo económico de la nación” (*RBR*-231, enero de 1947: 4).

En junio de 1948, al tiempo que se elevaban los impuestos sobre los giros, se facultó al Fondo de Estabilización para pagar una prima sobre las letras originadas en ciertas exportaciones que se deseaba estimular. De allí que durante el segundo semestre de 1948, hasta mediados de diciembre, la tasa de cambio correspondió a la cotización de \$ 1,7548 por dólar más la prima de diez puntos para ciertas exportaciones. Según el gerente, dicha prima mereció reparos del Fondo Monetario Internacional (*IGBR* 1948: 64).

Igualmente, se dispuso la creación de un título libremente negociable, aunque sujeto a las regulaciones cambiarias, con el nombre de certificado de cambio; su objetivo original fue el de canalizar hacia importaciones productivas lo que de otra manera serían divisas del mercado libre que podrían tomar la ruta de la fuga de capitales. El editorialista comentó favorablemente la creación del nuevo título, al señalar que “El certificado de cambio es el primer paso hacia un mercado libre, cuyo radio más amplio pueden hacer aconsejable las circunstancias” (*IGBR* 1948: 61).

El segundo semestre de 1948, agitado por razones de orden político, fue también escenario de controversias cambiarias. El gerente trajo a colación algunos de los puntos ventilados: consideraron algunos que pretender corregir desarreglos cambiarios con restricciones a las importaciones o medidas monetarias no sería aconsejable, por sus efectos paralizantes sobre los negocios; lo apropiado sería una devaluación apreciable, con el riesgo de desatar conatos inflacionarios. Otros insistieron en que se autorizara un mercado libre para cierto porcentaje de los giros originados en exportaciones comunes, y se mantuviera la tasa oficial para comprar aquellos que se destinaran a pagar gastos del gobierno en moneda extranjera. Según el gerente, esta última iniciativa ya había recibido comentarios críticos de las autoridades del FMI, “con las cuales el Banco de la República ha estado en contacto permanente, desde hace varios meses, para estudiar la situación de los cambios en el país” (*IGBR* 1948: 63).

En sus notas editoriales la *Revista* llamó continuamente la atención sobre el tema de la tasa de cambio. Así lo reiteró en la edición de julio:

Como lo anunciamos en nuestra entrega pasada, el Banco de la República, en desarrollo de las estipulaciones del convenio sobre el Fondo Monetario Internacional, viene adelantando en Bogotá conversaciones con distinguidos funcionarios de ese organismo, a fin de buscar una fórmula adecuada que permita corregir, siquiera en parte, el grave desequilibrio de la balanza de pagos. Las conclusiones que se acuerden al respecto deberán ser sometidas a la consideración del Congreso Nacional (*RBR*-249, julio de 1948: 770).

El tema legal de la intervención cambiaria del Banco volvió a ser mencionado por el gerente en la edición de agosto:

Es conveniente recordar que el Banco de la República obra únicamente como intermediario en las operaciones de cambio, pues conforme a disposiciones legales, las utilidades o pérdidas que de ellas se deriven corresponden de modo

exclusivo al Estado. No debe tampoco olvidarse que la intervención del Banco en esta materia está hoy limitada bajo un doble aspecto, a saber: por las estipulaciones del convenio sobre el Fondo Monetario Internacional y en virtud del artículo 3 de la Ley 76 de 1946, según el cual corresponde al Congreso aprobar cualquier determinación relativa a modificaciones de la paridad del peso (*RBR*-250, agosto de 1948: 904).

En el entretanto, el drenaje de los activos externos continuó sin solución. Las notas editoriales de septiembre se iniciaron con un párrafo en el cual se anunciaba que de acuerdo con la Oficina de Control de Cambios, el déficit acumulado en el año corrido entre entradas de divisas y autorizaciones de compras de cambio se acercaba a los US\$27 millones, cifra que comprometía una cuarta parte del inventario de reservas (*RBR*-251, septiembre de 1948: 1015). Según el mismo despacho, el problema era tan acuciante que la relación entre la disponibilidad de divisas y la solicitud de cupos era de uno a cinco (García, 1948: 1032).

Como le correspondía, el editorialista insistió una vez más en la urgencia de enfrentar el problema cambiario, no sin repetir que la intervención del Banco estaba restringida por factores institucionales:

Todavía no ha sido posible consagrar en textos legales las normas de la futura política de cambio del país [...] las reservas de oro y divisas continúan disminuyendo y la demora en adoptar alguna solución es perjudicial, desde todo punto de vista, para la economía nacional. De 1931 a 1936 pudo el Banco de la República ensayar una serie de sistemas, que tras largos esfuerzos culminaron en la estabilización del cambio al tipo de 1.75 pesos colombianos por cada dólar de los Estados Unidos de América. Posteriormente, en 1940, se tomaron medidas eficaces para corregir un desequilibrio de la balanza de pagos de características similares a la situación actual. [...] la intervención del banco central, en lo relativo a la regulación del cambio exterior, tiene hoy las limitaciones que imponen el convenio sobre el Fondo Monetario Internacional y la disposición del artículo 3º de la Ley 76 de 1946 [...] (*RBR*-251, septiembre de 1948: 1015).

En los últimos meses de 1948 la *Revista* destinó sus páginas editoriales a ilustrar sobre el tema cambiario, asunto álgido en diversos países, y en ocasiones controvertido en el ámbito internacional. En enero, Francia anunció una prima del 80 % sobre las monedas extranjeras, y un mercado libre dentro de ciertos límites, todo sin consulta previa del Fondo Monetario Internacional. El ajuste de la moneda francesa había sido previsto en círculos financieros internacionales, que ya avizoraban que igual conducta sería seguida por otras economías europeas y latinoamericanas. Por los mismos días, Chile, en consonancia con el FMI revisó su sistema de cambios múltiples (*RBR*-244, febrero de 1948: 107).

En agosto, el gerente señaló que “La situación monetaria de los países del hemisferio continuó siendo bastante difícil”. Y citó el caso de México, en donde habrían sido suspendidas todas las transacciones internacionales por un período indefinido; a tal desenlace se había llegado por la misma razón que pesaba sobre la situación cambiaria de otros países: la caída aguda de los activos internacionales, a pesar de contar con sistemas de regulación de los cambios. Para entonces, según el gerente, ya se conjeturaba que se impondría una devaluación significativa. Finalmente, en 1949, México optó por un período de flotación

en busca de una tasa de cambio de equilibrio, antes que fijar a priori una tasa fija (*RBR*-250, agosto de 1948: 904; *IGBR* 1949: 47).

En septiembre, la *Revista* tomó nota de las reformas comerciales y cambiarias puestas en marcha por el Perú, tras su aprobación por el Fondo. Ellas permitían conformar de un mercado libre de divisas en el cual los exportadores podrían vender el 35 % de sus giros, previa deducción de un impuesto sobre lo exportado. Por el lado de las importaciones se estableció un impuesto adicional sobre bienes no esenciales, mediante el cual se financiaría el pago de deudas contraídas por el gobierno con el banco central (*RBR*-251, septiembre de 1948: 1015-1016).

En octubre, el gerente creyó oportuno llamar la atención sobre los tres temas siguientes: el primero, relacionado con la visión que el Banco había tenido al final de la guerra para el manejo del excedente de reservas en los años subsiguientes; el segundo, destinado a plantear el ajuste del gasto en una economía con ingresos externos limitados, y, el tercero, para advertir acerca de la necesidad de crédito externo en función del crecimiento económico:

En 1945 el país había acumulado una cantidad relativamente apreciable de reservas monetarias, como natural resultado de las dificultades del comercio exterior para satisfacer durante la guerra las más apremiantes necesidades de importación del consumo nacional. Desde aquella época podía advertirse con exactitud que la situación económica internacional sufriría radicales modificaciones, llamadas a ejercer influencia desfavorable sobre el volumen de nuestras disponibilidades de cambio. Se proyectó entonces por la Dirección del Banco de la República la utilización de los excedentes de reservas en un espacio de tiempo razonable, calculado en cuatro años a partir de la rendición alemana en mayo del citado año de 1945. Si bien es verdad que múltiples factores adversos impidieron la realización del plan conforme al programa inicial, no podría hoy desconocerse que sus resultados en conjunto han sido benéficos para la economía colombiana. Las estadísticas registran el hecho de que el 82 %, el 90 %, y el 97 %, respectivamente, de las licencias de importación concedidas por la Oficina de Control en los años de 1946, 1947 y en lo que va corrido de 1948, corresponden, salvo casos excepcionales ya corregidos, a artículos de reconocida necesidad, comprendidos en los grupos preferencial y primero de la clasificación de mercancías [...].

Desaparecido el superávit de reservas que nos dejó la guerra, el país, en principio, tendrá que acomodar a sus entradas los gastos en el extranjero, y adoptar normas elementales de política cambiaria, como son entre otras la limitación de las importaciones de artículos alimenticios que estamos en capacidad de producir; el fomento de los cultivos de materias primas, entre ellos especialmente el algodón que transforman las fábricas nacionales; la suspensión de nuevos ensanches industriales, y el adecuado aprovechamiento de las mercaderías extranjeras para evitar que se malgasten.

Con las divisas provenientes de las solas exportaciones no podrá atenderse, por un largo período, a fines distintos de la satisfacción de urgentes necesidades de consumo y del cumplimiento de inaplazables compromisos. Es de esperarse que

tan difícil situación se solucionase mediante la consecución de empréstitos externos (RBR-252, octubre de 1948: 1135-1136)⁹¹.

2. Devaluaciones en 1948 y 1951

Tras agitados meses de controversia sobre el cambio internacional, que según el editorialista produjeron “una fuerte retención de divisas procedentes de la exportación”, fue sancionada la Ley 90 de 1948 (16 de diciembre). Entre sus determinaciones más significativas se contaron las siguientes: la sustitución de la tasa de cambio de \$ 1,75 por dólar por una nueva tasa fija de \$ 1,95 por dólar, lo cual representó una devaluación de 10,25 %⁹². Al exceder el 10 % permitido a los signatarios del acuerdo del Fondo Monetario Internacional, fue necesario obtener el permiso previo de dicha institución. Al firmarse la ley mencionada, se suspendió la prima de diez puntos que venía reconociéndose a los tenedores de títulos representativos de monedas extranjeras. Se decidió, también, que los certificados de cambio se emplearían para “la adquisición de maquinaria y equipos destinados a ensanche y ampliaciones, o a la creación de nuevas fábricas convenientes a la economía nacional, por encima de los cupos o licencias otorgados para importar con cambio al tipo oficial, y para el reembolso de los capitales extranjeros que hubieren sido nacionalizados por medio de esta misma clase de certificados” (RBR-254, diciembre de 1948: 1339-1340).

Una vez expedida la Ley 90, la Junta Directiva del Banco fijó el tipo de compra de dólares en \$ 1,95 y el de ventas en 1,96. Según la *Revista*, dentro de estos límites empezaron a realizarse transacciones de títulos negociables en monedas extranjeras expedidos por el Banco. Los bancos comerciales compraron títulos hacia mediados de diciembre a una tasa de cambio que fluctuó entre \$ 1,9510 y \$ 1,9515 por dólar (RBR-254, diciembre de 1948: 1342). En enero de 1949 tales compras se hicieron a tasas entre \$ 1,9510 y \$ 1,9530 por dólar. En febrero, el rango de tasas se ubicó entre \$ 1,9540 y \$ 1,9550 por dólar; en marzo las transacciones se hicieron a una tasa promedio de \$ 1,9590, y en abril, prácticamente a \$ 1,96 por dólar, o sea, al tipo de venta del Banco de la República. En el Gráfico 4.54 se exhibe la trayectoria recorrida por las tasas de cambio en los meses que siguieron a la Ley 90. Puede observarse cómo entre abril de 1949 y febrero de 1951 las tasas de cambio se identificaron con la tasa de venta del Banco de la República.

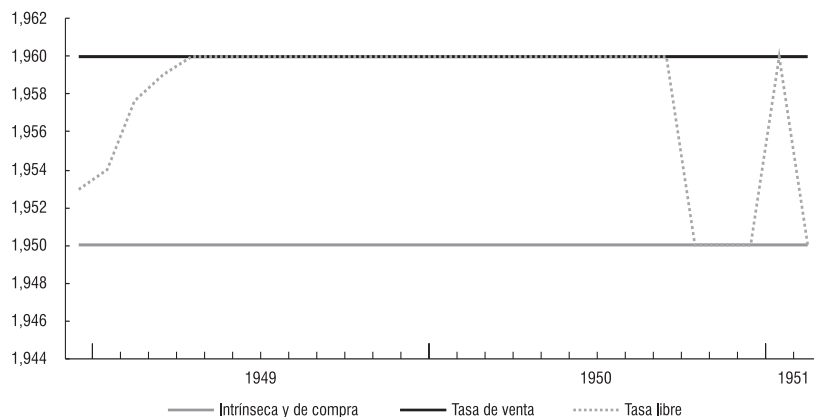
⁹¹ La dificultad de acceso al crédito externo, de por sí una restricción más para la política cambiaria, exigía una mejor administración de los activos internacionales. Medio año más tarde el editorialista escribió: “La misma lentitud con que hoy avanzan las negociaciones de créditos externos está indicando que debe obrarse con la mayor prudencia en la utilización de las reservas del instituto emisor” (RBR-257, marzo de 1949: 224).

⁹² El contenido de oro del peso colombiano equivalente a 56.424 cienmilésimos de gramo, a la ley de novecientos milésimos de fino, fijado por la Ley 167 de 1938, fue sustituido en la Ley 90 de 1948 por un contenido de 50.637 cienmilésimos de gramo de la misma ley de finura (IGBR 1949: 45).

Gráfico 4.54

Tasa de cambio, 1948 (diciembre) a 1951 (febrero)

(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Un trimestre después de la rectificación cambiaria, el exceso acumulado de autorizaciones para la venta de giros sobre las compras de oro y divisas superó los US\$ 23 millones, aproximadamente el 30 % de las reservas de entonces. Tal situación llevó al gerente a describir con preocupación lo acontecido, y a abrir el debate sobre las alternativas en poder de las autoridades:

Esta alarmante desproporción entre los ingresos y la demanda de divisas para atender al pago de importaciones, sigue, pues, en el primer plano de las preocupaciones de la hora actual. [...] cuando un país contempla semejante situación, los posibles correctivos se reducen a fórmulas elementales, así: a)- señalamiento de un tipo de cambio que corresponda a la realidad exacta de las condiciones económicas; b)-intervención en el mercado monetario, para reducir el volumen de los medios de pago, y c)-aplicación de normas muy restrictivas en materia de importaciones (*RBR*-257, marzo de 1949: 223).

Dado que en Colombia la modificación del contenido de oro de la unidad monetaria era una atribución del Congreso, y a sabiendas de que la muy reciente ley cambiaria discutida por meses en las Cámaras había tenido apenas un éxito parcial, la *Revista* lanzó la iniciativa de recuperar para el gobierno y el banco central la capacidad de actuar ágilmente en el mercado cambiario: “[...] conviene advertir que debemos aspirar a un régimen en virtud del cual el gobierno y el banco central (previo acuerdo con las autoridades del Fondo Monetario Internacional, encargadas de velar por la estabilidad general de los cambios) puedan introducir las reformas que en esta materia hagan aconsejables las variables circunstancias de la economía mundial y de Colombia en particular. Este es el procedimiento universal, al cual no hay razón alguna para sustraernos” (*RBR*-257, marzo de 1949: 223).

La gravedad del contexto cambiario fue un tema reiterado del editorialista. Varias disposiciones enderezadas a proteger el inventario de reservas vieron la luz en 1949. Una de ellas, emanada de la Oficina de Control de Cambios, impuso una restricción sobre los pagos externos, consistente en que cada semana no podrían realizarse pagos que excedieran las compras de oro y divisas efectuadas en la semana precedente (*RBR*-258, abril de 1949: 367). Conocida la situación cambiaria del momento, el Fondo Monetario Internacional conceptuó favorablemente sobre la medida, entendida como una decisión de emergencia, y no como una solución del desequilibrio cambiario⁹³. A su lado aparecieron determinaciones proteccionistas, como la que obligaba a las empresas industriales a consumir materias primas de origen nacional⁹⁴.

A mediados de 1949 surgió con cierta fuerza un fenómeno que más adelante, al promediar los años cincuenta, tendría un peso enorme, a saber: la acumulación de permisos de reembolso aprobados previamente; así, la existencia de créditos irrevocables y cobranzas originadas en operaciones comerciales le restaban fuerza a las disposiciones tomadas por la Oficina de Control (*RBR*-259, mayo de 1949: 487; *RBR*-260, junio de 1949: 607; *RBR*-261, julio de 1949: 727).

Algunas buenas noticias en el último trimestre de 1949 aligeraron las tensiones que habían surgido en el frente cambiario. A la firmeza demostrada por las cotizaciones del café Manizales en Nueva York (Gráfico 4.32), y el consecuente repunte de las reservas (Gráfico 4.49) se unió la firma de los acuerdos que regularizaban el servicio de la deuda externa contraída por algunos departamentos y municipios en los años veinte, y la aprobación de créditos externos por bancos de fomento. La *Revista* registró el buen suceso en su primera página editorial de agosto, al reseñar que tanto el Export-Import Bank como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento habían aprobado préstamos por US\$ 10 y US\$ 5 millones, respectivamente. El primero tendría como destino el equipamiento de ferrocarriles, la construcción de puertos y carreteras, y obras de la Central Hidroeléctrica de Río Grande; y el segundo, la importación de maquinaria agrícola (*RBR*-262, agosto de 1949: 839). Por esta época, la tasa de cambio, que había permanecido por un largo tiempo pegada al techo del precio de venta, descendió hasta coincidir con la tasa de compra fijada por el Banco de la República.

Coincidieron las buenas nuevas con otra noticia no menos positiva, como lo fue la del acuerdo entre los Estados Unidos y Colombia, celebrado en Francia con motivo de las reuniones que llevaron a la creación del GATT. Se acordó la terminación el siguiente 1 de diciembre del tratado de comercio firmado con los Estados Unidos en septiembre de 1935⁹⁵. Con motivo de este suceso, se inició en Colombia la discusión del régimen arancelario instituido en 1931, durante la Gran Depresión.

⁹³ Uno de los argumentos de la resolución fue el de evitar los efectos que sobre el sistema monetario se habrían desencadenado por un inopinado descenso de las reservas hasta el límite de cobertura de billetes y depósitos (*IGBR* 1949: 48).

⁹⁴ Solamente si se comprobaba que una empresa interesada había copado su cuota de absorción obligatoria, se le podía otorgar la licencia para importar (Decreto 206 de 1949; *RBR*-257, marzo de 1949: 266-267).

⁹⁵ Se entendió que mientras no se hicieran nuevos arreglos, volvería a regir el tratado de 1846, mediante el cual se le reconocía a Colombia el tratamiento de *nación más favorecida* (*RBR*-264, octubre de 1949: 1056).

Como la recuperación de las cotizaciones cafeteras se produjo en un momento en que se argumentaba en pro de una nueva devaluación monetaria, el gerente intervino con dos propósitos: primero, para insistir una vez más en que se facilitara la toma de decisiones sobre la tasa de cambio sin someterlas a los trámites legislativos; y segundo, para desestimar la utilidad de una devaluación si las condiciones del momento persistían:

El Congreso [debería delegar] dentro de determinados límites, la facultad de señalar el contenido de oro del peso, dada la complejidad de las cuestiones cambiarias, que dificulta el estudio detenido de las mismas en el seno del propio cuerpo legislativo de la nación. [...] la delegación no implicaría, por razones obvias, que se hiciera uso de ella inmediatamente, sino que se aspiraba a la creación de un sistema que permitiera obrar sin dilación, cuando fuera técnicamente aconsejable y en el sentido que indicaran las conveniencias generales.

[...]

No contemplamos hoy el caso de dar a los exportadores un mayor margen de utilidad, que los capacite para hacer frente a los gastos internos. Las recientes alzas del café les están dejando ganancias adecuadas, sin lugar a duda. La devaluación no tendría en estos momentos influencia sobre el aumento de nuestras exportaciones, efecto este que generalmente se busca con tal clase de medidas. Por el contrario, las cotizaciones internacionales del café, podrían verse con ella amenazadas.

Cualquier devaluación, por causas reales o de especulación, tiende a producir alzas en el costo de la vida, pérdidas de valor en las rentas fijas y reducción del poder adquisitivo de los ahorros, fenómenos a todas luces inconvenientes. [...] Como medio para disminuir el valor de las importaciones, la devaluación puede ser sustituida ventajosamente por la reforma técnica del arancel, complementada con medidas internas sobre política fiscal y de crédito. En resumen, dadas las condiciones que prevalecen actualmente no es aconsejable variar el contenido de oro de la moneda colombiana (*RBR*-265, noviembre de 1949: 1163-1164).

En el primer semestre de 1950 el control de las importaciones recibió atención preferencial. Una norma sobresaliente de la época por varios aspectos fue el Decreto 384 de dicho año. En relación con las importaciones, se estableció que para la concesión de licencias el interesado debería constituir en el Fondo de Estabilización un depósito de garantía en dinero efectivo, determinado por la Oficina de Cambios. A su turno, el Fondo de Estabilización invertiría tales depósitos en operaciones crediticias, con plazos no mayores de cinco años y tasas de interés máximas del 6 %, a entidades públicas o de economía mixta, para obras de fomento (*RBR*-268, febrero de 1950: 107). Adicionalmente, se suspendieron los permisos para adquirir extra cupos de importación, “medida justificada (según el gerente) si se considera que el país ha quedado provisto de una gran variedad de materias primas y artículos esenciales, suficientes para satisfacer las necesidades del consumo por un período relativamente largo [...]” (*RBR*-271, mayo de 1950: 491).

La anunciada reforma de las tarifas aduaneras de 1931 llegó en julio de 1950 (Decreto 2218). Según el editorialista, la norma venía inspirada en “un razonable proteccionismo de la industria nacional”. Se había dejado atrás “el rígido y generalmente antitécnico impuesto específico, para combinarlo con un gravamen sobre el valor de las mercancías”. Se había incorporado el efecto de las devaluaciones tanto del dólar como del peso desde

la implantación del arancel en 1931. Y se había suprimido el impuesto de giros sobre operaciones de cambio (Ley 90 de 1948), con lo que se abolieron los tres tipos efectivos de cambio que se aplicaban a las importaciones (RBR-273, julio de 1950: 712).

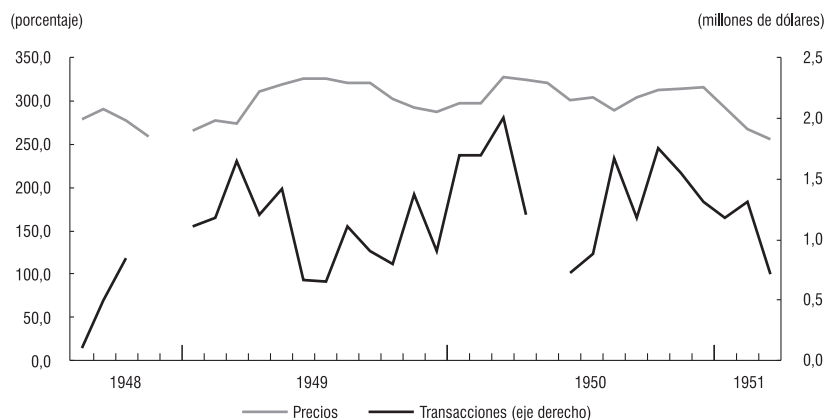
El gerente procedió a explicar la razón por la cual en 1948 se había acudido a tipos de cambio diferenciales sobre las importaciones:

Las dificultades para reformar la tarifa de aduanas, derivadas de pactos internacionales, hicieron que ante la imposibilidad de usar el arancel como elemento para dirigir las importaciones, se acudiera en 1948 al sistema de impuestos diferenciales de cambio, clasificando en tres grupos los artículos de importación y gravándolos de acuerdo con su mayor o menor utilidad. Es obvio que por medio del impuesto de giros no pueden fijarse los derechos adecuados para cada mercancía, puesto que es necesario agruparlas todas en unas pocas categorías (RBR-273, julio de 1950: 712).

En el entretanto, el estudio del sistema cambiario en el conjunto de la economía venía siendo abocado independientemente en investigaciones como la del BIRF (Currie, 1950) y en las actividades del Comité de Desarrollo Económico. Para entonces se disponía de una trayectoria de precios de los certificados de cambio, cuyo promedio entre agosto de 1948, fecha de su creación, y marzo de 1951 había sido del 298,7 %, con cotizaciones mínima y máxima de 255 % y 326 %, respectivamente (Gráfico 4.55).

Gráfico 4.55

Certificados de cambio: precios y cuantías transadas, Bolsa de Bogotá, 1948 (agosto) a 1951 (marzo)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La administración ejecutiva nacional inaugurada en 1950 expidió el Decreto Legislativo 637 de 1951, previa consulta con el Fondo Monetario Internacional, cuyas normas, en palabras de la *Revista*, modificaron “sustancialmente el sistema cambiario del país” (RBR-281, marzo de 1951: 259). Con la puesta en práctica de esta normativa se eliminó

el sistema de cupos para las importaciones, y se eliminó el sistema de certificados de cambio.

Según el decreto aludido, se liberó el comercio de exportación e importación, se exigió su inscripción en una Oficina de Registro de Cambios que dependería del Banco de la República, y se suprimió la Oficina de Control de Cambios, Importaciones y Exportaciones. Adicionalmente, se estableció un depósito previo equivalente al 10 % del valor en pesos de cada importación, el cual debería hacerse en el banco central, por cuenta del Fondo de Estabilización.

En cuanto a la determinación de la tasa de cambio, se creó una junta reguladora de cambios integrada por los ministros de Hacienda, Agricultura y Fomento, y por los gerentes del Banco de la República y de la Federación de Cafeteros, cuya función sería la de proponer a la Junta Directiva del Banco de la República posibles modificaciones del tipo de cambio. Además, se dispuso que el movimiento total de divisas se haría por intermedio del Banco de la República y de los bancos autorizados por él.

En relación con las divisas provenientes de las exportaciones de café, se dispuso que el Banco compraría el 75 % al cambio oficial vigente de \$ 1,95 por dólar, y el 25 % al cambio señalado por la Junta Directiva del Banco de la República, que inicialmente sería de \$ 2,50 por dólar; dicho porcentaje se aumentaría progresivamente hasta llegar al 100%. Las divisas provenientes de otras fuentes serían adquiridas por el Banco a la tasa dispuesta por su Junta Directiva. Al ponerse en práctica estas disposiciones, la tasa oficial de venta de divisas en el Banco para el pago de importaciones sería de \$ 2,51 por dólar. La utilidad derivada del diferencial cafetero se destinaría en un 30 % a atender mayores costos de obligaciones oficiales en moneda extranjera, en un 49 % al Fondo Nacional del Café, y en un 21 % a la adquisición de acciones de la Caja Agraria por cuenta de la Federación Nacional de Cafeteros.

Con el arreglo del 75 % a la tasa oficial y el 25 % a la tasa señalada por la junta del emisor, el exportador cafetero resultaba recibiendo \$ 2,0875 por cada dólar de los Estados Unidos. El Banco defendió dicha combinación, por su contribución a la estabilidad monetaria; sin embargo, no faltaron los contradictores. Tal como lo expone el editorialista, la fórmula

[...] fue duramente combatida desde un principio, no solo por el gremio interesado, sino también por respetables sectores de la industria manufacturera y del comercio, que aspiraban a una modificación radical del sistema. [...] En presencia de semejantes circunstancias y después de un estudio muy detenido, en el que participaron expertos del Fondo Monetario Internacional, decidió el gobierno someter a la consideración de la Junta Reguladora de Cambios y de la Directiva del Banco de la República un proyecto cuyas normas quedaron consagradas en el decreto 2277 de fecha 27 de octubre, según el cual el 40 % de los giros cafeteros se paga inicialmente al 250 % lo que equivale a un cambio neto del 217 %. El alza del restante 60 % se distribuye en cuarenta meses, a razón de un punto y medio cada mes (*RBR*-289, noviembre de 1951: 1123-1124).

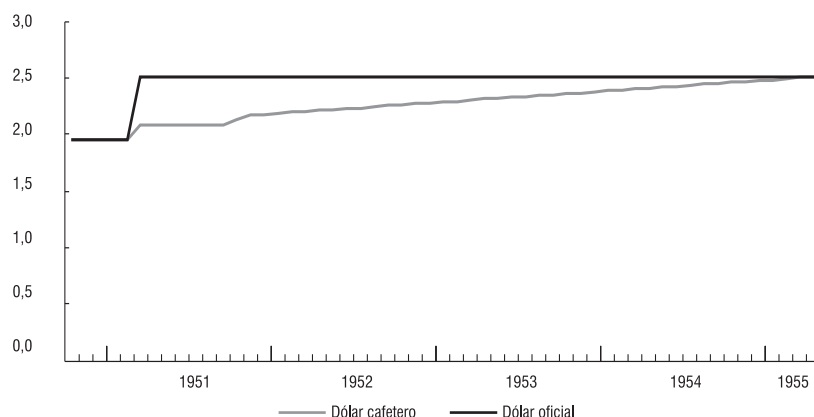
La trayectoria programada para el dólar cafetero, en comparación con la del dólar oficial, se presenta en el Gráfico 4.56 (*IGBR* 1951-1952: 50; *RBR*-289, noviembre de

1951: 1144). El ajuste mensual se realizó de acuerdo con la senda prevista, hasta cuando se le suspendió, en principio temporalmente, en enero de 1954, en una coyuntura alcista del café en Nueva York, como se verá más adelante; en ese momento, el Banco de la República estaba comprando los giros provenientes de despachos de café a \$2,3845 por dólar, y así lo siguió haciendo hasta febrero de 1955. Para esa época, las cotizaciones neoyorquinas estaban descendiendo, de modo que se decidió adquirir los giros cafeteros a la tasa de \$2,50 por dólar, o sea, a la cual se compraban los giros provenientes de otras exportaciones. Tomada esta decisión, el diferencial cafetero desapareció dos meses antes de lo previsto.

Gráfico 4.56

Tasa de cambio: dólar oficial y dólar cafetero, 1951 (marzo) a 1955 (abril)

(pesos por dólar)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Al tiempo que se fraguaba el nuevo régimen cambiario, se discutían los términos de un estatuto sobre capitales extranjeros que permitiera su libre importación al país. Las importaciones de capital deberían inscribirse en la nueva Oficina de Registro de Cambios, y con previa autorización de dicha oficina podrían ser reexportados y remesadas las ganancias (*RBR*-286, agosto de 1951: 804). La consecución de crédito externo por parte de empresas nacionales era también un asunto de primer orden, y el Banco de la República no estuvo lejos de prestar su concurso para ofrecer garantías que respaldaran dicho endeudamiento, en especial tratándose de proyectos de interés público (*RBR*-295, mayo de 1952: 464).

Las restricciones imperantes sobre el comercio importador no tardaron en fomentar ahincadas solicitudes de los comerciantes para excluir elementos que integraban la lista de prohibida importación. Y en ciertos casos, tales peticiones fueron admitidas bajo el supuesto de que el país de origen de dichas compras tuviera una balanza comercial con

Colombia cercana al equilibrio (*RBR*-292, febrero de 1952: 123)⁹⁶. Por la misma época se hizo evidente que la naturaleza del crédito a los importadores estaba cambiando, y que tal variación podría propiciar el acrecentamiento del comercio importador:

Hace tres meses observábamos que el crédito concedido por los despachadores extranjeros podría influir eventualmente en el ensanche de las importaciones. Datos bastante aproximados, obtenidos por la Oficina de Registro de Cambios, parecen ratificar aquel concepto, en cuanto la introducción de mercancías mediante la apertura de créditos irrevocables representa ahora el 30 % del movimiento total, viniendo el 70 % restante a través de cobranzas, muchas de ellas a plazo (*RBR*-296, junio de 1952: 567).

Una oleada de optimismo fue característica de los últimos meses de 1952 y primeros de 1953. Las reservas internacionales cerraron aquel año a la altura de US\$ 167 millones, cuando entre junio y julio habían promediado apenas US\$ 130 millones. El café Manizales se había sostenido alrededor de US\$ 0,57 la libra, con alguna tendencia a la baja hacia finales del año. La *Revista* creyó oportuno advertir acerca del peligro que entrañaba el tomar como permanente una situación seguramente transitoria:

Sería ingenuo pensar que hemos resuelto ya los complejos problemas vinculados al cambio exterior. Colombia está clasificada en el grupo de naciones americanas que tienen alternativamente saldos positivos y negativos en su balanza de cambios; y épocas de relativa holgura como la actual estimulan a menudo actividades peligrosas para una estabilidad que reclaman las conveniencias del país. Es elemental, pues, que las medidas vigentes en materia de importaciones —v. gr. depósitos de garantía del comercio y clausura parcial de las aduanas para algunos artículos— deben conservarse. Más aún, no puede perderse de vista que sucesos eventuales lleguen a determinar la revisión de normas relativas a salidas de divisas por sucesos que marcando un volumen apreciable, carecen en absoluto de significación económica (*RBR*-303, enero de 1953: 3).

Para entonces era apreciable que estaban tomando fuerza indicadores como el del atraso de los pagos comerciales: “Los pedidos de mercancías en 1952 aún no pagados subieron en unos US\$ 20 millones sobre el saldo que quedó en 1951” (*RBR*-304, febrero de 1953: 3). No ocultaba el editorialista que con posterioridad al conflicto bélico mundial y al ensanche subsiguiente del crédito comercial, “los almacenes de ventas y los distribuidores habían optado por dar a su clientela plazos de pago más o menos largos” (*RBR*-306, abril de 1953: 359). Esto ocurría en un contexto de mayores compromisos de la deuda externa: “El servicio de la deuda externa (pública y privada) es más oneroso hoy, por la simple razón de que las obligaciones ya contraídas, inicialmente aligeradas, entran en una etapa de activas amortizaciones” (*RBR*-304, febrero de 1953: 124).

⁹⁶ El tema ganó relevancia después de formalizado el acuerdo comercial con Alemania que previó la entrada de vehículos con un peso inferior a 1.240 kg. El Decreto 402 de 1952 autorizó que se importaran vehículos pequeños, cristalería, vajillas, radiorreceptores y vinos bajo el supuesto del equilibrio comercial entre el país exportador y Colombia.

Síntomas de bienandanza del sector externo se fueron fortaleciendo a medida que transcurría el segundo semestre de 1953. El precio promedio del café Manizales, que en el primer semestre del año había sido de US\$ 56,6 la libra, se elevó en el segundo semestre a US\$ 63,2. Así mismo, el promedio de las reservas internacionales avanzó de US\$ 182 millones a US\$ 190 millones entre los dos semestres. El crédito externo para infraestructura escaló un nuevo peldaño en septiembre, al otorgar el Banco Mundial un crédito de US\$ 14,35 millones a Colombia para la rehabilitación de carreteras. Con un plazo de diez años y un interés del 4¾ %, se trató de un crédito complementario del otorgado en abril de 1951.

3. Aires de optimismo en el sector externo

Con cotizaciones en ascenso y firmes del café, con activos internacionales que frisaban los US\$ 200 millones, y con acceso al crédito externo para infraestructura, los análisis coyunturales de finales de 1953 rebosaron optimismo. El primer párrafo de las notas editoriales de la *Revista* en enero de 1954 lo confirmó: “El año de 1953 marcó, sin lugar a duda, sustanciales avances en el desenvolvimiento de la economía colombiana” (*RBR*-315, enero de 1954: 3). El editorialista celebró no solo los avances económicos en un texto más prolijo que de costumbre, sino los pasos adelantados en la pacificación del país, a los cuales consideró parte de los factores del auge económico:

A los halagüeños resultados obtenidos contribuyó en primer término la pacificación de vastas zonas del territorio patrio, cuyos pobladores, comprometidos antes en una lucha tremendamente nociva para los intereses generales, se han venido reincorporando gradualmente a las faenas del trabajo (*RBR*-315, enero de 1954: 3).

Dada la fortuna con la que habían corrido las cotizaciones neoyorquinas del café, se optó por suspender temporalmente, en enero de 1954, el incremento mensual del dólar cafetero, tal como se le había programado y practicado desde 1951:

La supresión transitoria del aumento mensual del cambio cafetero, que acaba de decretar el gobierno, es una acertada disposición, de saludables efectos monetarios, en cuanto fortalecido el fondo del café y a través suyo la Caja Agraria, así como la propia Tesorería General, se limitará forzosamente la concesión de créditos del banco emisor a tales entidades (*RBR*-315, enero de 1954: 4).

Al haberse superado el nivel de US\$ 200 millones en activos externos, se optó por la supresión del régimen de mercancías de prohibida importación instaurado en marzo de 1951. Los bienes afectados pudieron ser importados desde entonces a la tasa de cambio de \$ 2,50 por dólar, más un impuesto de timbre del 40 %. El editorialista comentó favorablemente dicha decisión, no solo por el momento cambiario, sino por tratarse de un recurso fiscal que disminuiría los requerimientos crediticios de la tesorería sobre el banco central. Además, con los nuevos depósitos de importación, el Fondo de Estabilización contaría con acrecentados recursos para sus programas de fomento (*RBR*-316, febrero de 1954: 133).

Simultáneamente se autorizaron los comprobantes de exportación, mediante los cuales se buscaba diversificar las exportaciones o facilitar la venta de excedentes agrícolas. El exportador de estos bienes (arroz, maíz, tabaco en rama, textiles de algodón y de lana, cueros curtidos y otros) entregaba sus divisas al Banco de la República al cambio de \$2,50 por dólar, y obtenía de este último el llamado comprobante de exportación mediante el cual se podían importar bienes que antes eran de prohibida importación.

A partir de febrero de 1954 el mercado cambiario albergó no solo las operaciones a la tasa oficial de \$2,50 por dólar, sino las relacionadas con los dólares mineros desde julio de 1953, cuando se autorizó el libre comercio del oro de nueva producción y su exportación al precio de paridad; las divisas resultantes podían negociarse libremente sin tener que ser vendidas al Banco de la República. Lo mismo se hizo con las operaciones efectuadas mediante los comprobantes de exportación desde febrero de 1954; por último, las transacciones con dólares no autorizados.

Transcurrido el primer trimestre de 1954, la cotización media del café en Nueva York alcanzó el nivel de US\$ 82,11 la libra, cuando en diciembre había llegado a US\$ 59,35. En el mismo lapso el Manizales pasó de 66,4 a US\$ 91,39 la libra. Y las reservas internacionales se mantuvieron al mismo nivel de US\$ 203 millones a lo largo del trimestre. En este contexto, las discusiones cambiarias referidas a períodos de escasez de reservas y precios deprimidos del principal producto de exportación, cedieron su lugar a propuestas de política cambiaria en el sentido contrario. El gerente resumió las alternativas propuestas y discutió sus alcances:

El alza de las cotizaciones del café, [...], y la valoración simultánea del peso colombiano en el comercio no autorizado de divisas, han originado en estos días respetables comentarios acerca del sistema de cambios vigente entre nosotros, con algunas reformas, desde marzo de 1951. [...] Se sugiere de inmediato, por una parte, el cambio libre; otra tendencia recomienda una baja gradual del tipo de \$2,50 por dólar, y es asimismo aconsejada por eminentes ciudadanos la eliminación del diferencial cafetero. [...] Las obvias ventajas de la estabilidad cambiaria no deben desecharse ante el simple anuncio de un superávit, cuya naturaleza temporal es generalmente admitida, existiendo solo discrepancias respecto de su duración. [...] El plan de reducir el tipo de venta de cambio (\$2,50 por dólar) al de compra de los giros provenientes de la exportación de café (\$2,3845 por dólar) es confuso, sustentado por voceros prestigiosos de ese gremio. Era explicable en ellos su asidua solicitud inversa: elevar a \$2,50 el dólar cafetero. Expertos de renombre aconsejan en estos tiempos el establecimiento de un impuesto sobre la exportación del grano. La idea no es ciertamente popular en el país, pero tan importante sector (ubicado en un razonable punto medio) aporta un provechoso concurso en defensa de la misma industria, cuando del diferencial se destina 49% al fondo nacional del café y 21% a la suscripción de acciones de la Caja Agraria por dicho organismo, quedando apenas para el erario el saldo de 30%.

Las continuas advertencias acerca de la multiplicidad de tipos de cambio entre nosotros no tienen el alcance que se les atribuye, pues a las dos cotizaciones antes indicadas ha de agregarse sólo el gravamen fiscal de 40% para la introducción de ciertas mercancías, [...]. Las prescripciones sobre comercio de oro escasamente significan un apoyo a esa industria, que atraviesa una de las más

precarias etapas en el largo proceso de extracción de metales. [...] Constituiría una equivocación ingenua renunciar a procedimientos de elasticidad cambiaria, que aceptaron organismos internacionales y son reclamados por las diarias oscilaciones de la economía mundial, más aún si se medita en su influencia sobre nuestro comercio exterior, apenas libertado de severas restricciones.

Desde 1923 es una de las finalidades primordiales de la organización de nuestro banco central propender a la normalidad cambiaria. Desaparecido el patrón de oro, dicha gestión ha sabido orientarse por distintos caminos, con un criterio de interés público y en beneficio de la economía general. Muchas veces hemos recordado los sabios preceptos de la Ley 7ª de 1935, según la cual todas las pérdidas o utilidades en el negocio de cambios se llevan a una cuenta especial, de manera que el instituto emisor es ajeno por completo a propósitos de lucro. La libertad que se insinúa trasladaría a zonas particulares la responsabilidad de un manejo singularmente delicado, en el cual interviene hoy siempre el poder público, pues el voto afirmativo del Ministro de Hacienda se requiere para cualquier decisión al respecto. [...]

Casi podría decirse, sin riesgo de equivocación, que al país no le sobraría nunca moneda extranjera. Y en semejantes condiciones sería una aspiración lícita acopiar un prudente volumen de reservas en este período (de características temporales) objetivo que no es fácil lograr en un régimen de libertad de cambios (*RBR*-317, marzo de 1954: 255-257).

Durante varios meses las notas editoriales de la *Revista* se iniciaron con el registro del aumento de las reservas internacionales. Fue la noticia predominante evocada por el gerente para su presentación de la situación general del país. Así, en mayo escribió: “Durante el mes de abril aumentaron en cerca de US\$3 millones las reservas de oro y divisas del banco emisor. En lo que va corrido de mayo, el alza es mucho más notoria. La balanza de cambios, que había venido señalando un saldo adverso, muestra para el día de hoy un superávit de US\$ 7.973.000” (*RBR*-319, mayo de 1954: 495). En junio señaló que: “En mayo la balanza de cambios arrojó un superávit de US\$ 22.839.000 que llega hoy a US\$ 40.777.000. Esta última cantidad corresponde a la diferencia entre las compras de divisas efectuadas durante cinco meses y veinte días transcurridos del año (US\$ 328.771.000) y las autorizaciones para venta de cambio (US\$ 287.994.000). Sin perjuicio de revisar más tarde algunas cifras, podría ya calcularse en unos US\$ 150 millones el resultado positivo del balance cambiario de 1954” (*RBR*-320, junio de 1954: 635). Y en julio: “En junio las reservas de oro y divisas del banco central registraron un alza de US\$ 35.153.000” (*RBR*-321, julio de 1954: 775). De hecho, en junio de 1954 las reservas montaron a US\$ 265 millones, superiores en 41,7 % a las de junio del año precedente, cuando arribaron a US\$ 187 millones. Aquel fue el segundo punto más alto en toda la serie nominal de reservas externas entre 1946 y 1962; precisamente el más alto se alcanzó en diciembre de 1954, cuando sumaron US\$ 270 millones.

4. Desplome de las reservas externas: la instancia del FMI

El auge de las cotizaciones cafeteras neoyorquinas alcanzó sus puntos más altos a mediados de 1954; entre mayo y julio el precio medio fue de US\$ 79,5 por libra. En estos tres

meses las cotizaciones del Santos 4 fueron de 86,06, 88,1 y US\$ 87,37 la libra, superiores a las del Manizales, las cuales fueron de 84,79, 84,61 y US\$ 83,61 la libra. El 3 de junio el gobierno brasilero había fijado un precio mínimo de US\$ 87 para el Santos 4, pero ante el temor de un efecto negativo sobre las exportaciones, el 14 de agosto optó por reducir el precio mínimo a US\$ 64, no sin compensar a los productores con un subsidio cambiario que sostuviera su ingreso. El mercado neoyorquino entró en un período de bruscas fluctuaciones, y en una definitiva tendencia a la baja desde el último trimestre de 1954.

Entre agosto y octubre los activos externos cayeron de US\$ 246 a US\$ 198 millones. Durante estos meses las salidas de divisas para atender el cumplimiento de los pasivos externos pasó a US\$ 85,6 millones. Este drenaje de divisas condujo a la adopción de distintas medidas. Entre ellas, la duplicación de los depósitos de garantía a consignar por los importadores en el Fondo de Estabilización, y el alza de 40 a 80 % del impuesto de timbre sobre una variedad de mercancías. Además, se exigió la presentación del manifiesto de aduana para la aprobación de solicitudes de cambio para el pago de importaciones (*RBR*-324, octubre de 1954: 1148; *RBR*-325, noviembre de 1954: 1279).

Como la atención oportuna de los pagos externos aceleraría la caída de las reservas, se solicitó al Fondo Monetario Internacional un crédito por US\$ 25 millones, equivalente al 50 % de la cuota colombiana; fue la primera vez que se solicitó el concurso del Fondo, institución de la cual Colombia hacía parte desde la suscripción del tratado de Bretton Woods. La operación fue comentada favorablemente por la *Revista* al anotar que, “Contando especialmente con tal disponibilidad adicional, el Banco de la República pudo hacer frente, sin menoscabar el nivel prudencial de sus reservas, a las ventas de divisas extranjeras autorizadas por la Oficina de Registro de Cambios para los reembolsos pendientes por pago de importaciones” (*RBR*-327, enero de 1955: 5-6)⁹⁷.

La *Revista* no compartió los llamados a revisar la tasa de cambio en las circunstancias anotadas, a la que calificó de “decisión extrema”: “Hace apenas pocos meses advertíamos en esta página la conveniencia de mantener el nivel de \$ 2,50 por dólar de los Estados Unidos, refiriéndonos a estudios que aconsejaban llevar aquella equivalencia a alrededor de \$ 2,20. Hoy ante la tesis inversa, no vacilamos en sostener el mismo punto de vista de la estabilidad, que libra al país de los efectos siempre nocivos de toda fluctuación cambiaria, así sea de alza o de baja” (*RBR*-325, noviembre de 1954: 1280).

Lejos de atemperarse, la inestabilidad cafetera se agravó en febrero de 1955, con motivo de nuevas medidas cambiarias en el Brasil. Una vez más se elevaron los subsidios cambiarios a los productores; para entonces, entre octubre de 1953 y febrero de 1955 el acumulado de dichos subsidios era ya del 101 % (Peláez, 1976: 301-302). Ante tal determinación que habilitaba a los exportadores brasileros para reducir sus precios de venta,

⁹⁷ Tal como estaba previsto en las reglamentaciones del Fondo, se compraron dólares en poder de dicho instituto con pesos colombianos, los cuales tendrían que readquirirse en un plazo de tres a cinco años. Entre diciembre de 1954, fecha de la primera compra de dólares, y diciembre de 1962, fin del período contemplado en este capítulo, Colombia realizó once compras de dólares por un valor total de US\$ 149 millones, y siete adquisiciones por un valor acumulado de US\$ 40 millones. En el mismo lapso se firmaron seis acuerdos de *stand-by* con el Fondo, el primero de los cuales se formalizó en junio de 1957, y al finalizar el período estaba vigente un arreglo por US\$ 52,5 millones (International Monetary Fund, 1963: 2).

las autoridades colombianas no podían permanecer inactivas; se estaba ante una nueva fase de caída de los activos externos. Así lo indicó la *Revista*:

Obviamente declinarán con tal motivo los ingresos del balance cambiario colombiano, en proporción que es difícil estimar desde ahora. Y en tales circunstancias era natural una fuerte presión sobre las importaciones, dentro del régimen acordado en marzo de 1951, cuando se iniciaron ventas de divisas en el Banco de la República sobre la base de \$2,50 por dólar de los Estados Unidos de América (*RBR*-328, febrero de 1955: 139).

El sistema cambiario tenía que ajustarse a las nuevas circunstancias. La Oficina de Registro de Cambios cerró los registros de importación entre el 12 de febrero y el primero de marzo, con el fin de ganar tiempo para la toma de decisiones, “sin afán ni desconcierto por parte del público” según aseveró el gerente (*IGBR* 1954-1955: 43). La idea era preservar la tasa de cambio fija, en el nivel de \$2,50 por dólar, y reforzar el control de importaciones. Se clasificaron las importaciones en cinco grupos, uno de ellos llamado preferencial, gravado con el impuesto de timbre entonces vigente del 3 %, y otros cuatro con tasas crecientes de 10, 30, 80 y 100 %, respectivamente. A su vez, los depósitos previos que debían consignarse en el Fondo de Estabilización se fijaron en 20 % para el grupo preferencial, y 24, 30, 40 y 60 % en su orden para los otros (*IGBR* 1954-1955: 44). Entre otras medidas se dispuso que las negociaciones externas emprendidas por entidades oficiales estarían sometidas a una rigurosa evaluación administrativa (*RBR*-330, abril de 1955: 408).

A pesar de las medidas citadas, el deterioro de los activos externos pareció no contenerse. Las reservas internacionales, que en diciembre habían alcanzado la cima de US\$270 millones, incluido el financiamiento otorgado por el Fondo Monetario Internacional, en mayo llegaban apenas a US\$ 137 millones, un descenso del 49 % en solo cinco meses. Nuevas medidas cambiarias, previamente consultadas con el Fondo Monetario Internacional, fueron expedidas en mayo, en el entendido de que se continuaría con la tasa de cambio de \$2,50 por dólar. Una de ellas reivindicó el *trueque internacional*, y otras abrieron las compuertas al *mercado libre* de divisas, aunque con restricciones.

La relacionada con el trueque establecía que en el futuro solo se autorizarían importaciones pagaderas con divisas provenientes de exportaciones efectuadas a países originarios de dichas importaciones; se exceptuaban de tal régimen los bienes importados con dólares libres. La *Revista* reaccionó con el siguiente comentario:

Ciertamente varias conferencias internacionales han recomendado con persistencia en los últimos años los llamados acuerdos multilaterales o plurilaterales de comercio. La tesis desde luego respetable, está sujeta a las modalidades de la coyuntura económica en todas las naciones. Así, por ejemplo, no ha mucho el Reino Unido suscribió con éxito visible una larga serie de tratados bilaterales, y Alemania concluyó por la misma época, numerosos acuerdos de compensación. Es oportuno recordar estos hechos, en cuanto voceros de algunos países industrializados pudieran estar asumiendo hoy actitudes opuestas a las que observaron sus predecesores pocos años atrás. Sin lugar a duda, en el caso actual de Colombia, las conveniencias generales reclamaban la adopción del aludido

estatuto, [...]. Sería de ambicionar una plena libertad de comercio, pero ella no es dable a todos los pueblos (*RBR*-331, mayo de 1955).

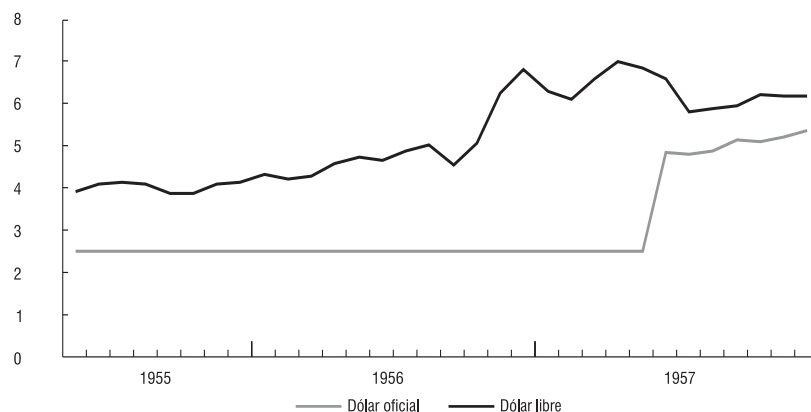
La instauración de un mercado libre de divisas abarcaba las procedentes de exportaciones diferentes de café, entre las más importantes las de bananos, platino, y petróleo, y las procedentes de capitales no reembolsables. Tales divisas se emplearían en el pago de importaciones de los grupos segundo, tercero y cuarto. En este nuevo contexto ya no fueron necesarios los comprobantes de exportación, pero el Gobierno se reservó la capacidad de suspender la exportación de ciertos productos, si ello contribuyera a crear escaseces internas.

La apertura de la negociación libre de divisas permitió seguir la senda de sus tasas de cambio, en comparación con la tasa oficial. En el Gráfico 4.57 se presentan las dos trayectorias. El tipo de \$2,50 por dólar para la venta de divisas destinadas a la compra de bienes de capital y materias primas, y otros gastos como servicios oficiales, becas estudiantiles, algunos servicios de salud y reembolsos de capital. Para las divisas libremente negociables, el gráfico muestra la tendencia ascendente del tipo de cambio, con algunas pausas durante los primeros quince meses de su aplicación⁹⁸; posteriormente, en el último trimestre de 1956, avanzó muy rápidamente en comparación con su historia anterior, al pasar de \$4,54 a \$6,83 por dólar. Nuevos eventos cambiarios y del contexto político de la época incidieron en el alza del cambio hasta \$7 por dólar y en siguiente descenso hasta \$6 por dólar, como se verá más adelante.

Gráfico 4.57

Tasas de cambio: dólar oficial y dólar libre, 1955 (mayo) a 1957 (diciembre)

(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

⁹⁸ En octubre, el mercado libre fue ensanchado con las divisas generadas por las exportaciones de bananos y las entradas financieras de indemnizaciones por seguros (*RBR*-339, enero de 1956: 3).

5. La deuda comercial atrasada

En junio de 1955 algunas mercancías que originalmente hicieron parte del grupo preferencial fueron trasladadas a otros grupos, y mientras se adelantaba la revisión, se cerró temporalmente la Oficina de Registro (*RBR-332*, junio de 1955: 687)⁹⁹. Para entonces reaparecieron las dificultades con el crédito de los proveedores comerciales. El gerente manifestó que se trataba de una novedad que afectaba numerosas naciones, y que en todo caso la situación colombiana era leve:

Disminuidas las ventas de café, en proporciones que afectan la capacidad importadora de Colombia, es injustificada la extrañeza de despachadores foráneos por la adopción de medidas protectoras de magnos intereses de la economía nacional. Un breve retraso en el servicio de los pagos externos (inferior al que hoy registran muchas naciones) es asimismo secuela de las irregulares fluctuaciones del negocio del café. Con el tradicional espíritu de lealtad que ha animado siempre al gobierno y a las autoridades monetarias de Colombia en el estricto cumplimiento de toda clase de obligaciones extranjeras, se examinan soluciones adecuadas para corregir tal situación (*RBR-332*, junio de 1955: 687).

La *Revista* ofreció información detallada de las gestiones para atender a los despachadores externos:

Mediante la entrega de solicitudes de cambio por la suma de US\$65.542.000, han podido atenderse todos los compromisos exigibles con anterioridad al 6 de julio pasado. Dentro de las prácticas mercantiles ordinarias, el atraso que aún subsiste no es inusitado, ya que tradicionalmente los proveedores foráneos conceden a la clientela plazos mayores para el reembolso de sus obligaciones (*RBR-335*, septiembre de 1955).

Un mes más tarde, el editorialista dio parte satisfactorio de lo alcanzado en términos del pago oportuno de las acreencias comerciales: “El reembolso de los pagos corrientes internacionales avanzó al 1º de agosto, esto es, lleva un retraso inferior a noventa días, que razonablemente no lesiona intereses de los proveedores de ultramar” (*RBR-336*, octubre de 1955: 1093). Sin perder el optimismo, a finales de diciembre el gerente informó que,

Con los ingresos de moneda extranjera (derivados principalmente de las ventas de café) ha seguido atendiéndose a la cancelación de la deuda atrasada por concepto de transacciones corrientes internacionales. Liquidado en su totalidad el servicio correspondiente al mes de agosto, se han iniciado los pagos de septiembre. Ha sido lento el reembolso, sin duda, y ello obedece a la magnitud de los saldos pendientes en la época mencionada. Pero, a partir del 21 de octubre (fecha de vigencia del decreto que obliga a satisfacer en divisas del mercado libre varios capítulos de la balanza atendidos antes al cambio oficial) se acelerará el movimiento de giros” (*RBR-338*, diciembre de 1955: 1508).

⁹⁹ Posteriormente (21 de octubre), algunos gastos financieros externos (seguros, comisiones, fletes y otros) que estaban siendo satisfechos con divisas adquiridas a la tasa oficial, fueron trasladados al mercado libre. La medida sería importante para acelerar los pagos de la deuda comercial externa (*RBR-337*, noviembre de 1955: 1368).

En marzo de 1956 el editorialista volvió a referirse a la deuda comercial acumulada, esta vez con algo de preocupación:

Queda aún pendiente de reembolso una suma apreciable, como lo hemos indicado en entregas anteriores. Es una situación incómoda, que desafortunadamente no ha sido posible remediar, pero que sigue siendo objeto de cuidadoso estudio, de parte del gobierno y de las autoridades monetarias. A diferencia de lo ocurrido cuando tal estado de cosas se inició, los proveedores extranjeros no sufren hoy perjuicios imprevistos, ya que al efectuar ventas a Colombia conocen en sus pormenores las modalidades a que están sujetos los respectivos giros. Sea cualquiera la fórmula que en el futuro se adopte para poner al día el servicio de los pagos corrientes internacionales, la colaboración de una mesurada política de crédito e inversiones, es requisito esencial en semejante empeño (*RBR*-341, marzo de 1956: 247).

En la entrega de abril el editorialista se refirió al “evidente desequilibrio entre los ingresos de moneda extranjera y la correlativa demanda para el pago de mercancías y servicios” (*RBR*-342, abril de 1956: 367). Nuevas disposiciones fueron entonces necesarias para restringir las importaciones, complementadas por normas tendientes a moderar el crédito interno. Para entonces, las cotizaciones del café en Nueva York habían recuperado un perfil ascendente que perduraría hasta finales del año. Y, en especial, el Manizales vio ascender su cotización media de 64 en 1955 a US¢ 74 en 1956. Tal recuperación reforzó las expectativas optimistas en cuanto a contar con las divisas necesarias para superar el atraso de la deuda comercial.

Según el gerente:

Mantenido el tipo de cambio de \$ 2,50 por dólar, circunscribióse su utilización a materias primas y elementos esenciales para la producción interna. En tal virtud fueron trasladados al segundo grupo especial de la clasificación de mercancías (cuyo valor debe satisfacerse con divisas del mercado libre) una larga serie de artículos que, según detenidos análisis oficiales, rebajarán a US\$ 30 millones mensuales las salidas de cambio oficial por concepto de importaciones. Fundadamente se estima que la venta de café permitirá atender a tales erogaciones después de cubrir inaplazables compromisos de otra naturaleza y previa apropiación de partidas destinadas a amortizar, en razonable plazo, la deuda pendiente a favor de los despachadores foráneos (*RBR*-342, abril de 1956: 367).

Se elevó la cuantía de los depósitos anticipados que los importadores debían efectuar en el Fondo de Estabilización de la siguiente forma: 40 % el grupo preferencial en lugar de 20 %; y 50, 60, 80 y 100 % en su orden, los otros grupos, en lugar de 24, 30, 40 y 60 %. Además, se exigió la consignación de un depósito previo de 25 % en el Banco de la República para la apertura de cartas de crédito en la banca comercial, relacionadas con importaciones reembolsables con cambio oficial (*RBR*-342, abril de 1956: 347)¹⁰⁰.

En todo este proceso de ajuste de la economía a las exigencias externas, imperaba la decisión de sostener la tasa de cambio en su nivel de \$ 2,50 por dólar. Las voces que

¹⁰⁰ Con la reanimación de la economía cafetera, se suspendió el intercambio comercial basado en el trueque.

insistían en abandonarla fueron desoídas por el Gobierno en atención a sus probables efectos negativos sobre las cotizaciones del café en Nueva York, así como sobre los niveles internos de precios. La posición del gobierno contaba con el apoyo explícito del Banco de la República. En las notas editoriales de mayo, al referirse a las normas expedidas por aquel para corregir el desequilibrio del balance cambiario, el editorialista comentó que dicho esquema estaba “inspirado ante todo en el laudable propósito de evitar al país las duras consecuencias de una desvalorización de su moneda” (*RBR*-343, mayo de 1956: 515).

Si bien la deuda externa comercial era un tema acuciante, las gestiones de consecución de crédito externo para infraestructura siguieron su curso. Desde principios de la década, la recuperación de la malla de carreteras había ocupado un lugar prominente en la inversión pública, y para ello se buscó el concurso del capital externo mediante el Banco Mundial. Entre 1951 y 1956 dicha institución otorgó tres préstamos a Colombia para adelantar dicho plan: US\$ 16,5 millones en 1951, US\$ 14,3 millones en 1953 y nuevamente US\$ 16,5 millones en 1956. Para el último préstamo, formalizado el 6 de junio, se acordó un plazo de quince años, con un interés de 4,75 % anual, el cual incluía una comisión de 1 %, y el comienzo de las amortizaciones en mayo de 1959. En total, se otorgaron al país US\$ 47 350 000, que para entonces representaban el 41,6 % del crédito total a América Latina para carreteras. En ese momento Colombia era el mayor receptor de crédito del Banco Mundial en el continente para inversión en carreteras. De acuerdo con el comunicado del Banco Mundial,

La topografía tan corrugada de Colombia mantuvo aisladas durante siglos las diversas regiones de su territorio y obligó a los colombianos a prestar atención primordial al problema de la intercomunicación para consolidar la nacionalidad. Pero el aspecto de la conservación de las vías no fue atendido en la forma debida y las rutas se deterioraron notoriamente. El plan de rehabilitación de 3.000 kilómetros ha venido avanzando con la colaboración económica del banco, y así ha sido posible atender también al incremento de la circulación de vehículos. Hubo de tener en cuenta el ritmo del incremento para determinar la calidad de los pavimentos, el radio de las curvas, la disminución de las pendientes y demás aspectos que constituyen una vía moderna y resistente a las nuevas necesidades (*BIRF*, 1956: 655-656).

La *Revista* dedicó un amplio espacio a la negociación concluida y para anunciar que estaba a punto de hacerse efectivo un crédito celebrado con la misma entidad a mediados de 1955 por US\$ 15,9 millones para el Ferrocarril del Atlántico, para el cual ya se había otorgado otro por US\$ 25 millones en 1952 (*RBR*-344, junio de 1956: 635).

El tema de los pagos al exterior volvió a ser noticia de primera línea a finales de junio, cuando se autorizó en principio que los registros de cambio del primer semestre podrían pagarse sin demora con divisas procedentes en un 50 % del mercado libre, y en el otro 50 % de las reservas oficiales. Como algunas organizaciones del comercio y de la industria solicitaron la reconsideración de la medida, el ministro de Hacienda y la Junta Directiva del Banco de la República coincidieron en el siguiente procedimiento para agilizar los pagos al exterior:

Las divisas disponibles del 1º de julio en adelante, se distribuirán, en proporción razonable, así: 1) al pago de las solicitudes de cambio pendientes en 30 de junio, principalmente las que se refieran al reembolso de capitales y dividendos, fletes, y mercaderías que actualmente están catalogadas en los grupos primero y preferencial, y 2) al pago de las solicitudes de cambio presentadas del primero de julio en adelante. En todo caso subsiste la posibilidad de pagar las solicitudes de cambio pendientes en 30 de junio haciendo uso de la opción concedida por la oficina de registro de cambios para usar el 50 % en dólares libres, opción que en ningún caso será obligatoria (*RBR*-345, julio de 1956: 756).

La magnitud del atraso en los pagos comerciales al 30 de junio de 1956 fue hecha explícita en la memoria de Hacienda de la época y en el informe anual del gerente, con base en las solicitudes de divisas para pagos a proveedores presentadas para su autorización a la oficina de registro de cambios, y que fueron retenidas por la carencia de las divisas. El monto de dicho atraso era de US\$ 264 274 000. Pero, como lo advirtió el gerente, “Si a esta partida se añaden compromisos que no constan aún en solicitudes de cambio, cobra el problema dimensiones mayores” (*IGBR* 1955-1956: 52; *RBR*-346, agosto de 1956: 879). Y, la siguiente anotación del gerente es muy dicente: “Hallándose demorado el servicio de transacciones externas, en crecido volumen, la presentación de las reservas de oro y divisas del banco central es simplemente informativa” (*IGBR* 1955-1956: 54).

La posibilidad de pagar deudas comerciales acumuladas mediante la entrega de abonos con cambio oficial en un 50 % y el otro tanto con divisas libres, comenzó a surtir efecto en septiembre. Para entonces, el editorialista observó que, si bien las reservas internacionales habían estado declinando en las últimas semanas, en mayor proporción habían estado cayendo las deudas atrasadas. Este parte de éxito no significaba que no se estuviera en gran dificultad para enfrentar una ascendente demanda de divisas para cubrir compromisos externos comerciales y de otra naturaleza.

El debate acerca de las opciones cambiarias se agitó una vez más en el último trimestre de 1956. El gerente se refirió a las posiciones tanto del Gobierno como de sus críticos acerca de la forma de restablecer el equilibrio cambiario, y puso sobre la mesa la idea de financiar el atraso comercial con crédito externo:

Persiste el gobierno con firmeza en el mantenimiento del tipo de \$2,50 por dólar; y no podría desconocerse que su actitud se inspira en el propósito laudable de evitar el alza del costo de la vida. En contra de tan respetable tesis, se levanta la de quienes sugieren una revisión de la expresada tasa de \$2,50 que, a su juicio, no se conforma ya con las realidades económicas del día.

En cuanto se tenga la certeza de que, por uno u otro camino, se ha logrado el equilibrio futuro del balance cambiario, será posible liquidar, mediante préstamos en divisas, de razonables plazos, el elevado monto de las obligaciones externas atrasadas (*RBR*-347, septiembre de 1956: 1003).

Nuevos eventos, algunos de ellos críticos, como el de la clausura temporal de la oficina de registro de cambios, sacudieron el ambiente cambiario desde el mes de octubre; además, se anunciaron reformas al sistema de importaciones, y la revisión del arancel para trasladarle el impuesto de timbre que gravaba las importaciones (*RBR*-348, octubre de 1956: 1131; *RBR*-349, noviembre de 1956: 1247). Transcurridos dos meses desde los

primeros anuncios, no se disponía de medidas concretas, excepto de la que intervenía en el uso de las divisas libres, la cual fue consultada previamente con el Fondo Monetario Internacional. Se dispuso que dichas divisas tendrían que entregarse al emisor a cambio de títulos de divisas. Su destinación exclusiva sería para el pago de mercancías y servicios que hasta el momento solo podían pagarse con divisas libres; para el reembolso de capitales extranjeros que hubieren sido canjeados por títulos de divisas al ser introducidos al país, y para el reembolso anticipado de obligaciones en favor de bancos o despachadores del exterior (*RBR-350*, diciembre de 1956: 1367).

Una propuesta para la solución definitiva del problema de las deudas comerciales fue planteada ante banqueros de los Estados Unidos por el ministro de Hacienda a principios de 1957. Los sucesos fueron relatados en la *Revista* de la siguiente forma:

Al regreso del señor ministro de hacienda de su viaje a los Estados Unidos, se conocieron las bases del arreglo propuesto por el gobierno de Colombia a bancos estadounidenses que tienen en su poder acreencias a cargo de establecimientos de crédito o de importadores colombianos, originadas en adquisiciones de materias primas, de equipo o de mercaderías en general. El plan oficial, aceptado por el Banco de la República, y al cual pueden acogerse todos los bancos norteamericanos que posean tales créditos, contempla el pago en efectivo por el instituto emisor, en moneda americana, del 60 % de los saldos pendientes y anotados antes del 31 del pasado diciembre en la oficina de registro de cambios, y la entrega simultánea de documentos negociables, suscritos solidariamente por la República de Colombia y el instituto de emisión por el restante 40 %. Con el producto de estos títulos de deuda, que percibirán un interés del 4 % anual y deberán ser pagados por el país en treinta contados mensuales iguales, las entidades bancarias norteamericanas dispondrán de la suma total necesaria para cancelar sus propios saldos por cartas de crédito utilizadas y para reembolsar a sus clientes el valor de cobranzas giradas por su conducto y que hayan atendido en su oportunidad los importadores colombianos en la moneda nacional equivalente (*RBR-351*, enero de 1957: 10).

En consonancia con el arreglo citado, el Gobierno y el emisor emitieron en forma solidaria instrumentos de deuda pública externa hasta por US\$ 70 000 000. Igualmente, el ministro de hacienda entregó a un grupo de banqueros, los mayores trece acreedores, US\$ 68 000 000, aproximadamente el 60 % del saldo de sus acreencias, el cual debía ser pagado de contado por el Banco de la República¹⁰¹. Con base en esta experiencia, y dado el buen suceso de las cotizaciones cafeteras en Nueva York en todo el segundo semestre de 1956, el gobierno pudo celebrar un nuevo acuerdo sobre bases semejantes con banqueros de la República Federal de Alemania, a quienes se adelantaron pagos por US\$ 18 000 000 (*RBR-352*, febrero de 1957: 143). También sobre bases similares se llegó a un acuerdo con banqueros suecos (*RBR-353*, marzo de 1957: 260).

De manera parcial, la oficina de registro de cambios inició la autorización de cartas de crédito para la importación de bienes esenciales. La acumulación de compromisos continuó su carrera ascendente en los primeros meses de 1957. Según el gerente, la dinámica del endeudamiento acumulado era tal que “con posterioridad al 31 de diciembre de

¹⁰¹ Para el caso de las cobranzas inferiores a US\$ 2.000, se aprobó el pago de contado por su totalidad.

1956 la deuda se acrecentara en US\$ 68 millones aproximadamente por mercancías y en US\$ 8 millones por reintegro de capitales y servicios” (*IGBR 1956-1957: 44*). Además, la escasez de divisas generaba situaciones como la de que aun para la importación de bienes preferenciales había que recurrir al giro en dólares libres, con lo cual se desestimulaba el pago al exterior.

En general puede afirmarse que el acuerdo llamado del 60-40 fue un avance importante, pero todavía limitado, ya que no comprendía los giros directos pendientes de pago, ni la deuda comercial acumulada después del 31 de diciembre de 1956.

6. Las reformas cambiarias de 1957 y 1958

A mediados de 1957 el gerente resumió en tres párrafos breves, el drama de las instituciones cambiarias:

Los trascendentales acontecimientos de mayo, afrontaron a la nación a situaciones que reclamaban rápidos y eficaces procedimientos para recobrar el equilibrio de sus instituciones.

En lo económico, la balanza internacional de cambios presentaba un déficit real de no igualada magnitud en el pasado, como lo comprueba el análisis de la deuda pendiente.

La política económica, podría decirse, ocultaba transitoriamente los efectos pero no atacaba las causas básicas del desequilibrio. El tipo de 2,50 por dólar, artificialmente sostenido, demostraba cada día un distanciamiento mayor en su valor real, de las transacciones del mercado libre (*IGBR 1956-1957: 44.*).

En las notas editoriales de mayo, el gerente alude a manifestaciones del ministro de Hacienda según las cuales en términos cambiarios se estaría viviendo “una situación irreal”. El ministro habría “solicitado la asesoría de expertos del Fondo Monetario, quienes concluyen actualmente cuidadoso informe” y habría enviado una comisión al Perú, país en el cual acaba de realizarse una revisión de su sistema cambiario¹⁰².

Hubo una convergencia de pareceres en relación con la necesidad de establecer un régimen cambiario libre. La *Revista* ofreció una amplia explicación de las supuestas bondades de la libertad cambiaria:

La adopción de un sistema de cambio libre fue solicitada en forma unánime por las asociaciones gremiales más importantes del país, representativas de la industria, la agricultura, la ganadería y el comercio; [...] un régimen semejante tiene la virtud de mostrar con verdad la posición del peso colombiano en relación con las monedas extranjeras; [...] La existencia de un mercado libre de capitales asegura a los inversionistas extranjeros y nacionales un instrumento que les permite moverse con entera libertad, exentos de todo control, [...] (*RBR-356, junio de 1957: 617*).

¹⁰² La comisión designada por el ministro Antonio Álvarez Restrepo estuvo integrada por Ignacio Copete Lizarralde y Jorge Franco Holguín. (*RBR-355, mayo de 1957: 377*)

La presentación vívida del problema cambiario fue hecha por el ministro de Hacienda Álvarez Restrepo:

He dicho y quiero repetirlo aquí, que este gobierno no va a hacer la devaluación; la devaluación está hecha hace tiempo en la calle, desde el día en que el dólar libre pasó a cotizarse por encima del 400; desde entonces hemos mantenido este engaño del cambio al 2,50 que era una simple ilusión, [...]. A la sombra del cambio al 2,50 floreció el contrabando del café, uno de los hechos más graves que se registren en el campo económico de toda la historia del país; prosperó el sistema de la sobrefacturación, porque dejar dólares disponibles en el exterior era tan pingüe negocio que se dio el caso de que se abandonasen en las aduanas mercancías importadas porque el interesado había realizado ya la utilidad vendiendo los dólares correspondientes del mayor valor de su factura en el mercado del 700. La devaluación debió hacerse desde hace mucho tiempo, con la circunstancia de que hace dos años el paso hubiera sido más suave, y las dificultades más pequeñas, con un impacto muchísimo menor sobre los consumidores. [...]. El hecho más grave de no haber hecho la devaluación oportunamente o de no haber abroquelado el peso colombiano dentro de una política fiscal y monetaria estricta, es el de que montamos una falsa economía sobre el mito de 2,50. Compramos sin tasa y sin medida materias primas que luego vendimos al exterior creyendo que exportábamos productos colombianos, cuando lo que estábamos exportando con ingenuidad de niños eran dólares del 2,50. Con un agravante: que esos dólares no eran nuestros; que mes tras mes estábamos acrecentando un pasivo exterior que algún día habríamos de pagar; día que efectivamente llegó cuando los créditos bancarios se nos cerraron en el exterior y la parálisis progresiva principió a invadir el organismo del intercambio comercial externo (Álvarez, 1957: 624-625).

Y en cuanto a la política de libertad cambiaria, argumentó que,

Es esta una experiencia que el país no conoce desde hace más de un cuarto de siglo; [...]. El cambio libre tiene la ventaja de que regula automáticamente su cotización sin que ello sea obra de mandatos gubernamentales; es un espejo que demuestra a los responsables de la dirección económica nacional, cuál es el rumbo que lleva la economía; [...]. La política cambiaria va a hacerse en dos frentes: el frente de los certificados, que estará alimentado por el valor total de todas las exportaciones colombianas y cuyos productos solo servirán para atender a las necesidades vitales del país, tales como importación de materias primas, mercancías de primera necesidad, remesas a estudiantes, etc. En segundo lugar se crea el mercado libre, llamado de capitales, en el cual podrán moverse con toda libertad aquellos capitales que quieran vincularse a Colombia, sin necesidad de registro y sin que el país adquiera el compromiso de darles reembolso cuando deseen retirarse (Álvarez, 1957: 625).

La *Revista* celebró la “reforma fundamental” del régimen cambiario (Decreto 107 de 1957), y la resumió en términos como los siguientes: a) radical reducción de gastos públicos y búsqueda del equilibrio presupuestal; b) merma sustancial de las importaciones limitándolas a la satisfacción de necesidades esenciales y a los requerimientos de la

producción¹⁰³; c) establecimiento del régimen de libre cambio en el cual coexistirían dos mercados de tasa flexible, uno llamado de certificados y el otro de capitales; d) implantación de una política monetaria y crediticia bajo la tutela permanente del Banco de la República; e) determinación de arreglar el problema de la deuda comercial atrasada, para lo cual se requeriría, además del esfuerzo tributario interno, el concurso del crédito externo (*RBR*-356, junio de 1957: 616-618).

Con el propósito de avanzar en la consecución de fondos para solucionar del atraso de los compromisos comerciales, mientras se conseguía el necesario financiamiento externo, se estableció un impuesto en dólares del 15 % sobre las exportaciones y otro del 10 % sobre los giros.

El editorialista se esmeró en referirse a las funciones que le competían a la Junta del Banco en el nuevo esquema de política económica. En especial, el seguimiento del mercado libre y la expedición de resoluciones requeridas para aplicar la reforma. La intervención del emisor, con el concurso de un comité de cambios, buscaría moderar bruscas fluctuaciones de la cotización del dólar de tipo estacional o especulativo¹⁰⁴. Dado el absoluto predominio del café en las exportaciones, y la variable intensidad de las exportaciones del grano a lo largo del año, se creó un fondo de regulación cambiaria conformado por reservas destinadas a tal fin, y se consiguió con el Fondo Monetario Internacional el respaldo de un acuerdo de *stand by* (*IGBR* 1956-1957: 46). Además, afirmó que, “El Banco de la República está resuelto a adoptar todas las medidas que sean necesarias para mantener la indispensable estabilidad monetaria y crediticia” (*RBR*-356, junio de 1957: 617).

La urgencia y preponderancia del problema cambiario eran tales que otros aspectos de la coyuntura económica parecieron relegados a un segundo plano. Uno de ellos fue la evolución de los índices de precios. En la sección sobre precios se observó el ascenso pronunciado de varios de ellos desde finales de 1956; y la tasa de inflación, según el IPC (Gráfico 4.25), creció de manera persistente a lo largo del primer semestre de 1957. Dicho entorno de ascenso en los precios no podía ser ignorado por las autoridades económicas. Así lo reconoció la *Revista*, un mes después de la reorganización del sistema de cambios:

Al realizarse la reforma cambiaria, existían de antemano presiones inflacionarias de apreciable intensidad. El gobierno y la junta directiva del banco estaban colocados ante dos situaciones difíciles de sortear: de un lado el control de la expansión anterior y de otro, la necesidad de compensar en el circulante el mayor ingreso del sector cafetero por los efectos de la innovación. La intervención del Banco de la República en la compra de certificados de cambio, para el fondo de

¹⁰³ Como la escasez de divisas no permitía el paso inmediato a la libertad completa de importaciones, se estableció una lista de licencia previa y otra de prohibida importación. Las primeras requerirían la aprobación de la Superintendencia Nacional de Importaciones. Teniendo en cuenta los registros de los últimos cuatro años, las importaciones con licencia previa constituían aproximadamente el 35 % del total, las catalogadas como prohibidas el 27 %, y las libres el 38 % (*IGBR* 1956-1957: 47). Más que una oficina para imponer restricciones cuantitativas a las importaciones, era un ente concebido como transitorio, para apoyar el proceso de sustitución de importaciones; por ejemplo, en el área de adquisición de equipos para renovación de industrias o apertura de nuevos renglones industriales (*RBR*-357, julio de 1957: 756).

¹⁰⁴ El comité de cambios estuvo originalmente integrado por Manuel Mejía, Jesús María Marulanda, Emilio Toro y Samuel Hoyos Arango (*RBR*-356, junio de 1957: 617).

regulación constituía también un necesario factor de expansión primaria, originado en el mismo instituto de emisión (*RBR-357*, julio de 1957: 756).

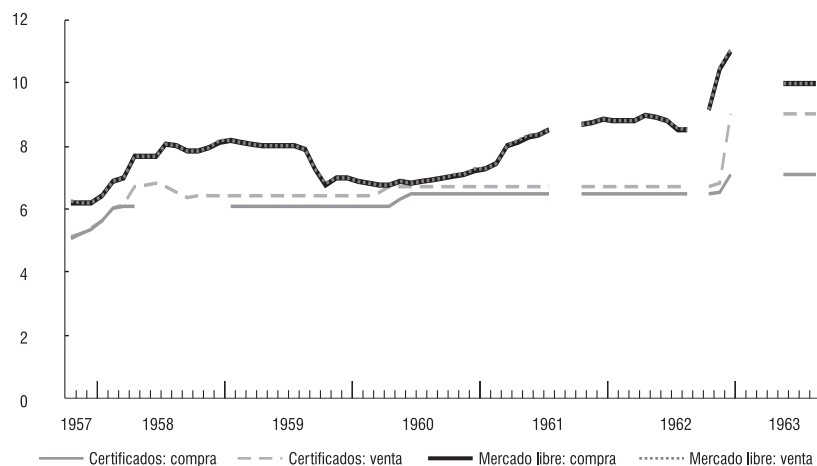
Así las cosas, se adoptaron disposiciones orientadas a controlar la expansión secundaria de dinero. Una de ellas, vinculada con el proceso de reembolso de las acreencias externas: en efecto, la banca comercial contaba en su poder con depósitos de los importadores para la compra de los dólares respectivos, los cuales debían ser entregados al Banco de la República. Para entonces aquellos depósitos sumaban \$378 millones, equivalentes al 18 % de los depósitos en cuenta corriente, y al 13 % de los depósitos totales del público en los bancos (*RBR-357*, julio de 1957: 756).

Transcurridos los dos primeros meses a partir de la reforma, la tasa de cambio de los certificados se estabilizó entre \$4,80 y \$4,85 por dólar; y el dólar libre que había llegado a cotizarse a \$7 por dólar en abril, bajó a niveles del orden de \$6 por dólar. En el último trimestre del año la tasa de los certificados desbordó los \$5 por dólar, y ya en diciembre bordeó los \$5,40 por dólar; en este período la diferencia entre la tasa del certificado y la del dólar libre se mantuvo estable alrededor de \$0,95 (Gráfico 4.58).

Gráfico 4.58

Certificados de cambio y dólares libres: cotizaciones de compra y venta en el mercado bancario de Bogotá, 1957-1963

(pesos por dólar)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el entretanto, la búsqueda de crédito externo logró avances notables para solucionar el problema comercial, así como en otros frentes del endeudamiento. En junio se suscribió con el Export-Import Bank un préstamo por US\$60 millones para pagar acreencias comerciales atrasadas. Para la misma finalidad se consiguieron líneas de crédito extendidas por un grupo de bancos de los Estados Unidos por un total de US\$27

millones¹⁰⁵. En relación con las obligaciones pendientes de reembolso de capitales y dividendos, la junta directiva discutió con los inversionistas extranjeros fórmulas alternativas para su cubrimiento (*RBR*-359, septiembre de 1957: 1004).

La tasa de cambio siguió un rumbo ascendente en el último trimestre de 1957 y el primero de 1958, como puede observarse en el Gráfico 4.58. Los certificados pasaron de cotizarse a \$5,10 en octubre del primer año a \$6,11 por dólar en marzo siguiente. A su vez, los dólares libres avanzaron desde \$6,26 hasta \$7,0 por dólar en el mismo lapso. Durante este último semestre la incertidumbre se adueñó del mercado cafetero internacional. Los observadores vieron que la cotización media del Manizales en Nueva York, que había llegado a US\$ 72,4 en enero de 1957, para octubre apenas había alcanzado US\$ 56, y en marzo de 1958 se encontraba ya en US\$ 54 la libra. El convenio de México sobre regulación de las exportaciones cafeteras, al cual se aludió antes, buscó disminuir las presiones bajistas sobre los precios. En virtud del convenio, los firmantes se obligaron a retener reservas de producto exportable en determinados porcentajes; cada país debía encontrar el mecanismo para financiar dichas retenciones.

Hacia marzo de 1958 se convino en que el manejo cambiario instaurado en junio del año anterior no era compatible con las nuevas realidades de los mercados externo e interno del café. La *Revista* lo presentó en los siguientes términos:

En consideración a la cotización foránea se cree con fundamento que, aunadas al impacto de la superproducción, las fluctuaciones en el tipo de cambio del dólar afectan adversamente los precios externos, además de que hacen impracticable la protección del caficultor en sus ventas internas (*RBR*-365, marzo de 1958: 255)¹⁰⁶.

Para el gerente, las potenciales “secuelas del tipo fluctuante”, así como el financiamiento de “la retención por cauces no inflacionarios”, eran los temas dominantes al concluir el primer trimestre de 1958. Fueron ellos también temas de discusión en la Comisión Técnica de Consulta Económica y Financiera, de cuyas deliberaciones surgieron las bases del Decreto Ley 80 de 1958 (26 de marzo) sobre régimen cambiario y protección de la industria cafetera.

Las principales modificaciones cambiarias fueron las siguientes: Primera, la compra de las divisas de exportación por el Banco de la República, previa deducción de los impuestos correspondientes, a una tasa fija, pero periódicamente ajustable; la tasa originalmente fijada fue de \$6,10 por dólar, la cual podría ajustarse 4 meses después, y luego cada mes, en el evento de que la diferencia entre el precio de compra y el de venta superara 60 centavos durante cuatro semanas consecutivas. Segunda, la venta de divisas se haría en el mercado libre, mediante remates públicos. Tercera, la financiación de la retención cafetera se haría mediante un impuesto del 10 % sobre la producción exportable del grano.

¹⁰⁵ El contrato de préstamo con el Export-Import Bank fue firmado por el embajador de Colombia en Washington. La *Revista* hizo un reconocimiento especial de las gestiones que para conseguir el crédito fueron efectuadas por Martín del Corral, en ese momento miembro de la Junta Directiva del Banco de la República (*RBR*-358, agosto de 1957: 875).

¹⁰⁶ “Conocedores autorizados de nuestro mercado cafetero consideran que las oscilaciones en el valor de la divisa influyen adversamente sobre la cotización externa del grano. Igualmente, las fluctuaciones excesivas no permiten a la Federación de Cafeteros una política ordenada en su intervención ni, por ende, garantizar al productor precios justos y remuneradores (*RBR*-366, abril de 1958: 391).

La precariedad del inventario de divisas debida al desplome de los precios del café, y la baja en el volumen exportado, así como al gravoso servicio de la deuda comercial atrasada, no podía ser compensada sino con crédito externo. Las reservas internacionales habían caído de US\$ 166 millones en junio de 1957, cuando se adelantó la reforma cambiaria, a US\$ 129 millones en marzo siguiente, o sea un 22 %. A este descenso se sumaba un panorama poco halagador para los años venideros, teniendo en cuenta la situación cafetera y el presupuesto de amortizaciones e intereses de los préstamos conseguidos para salir de los atrasos comerciales y de servicios. Este último mostraba el siguiente perfil entre 1957 y 1962 (Cuadro 4.7).

Cuadro 4.7

Presupuesto de pagos: deuda acumulada, comercial y de servicios, 1957-1962

Años	Dólares
1957	47 469 000
1958	76 879 000
1959	77 644 000
1960	52 965 000
1961	41 545 000
1962	1 046 000

Fuente: Marulanda (1958)

La percepción de la gravedad de la situación se acrecentó cuando la revisión completa de la deuda atrasada, efectuada a mediados de 1957, reveló que su monto no era del orden de US\$ 264 millones como se había publicado previamente, sino mucho mayor, del orden de US\$ 490.308.000 (Marulanda, 1958: 8). Ante la magnitud de los compromisos financieros que debería enfrentar la economía en los años venideros, fue imperioso acudir al crédito externo para financiar *importaciones esenciales*.

Un paso importante en la consecución de recursos foráneos fue la negociación de un crédito por la suma de US\$ 103.464.000 en marzo de 1958. La mayor parte, US\$ 78 millones, o sea el 75 %, se obtuvo con el Export Import Bank, y el resto con la banca comercial¹⁰⁷. El ministro de Hacienda y el gerente, en anuncio conjunto, explicaron la operación

¹⁰⁷ A finales de marzo a Washington viajó una comisión encabezada por el ministro de Relaciones Exteriores, Carlos Sanz de Santamaría, e integrada por Alfonso López Pumarejo, Mariano Ospina Pérez, Antonio Álvarez Restrepo, Rafael Delgado Barreneche e Ignacio Copete Lizarralde, este último, gerente del Banco de la República, para plantear el problema cafetero ante el gobierno de los Estados Unidos y gestionar los créditos aludidos con el Export-Import Bank y con la banca comercial. A principios de junio Sanz de Santamaría y el embajador en Washington, José Gutiérrez Gómez, firmaron el acuerdo con el Export-Import Bank por los US\$ 78 millones, utilizable en doce meses a partir de dicho mes de junio, por partes iguales, a un interés del 5 % anual sobre los saldos pendientes, pagaderos semestralmente desde el 30 de diciembre de 1958; la amortización se haría en diez cuotas comenzando tres años y medio después de firmado el contrato, o sea, el 30 de diciembre de 1961, para dar un período de gracia sobre el cual recaerían los mayores pagos sobre la deuda comercial atrasada (Marulanda, 1958: 11; *RBR*-368, junio de 1958: 640).

financiera, el compromiso del país para mantener su política de ajuste macroeconómico y la solicitud de renovación de la carta de *stand-by* del Fondo Monetario Internacional:

El nuevo ingreso de divisas por US\$ 78 millones, empréstito otorgado por el Export and Import Bank, así como los préstamos por US\$ 25 millones aprobados por los bancos comerciales norteamericanos, si bien constituyen una importante adición a nuestro presupuesto de divisas, no solucionan definitivamente las dificultades del país. Dada la fuerte disminución de los ingresos cambiarios por la difícil situación cafetera, de todos conocida, estos dólares solo permitirán mantener el abastecimiento nacional a un nivel moderado. [...] Es conveniente tener presente que la acogida favorable dispensada a la petición de Colombia, por parte del Export and Import Bank y de los bancos comerciales norteamericanos, tuvo uno de sus primordiales fundamentos en la severa política económica que rige desde la reforma cambiaria de 1957, y que el contrato presupone la continuación de esos mismos derroteros. En documentos que reposan en poder del Export and Import Bank, Colombia asegura el mantenimiento de esa política. Igualmente, para la renovación del apoyo del Fondo Monetario Internacional (Stand-by), las autoridades colombianas han comprometido su palabra de conservar la aludida línea de conducta (*RBR*-368, junio de 1958: 639-640).

Las tasas de cambio de los certificados y de los dólares libres continuaron su trama ascendente en los meses que siguieron a la reforma cambiaria de marzo; más aún, el diferencial entre la tasa libre y la de los certificados tendió a ampliarse (Gráfico 4.58). Se consideró en su momento que una razón de tal evolución serían crecientes presiones inflacionarias de los últimos meses, derivadas del financiamiento otorgado por el banco central a las instituciones cafeteras. En su declaración de política económica, el primer gobierno del Frente Nacional afirmó que su decisión era “Detener la creciente devaluación de la moneda mediante la eliminación de las presiones inflacionarias que se han agudizado especialmente durante los últimos meses, debido a la crisis cafetera y a los sistemas utilizados para hacerle frente” (*RBR*-371, septiembre de 1958: 1038).

Los principales propósitos gubernamentales en materia cambiaria fueron los siguientes:

Sostener mientras subsista la tendencia al desequilibrio de la balanza de pagos el sistema de cambios establecido sobre la base de un mercado de divisas para exportación e importación y un mercado libre. [...] Mantener, además, una severa política de control monetario y fiscal, que es primordial para la estabilidad cambiaria, una inflexible política de austeridad en las importaciones mediante el sostenimiento de una lista de prohibida importación que comprenda todos los artículos que producimos o estamos en camino de producir en el inmediato futuro y de una lista libre que incluya todos los artículos esenciales que no producimos (*RBR*-371, septiembre de 1958: 1039).

A finales de año los activos internacionales mostraban una franca recuperación; su nivel más bajo en mucho tiempo, US\$ 118 millones, se había alcanzado en mayo, y en diciembre ya estaban en US\$ 173 millones, un ascenso del 47%. La *Revista* presentó este resultado a la luz de los esfuerzos realizados para disminuir el peso de la deuda comercial atrasada:

Ya en las postrimerías de 1958, conviene hacer una breve alusión al avance realizado por el país para la solución de la cuantiosa deuda acumulada por concepto de atrasos en los pagos comerciales y de servicios, así como en la mejora evidente de la posición de las reservas de oro y divisas. Es bien conocido que aquella deuda llegó aproximadamente a la suma de US\$ 500 millones, de los cuales el país satisfizo con dólares propios, esto es, provenientes de una balanza cambiaria positiva en 1957 y 1958, US\$ 235 millones. Igualmente, los distintos arreglos en pesos a través del Fondo de Estabilización montaron a US\$ 106 millones. El remanente está convenido a distintos plazos con los acreedores o fue pagado con empréstitos externos. Limitándonos a 1958, el servicio por capital e intereses, un poco más de US\$ 77 millones, ha sido cumplido a cabalidad e inclusive con alguna anticipación, merced al producto del impuesto a las exportaciones y con reservas del propio banco emisor. No obstante el giro sobre estas últimas para este objeto, ellas han tenido un ascenso considerable, como que al finalizar 1957 sumaban US\$ 156 millones, y en 19 de diciembre último US\$ 169.000.000 (RBR-374, diciembre de 1958: 1405).

La visión positiva de lo ocurrido en 1958 no implicaba que se subestimara el escarpado sendero que seguramente sería el año de 1959. Así lo vio la *Revista* en enero de este último año:

Las perspectivas cambiarias del año que se inicia deben examinarse con especial cautela, puesto que el servicio de la deuda comercial atrasada y de los arreglos correspondientes, demandará la cifra de US\$ 80.000.000 aproximadamente. De otro lado, la situación del mercado cafetero presenta incógnitas de precio y volumen de exportaciones, que exigen de las autoridades y del país en general continuar una prudente política de importaciones que sin menoscabar el abastecimiento indispensable, evite cualquier nuevo déficit. No puede razonablemente esperarse que el volumen de compras del país exceda sustancialmente de las cifras que prevalecieron en 1950. Esto solo indica que 1959 tendrá que ser un año de disciplina en el abastecimiento externo. Es verdad que el desarrollo agrícola e industrial ocurrido en los últimos diez años puede ayudar en cuanto haya significado sustitución de importaciones. En 1958 esta fue la conducta que permitió los resultados públicamente conocidos (RBR-375, enero de 1959: 3)¹⁰⁸.

Un tema de importancia estructural volvió al primer plano de las discusiones con la expedición de un nuevo arancel aduanero en reemplazo del vigente desde 1950. En los años cincuenta el comercio se había diversificado, y las necesidades de abastecimiento de la industria habían cambiado, de modo que la nomenclatura resultaba inadecuada. Tanto el viejo como el nuevo sistema incluyeron impuestos específicos como *ad valorem*, pero en el nuevo se dio más relevancia a las tarifas *ad valorem*; todavía en 1962, el 30 % de los ingresos aduaneros procedieron de posiciones arancelarias gravadas con tarifas específicas (Díaz-Alejandro, 1976: 101).

¹⁰⁸ La idea era mantener las importaciones en promedios mensuales inferiores a veinticinco millones de dólares y sostenimiento de una política selectiva en la inversión de las divisas. Según la Declaración Oficial sobre Política Económica suscrita por el ministerio de Hacienda, el Departamento de Planeación y Servicios Técnicos y el Banco de la República (1959) en 1958 el 35 % de las importaciones correspondió a bienes de capital.

Entre mediados de 1958 y finales de 1959 las reservas internacionales crecieron de manera prácticamente ininterrumpida (Gráfico 4.49). Solamente en 1959 se incrementaron en un 33 %. Nuevas operaciones de crédito externo, especialmente hacia final del año, hicieron posible este resultado. La *Revista* siguió los pormenores de tales operaciones. Así, en septiembre hizo un resumen de lo acontecido con el primer arreglo para el pago de la deuda comercial atrasada:

Al comenzar septiembre, fueron amortizados los últimos pagarés emitidos en el primer arreglo de la deuda comercial y de servicios atrasada, celebrado con los acreedores particulares americanos y de otros países, el llamado 60-40. Aunque ésta fue apenas una parte de la deuda convenida, la cual en total ascendió a los quinientos millones de dólares, este hecho evidencia el esfuerzo que se viene realizando, el cual ha sido admiración de propios y extraños, y ha llevado nuestro crédito externo a una calificación no superada en la historia. Estas amortizaciones han sido posibles merced al ahorro de divisas, al producto del impuesto de exportación, US\$ 120.317.000, y a la colaboración de préstamos foráneos. Sin embargo, repetimos, aun queda un saldo fuerte por servir de pagarés emitidos inicialmente y de empréstitos que se hicieron para la financiación parcial de los mismos arreglos. Así, por pagarés restan:

Petróleos	US\$ 8.483.000	
Bancos colombianos	1.473.000	
Arreglo del 20-80	17.227.000	
Capitales	4.476.000	US\$ 31.659.000

Por empréstitos:

Eximbank - 1er préstamo	US\$ 46.000.000	
Eximbank - 2º préstamo	78.000.000	
Bancos americanos	16.976.000	US\$ 140.976.000

Igualmente, pesan sobre nuestras reservas deudas contraídas en razón de la misma emergencia, en especial con el Fondo Monetario Internacional (*RBR*-383, septiembre de 1959: 1055).

Precisamente con el Fondo celebró Colombia nuevos acuerdos, esta vez, en defensa de su balanza de pagos. El editorialista dedicó amplio espacio a la nueva operación, la cual se consideró necesaria para sostener la confianza del público en el sistema cambiario. Las reservas internacionales podrían descender a niveles sensiblemente bajos, habida cuenta de los compromisos adquiridos para resolver las deudas atrasadas y la debilidad de los ingresos cambiarios:

El Fondo Monetario Internacional ha acordado con el gobierno de Colombia una línea de crédito o stand-by de US\$ 41.250.000. Es el tercer convenio de esta índole que se concierta con la mencionada entidad, habiendo sido los dos primeros en 1957 y 1958. Por tal concepto, se debe al Fondo la cantidad de US\$ 15.000.000. El presente acuerdo está dirigido a prestar ayuda general de balanza de pagos y a asegurar el mantenimiento de la estructura actual del sistema cambiario colombiano. Esta es la culminación de las varias gestiones con las más altas autoridades financieras norteamericanas, que desde fines de agosto se

han llevado a cabo en Washington y Nueva York y cuyo concurso ha facilitado la obtención de los recursos de crédito externo que le permiten al país atender con tranquilidad, al menos hasta el fin de 1960, los compromisos todavía muy considerables de la deuda comercial, mantener la normalidad cambiaria e impulsar moderadamente la economía de acuerdo con necesidades impostergables de desarrollo (*RBR*-384, octubre de 1959: 1187).

La operación reseñada fue apenas la primera de una cadena de préstamos entre los cuales se contaron dos nuevos del Fondo, uno con la banca comercial, y otro con el Export-Import Bank. Los tres gestionados con el Fondo sumaron US\$ 92 010 000; estos fueron recursos de apoyo a la balanza de pagos. Con la banca comercial se buscó financiamiento para ampliar los plazos de la deuda pendiente; la negociación se hizo por US\$ 25 760 000, a cinco años, y con intereses del 5,75 % anual¹⁰⁹. A su turno, el Export-Import Bank anunció la aprobación de un crédito por US\$ 25 millones otorgado al Banco de la República, cuyo fin era el de la adquisición en los Estados Unidos de bienes de capital para la industria, y de equipos para obras de infraestructura.

El editorialista destacó estos logros como resultado de una política no solo financiera y coyuntural, sino de crecimiento industrial:

Finaliza así satisfactoriamente con estas operaciones, la tarea que se propusieron el gobierno y el Banco de la República desde mediados de agosto, encaminada a obtener recursos externos a fin de atender ordenadamente los pasivos en divisas que el país tiene contraídos por razón de deuda comercial y de registros de importación, lo mismo que a permitir una mayor holgura en materia de pedidos al exterior. Mas estos, como se ha dicho tantas veces y como explícitamente se declara en el crédito concedido por el Export Import Bank, deben encauzarse de preferencia hacia los bienes de capital, que impliquen el ahorro de divisas con la sustitución de importaciones y, de todas maneras, que se dirijan a la producción de bienes indispensables al bienestar de la comunidad (*RBR*-385, noviembre de 1959: 130).

Para mediados de 1960 pudo avizorarse la salida del problema de las deudas atrasadas. Se había partido del balance hecho en mayo de 1957, según el cual el saldo atrasado por importaciones, dividendos y otros servicios era de US\$ 493 484 000, aparte del crédito de US\$ 25 millones por entonces otorgado al Banco de la República por el Fondo Monetario Internacional. Posteriormente, en un balance hecho a 31 de diciembre de 1959 el saldo de la deuda comercial había caído a US\$ 194 103 000. En ese entonces se programaron amortizaciones para el año de 1960 por la suma de US\$ 62 009 000, así como la utilización de nuevos créditos por US\$ 60 000 000 financiados con recursos del Fondo Monetario Internacional y del Export-Import Bank, de modo que el saldo proyectado de la deuda comercial a 31 de diciembre de 1960 era de US\$ 192 094 000. Este saldo se

¹⁰⁹ Según la *Revista*, en el crédito intervinieron los siguientes bancos: Bank of America, The Chase Manhattan Bank, Chemical Bank New York Trust Co., The First National City Bank of New York, Morgan Guaranty Trust Co., The Hanover Bank, Manufacturers Trust Co., Irving Trust Co., The Marine Midland Trust Co. of New York, Grace National Bank of New York, J. Henry Schroder Banking Corp. y The Philadelphia National Bank (*RBR*-385, noviembre de 1959: 1307).

amortizaría en el término de seis años a partir de dicha fecha. Los receptores de estos pagos serían el Export-Import Bank con el 59,8 % (50,4 % por apoyo a importaciones y 9,4 % por financiamientos de la deuda comercial); el Fondo Monetario Internacional con el 21,5 %; los bancos comerciales americanos con el 10,7 %; los beneficiarios de pagarés vigentes de deuda comercial con el 6,7 %; y los tenedores de otras deudas, con el 1,3 % (Agudelo, 1960; *RBR*-390, abril de 1960: 427-428).

La estabilidad del mercado cambiario fue ostensible a lo largo de 1959. La tasa de compra en el mercado de certificados, establecida en \$6,10 por dólar en febrero de 1958, se mantuvo inalterada. La tasa de venta se había estabilizado al nivel de \$6,40 por dólar en octubre de 1958, y se sostuvo en el mismo nivel durante el siguiente año. La divisa del mercado de capitales, que llegó a cotizarse a \$8,15 en diciembre de 1958, un año después se ubicó en \$6,98 por dólar con tendencia a la baja. En marzo y abril de 1960 la tasa de venta de los certificados en los remates públicos se elevó a \$6,52 y \$6,7. En estas condiciones, con una diferencia de seis puntos entre las tasas de venta y compra, la Junta Directiva del Banco de la República elevó el tipo de compra en el mercado de certificados de \$6,10 a \$6,50 por dólar, como se puede apreciar en el Gráfico 4.58.

7. Nuevas tensiones alrededor de la tasa de cambio

La fragilidad del inventario de reservas volvió a aflorar en 1960, especialmente a partir del segundo trimestre. En efecto, la serie mensual para el período 1945-1962 llegó a su tercer punto más alto en febrero (US\$249 millones), a partir del cual se inició un descenso que, con oscilaciones, persistiría hasta el final del período. En el último trimestre de 1960 el promedio de las reservas fue inferior a US\$190 millones. En tales circunstancias se acudió de nuevo al Fondo Monetario Internacional. Entre octubre de 1959 y octubre de 1960 rigió un acuerdo de *stand-by* por US\$41 250 000, sin que en la práctica se hubieran utilizado dichos recursos. La negociación de un nuevo convenio de *stand-by* buscó una mayor capacidad de giro, habiéndose acordado la suma de US\$75 millones (*RBR*-396, octubre de 1960: 1241). En todo caso, nunca se acudió a esta capacidad de giro ni en 1959 ni en 1960. Igual cosa ocurrió con el préstamo de US\$25 millones del Banco Mundial para infraestructura, el cual no fue utilizado.

A mediados de 1960 la tasa de cambio del mercado libre prácticamente se identificaba con la de remates públicos de los certificados. Luego, la tasa libre empezó a separarse de manera persistente de las del mercado de certificados, en especial a partir del segundo semestre de 1961. El crecimiento progresivo de la tasa libre se extendió hasta abril de 1962, cuando alcanzó la altura de \$8,97, ya muy lejana de la tasa de venta de los certificados, que continuaba en \$6,7 por dólar. Una baja transitoria se presentó entre mayo y agosto, cuando la cotización descendió hasta \$8,52, la cual fue apenas el preludio de un alza prácticamente vertical que la llevó en diciembre a ubicarse por encima de \$11 por dólar¹¹⁰.

¹¹⁰ Según el gerente, el descenso del dólar ocurrió paralelamente con fuertes depreciaciones en otros países del continente. La llegada de divisas habría obedecido a diversas causas, entre otras, a la estabilidad social y política de Colombia (*RBR*-417: 795).

Desde finales de 1961 comenzaron a oírse críticas al sistema cambiario vigente, plasmado en la Ley 1 de 1959, algunas de las cuales recomendaban fijar un tipo de cambio único (*RBR-409*, noviembre de 1961: 1391; *RBR-415*, mayo de 1962: 499). El editorialista sentó su opinión en los siguientes términos:

Respecto a la unificación, prevalece generalmente el concepto de que, no obstante ser la eliminación de restricciones cambiarias y de prácticas monetarias múltiples una meta teórica de la mayor importancia, el país no está en condiciones de adoptar medida semejante, la cual, por otra parte, requeriría la intervención del congreso (*RBR-415*, mayo de 1962: 499).

Y, en relación con la tasa de cambio para las importaciones, la *Revista* le cedió la palabra al ministro de Hacienda, Jorge Mejía Palacio:

Más lógica, por ortodoxa, sería la tesis de que la devaluación es necesaria para restablecer el equilibrio de la balanza de pagos. Pero dentro de nuestros planes actuales hay un hecho aceptado y es que nuestra balanza de pagos está y tendrá que estar desequilibrada por diez años cuando menos. Porque si nos fuéramos a atener al producto de nuestras exportaciones, tendríamos que reducir nuestras importaciones, para mantener el equilibrio cambiario, a menos de veinticinco millones de dólares al mes, lo que a duras penas alcanza para artículos básicos y materias primas esenciales, sin que quedara un céntimo para nuevos equipos industriales o bienes de capital en general. El objetivo de nuestra política no es el equilibrio cambiario, como lo tuvo que ser en otros tiempos de menos cooperación internacional. El objetivo es el desarrollo, porque no se busca un resultado cambiario sino económico, base de la transformación social en que está empeñado el Frente Nacional [...]. Política que no es aventurada, porque está respaldada por la ayuda exterior pactada en la Carta de Punta del Este y en la Alianza para el Progreso y con la cual se van a cubrir los déficit de balanza que resulten dentro de este proceso de desarrollo acelerado (*RBR-415*, mayo de 1962: 499).

Las reservas internacionales, que en diciembre de 1961 sumaron US\$ 171 millones, en agosto alcanzaron la cifra de US\$ 151, y en diciembre de 1962 de solo US\$ 116 millones, una venida a menos de la tercera parte de los activos externos. El gerente describió la situación en los siguientes términos:

A partir de 1961 empezaron a hacerse visibles graves desequilibrios en nuestra balanza de pagos. De manera sustancial, tales dificultades tienen su origen indiscutible en la baja continua de los precios externos del café. En menor grado, la expansión de los medios de pago, preponderante durante el segundo semestre del año pasado, contribuyó a acelerar el deterioro de la balanza. Se facilitó con ella una liquidez monetaria que, si bien no afectó los precios internos en igual medida, ofreció mayores posibilidades para la adquisición de moneda extranjera destinada a pagos al exterior, a veces anticipados, e incrementó la propensión a importar, en muchos casos para crear inventarios, no siempre indispensables. El país empezó a tener la sensación, divulgada públicamente, de que el tipo de cambio para las importaciones estaba por debajo del adecuado para mantener el equilibrio cambiario, lo que se tradujo en que las solicitudes del sector importador fueran cada vez más intensas y apremiantes. Para sostener un ritmo

razonable de compras al extranjero, de acuerdo con las necesidades del país y con el objetivo de mantener estricta regularidad en los pagos, el Banco de la República tuvo que comprometerse en cuantiosos créditos. [...] De otro lado, tanto la misión del Banco Internacional que examinó el [plan de desarrollo] como la del Comité de los Nueve, que realizó similar estudio, aconsejaron que Colombia debería revisar el precio de sus importaciones, para realizar el equilibrio en su balanza [...] Ante estas perspectivas, el gobierno que se inició su mandato el 7 de agosto pasado, invitó al Fondo Monetario Internacional a que estudiara nuestra situación de cambios.

La misión que el Fondo envió al efecto, después de analizar con todo cuidado las posibilidades y conveniencias del país, aconsejó un programa destinado a asegurar estabilidad en los precios domésticos y equilibrio en la balanza de pagos, mediante una devaluación directa a \$9 por dólar, para el tipo de venta de los certificados de cambio y una tasa de compra de \$7 para los dólares provenientes de las exportaciones de café y de \$8,85 para las demás exportaciones mayores. Además, indicó una serie de medidas de carácter monetario y fiscal que, junto con la devaluación al límite indicado, calificarían a Colombia para un nuevo arreglo de Stand-by por US\$ 50 millones, que permitiría mantener de facto la unidad de los cambios, mediante intervenciones del Banco de la República (RBR-421, noviembre de 1962: 1359).

8. La devaluación de 1962

Como correspondía a la normatividad de la época, las alteraciones al régimen cambiario constituían una competencia del Congreso Nacional. El ministro de Hacienda, Carlos Sanz de Santamaría, presentó a las cámaras legislativas un proyecto de ley que creaba un impuesto a las importaciones como alternativa a la devaluación, pero con la previa advertencia, según el gerente, “de que no descartaba la devaluación directa, si así lo prefería el congreso porque, inclusive, la consideraba más acorde con la norma de la ortodoxia económica” (RBR-421, noviembre de 1962: 1360).

Una comisión interparlamentaria encargada de estudiar las alternativas mencionadas con el ministro de Hacienda se inclinó por recomendar que, “de una vez el Banco de la República adoptara el procedimiento de la devaluación, con intervenciones del fondo de regulación cambiaria que mantuvieran la cotización del certificado a \$9 por dólar, y sometió al congreso un proyecto de ley destinado especialmente a distribuir el diferencial cambiario que resulta del margen entre el tipo de compra y de venta por el banco” (RBR-421, noviembre de 1962: 1360)¹¹¹. Para entonces, como lo destacara el editorialista, “los esfuerzos que se habían estado realizando para mantener el tipo de cambio al \$6,7, mediante mera acción monetaria eran ya estériles; el gobierno le ha hecho un gran beneficio a la nación, al tomar actitud tan decidida” (RBR-421, noviembre de 1962: 1360).

¹¹¹ La comisión interparlamentaria, de carácter bipartidista, estuvo integrada por Carlos Lleras Restrepo, Álvaro Gómez Hurtado, Manuel Ospina Vásquez, Eugenio Gómez Gómez, Miguel Escobar Méndez, Rafael Isidro Rodríguez, Jaime Ardila Casamitjana, Miguel Santamaría Dávila, Augusto Espinosa Valderrama, y Alfonso Palacio Rudas (Vélez, 1963).

La devaluación fue aprobada por el legislativo en diciembre de 1962 (Ley 83 del 26 de diciembre). Mediante las intervenciones del fondo de regulación cambiaria, ya el Banco de la República había elevado la cotización para el tipo de venta del certificado a \$9 por dólar, y luego la tasa de compra de divisas generadas por las exportaciones de café y otras mayores a \$7,10 por dólar, como lo muestra el último tramo del Gráfico 4.58. Se asignaron \$0,30 del diferencial al Fondo Nacional del Café, destinados a cancelar deudas con el Banco de la República, así como a operaciones de estabilización de precios en el mercado interno del grano; \$0,10 a las campañas sociales de los comités de cafeteros, \$0,10 para compensar a ciertas entidades públicas por el mayor costo de sus obligaciones externas, y el remanente como recurso fiscal destinado a gastos en moneda local del plan de desarrollo.

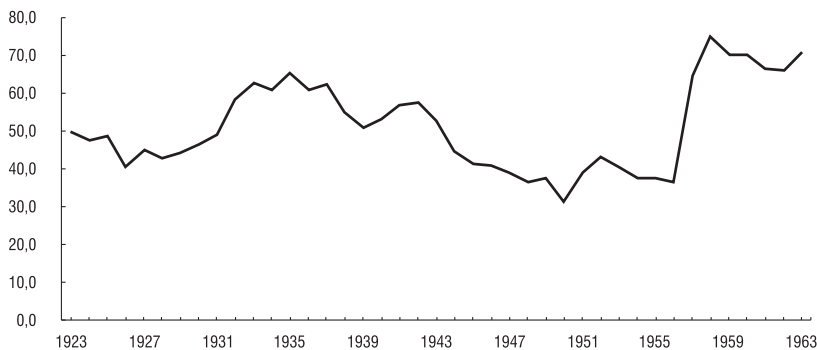
La reforma cambiaria abrió el compás para nuevas negociaciones de crédito externo que hicieran viables los nuevos niveles de las tasas de cambio. Una de ellas, un crédito de *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional por US\$52,5 millones para financiar intervenciones en el mercado libre o atender a los remates cambiarios. Y la otra, basada en un convenio firmado por el Gobierno y el Banco de la República con la AID dentro del marco de la Alianza para el Progreso, por un monto de US\$60 millones disponibles en 1964 para el pago de importaciones de los Estados Unidos, y con un plazo de cuarenta años (RBR-422, diciembre de 1962: 1496).

La Ley 83 estableció que, consumada la devaluación, el Banco de la República procedería a reajustar sus activos y pasivos externos a la tasa de \$9 por dólar, y a contabilizar en la Cuenta Especial de Cambios (CEC) el saldo neto de este ajuste, así como el de las operaciones de compra y venta de divisas celebradas con el voto afirmativo del ministro de Hacienda. Se encontró que la diferencia por devaluación a cargo del Gobierno era de \$249,3 millones y que el resultado de las operaciones de compra y venta de divisas (Ley 1°. de 1959), también a cargo de la CEC, alcanzaba a \$135,6 millones (RBR-423, enero de 1963: 33).

E. La tasa de cambio real

El Gráfico 4.59 permite seguir la evolución de la tasa de cambio real en el período 1945-1962, así como una amplia perspectiva desde los años veinte. La apreciación fue prácticamente continua desde 1943 hasta 1950: durante estos años la apreciación real acumulada fue superior a veintiséis puntos. Las devaluaciones de 1948 y 1951 pudieron haber contribuido a cortos períodos de un año de depreciación real del tipo de cambio. La devaluación de 1957 aparece como la reacción más espectacular del tipo de cambio real en toda la serie considerada hasta 1963. La devaluación de 1962 aparece compensando de manera parcial la apreciación real producida desde 1960.

Gráfico 4.59
Índice de la tasa de cambio real, 1923-1963
(deflactor del PIB: 1994 = 100)



Fuente: RBR (varios años).

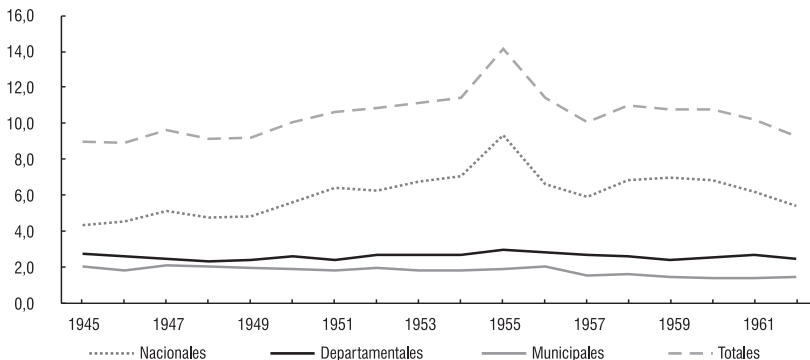
IV. LA HACIENDA PÚBLICA

A. Las rentas públicas corrientes totales

El panorama de las rentas públicas en el período 1945-1962 se resume en el Gráfico 4.60. Un ciclo completo de las rentas públicas cubre el período de estudio: en su punto más bajo, en 1945, dichas rentas constituían el 8,9% del PIB, en 1955 el 14,2%, y en 1962, el 9,3%. Estas mediciones solamente incorporan los *ingresos corrientes*, de manera que se excluyen los llamados *ingresos de capital*.

Gráfico 4.60
Ingresos gubernamentales nacionales, departamentales y municipales,
1945-1962

(porcentajes del PIB)



Fuente: RBR (varios años).

Se observa que el perfil de las rentas totales es una réplica a un nivel más alto del de las rentas nacionales; además, es evidente el contraste entre la trayectoria de las rentas nacionales y las de las departamentales y municipales. Las nacionales ganaron cinco puntos del PIB durante la primera década de la posguerra, al pasar del 4,5 al 9,3 % entre 1945 y 1955. No sobra anotar que la mitad de dicho avance se logró en un solo año, entre 1954 y 1955. De manera inmediata, en los años de 1956 y 1957 se perdieron cuatro puntos del PIB, de modo que al final de la serie la participación de las rentas nacionales en el producto era apenas un punto más alto que el registrado en 1945.

El desmedro de las rentas departamentales, y más aún el de las municipales, en la posguerra, salta a la vista, a pesar de la ganancia obtenida por las departamentales, equivalente a medio punto del PIB entre 1945 y 1955. Desde 1925 estas rentas habían logrado incrementar escasamente su participación en el producto; en efecto, en aquel año sus porcentajes en relación con el PIB habían sido de 2,07 y 1,19 respectivamente, y en 1945, 2,70 y 2,00, en su orden. Luego, estas participaciones perdieron vigor: las rentas departamentales en 1962 fueron equivalentes al 2,48 % del PIB, y las municipales al 1,42 % del PIB.

B. Los ingresos nacionales

Antes de entrar en la presentación mensual de los datos de la hacienda pública recolectados por la *Revista*, se ofrece una visión panorámica de cifras anuales de los principales renglones de los ingresos del Gobierno Nacional, expresados en términos del PIB. El Cuadro 4.8 incorpora tanto los ingresos corrientes como de capital, los cuales dan lugar a los ingresos totales de acuerdo con la contabilidad presupuestal.

Cuadro 4.8

Ingresos nacionales: corrientes, de capital y totales, 1946-1962
(porcentaje del PIB)

Años	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Otros	Ingresos corrientes	Ingresos de capital	Ingresos totales
1946	1,82	1,96	0,70	4,49	1,29	5,79
1947	2,25	2,14	0,68	5,08	1,39	6,47
1948	2,29	1,86	0,61	4,76	1,11	5,87
1949	2,35	1,67	0,79	4,81	0,28	5,09
1950	2,45	2,22	0,95	5,62	0,64	6,26
1951	2,79	2,85	0,79	6,43	0,62	7,06
1952	2,91	2,51	0,83	6,26	0,47	6,73
1953	2,73	2,87	1,11	6,72	0,60	7,32
1954	3,04	3,06	0,91	7,01	1,64	8,66
1955	3,60	3,13	2,61	9,34	4,13	13,47
1956	3,52	2,63	0,41	6,57	1,04	7,62
1957	2,90	2,11	0,90	5,91	0,07	5,98

Cuadro 4.8 (continuación)
Ingresos nacionales: corrientes, de capital y totales, 1946-1962
(porcentaje del PIB)

Años	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Otros	Ingresos corrientes	Ingresos de capital	Ingresos totales
1958	3,16	2,77	0,86	6,79	0,60	7,39
1959	3,43	2,41	1,13	6,97	0,59	7,57
1960	3,61	2,62	0,62	6,84	1,10	7,95
1961	3,25	2,46	0,50	6,21	3,02	9,23
1962	3,04	1,84	0,49	5,38	2,33	7,70

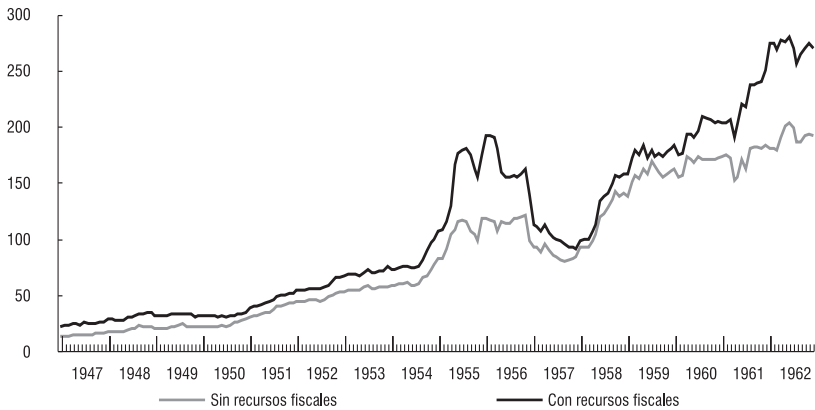
Fuente: *RBR* (varios años).

En promedio, los ingresos corrientes del Gobierno Nacional constituyeron el 85 % de sus ingresos totales. A su turno, en promedio, los corrientes estuvieron conformados de la siguiente forma: en tributarios directos el 47%, en tributarios indirectos el 39% y en otros el 14%. En algunos años estos últimos recursos fueron de importancia decisiva: en 1955 constituyeron el 28% de los ingresos corrientes, y en el período 1957-1959 llegaron a significar el 15% de dichos ingresos.

En el Gráfico 4.61 se presenta la evolución mensual de los ingresos del Gobierno Nacional por medio de dos series, una de la cuales incluye y la otra excluye los ingresos de capital o recursos fiscales. Se aprecia cómo en los dos años que siguieron al auge de los precios cafeteros de 1954, se acudió intensamente a los recursos de capital. Igualmente, a partir de 1958 se echó mano de manera creciente a los recursos de capital.

Gráfico 4.61
Ingresos nacionales: promedios anuales mes a mes, 1946 (diciembre) a 1962 (diciembre)
(millones de pesos)

(millones de pesos)



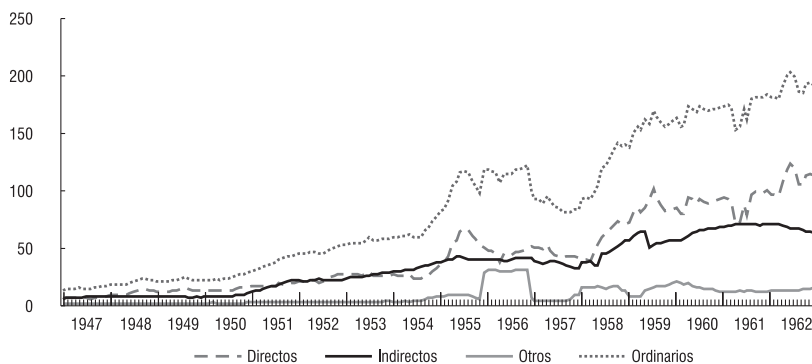
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La trama de los impuestos directos e indirectos recaudados mensualmente por el gobierno se exhibe en el Gráfico 4.62. La caída de ingresos en el bienio 1956-1957 registrada en el Cuadro 4.8 aparece aquí como un gran bache en los recaudos mensuales de la época antes de su recuperación a partir de 1958.

Gráfico 4.62

Ingresos nacionales (sin recursos fiscales): promedios anuales mes a mes, 1946 (diciembre) a 1962 (diciembre)

(millones de pesos)



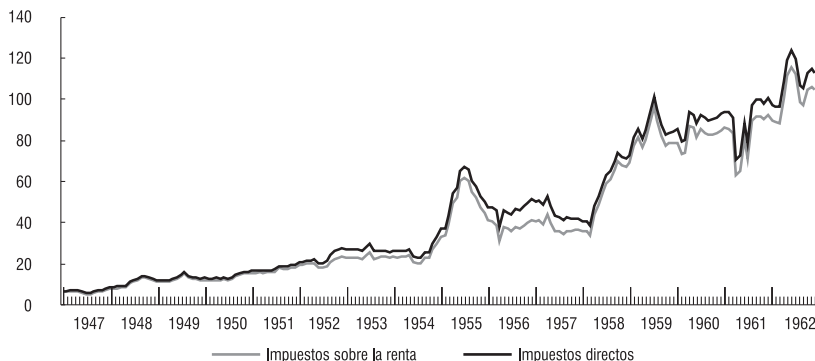
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El predominio absoluto de los impuestos sobre la renta en la tributación directa se revela en el Gráfico 4.63. Sobresale el auge y caída de los recaudos con motivo del apogeo transitorio de las cotizaciones del café en Nueva York, y su recuperación, dos años después, desde 1958.

Gráfico 4.63

Gobierno Nacional: impuestos directos, promedios anuales mes a mes, 1946 (diciembre) a 1962 (diciembre)

(millones de pesos)



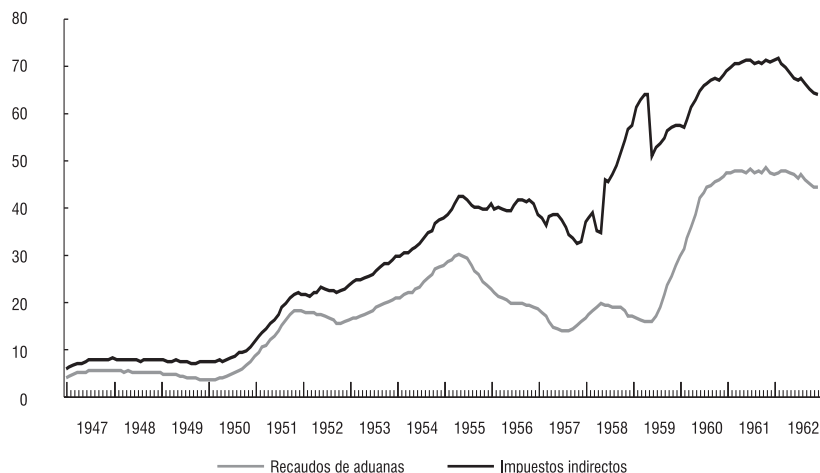
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 4.64 se hace explícita la relevancia de los recaudos aduaneros en la tributación indirecta a lo largo del tiempo, pero también su descaecimiento entre comienzos de 1955 y mediados de 1959, cuando volvió a recuperar gran parte de su importancia original.

Gráfico 4.64

Gobierno Nacional: impuestos indirectos, promedios anuales mes a mes, 1946 (diciembre) a 1962 (diciembre)

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

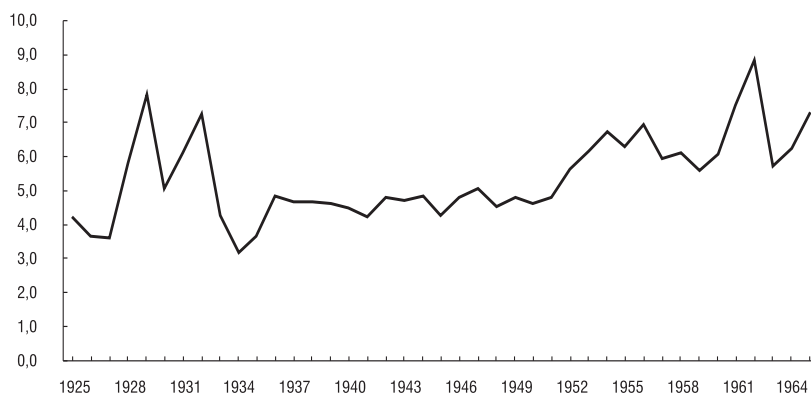
C. Los gastos nacionales

El Gráfico 4.65 presenta el perfil de los gastos del Gobierno Nacional como porcentaje del PIB, pero no solo a partir de 1945 sino desde mediados de los años veinte. Puede observarse que desde mediados de los años treinta hasta 1951 el gasto gubernamental se mantuvo inalterado, entre el 4 y el 5 % del PIB. Fue a partir de 1951 cuando se comenzó a escribir una nueva historia del gasto; de 4,8 % del PIB en 1951, a 6,9 % en 1956 en una primera fase; luego un descenso a lo largo de tres años, para caer al 5,6 % del PIB en 1959, y finalmente un fuerte encrispamiento del gasto durante 1960, 1961 y 1962, que lo llevó a significar el 8,9 % del PIB, una cifra hasta entonces sin precedentes.

Gráfico 4.65

Gobierno Nacional: presupuesto anual, 1925-1965

(porcentaje del PIB)



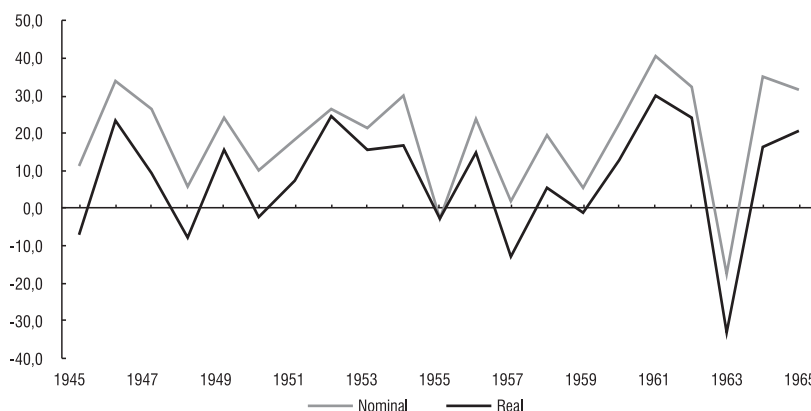
Fuente: RBR (varios años).

El Gráfico 4.66 reitera el mensaje del anterior desde 1945, pero esta vez en términos de tasas de crecimiento. Crecimientos reales positivos ocurrieron en 12 de los 17 años del período y su promedio fue del 16,7%; y crecimientos reales negativos acontecieron en 5 de los mismos 17 años. Los mayores crecimientos reales sucesivos se presentaron en 1960, 1961 y 1962, cuando las tasas fueron 12,9 %, 29,9 % y 24,3 %.

Gráfico 4.66

Gobierno Nacional: presupuesto anual, crecimientos nominal y real, 1945-1965

(porcentaje)

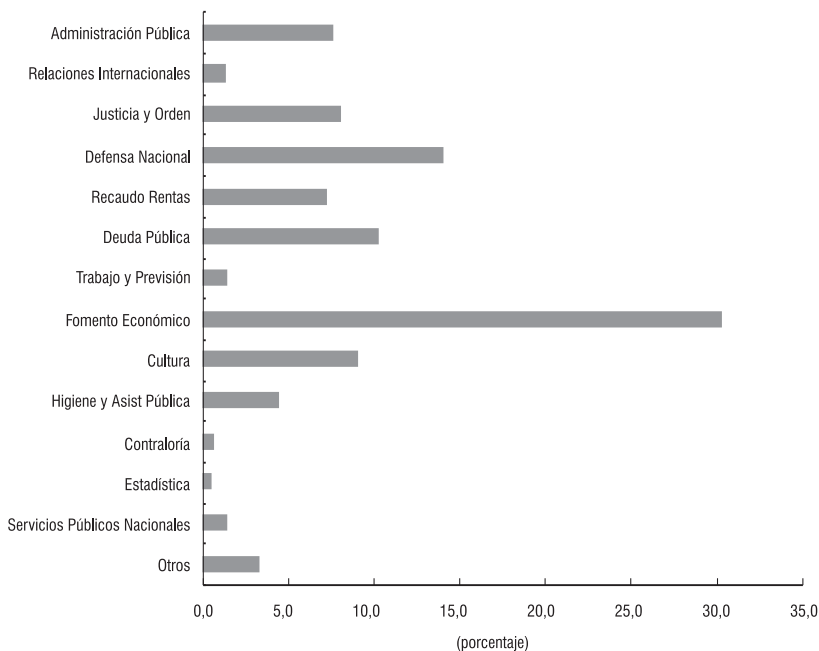


Fuente: RBR (varios años).

El Gráfico 4.67 habla de los énfasis presupuestales en el período 1950-1962. Como puede observarse, de lejos el énfasis predominante fue el fomento económico, con el 30 % del presupuesto. En seguida, la defensa nacional, con el 14 %, que, aunada a la justicia y el orden, arribó al 22 %; el recaudo de rentas y la deuda pública, con el 17 %; la cultura, con el 9 %, y la higiene, con el 4,5 %.

Gráfico 4.67

Gastos públicos nacionales: participación media en el presupuesto, 1950-1962



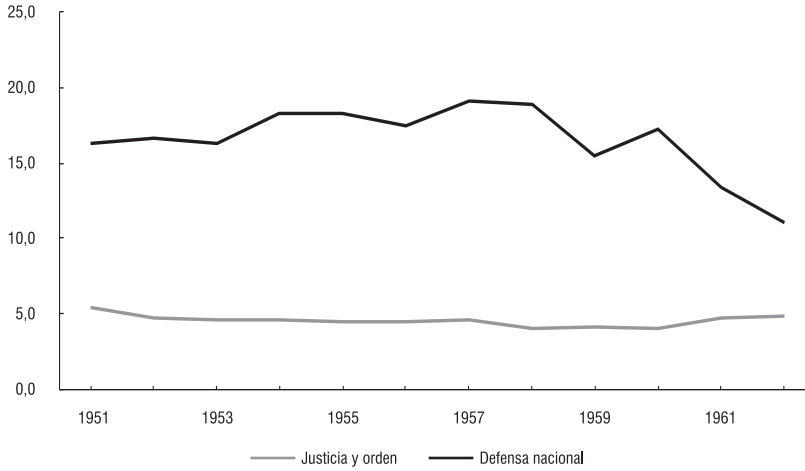
Fuente: RBR (varios años).

Los gráficos 4.68, 4.69, 4.70, 4.71, y 4.72 muestran las trayectorias seguidas por componentes afines del presupuesto nacional entre 1951 y 1962. El primero revela cómo los gastos en defensa nacional se acercaron al 20 % entre 1953 y 1958, pero bajaron a niveles del 11 % a fines de 1962. El gasto en justicia y orden se mantuvo muy constante, al nivel del 5 % del PIB.

Gráfico 4.68

Gastos públicos nacionales: justicia y orden y defensa nacional, participación en el total, 1951-1962

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios años).

Gráfico 4.69

Gastos públicos nacionales: recaudo de rentas y deuda pública, participación en el total, 1951-1962

(porcentaje)

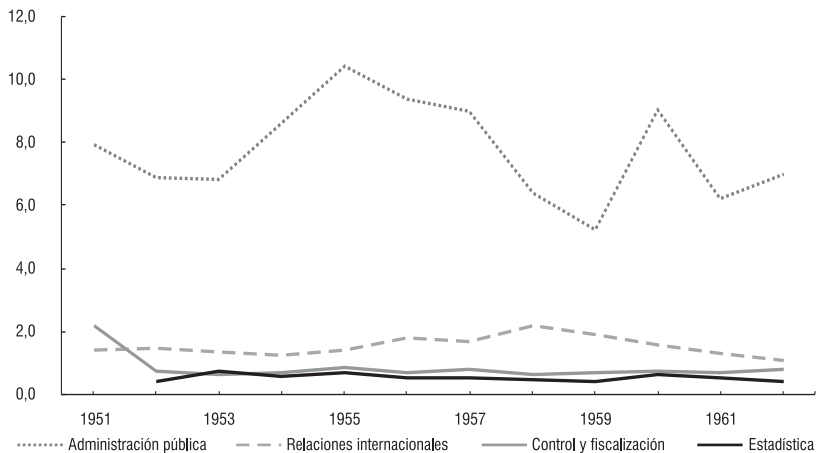


Fuente: RBR (varios años).

Gráfico 4.70

Gastos públicos nacionales: administración pública, relaciones internacionales, control y fízcalización y estadística, participación en el total, 1951-1962

(porcentaje)

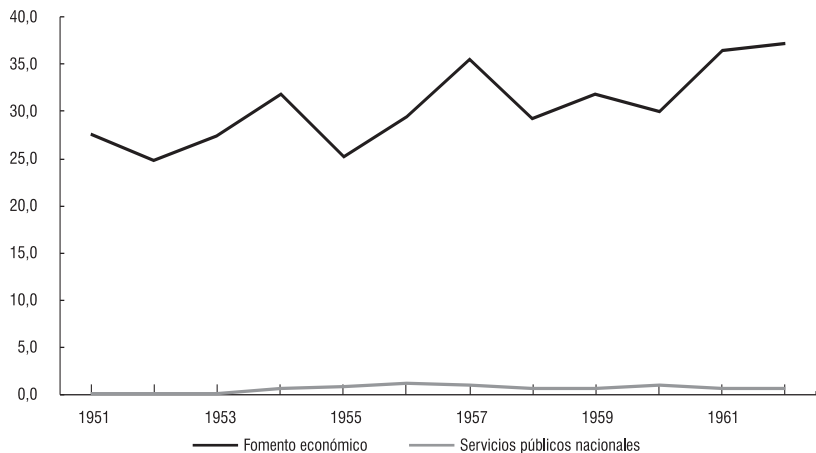


Fuente: RBR (varios años).

Gráfico 4.71

Gastos públicos nacionales: fomento económico y servicios públicos nacionales, participación en el total, 1951-1962

(porcentaje)

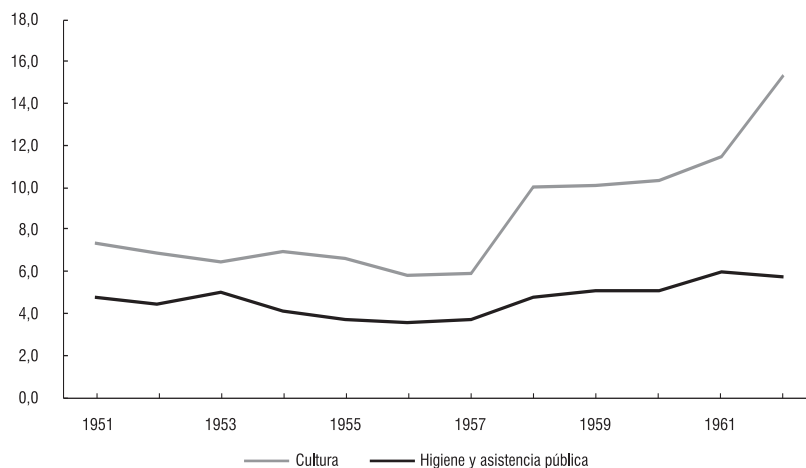


Fuente: RBR (varios años).

Gráfico 4.72

Gastos públicos nacionales: cultura e higiene y asistencia pública, participación en el total, 1951-1962

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios años).

La ejecución de recursos presupuestales para efectos del recaudo tributario bajó sensiblemente, del orden del 15 % en 1953 al 5 % en 1962, y el compromiso de recursos para el pago de la deuda pública cayó del 18 al 9 %.

La administración pública comprometió recursos presupuestales que en promedio fueron del 8 % del total, y la diplomacia internacional no más de 1,4 %.

El gran destinatario de los recursos presupuestales fue el fomento económico, con la tercera parte del presupuesto, el cual siguió una tendencia ascendente a lo largo de la década, a pesar de los ajustes efectuados en 1955, y entre 1958 y 1960.

Los presupuestos de cultura y de salud, pero en especial el primero, después del plebiscito de 1957, adquirieron renovada importancia. El de cultura estaba en 5,8 % del presupuesto en 1957, y llegó hasta el 15,4 % en 1962.

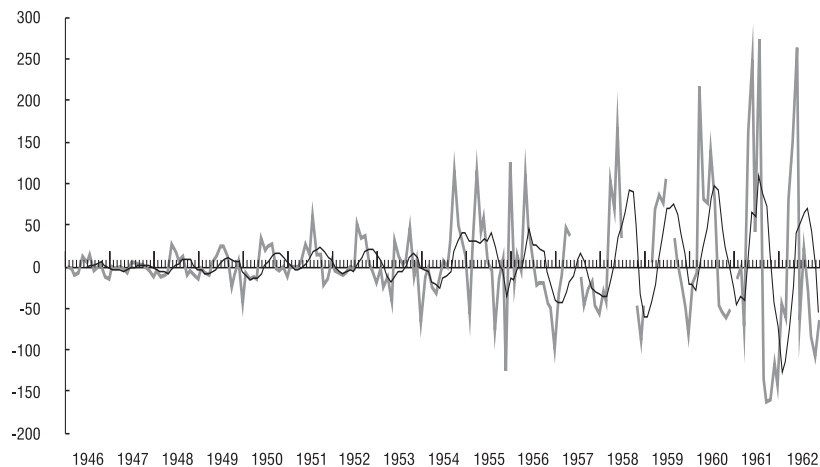
D. El balance de la ejecución presupuestal

El balance de la ejecución presupuestal no obedece a una típica definición de déficit fiscal, sino que es un balance entre recursos ordinarios y extraordinarios con los cuales se cuenta para financiar unos gastos, también ordinarios y extraordinarios. Es un registro de excedentes o faltantes por financiar de una ejecución presupuestal (Gráfico 4.73).

Gráfico 4.73

Gobierno Nacional: ejecución presupuestal, ingresos totales menos gastos totales, 1946-1962
(media móvil: seis meses)

(millones de pesos)



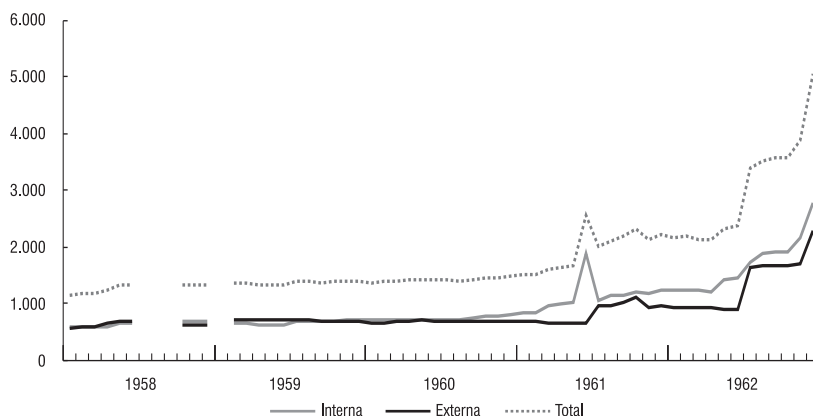
Fuente: RBR (varios años).

E. La deuda pública

El Gráfico 4.74 ofrece las trayectorias de la deuda pública, tanto interna como externa, entre 1958 y 1962. Las series desde 1946 solo presentan interés desde 1958, aparte de un cambio transitorio en el segundo semestre de 1955. Las variaciones en los componentes de la deuda solo se hicieron notorias a partir de 1961 y de manera sustancial. El saldo del endeudamiento interno pasó de \$ 828,3 millones en enero de 1961 a \$ 2 769 millones en diciembre de 1962, y el de la deuda externa, de \$ 677,2 millones a \$ 2 285 millones entre las mismas fechas. Como resultado de estos dos saltos, la deuda total se multiplicó por 2,4 veces en solo dos años. En cuanto a la deuda interna, mayoritaria en los dos últimos años, su crecimiento obedeció en especial al endeudamiento del Gobierno Nacional con el Banco de la República.

Gráfico 4.74
Gobierno Nacional: deuda pública, 1958-1962

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En el Cuadro 4.9 se desglosa la composición de la deuda pública interna entre 1958 y 1962. Hasta 1961 los bonos fueron su componente dominante; en este último año la participación del Banco de la República fue destacada, y en 1962 copó el 61 % de la deuda interna.

Cuadro 4.9
Deuda pública interna, 1958-1962
(millones de pesos)

	1958	1959	1960	1961	1962
Bonos	529,6	611,5	580,4	660,3	976,6
Banco de la República	80,0	90,0	143,0	450,5	1 658,1
Otros	38,2	72,9	71,7	66,4	68,2
Total	647,8	774,4	795,1	1 177,2	2 702,9

Fuente: *Informe Financiero del Contralor* (varios años).

La deuda con el Banco de la República se discrimina en el Cuadro 4.10. Entre 1960 y 1962 el endeudamiento con el Banco pasó de \$ 143 a \$ 450,5 y a \$ 1 658,1 millones. Entre la diversidad de motivos que comprometieron el financiamiento primario sobresalen la supresión del impuesto a las exportaciones, el financiamiento de la Ley 7 de 1962, y el financiamiento del déficit fiscal de los años 1961 y 1962. Estos cuatro renglones sumaron en su momento \$ 1 121 millones, equivalentes al 68 % de la deuda de origen primario del Gobierno Nacional en 1962.

Cuadro 4.10

Deuda pública interna: crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional, 1958-1962

	1958	1959	1960	1961	1962
Libranzas del 3 %	80,0	70,0	70,0		
Pagarés de la Policía Nacional		20,0	25,0		
Banco Popular			13,0	11,0	11,0
Programa de rehabilitación, 1959			35,0	70,4	70,4
Obras Ley 147/60, Ley 28/61				27,0	27,0
Orden público				171,9	171,9
Consolidación deudas 70 millones, Ley 138/59				95,0	88,6
Sostenimiento de dotación para la Policía Nacional				18,1	84,6
Dividendos de Acerías Paz de Río				7,1	6,8
Obras públicas (BIRF)				50,0	50,0
Supresión del impuesto a las exportaciones, 1961					48,3
Supresión del impuesto exportaciones, 1962					75,9
Déficit fiscal, 1961					238,2
Déficit fiscal, 1962					600,0
Obras menores					8,3
Pagarés de la Ley 7/62					158,6
Servicio de créditos externos, Ley 123, 1959					7,5
Subsidio de transporte, Ley 15, 1959					11,2
Total	80,0	90,0	143,0	450,5	1 658,1

Fuente: *Informe Financiero del Contralor*. El orden de las cuentas sigue el publicado por la Contraloría General de la República.

V. EL DINERO Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

A. La profundización financiera

1. Agregados monetarios

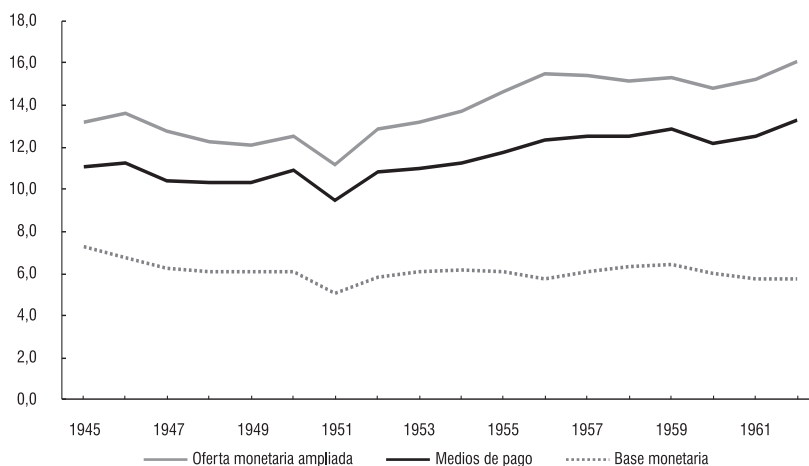
Las trayectorias presentadas en el Gráfico 4.75 ilustran el proceso de profundización financiera alcanzada entre 1945 y 1962¹¹². La oferta monetaria ampliada, que al terminar la

¹¹² En el período en cuestión la oferta monetaria ampliada (M_2) estaba conformada por los medios de pago (M_1) más los depósitos de ahorro y los depósitos a término. A su turno, (M_1) estaba definido como la suma del efectivo en poder del público no bancario más los depósitos en la cuenta corriente. La base monetaria (b) es la suma del efectivo en poder del público no bancario más las reservas bancarias. estas últimas están definidas como el agregado de la caja de los bancos más sus depósitos en el Banco de la República. No debe perderse de vista que durante el período en consideración solamente se empleaba la definición de medios de pago acogida oficialmente en 1945, para efectos estadísticos y de análisis económico.

guerra era del orden de 13,5 % del PIB, en 1962 era del 16 % del tamaño de la economía; pero su nivel promedio fue apenas del 13,9 % del PIB. Los medios de pago representaron en promedio el 11,5 % del PIB, y la base monetaria el 6,1 %. Entre 1946 y 1951 las tres trayectorias declinaron; la tasa media de crecimiento anual del producto nominal fue del 17,2 %. Mientras que la oferta monetaria ampliada creció en promedio al 14,2, los medios de pago lo hicieron al 14,4, y la base monetaria al 11 %. A partir de 1951 las sendas de los medios de pago y de la oferta monetaria ampliada se alejaron de la de la base monetaria, la cual se mantuvo al nivel del 6 % del PIB. La profundización ganada entre 1951 y 1956 se debilitó entre este último año y 1960, pero se recuperó en los años postreros de la serie.

Gráfico 4.75
Agregados monetarios, 1945-1962

(porcentaje del PIB)



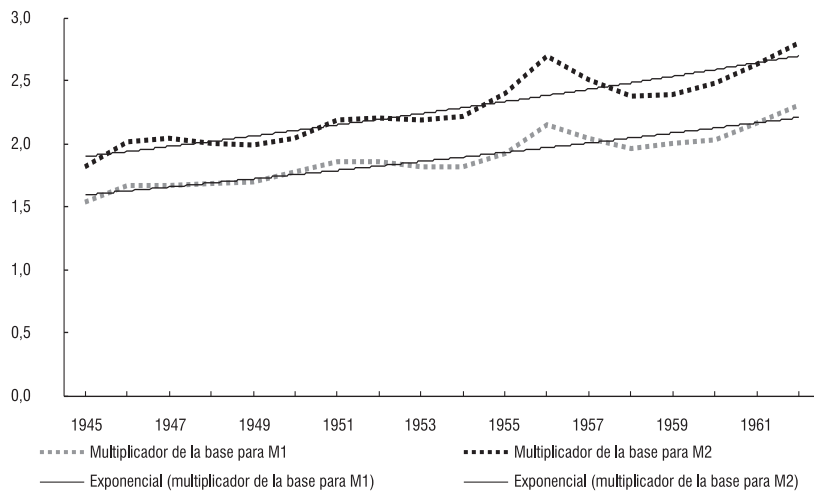
Fuente: RBR (varios años).

2. Los multiplicadores de la base monetaria

En el Gráfico 4.76 se dibujan los trazos de los multiplicadores de la base monetaria tanto para los medios de pago como para la oferta monetaria ampliada. Las dos series siguen tendencias ascendentes con ciclos alrededor de ellas. Desde principios de los años cincuenta las tendencias ascendentes de los multiplicadores compensaron la de declive de la base monetaria.

Gráfico 4.76

Multiplicadores monetarios de los medios de pago y de la oferta monetaria ampliada, 1945-1962

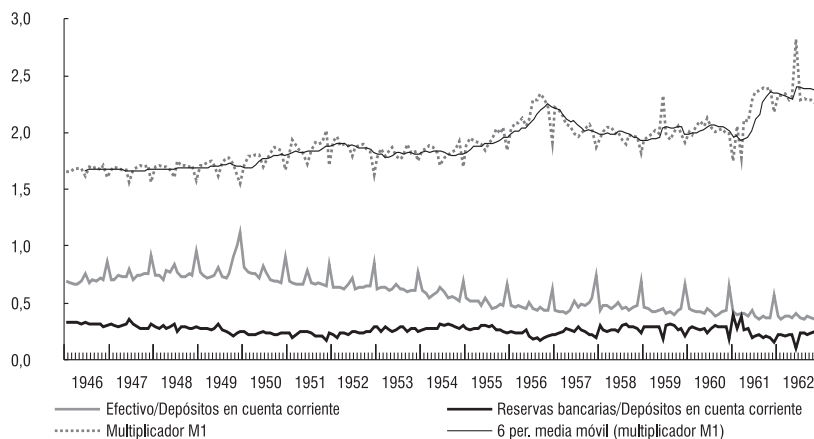


Fuente: RBR (varios años).

Las tendencias ascendentes de los multiplicadores fueron, a su turno, resultado de las trayectorias declinantes a lo largo del período de las relaciones de reservas bancarias a depósitos, y del efectivo en poder del público a depósitos, tal como se exhibe en los gráficos 4.77 y 4.78.

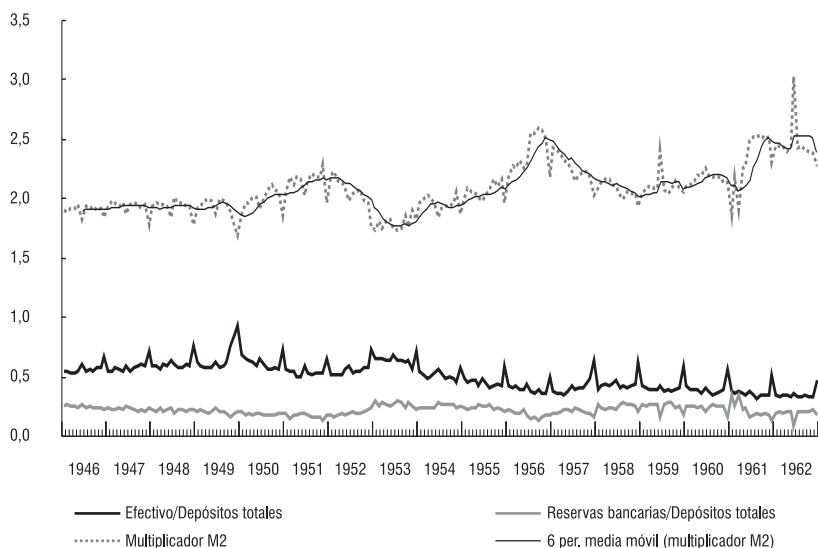
Gráfico 4.77

Multiplicador M1 y sus componentes, 1946-1962



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.78
Multiplificador M2 y sus componentes, 1946-1962



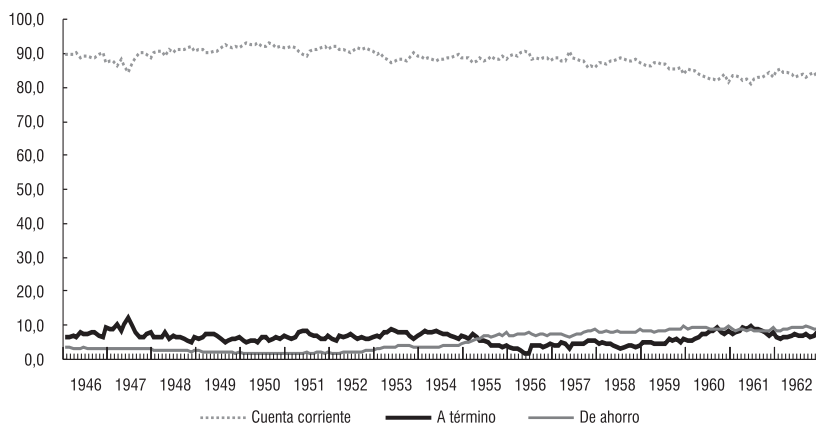
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El ciclo más notable fue el acontecido entre 1954 y 1958. El multiplicador de la oferta monetaria ampliada se elevó de 2,22 en 1954 a 2,70 en 1956, y tras su viraje en 1957 terminó en 2,38 en 1958. Como la relación de efectivo mantuvo su trayectoria declinante de largo plazo, el ciclo del multiplicador obedeció a la caída de la relación de reservas durante los primeros dos años, y a su aumento durante los segundos.

La banca comercial del período 1945-1962 fue predominantemente una basada en las cuentas corrientes. Desde la Gran Depresión dichas cuentas no se hacían acreedoras a intereses. En el Gráfico 4.79 se exhibe la participación porcentual de los depósitos del público en la cuenta corriente, en ahorros y a término; la participación de los primeros revela una muy leve disminución en el tiempo, desde el 90 % a mediados de los años cuarenta, hasta el 85 % en 1962. Los depósitos de ahorro alcanzaron en importancia (6 %) a los a término a mediados de 1955, y para 1962 ya frisaban el 10 %.

Gráfico 4.79
Sistema bancario: depósitos del público, 1946-1962

(participación porcentual)



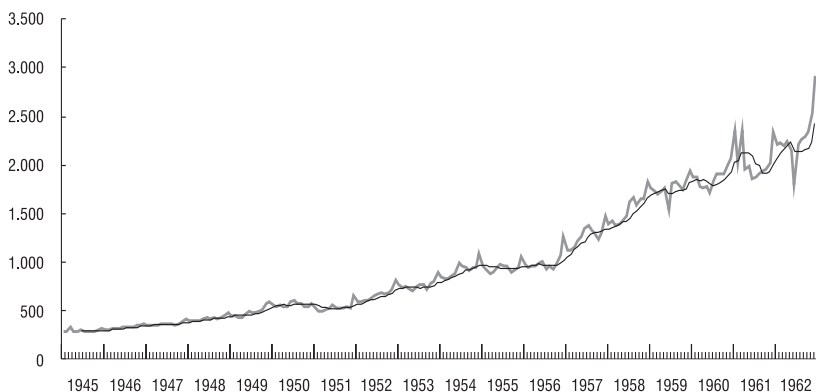
Fuente: RBR (varios años).

B. La creación de dinero por parte del Banco de la República

El Gráfico 4.80 presenta el trazo de los saldos mensuales de la base monetaria entre enero de 1945 y diciembre de 1962. Se observan tres fases: la primera se extiende hasta mediados de 1951; la segunda hasta mediados de 1956, y la tercera hasta 1962. En promedio, los pasivos monetarios en el balance del Banco de la República crecieron a una tasa anual del 12,1 %.

Gráfico 4.80
Base monetaria, 1945-1962

(millones de pesos)

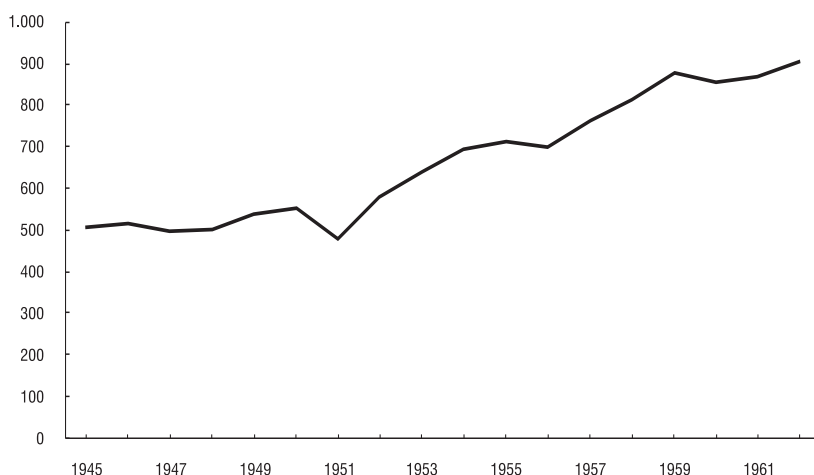


Fuente: RBR (varios años).

El mismo trazo, pero en términos reales anuales, aparece en el Gráfico 4.81. La base real creció a una tasa media anual del 3,4 %. En la primera fase (1945-1951) el crecimiento medio anual fue del 2,7 %; en la segunda, extendida hasta 1956, fue mucho mayor, del 7,6 %, pero la gran expansión ocurrió entre 1951 y 1954, cuando la tasa media bordeó el 12,5 % anual; en la tercera, a partir de 1956, el crecimiento medio por año fue del 4,3 %, pero también repartido en dos subperíodos: en el de mayor dinamismo, entre 1956 y 1959, la base real se expandió al 7,5 % anual.

Gráfico 4.81
Base monetaria real, 1945-1962
(1994 = 100)

(millones de pesos)



Fuente: RBR (varios años).

En el Gráfico 4.82 se aprecian las tasas de crecimiento calculadas año tras año entre 1945 y 1962; en cuatro años fueron negativas: -4 % en 1947, -13 % en 1951, -2 % en 1956 y -2,5 % en 1960. Hasta 1951 predominó un esfuerzo contraccionista, al punto de que el promedio de las tasas anuales fue negativo (-0,37 %); luego vinieron dos períodos de expansión y contracción nominales y reales; finalmente, el período culmina con el ascenso paralelo de los crecimientos de la base tanto en términos nominales como reales.

Gráfico 4.82

Base monetaria: tasas de crecimiento anual, 1945-1962

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios años).

Las tasas anuales de crecimiento del PIB nominal siguieron un franco decrecimiento hasta 1952; tras la fuerte expansión primaria de 1952 (23,3 %) y sus sobresalientes crecimientos en 1953 y 1954 (10 % y 8,8 % respectivamente). El promedio de las tasas de crecimiento del producto nominal logró estabilizarse hasta cerca del final del período, cuando volvió a descender (Gráfico 4.83).

Gráfico 4.83

Base monetaria y PIB nominales: tasas de crecimiento anual, 1945-1962

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios años).

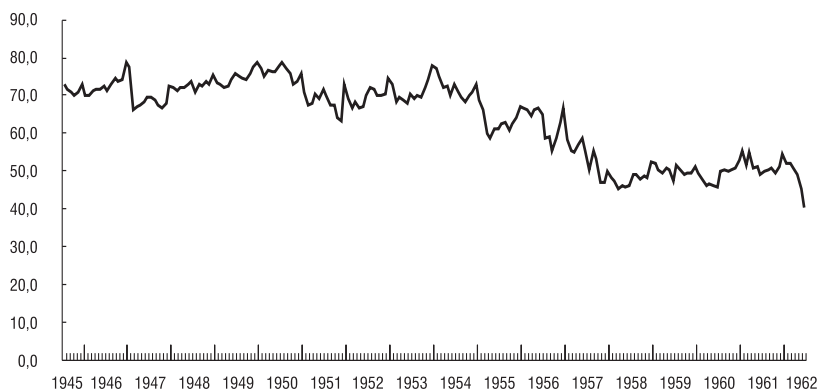
C. El balance del Banco de la República

Los pasivos monetarios del Banco predominaron en la composición del balance desde mediados de 1945 hasta finales de 1954, con el 71,8 % en promedio. En los dos años siguientes descendieron al 63 %, y en el resto del período su importancia cayó en promedio al 50 % (Gráfico 4.84).

Gráfico 4.84

Banco de la República: base monetaria, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

1. Las reservas internacionales y el crédito

Terminada la guerra, las reservas internacionales representaban el 70 % de los activos del Banco, y el crédito no más del 20 %. Las cosas cambiaron desde el segundo trimestre de 1946, cuando la participación del crédito comenzó a ascender rápidamente, acompañada por un descenso de las reservas, todavía limitado. En el primer semestre de 1947 la importancia de las reservas, en el balance se redujo de manera abrupta, al pasar del 67 % al 40 % de los activos; durante el segundo semestre de dicho año las reservas y el crédito compartieron una participación similar del orden del 40 %.

La *Revista* leyó con ojo crítico los eventos monetarios de 1947, en especial en relación con la abultada expansión del crédito (Cuadro 4.11). Según ella, el crédito primario debería limitarse a “operaciones compatibles con las finalidades propias de un banco central”:

Las reservas de oro y divisas del banco central descendieron en el año de US\$ 175.995.000 a US\$ 123.415.000, pero puede afirmarse que la diferencia de US\$ 52.580.000 está representada por elementos esenciales para el desarrollo de la producción interna. [...] Los billetes en circulación del Banco de la República pasaron de \$ 260.069.000 a \$ 297.924.000 en el transcurso del año.

Hubiera sido deseable que no se produjera este fenómeno de alza, pues indudablemente a fines de 1945 era ya alto el volumen de los medios de pago, y su razonable adaptación a las necesidades reales de la economía debía esperarse el año pasado, como resultado de la abundante salida de divisas y consiguiente reducción del circulante; situación prevista de tiempo atrás para cuando mejoraran las desfavorables condiciones del comercio exterior creadas por el conflicto mundial [...]. Los préstamos y descuentos del Banco de la República a las instituciones afiliadas, a los bancos no accionistas y a varias entidades oficiales, tuvieron en el año un incremento que se aproxima a \$ 97.000.000, circunstancia que obliga a meditar cuidadosamente en la necesidad de limitar las emisiones futuras a operaciones de urgencia inaplazable, compatibles con las finalidades propias de un banco central. Como es obvio, ello implica que no podrán satisfacerse en su totalidad muchas justas aspiraciones para la inmediata ejecución de obras de manifiesta importancia en distintas regiones del país, cuya realización sólo será factible en forma gradual y en el transcurso de varios años, a menos que se cuente con el aporte de capitales extranjeros (*RBR*-243, enero de 1948: 3).

Cuadro 4.11

Balance del Banco de la República: cuentas seleccionadas, 1946-1947

(miles de pesos)

Cuentas	1946 (diciembre)	1947 (diciembre)	Variación absoluta	Variación porcentual
Reservas internacionales	308 479	216 369	-92 110	-29,8
Crédito al Gobierno	2 142	24 469	22 327	
Inversiones en bonos públicos	85 054	102 561	17 507	20,6
Crédito a los bancos	34 127	108 764	74 637	
Crédito a los particulares	346	78	-268	-77,5
Billetes en circulación	260 069	297 924	37 855	14,6
Medios de pago ^a	583 437	640 589	57 152	9,8

a/ Cuenta informativa, ya que no hace parte del balance del Banco de la República.

Fuente: *RBR* (varios años).

Se advierte una cierta tensión entre estos planteamientos y los expresados por el gobierno en el mensaje de año nuevo de 1948:

La práctica monetaria y crediticia del actual régimen está resumida en el movimiento de los medios de pago, en la velocidad de la circulación y en la orientación dada al crédito. Es en el año de 1947 durante el cual los medios de pago han logrado una mayor estabilidad y el crédito ha experimentado un mayor crecimiento, dirigido especialmente hacia las actividades agrícolas, industriales y comerciales. ¿Qué política monetaria y crediticia se desea? Ninguno aceptaría aquella que implicase un desordenado estímulo a la corriente inflacionista o una orientación especulativa, exagerada y aleatoria en la política de préstamos. De otro lado, es evidente que ningún colombiano considera adecuada y oportuna,

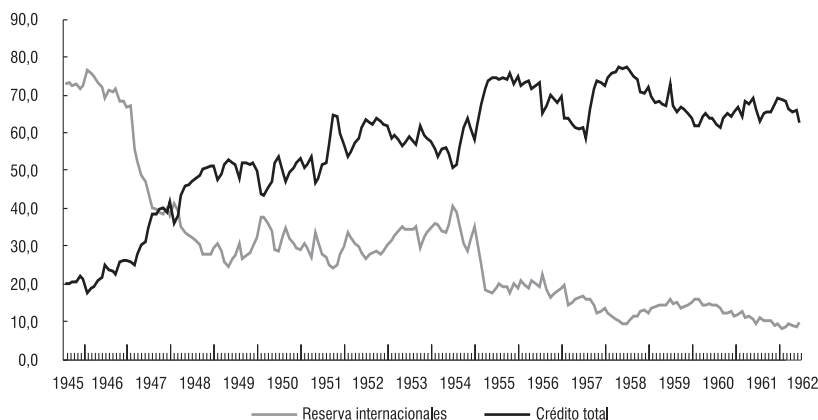
en los actuales momentos, una tendencia deflacionista o restrictiva, ya que la producción y la renta nacionales requieren, dado su extraordinario ascenso en los últimos años, un determinado volumen de crédito y de medios de pago, cuya automática restricción seguramente implicaría una paralización en los frentes de trabajo, con el consiguiente fenómeno del desempleo (Ospina Pérez, 1948; *RBR*-243, enero de 1948: 8).

A partir de marzo de 1948 el crédito se despegó definitivamente de las reservas para alcanzar una participación del orden del 50 % en septiembre de dicho año. De esta fecha hasta finales de 1954 la participación media del crédito en el balance fue del 54,8 % y la de las reservas del 31 %; una mayor preponderancia ganó el crédito en los últimos ocho años de la serie, al significar el 68,6 % de los activos, y las reservas apenas el 14 % de los mismos. En promedio para todo el período el crédito representó el 56,4 % del balance del Banco (Gráfico 4.85).

Gráfico 4.85

Banco de la República: reservas internacionales y crédito total, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje de los activos totales)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

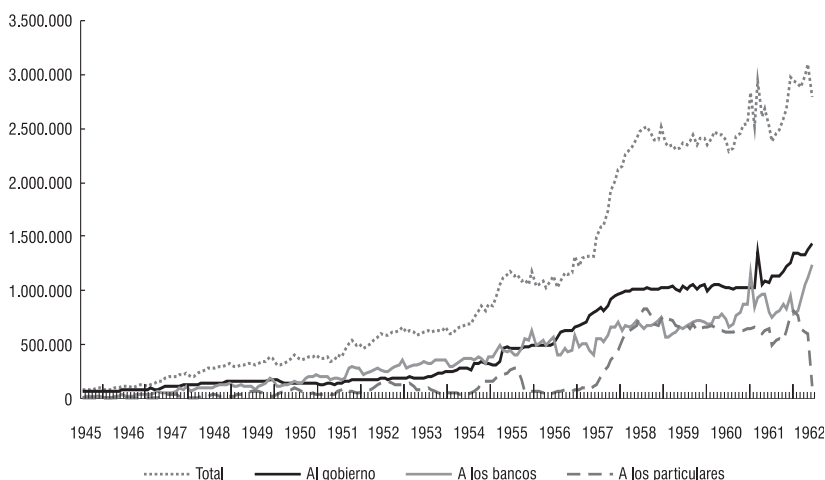
2. La composición del crédito primario

La composición del crédito en cifras absolutas se despliega en el Gráfico 4.86. El crecimiento del crédito total fue exponencial a lo largo del período. A partir de 1954 su empujamiento presentó dos pausas, una entre mediados de 1955 y mediados de 1956, y la otra, entre mediados de 1958 y mediados de 1960. En el ascenso inopinado de 1954 participaron tanto el Gobierno como los bancos y los particulares, pero fueron estos últimos quienes propiciaron su cambio de pendiente, y luego, con la súbita reducción de sus saldos, la primera pausa desde el último trimestre de 1955. Luego, entre mediados de 1957 e igual fecha de 1958 el crédito primario a los particulares tuvo de nuevo

un papel protagonista, ya que sus saldos se multiplicaron por diez. A estos impulsos y retracciones del crédito a los particulares se sumó el persistente crecimiento de los saldos adeudados por el Gobierno, los cuales se multiplicaron por cinco entre mediados de 1953 y mediados de 1958. La reducción progresiva de las acreencias del Banco a los particulares y la estabilización del crédito al Gobierno desde mediados de 1958 definieron la segunda pausa en el crecimiento del crédito total. Después de la segunda pausa se observan dos empujones al crédito total: uno protagonizado por el crédito a la banca, y el otro conjuntamente por el crédito a los bancos y el otorgado al Gobierno.

Gráfico 4.86
Crédito del Banco de la República, 1945 (junio) a 1962 (junio)

(miles de pesos)



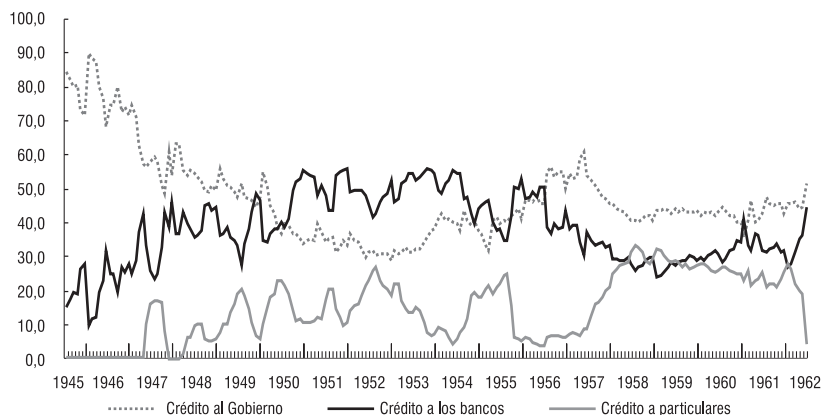
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Las participaciones del crédito a la banca y del crédito al Gobierno en el crédito total se entrecruzaron principalmente en dos ocasiones, como puede apreciarse en el Gráfico 4.87. Culminada la guerra, el crédito al Gobierno significaba el 80 %, pero tal predominio se redujo de manera gradual hasta extinguirse a finales de 1949; luego, y hasta finales de 1954, el crédito a la banca fue la principal fuente del crédito primario. Ya en el último tramo de estudio el crédito al gobierno volvió a ser preponderante.

Gráfico 4.87

Banco de la República: composición del crédito total, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje)



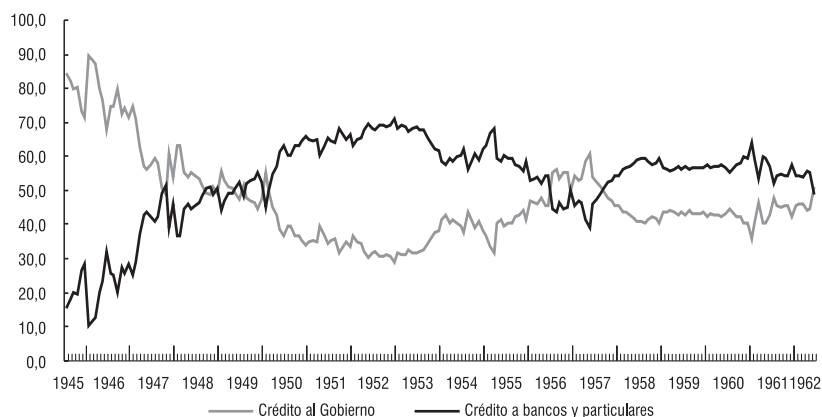
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

El Gráfico 4.88 reúne en una sola trayectoria al crédito a la banca y el otorgado a los particulares para enfrentarla a la del crédito al Gobierno. En ella se destaca la primacía de aquellos sobre este a partir de 1950; en efecto, su participación en el crédito total fue del 58,6 %; pero aun si se toma la totalidad del período, el crédito a bancos y particulares significó en promedio más de la mitad del crédito primario durante dicho lapso, por encima del 53 %.

Gráfico 4.88

Banco de la República: crédito al Gobierno, y a bancos y particulares, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

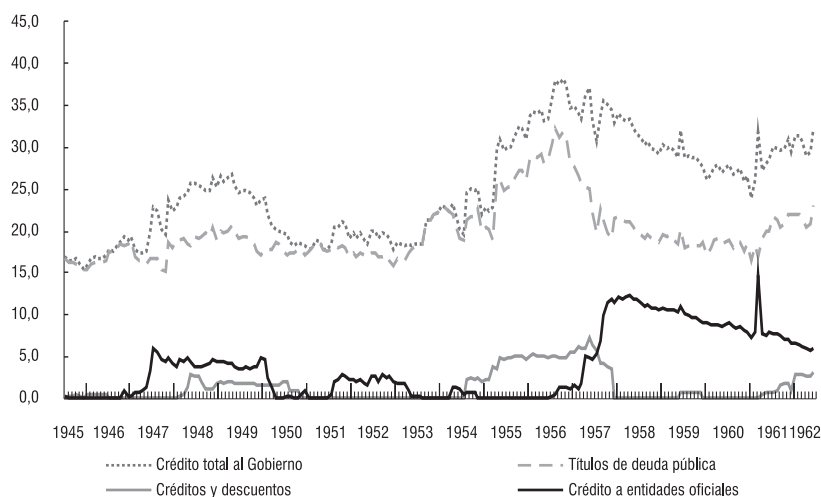
3. El crédito total al Gobierno

El principal componente del crédito al Gobierno fue la adquisición por parte del Banco de títulos de la deuda pública, tal como se aprecia en el Gráfico 4.89. En promedio, la inversión en tales títulos representó el 81,5 % del crédito total al Gobierno durante el período. El crédito directo careció de importancia, como permite apreciarlo la trayectoria de la partida créditos y descuentos. El crédito a entidades oficiales, que había alcanzado una muy limitada importancia entre 1947 y 1949, reapareció en 1957, pero su relevancia se extinguió progresivamente en los años subsiguientes.

Gráfico 4.89

Banco de la República: crédito al Gobierno y sus componentes, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

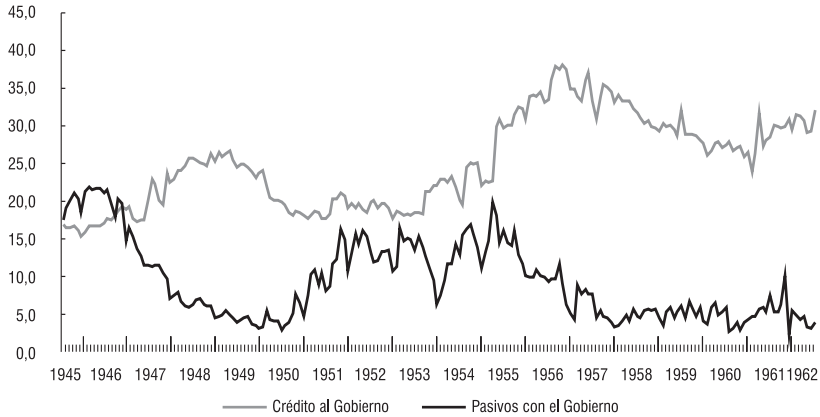
4. Los pasivos del Banco de la República con el Gobierno y los particulares

Con excepción del primer año y medio después de la guerra, el crédito otorgado por el Banco al Gobierno excedió siempre a los depósitos consignados por este último en el primero. Entre 1951 y 1955 los depósitos ejercieron un apreciable contrapeso al crédito por entonces otorgado al Gobierno (Gráfico 4.90).

Gráfico 4.90

Banco de la República: crédito al Gobierno y pasivos con el Gobierno, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje de los activos)



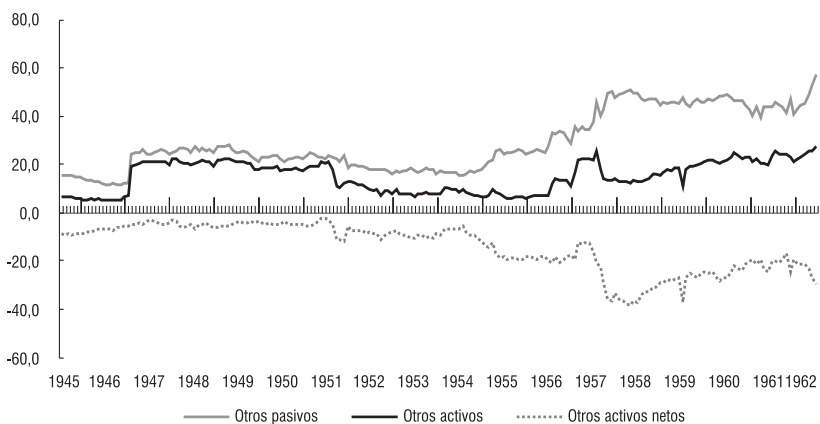
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Hasta finales de 1954 las cuentas clasificadas como otros pasivos representaron entre el 15 y el 20 % del balance; en los siguientes tres años se elevaron significativamente hasta llegar al 50 %, y se sostuvieron a ese nivel hasta el final del período (Gráfico 4.91)

Gráfico 4.91

Banco de la República: otros pasivos, 1945 (julio) a 1962 (junio)

(porcentaje de los activos)

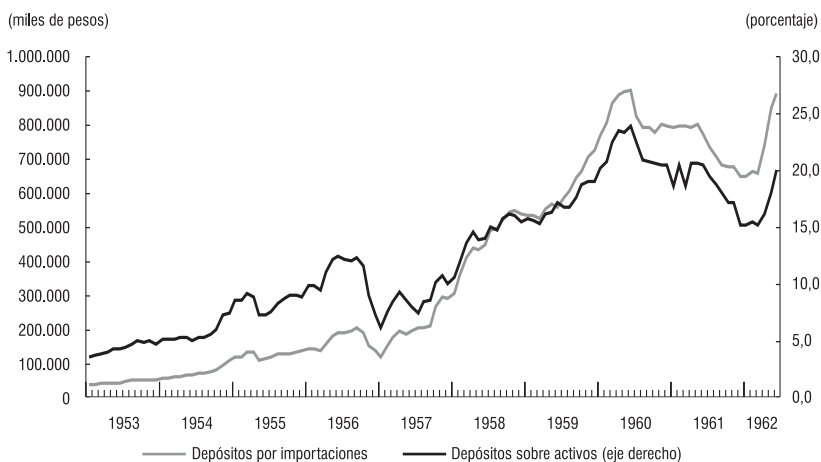


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el Gráfico 4.92 se presenta la trayectoria de los depósitos de importaciones entre 1953 y 1962, tanto en términos absolutos, como en porcentaje de los activos del Banco. Los depósitos ganaron terreno en el balance de manera gradual entre 1953 y 1956, al aumentar del 3 al 12 %. A finales de este último año se redujeron rápidamente al orden del 6 % de los activos, pero asimismo iniciaron un nuevo ascenso también gradual que los llevó a representar el 25 % del balance a mediados de 1960. En los siguientes dos años su participación descendió hasta el 15 % a mediados de 1962, cuando sobrevino un fuerte ascenso que los llevó a representar el 20 % de los activos al expirar el período.

Gráfico 4.92

Banco de la República: depósitos por importaciones, 1953 (enero) a 1962 (junio)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

5. *El seguimiento del crédito primario y medidas de política monetaria en las páginas de la Revista*

El aumento de las reservas del Banco durante la guerra, con sus implicaciones sobre el aumento de la circulación monetaria, había llevado al editorialista a esperar que con la normalización del comercio y el aumento de las importaciones sobrevendría “una disminución de las reservas del banco emisor y un descenso en los medios de pago” (RBR-219, enero de 1946: 3). Este comentario fue formulado en enero de 1946 cuando el monto de las reservas internacionales en el balance del año recién terminado era de \$324,6 millones, y el del crédito total de \$74,8 millones; en esta última suma se incluían las compras de bonos del Gobierno por parte del Banco, las cuales ascendían a \$65,1 millones, y el crédito directo al Gobierno por \$2,2 millones. Para entonces, el crédito a los bancos era de \$7,3 millones y el otorgado a los particulares de \$0,23 millones. En aquel momento, el crédito al Gobierno representaba el 17 % de los activos del Banco, y el crédito a la banca, apenas el 3 %.

Con el correr del tiempo, entre 1945 y 1962, la *Revista* registraría el drenaje de las reservas internacionales y su pérdida de ascendiente en el balance, al tiempo que tomaría nota del ascenso del crédito primario. Así, en previsión de un desmesurado crecimiento crediticio, a mediados de 1946 el ministro de Hacienda de la saliente administración de Lleras Camargo anunció que no recurriría exclusivamente a la emisión de bonos para financiar el déficit fiscal por las implicaciones monetarias de su adquisición por el banco emisor (*RBR-224*, junio de 1946: 336). La entrante administración de Ospina Pérez continuó con una tónica semejante y se adoptaron medidas de control monetario orientadas a restringir o suspender la emisión de títulos de deuda pública y a limitar la cartera bancaria a los niveles del momento, más un 5 % (*RBR-226*, agosto de 1946: 497)¹¹³.

En la práctica, el Banco se vería envuelto en numerosas operaciones crediticias relacionadas con una variedad de proyectos de interés público, que dificultaban el manejo monetario, aunque sus efectos totales no fueran inmediatos. A finales de 1947 el gerente anunció que,

Las inversiones del Banco de la República en documentos oficiales registraron en noviembre un aumento muy cuantioso, originado por la inversión de los \$25.000.000 en bonos del nuevo empréstito de Salinas, cuyo producto se destinará al ensanche de la explotación de estos valiosos bienes del Estado, a la terminación de la planta de productos químicos derivados del cloruro de sodio y al aprovechamiento de la caída del río Neusa para un desarrollo hidroeléctrico (*RBR-242*, diciembre de 1947: 968).

a. La emergencia fiscal de 1948 y sus implicaciones monetarias

Los graves acontecimientos políticos de abril de 1948 también incidirían en el crédito del banco emisor. Se acordó con el Gobierno que al Banco Central Hipotecario se le otorgaría un crédito destinado a financiar préstamos de largo plazo para obras de reconstrucción, e igualmente facilidades crediticias al Instituto de Crédito Territorial para la construcción de viviendas. En general, se acordó que el Banco prestaría “amplio apoyo a los bancos comerciales y a las cajas de ahorro del país. En consecuencia, tales entidades estarán en capacidad de atender la plenitud de sus compromisos y obligaciones con el público en cualquier emergencia” (*RBR-246*, abril de 1948: 405).

Los sucesos extraordinarios de abril aceleraron la expedición de normas bancarias previamente debatidas por el Congreso, complementadas con disposiciones para atender aquellas circunstancias. Dichas medidas hicieron parte del Decreto 1407 de 1948. Según el gerente, la mayoría de ellas seguía, en líneas generales, “el proyecto de ley sometido por el gobierno al estudio del Congreso en sus pasadas sesiones, y coinciden con algunas reformas propuestas a la misma legislatura por un grupo distinguido de miembros del Senado (*RBR-247*, mayo de 1948: 543). Pero las condiciones del momento eran acuciantes, y así lo manifestó el primer considerando del decreto citado:

¹¹³ Sin embargo, dos meses más tarde se dispuso que en vez del 5, el aumento permitido sería del 30 %, siempre y cuando fuera en favor de la pequeña agricultura (*RBR-228*, octubre de 1946: 655).

Que las perturbaciones de orden económico causadas por los pasados sucesos imponen la necesidad de fijar normas de orden bancario que permitan a las entidades de crédito atender a la actual situación de emergencia y facilitar el restablecimiento económico de los sectores comerciales e industriales afectados (Decreto 1407 de 1948; *RBR*-247, mayo de 1948: 583).

En consecuencia, la primera determinación del decreto rebajaba el encaje del Banco de la República sobre sus billetes y depósitos al 25 %; con ella se buscaban tres objetivos: primero, que el Emisor dispusiera de divisas para importaciones de elementos esenciales para el restablecimiento de sectores afectados por la violencia; segundo, que se contara con recursos para que el Banco Central Hipotecario otorgara créditos destinados a la reconstrucción de inmuebles, y tercero, para acrecentar la capacidad de redescuento de préstamos que la banca comercial otorgara al sector comercio, afectado durante los sucesos mencionados¹¹⁴.

De acuerdo con lo anterior, los cupos de redescuento podrían “ser aumentados prudencialmente cuando así lo requieran las circunstancias, por la Junta Directiva del Banco de la República con el voto favorable de siete directores, incluyendo el del señor Ministro de Hacienda” (Decreto 1407 de 1948, artículo 2º; *RBR*-247, mayo de 1948: 584). Desde los años treinta, según las leyes 168 de 1938 y 38 de 1939, se había fijado como cupo para redescuento de créditos bancarios, en su orden, el 100 % y el 120 % del capital y reservas del Emisor¹¹⁵.

El decreto en cuestión incluyó otras determinaciones que, en términos de perspectiva futura, significarían un enriquecimiento de los instrumentos disponibles para el ejercicio de la política monetaria. Se trató de la acogida, dentro de ciertas limitaciones, del sistema de encajes flexibles. En efecto, se estableció que la Junta Directiva quedaba facultada para fijar el encaje legal de los bancos “a fin de hacer efectiva la política de crédito que se estimare más oportuna”, siempre y cuando se contara con el voto favorable de siete directores, incluyendo el del señor ministro de Hacienda. Se dispuso, entre otros aspectos generales, que se podrían establecer encajes diferentes según el tipo de depósitos, que el encaje legal estaría compuesto por depósitos disponibles, sin interés, en el Banco de la República, y que hasta un 20 % del encaje podría mantenerse en caja de los bancos.

En cuanto a disposiciones concretas para el momento, se dictaminó que el encaje sobre depósitos en cuenta corriente en los bancos afiliados se ubicaría entre el 10 y el 30 %, siempre y cuando ellos no cobraran sobre sus préstamos descontables en el Emisor una tasa de interés que excediera en más de dos puntos la tasa cobrada por el Banco de la República.

Unos meses después el gerente volvió sobre el tema de las implicaciones monetarias del déficit fiscal, al señalar que entre las medidas de “inmediata urgencia” estaban “el equilibrio de los presupuestos oficiales y la revisión del régimen tributario”:

¹¹⁴ Se autorizó a la banca a otorgar a los damnificados créditos hasta por cinco años, con intereses del 6 % anual; los intereses de los dos primeros años serían cubiertos por el Gobierno (Decreto 1766 de mayo de 1948; Franco, 1966: 113).

¹¹⁵ En lo restante de 1948 solamente la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero solicitó y obtuvo la ampliación de su cupo por la suma de \$ 10 millones (*RBR*-253, noviembre de 1948: 1239).

Si se examinan cuidadosamente las causas que han originado el incremento excesivo de la circulación monetaria, es preciso reconocer que las emisiones destinadas a atender gastos del Estado ocupan el primer lugar, lo que entraña inconvenientes y peligros que la dirección del Banco de la República ha hecho notar en repetidas ocasiones.

En el mes de junio último se entregaron a la Tesorería General \$ 10.000.000 del empréstito por \$ 35.000.000 de que trata la Ley 35 de 1945, con destino a las obras de pavimentación de carreteras. Esta operación convenida a fines del año pasado, mereció ser criticada por su escasa cuantía, pues se esperaba que el instituto emisor financiara en su totalidad el empréstito autorizado por la citada Ley 35. Próximamente, el Banco tendrá que suministrar al Estado otro anticipo cuantioso, de \$ 10.000.000 para resolver la dura crisis que atraviesan los Ferrocarriles Nacionales. Quedan, además, pendientes las operaciones destinadas a facilitar crédito a los damnificados por los acontecimientos de abril, cuya estimación llega alrededor de \$ 20.000.000 (*RBR*-249, julio de 1948: 770).

Unos meses más tarde la *Revista* lamentó que las verdaderas dimensiones de los préstamos a los damnificados estuvieran todavía cubiertas por un manto de incertidumbre, de modo que sus implicaciones monetarias fuesen también inciertas. Para entonces, el cálculo inicial de \$ 20 millones parecía exiguo. Según el gerente, “siendo visiblemente superior el valor de tales daños, es obvia la necesidad de adelantar un nuevo estudio en busca de alguna fórmula de financiación a los dueños de fincas raíces, que no implique una cuantiosa emisión adicional de billetes del banco central” (*RBR*-253, noviembre de 1948: 1239-1240).

Las tensiones vividas por la Junta del Banco ante sucesos como los que acaban de narrarse, no pudieron ser ocultadas por el gerente:

No depende de la voluntad de los directores del instituto emisor la improbación de negocios como los descritos antes, a manera de ejemplo. Cuando, frente a determinada situación de hecho, se exige el concurso del Banco, éste carece en la práctica de medios para dejar de prestarlos, entre otras razones porque una negativa de su parte produciría resultados aún más perjudiciales que los que pudieran señalarse a la consiguiente expansión del crédito (*RBR*-249, julio de 1948: 770).

A comienzos de 1949 el editorialista repasó la experiencia de 1948, animado por lo que llamó un “alentador optimismo”, a pesar de estar informando que el aumento de la emisión de billetes en 1948, la cual había desbordado el 21 %, había sido “considerable”. En la explicación del porqué de dicho incremento, el gerente insistió en mencionar el otorgamiento de préstamos para una variedad de objetivos:

A las instituciones afiliadas, por valor de \$ 15.000.000, con destino a damnificados de los sucesos de abril, un cupo adicional de \$ 10.000.000 asignado a la Caja Agraria, el crédito de \$ 10.000.000 otorgado a los Ferrocarriles Nacionales, los convenios relativos a la financiación de los gastos de la IX Conferencia Internacional Americana y las inversiones en la Planta de Soda y la Salina Marítima de Galerazamba. [...]. El banco emisor prestó igualmente su concurso en obras de interés público general, tales como las ampliaciones del puerto de Buenaventura y los trabajos de varias centrales hidroeléctricas,

y abrió al gobierno en los últimos días de diciembre un crédito de \$ 5.000.000, que se espera sea de carácter muy transitorio, para saldar el déficit de Tesorería (*RBR*-255, enero de 1949: 3).

El gerente reiteró la vigencia de “sentimientos de confianza”, los cuales

[...] no serán defraudados en 1949 si se logra ejercer una severa vigilancia sobre la circulación monetaria; contener el afán exagerado de realizar obras y empresas públicas que, si de importancia, están en desproporción manifiesta con las disponibilidades del país; orientar la política de control de cambios en busca de un equilibrio inaplazable de la balanza de pagos, y liquidar sin déficit el presupuesto del Estado (*RBR*-255, enero de 1949: 3-4).

El apoyo financiero a los comerciantes damnificados por los sucesos de abril de 1948 fue un tema reiterado en las entregas mensuales de la *Revista*. Los cálculos iniciales de \$20 millones fueron reestimados a mediados de 1949 en \$32,7 millones (*RBR*-256, febrero de 1949: 108; *IGBR* 1948-1949: 28; *RBR*-258, abril de 1949: 368). En relación con los damnificados en sus bienes raíces, la Ley 90 de 1948 previó que del producto en pesos del empréstito de US\$ 10 millones contratado en dicho año con el Export-Import Bank, el 80% se invirtiera en cédulas del BCH de un interés no superior al 4% anual, para financiar préstamos a los damnificados.

El manejo monetario se convirtió en un tema de controversia pública en la cual terciaba el Banco con frecuencia: “El aspecto relacionado con la circulación monetaria es, sin lugar a duda, muy complejo. [...]. El banco emisor ha procurado, hasta donde es posible, realizar una política equidistante así de la inflación como de la contracción” (*RBR*-257, marzo de 1949: 223). “El Banco de la República desarrolla hoy una política encaminada a detener, hasta donde ello es posible, los males de la inflación y prevenir los riesgos de una contracción drástica” (*RBR*-260, junio de 1949: 607).

La ocasión sirvió para reiterar la tradicional adhesión del Banco a la teoría del crédito productivo no inflacionario:

Para determinar si un período es o no de inflación, debe tenerse en cuenta no solo el volumen de los medios de pago y del crédito bancario, sino primordialmente su destinación. En la actualidad existe menos inquietud a este respecto [...]. No podría hoy hablarse con fundamento de transacciones de especulación en escala apreciable. El crédito bancario es conducido razonablemente en cuanto a las inversiones se refiere. Otra cosa, esa sí muy grave, sería el incremento del circulante. Quienes aspiran a esta solución deben recordar que por sí solos, no dan lugar a la demanda de productos mercantiles. La capacidad de consumo se deriva del trabajo y de la producción (*RBR*-257, marzo de 1949: 224).

Una vez más insistimos acerca de la necesidad de ejercer un riguroso control selectivo del crédito, encaminándolo en particular al fomento de la producción (*RBR*-263, septiembre de 1949: 955).

La posibilidad de que el crédito primario tomara el rumbo del financiamiento del gasto ordinario de las entidades oficiales fue cuestionada por el editorialista:

[...] tanto el gobierno como los directores del banco emisor coinciden en que es necesario detener la expansión inmoderada de los medios de pago, evitando ante todo las emisiones destinadas a atender gastos comunes de entidades oficiales (RBR-267, enero de 1950: 3).

b. Desarrollos financieros del medio siglo. El encaje como instrumento de control monetario

El de 1950 fue un año auspicioso para el crédito de fomento; tempranamente se expidió el Decreto 384, mediante el cual se adoptó una modalidad de crédito bancario hasta entonces inexistente en el país; a partir de entonces, los bancos podrían otorgar préstamos hasta con cinco años de plazo para la construcción o ensanche de obras de fomento económico, tales como industrias extractivas y agrícolas, irrigaciones, plantas eléctricas, y construcciones urbanas para las clases media y obrera. A su turno, el Banco descontaría tales préstamos a un interés inferior en al menos un punto al más bajo fijado para los descuentos comerciales. En todo caso, los bancos tendrían como límite para estos créditos el 10 % de sus depósitos a la vista y a término (Decreto 384 de 1950; RBR-268, febrero de 1950: 166). En cuanto al interés que cobrarían los bancos, se estableció que sería un punto más bajo que el exigido por el Banco Central Hipotecario en sus préstamos de amortización gradual de mayor plazo (Decreto 1249 de 1950; RBR-271, mayo de 1950: 508-509; Decreto 2026 de 1950; RBR-273, julio de 1950: 727).

Hacia mediados de 1950 varios indicadores concitaron la atención de la *Revista*. Los índices de precios se empinaron como no lo habían hecho en los primeros años después de la guerra. El de artículos alimenticios de primera necesidad en el país, el de la vida obrera y el de la clase media en Bogotá se elevaron de manera significativa durante el primer semestre (gráficos 4.12, 4.17 y 4.18). Por su lado, la cartera bancaria se incrementó en un 37 % entre diciembre de 1949 y septiembre de 1950 (Gráfico 4.93, más adelante). Precisamente, en las notas editoriales de este último mes la *Revista* reveló que, “el crédito bancario se viene ensanchando en proporción inusitada, debido a múltiples factores [...]”; y, en octubre se refirió al “acentuado proceso de ensanche de las carteras bancarias”. Con el propósito de abatir estos pruritos inflacionarios se mencionaron las opciones siguientes:

[...] la limitación de las carteras bancarias que podría lograrse con un alza gradual y moderada de los encajes sobre los depósitos a la vista, combinada con el aumento de la tasa de redescuento del banco emisor, o sin necesidad de aplicar estas medidas de forzoso cumplimiento, por medio de un acuerdo interbancario, al que podría llegarse después de concienzudo estudio de los problemas y necesidades del crédito (RBR-276, octubre de 1950: 1023).

Y, como se optó por la vía del acuerdo interbancario, el gerente la explicó en los siguientes términos:

En efecto, como es de público conocimiento, a fines del mes pasado, en reunión propiciada por el señor ministro de Hacienda y las directivas del banco emisor, y con asistencia de los gerentes de los bancos comerciales, tanto nacionales como extranjeros, se acordó unánimemente mantener el nivel de las carteras de los

respectivos establecimientos en un monto que no sobrepasara al registrado el 30 de septiembre [...], conviene insistir en que no se trata propiamente de medidas *restrictivas* sino estabilizadoras del crédito [...], y que ellas no implican paralización en el otorgamiento de préstamos, porque el volumen ordinario de abonos y cancelaciones permite a los institutos bancarios atender al perfeccionamiento de nuevas obligaciones (*RBR*-276, octubre de 1950: 1023).

El acuerdo fue tema de primera línea en los siguientes meses. En noviembre se advirtió que “las medidas sobre estabilización del crédito bancario están contribuyendo de manera eficaz a moderar la tendencia inflacionista que venía advirtiéndose desde hace varios meses” (*RBR*-277, noviembre de 1950: 1143). Y, en diciembre el editorial reconoció que

[...] los efectos del acuerdo interbancario sobre estabilización de las carteras, celebrado a fines de septiembre último, han sido ampliamente debatidos. Aun cuando es prematuro poderlos juzgar con la debida exactitud, no es aventurado afirmar que la medida prevista en dicho acuerdo se hacía necesaria y fue oportuna para detener el ritmo exagerado de crecimiento que venía señalando el crédito bancario (*RBR*-278, diciembre de 1950: 1247).

Durante la vigencia del acuerdo, transcurrida entre septiembre de 1950 y abril de 1951, los saldos de la cartera se deprimieron: de \$640,8 millones en septiembre descendieron a \$608 millones en diciembre, y a \$603,9 millones en abril. Posteriormente, los saldos crecieron hasta el punto de alcanzar en el siguiente septiembre la cifra de \$643,5 millones, magnitud nominal escasamente superior a la lograda cuando se firmó el acuerdo.

Los últimos meses de 1950 y primeros de 1951 fueron fértiles en medidas institucionales relacionadas con el control monetario y el sector financiero. Las primeras tuvieron que ver con el encaje legal, y las segundas con el marco institucional de los depósitos de ahorro, las inversiones forzosas en cédulas hipotecarias, y la relación que deberían guardar los bancos entre su capital y los depósitos del público.

A pesar de estar en vigor el tope de cartera acordado en septiembre, el 13 de diciembre la junta directiva del Banco aprobó reducir el encaje sobre depósitos a la vista del 15 % al 10 %, como medida transitoria hasta el 9 de enero, con el propósito de permitirle a los bancos enfrentar con mayor holgura la caída estacional de depósitos. La *Revista* registró el suceso en los siguientes términos:

Es esta la primera vez que la junta del instituto central de emisión hace uso de este instrumento tan útil e importante, y que, aplicado con agilidad y eficacia, permite regular en gran parte las fluctuantes alternativas del movimiento bancario y monetario (*RBR*-278, diciembre de 1950: 1247)¹¹⁶.

¹¹⁶ Dentro del acuerdo interbancario vigente, en febrero de 1951 se aceptó una reducción de tres puntos en el encaje sobre los depósitos a la vista, la cual debía expirar el siguiente 30 de abril (*RBR*-280, febrero de 1951: 115). Posteriormente, la expiración de dicha medida se amplió hasta el 30 de mayo del mismo año. Fue la primera decisión sobre encajes adoptada con posterioridad a la reforma estatutaria del Banco en abril de 1951 (*RBR*-283, mayo de 1951: 519).

En cuanto a los depósitos de ahorro, se decidió sustituir el esquema prevaleciente desde 1936, que centralizaba el ahorro financiero en la Caja Colombiana de Ahorros, entidad de origen oficial. Se autorizó que la banca comercial pudiera mantener o abrir secciones de ahorro. Y, en relación con una mayor provisión de recursos para el crédito hipotecario, se dispuso que las secciones y cajas de ahorro invirtieran la mitad de sus depósitos después de excluido el encaje legal en cédulas hipotecarias. Finalmente, la relación de capital más reserva legal a depósitos del público, que era del 15 % desde 1923, fue reducida al 10 %. Según la *Revista*, dicho porcentaje se ajustaba “a las necesidades presentes y al principio de seguridad que inspira esta regulación bancaria” (*RBR-277*, noviembre de 1950: 1144).

c. La reforma del Banco de la República en 1951

En 1951 tuvo lugar el evento más sobresaliente del medio siglo en relación con el Banco de la República. La *Revista* lo registró así:

El Decreto extraordinario 756 dictado por el gobierno nacional el día 5 del mes en curso, confiere al Banco de la República atribuciones especiales para realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada, según los términos del mismo decreto a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana (*RBR-282*, abril de 1951: 383).

Según el gerente, “dicho estatuto [...] amplía algunas de las facultades que el instituto emisor tenía de tiempo atrás y le señala nuevas funciones para intervenir principalmente en la regulación de la moneda y del crédito”. Según él, merecían destacarse, entre otras, las nuevas disposiciones sobre cupos de redescuento, y las relativas al encaje bancario. Sobre este último, escribió:

El llamado encaje flexible acogido por el decreto responde hoy a una práctica universal desarrollada con éxito en naciones de muy avanzada legislación bancaria. Es evidente que entre nosotros, al reservarse el Congreso la facultad exclusiva de determinar el encaje que deben mantener los bancos como garantía de sus depósitos, quedaba fuera del alcance de las autoridades monetarias uno de los instrumentos de mayor eficacia para contrarrestar oportunamente los efectos de un ciclo de inflación o depresión (*RBR-282*, abril de 1951: 383).

En general, el gerente reconoció que el nuevo estatuto estaba animado por la voluntad de acertar en la gestión monetaria y de servir el interés público:

Al desprenderse el gobierno de atribuciones que en otros países le son propias, para confiarlas a un organismo de expertos como es la Junta Directiva del Banco de la República, da una muestra inequívoca de sus propósitos de servir rectamente el interés general (*RBR-282*, abril de 1951: 384).

De igual manera, sobre los hombros de la Junta Directiva del Banco de la República recaían pesadas responsabilidades:

Los directores del instituto emisor, por su parte, adquieren ante la ciudadanía una ponderosa responsabilidad, que les hará examinar cuidadosamente las incidencias de cualquier medida, para que su intervención en los campos de la moneda y el crédito sea siempre compatible con la estabilidad y permanencia que reclaman normas básicas en toda buena organización económica (*RBR-282*, abril de 1951: 384).

Al ponerse en marcha las disposiciones del nuevo estatuto del Banco, en particular las relacionadas con los cupos para préstamos a la banca comercial, se quedó sin vigencia el acuerdo sobre estabilización de la cartera, firmado en septiembre de 1951. En las notas editoriales de mayo de 1951 el gerente recopiló varios textos de entregas anteriores de la *Revista*, relacionadas con dicho acuerdo, y ante las críticas que se le habían hecho se expresó en los siguientes términos:

Atribuir al convenio sobre estabilización de las carteras bancarias las dificultades que atraviesan algunos sectores económicos, es desconocer los efectos de una política prudente, entre los cuales deben anotarse la selección de crédito en beneficio de la producción, la incidencia favorable sobre los índices del costo de vida y la declinación de la demanda de cambio exterior (*RBR-283*, mayo de 1951: 488).

En virtud de sus nuevas facultades, las primeras resoluciones de la Junta Directiva se ocuparon de los cupos de redescuento a la banca comercial. Así, los bancos privados entraron a disponer de un *cupo ordinario* del 150 % sobre los primeros \$4 millones de su capital pagado y reserva legal, y del 120 % sobre el resto de los mismos. También, se abrió un *cupo extraordinario* para casos de emergencia, equivalente al 50 % del capital y reserva legal de cada banco; este cupo no podría destinarse a operaciones típicas de cartera.

Las nuevas disposiciones del Banco continuaron con la tradición que venía desde la Ley 30 de 1922, según la cual el margen entre la tasa de redescuento establecida por el banco emisor y la tasa de interés cobrada por los bancos en sus préstamos sería de máximo el 2 % para efectos de mantener el acceso al cupo ordinario (*RBR-283*, mayo de 1951: 487 y 519).

El renovado énfasis en el fomento económico a partir de mediados de 1951 encontró su lugar en las páginas de la *Revista*, por medio del registro de modalidades diferentes de crédito a la banca o a instituciones de fomento. Así, en junio de dicho año se abrió un cupo especial en el Banco en favor de la Caja Agraria hasta por \$20 millones; el monto fue calculado como un anticipo de las sumas que la Federación Nacional de Cafeteros debía recibir por concepto del diferencial cafetero establecido cuando se decretó la reforma cambiaria de aquel año (*RBR-284*, junio de 1951: 603).

En el siguiente mes de agosto se autorizó al Banco de la República para redescantar préstamos efectuados por la banca comercial a la industria con plazos hasta de cinco años, destinados a cancelar pasivos a corto plazo originados en ampliaciones industriales. Igualmente, se autorizó al Emisor trasladar depósitos oficiales en el Banco al Fondo de Estabilización para ser invertidos en obras de infraestructura, como acueductos y centrales hidroeléctricas (*RBR-287*, septiembre de 1951: 928). Por las mismas fechas se facultó al Banco de la República para adquirir bonos de la Empresa de Paz de Río, “sin las limitaciones vigentes en los cupos ordinarios del Banco para realizar aquella clase de

operaciones” (*RBR*-287, septiembre de 1951: 927). Y en septiembre de 1951 se autorizó al Banco para hacer préstamos directos a los fondos ganaderos legalmente constituidos en los departamentos (*RBR*-288, octubre de 1951: 1032.).

d. Experiencias de control monetario durante el auge y destorcida de los precios del café en los años cincuenta

La oferta monetaria, que en el primer semestre de 1951 escasamente había crecido, en el segundo aumentó de manera persistente, de manera que entre junio de dicho año y enero de 1952 el incremento fue del 20 %. El editorialista habló de la necesidad de “vigilar el curso de la circulación, para detener en tiempo oportuno un posible proceso inflacionista” (*RBR*-290, diciembre de 1951: 1220). En consecuencia, en enero de 1952 la Junta Directiva restableció el encaje del 15 % sobre los depósitos a la vista, que para entonces estaba en el 12 %; los tres puntos se añadirían gradualmente, de a medio punto mensual hasta junio. Además, fue en esta ocasión cuando la Junta acudió por primera vez al establecimiento de un *encaje marginal* sobre incrementos futuros de depósitos; en ese momento dicho encaje fue del 40 % sobre los aumentos de depósitos de cualquier clase. Fue precisamente en la entrega de enero de 1952 cuando la *Revista* se refirió por primera vez de manera explícita al proceso de multiplicación de los depósitos:

No debe olvidarse, además, que el ascenso de los depósitos origina teóricamente un potencial múltiple de crédito, pues con una reserva de 12 % cada peso adicional de encaje permite más de \$ 8 de préstamos nuevos (*RBR*-291, enero de 1952: 5).

En mayo de 1952 el editorialista aseveró una vez más que la política de las autoridades monetarias se orientaba “a prevenir una situación inflacionista, la cual entre nosotros, como en muchos países, parecen anunciar algunos síntomas” (*RBR*-295, mayo de 1952: 463). En el curso del año el crédito primario había seguido expandiéndose; en relación con la deuda pública, se habían adquirido nuevamente bonos de salinas por \$ 4,3 millones y de la siderúrgica de Paz de Río por \$ 3 millones. Según el gerente,

Con la primera de las cantidades se concluirán los pagos de las dos grandes obras que adelantaba el Banco de la República como concesionario de la explotación de las salinas nacionales, a saber: la Planta de Soda de Zipaquirá y la Represa del Río Neusa. Mediante la adquisición de \$ 3.000.000 en bonos de Paz de Río, completa el Banco de la República la suma de \$ 14.257.000 a cuenta de los \$ 24.000.000, que puede llegar a poseer en el transcurso de los próximos años, para atender a la instalación de la planta integrada de hierro y acero de Belencito, cuyo montaje se adelanta satisfactoriamente (*RBR*-294, abril de 1952: 351).

El acometimiento de proyectos de infraestructura con el concurso del crédito primario no podía dejar de inquietar a los directivos del Banco. De ello dejó constancia la *Revista* en junio de 1952, al subrayar que “los intereses de la economía general reclaman por encima de toda consideración la estabilidad de la moneda”:

Una vez más queremos referirnos a los planes de grandes obras públicas basados en la utilización del crédito interno, con el propósito de señalar su inconveniencia. Para mencionar apenas algunos proyectos en marcha, el país está comprometido en empresas de vasto alcance, como la Siderúrgica de Paz de Río y por lo menos cuatro importantes centrales hidroeléctricas, que demandan todavía una inversión cuantiosa. [...]. No basta acometer cualquier iniciativa oficial con base en crédito externo efectivamente destinado al efecto. Si los gastos locales, que representan siempre un alto porcentaje de estas iniciativas, pueden sufragarse en el transcurso de varios años con partidas ordinarias del presupuesto, ello no perturbaría el sistema monetario. Causaría, en cambio, graves males una financiación interna, que tendría necesariamente su origen en el banco emisor. Y en tal evento, como lo hemos repetido muchas veces, sería aconsejable aplazar planes superiores a los recursos disponibles del país —aunque sean técnicamente satisfactorios desde todo punto de vista— pues los intereses de la economía general reclaman por encima de toda consideración la estabilidad de la moneda”(*RBR*-296, junio de 1952: 567).

Con posterioridad a la reforma financiera de abril de 1951, en ese mismo mes el Banco abrió depósitos en los bancos comerciales afiliados y en el Fondo de Estabilización, sin requerir ningún interés. A partir de mayo de 1952 estableció un interés anual del 1½ % anual, elevado luego al 4 % anual, con el ánimo de obligar a la banca a retornar dichos depósitos al Banco. Las circunstancias habían cambiado entre las fechas citadas; en la primera las arcas bancarias no gozaban de mayor liquidez; en la segunda contaban con amplios recursos líquidos, y las autoridades deseaban limitar su potencial crediticio, a sabiendas de que el crédito primario se estaría ampliando por la aludida compra de bonos por el banco emisor (*RBR*-295, mayo de 1952: 463).

El encaje marginal del 40 % sobre los incrementos de depósitos, adoptado en enero de 1952, fue sustituido en septiembre siguiente por un incremento del encaje ordinario, del 15 al 18 %, el cual se haría a razón de un punto mensual a partir de octubre. En aquel momento uno de los objetivos era el de eliminar el estado de sobreencaje que registraban los bancos (*RBR*-300, octubre de 1952: 1016).

A mediados de 1953 era visible en los índices que en el último semestre habían ganado fuerza ciertos ímpetus inflacionarios. El del costo de la vida obrera en Bogotá había pasado de 398 a 420 puntos en dicho lapso. Como lo señala el Gráfico 4.17, la economía venía de una depresión en los niveles de precios en el segundo semestre de 1952, que se había apartado de la tendencia heredada del lustro anterior, y estaba apenas encarrilándose en dicha trama. Según la *Revista*, en informe presentado en mayo al presidente de la República, el Consejo Nacional de Planificación Económica había advertido que “por primera vez desde septiembre de 1950 se presenta hoy un conjunto de síntomas que ponen en peligro la estabilidad monetaria cuyo mantenimiento ha sido tan benéfico para el desarrollo económico del país y para su prestigio y crédito en el extranjero”. Llevadas las inquietudes del Consejo a la Junta del Banco, esta última optó por elevar en dos puntos los encajes sobre todo tipo de depósitos. El ordinario sobre depósitos a la vista quedó, entonces, en 20 % y sobre los depósitos a término en 18 % (*RBR*-308, junio de 1953:

599)¹¹⁷. Con la estabilización de los índices de precios en el segundo semestre de 1953, los temores expresados se diluyeron, y hacia octubre las tasas de encaje volvieron a sus niveles precedentes (*RBR*-312, octubre de 1953: 1091).

En junio de 1953, ante una intempestivo golpe de Estado que dejó el poder en manos de militares dictatoriales, el nuevo ministro de Hacienda, Carlos Villaveces, expresó públicamente, según lo atestiguó la *Revista*, su decisión de continuar con la gestión económica y fiscal de su antecesor Álvarez Restrepo, y en particular, “el control adecuado del crédito y de la moneda a través del Banco de la República”. Según el editorialista, “Esta orientación implica una vez más un análisis vigilante de los programas de obras públicas y de fomento económico que se realizan directa o indirectamente con el crédito del Banco de la República, para someterlos a una prioridad o a un ritmo que no perturbe la política monetaria de cuyo desarrollo ordenado es responsable el instituto emisor” (*RBR*-308, junio de 1953: 600).

El endeudamiento interno con el Emisor siguió adelante, de la mano de nuevos proyectos de infraestructura. Así, en cumplimiento del presupuesto de 1954 para construcción y conservación de carreteras, financiado parcialmente con crédito externo, se acudió una vez más al expediente de girar contra el crédito primario. Y, también una vez más, al procedimiento de endeudarse con el Banco sin afectar el cupo legal del Gobierno en el Banco. La *Revista* registró estos sucesos del siguiente modo:

El gobierno acaba de autorizar la emisión de \$ 130 millones en documentos de deuda pública interna, que devengarán un interés de 3 % anual, y serán amortizados en un plazo de diez años, por décimas partes, contadas después de un año de la emisión de la respectiva libranza. El Banco de la República ha sido facultado para adquirir dichos papeles, sin que se afectara el cupo del gobierno nacional. En ocasiones anteriores nos hemos referido a los grandes planes de obras públicas sobre la base inicial del crédito externo, que sólo puede atender a una pequeña parte de la financiación, quedando un compromiso de gastos de origen interno, crecido e ineludible. En tales oportunidades anotamos cómo a la postre se llegaría a estos sistemas de emisión, los cuales podrían afectar la estabilidad monetaria, base indispensable para el máximo aprovechamiento del desarrollo económico (*RBR*-315, enero de 1954: 5-6).

Precisamente por sus efectos sobre el control monetario, la *Revista* registró como “un hecho afortunado” la conclusión de los trabajos de construcción de la Siderúrgica de Paz del Río:

La próxima terminación de los trabajos de la Empresa Siderúrgica de Paz de Río, además del progreso que marca en el desenvolvimiento del país, es un hecho afortunado por cuanto el esfuerzo que ha venido realizando el banco central

¹¹⁷ Para entonces, el encaje que regía sobre los depósitos a la vista de la Caja Agraria era del 30 %. Esta cifra fue reducida al 20 % en septiembre de 1953, para igualarla a la que pesaba sobre la banca comercial (*RBR*-311, septiembre de 1953: 956).

para la financiación de dicha obra, representa un altísimo porcentaje del alza de los medios de pago en los últimos tiempos (*RBR*-320, junio de 1954: 635)¹¹⁸.

Hacia mediados de 1954 los indicadores monetarios diferían sustancialmente de los exhibidos un año atrás. Entre junio de 1953 y junio de 1954 las cotizaciones del Manizales en Nueva York habían pasado del orden de 55 a 85 centavos de dólar, las reservas internacionales en el balance del Banco de la República se habían acrecentado en un 50,3 %, la base monetaria en un 33 % y los medios de pago en un 27 %. E índices de precios muy consultados en su momento, como el de la clase obrera en Bogotá y el de alimentos en el país, presentaban crecimientos entre aquellas fechas del orden del 15 %. En mayo de 1954 la *Revista* comentó la expedición de un decreto gubernamental que había autorizado la libre importación de alimentos con el propósito de “detener el alza de los precios internos”. Y en términos monetarios, se acudió nuevamente a la imposición de un encaje marginal del 40 % (*RBR*-319, mayo de 1954: 499). Como tal disposición se considerase insuficiente, en julio del mismo año se decretó un encaje adicional del 20 % sobre los depósitos a la vista y a término. En conclusión, cuando apenas se iniciaba el segundo semestre de 1954 el encaje sobre captaciones futuras ya iba en el 78 %, resultante de la suma del ordinario de 18 % y de los dos adicionales de 40 y 20 %, respectivamente (*RBR*-321, julio de 1954: 775)¹¹⁹.

Con el viraje de las condiciones externas después de la reducción de los precios de los cafés brasileiros en Nueva York en agosto de 1954, el manejo monetario no podía ser el mismo. Las autoridades habían visto ascender los saldos de la base monetaria de \$ 746 millones en junio de 1953 a \$ 990 millones en junio de 1954, vale decir, un aumento del 33 % (Gráfico 4.84). Ahora debían prepararse para un drenaje de reservas y sus implicaciones monetarias. El tema fue planteado por la *Revista* en los siguientes términos:

No es el propósito de las autoridades monetarias restringir el circulante. Las disposiciones sobre la materia acordadas en el curso del año tuvieron por objeto evitar una expansión nociva. Habiendo variado radicalmente la situación general, es posible, por ejemplo, eliminar ya los encajes adicionales, idea que comparte la dirección del banco central. Urgiría, desde luego, una política prudente en el otorgamiento de crédito, que en ningún caso avivara presiones especulativas sobre las disponibilidades de moneda extranjera, aspecto que reclama especial vigilancia en esta época (*RBR*-324, octubre de 1954: 1149).

En efecto, los encajes adicionales se suprimieron a partir de noviembre de 1954 (*IGBR* 1954-1955: 77).

Como estaba previsto, en el curso del año siguiente se desplomaron las reservas externas en el balance del Banco, al precipitarse de \$ 549 millones en junio de 1954 a \$ 299 millones en junio de 1955, o sea, una caída del 46 %; pero paralelamente los saldos del crédito primario se incrementarían en un 70 %, al pasar de \$ 693 millones en junio del

¹¹⁸ La Siderúrgica fue inaugurada el 13 de octubre de 1954, y según los redactores de la *Revista*, se le consideró como un paso decisivo “hacia el establecimiento de una industria pesada” (*RBR*-324, octubre de 1954: 1152).

¹¹⁹ El encaje llegaba al 83 %, si se incluye la suscripción de bonos de la Caja Agraria que en cuantía del 5 % de sus depósitos debía hacer la banca comercial; pero, por supuesto, se trataba de una transferencia de la banca comercial a la Caja Agraria.

primer año a \$ 1 174 millones en junio del segundo. El ascenso del crédito primario se destinó en un 46 % al sector cafetero, en un 40 % al Gobierno, y en un 14 % a préstamos a la banca comercial. Como resultado de estos cambios, en junio de 1955 la participación de las reservas en la base monetaria era del 19 % y la del crédito primario del 75 %. Finalmente, al tener en cuenta los depósitos del Gobierno y de particulares y otros activos netos, la base pasó de \$ 990 millones a \$ 965 millones entre las fechas mencionadas. Los saldos de la base monetaria se mantendrían alrededor de este nivel hasta finales de 1956, tal como lo enseña el Gráfico 4.84.

La pérdida de reservas internacionales que conminó a las autoridades a adoptar medidas comerciales restrictivas en el primer trimestre de 1955, también se tradujo en disposiciones que buscaban disminuir la expansión secundaria de dinero. Así, en abril se elevaron los encajes de los depósitos a la vista y a término de 18 y 8 % a 23 y 13 % respectivamente, y se acudió una vez más a un encaje del 40 % sobre nuevos depósitos (*RBR*-330, abril de 1955: 408). Un mes más tarde se eliminó el alza del 5 %, pero se mantuvo por un tiempo el encaje marginal del 40 %, hasta su abolición en septiembre (*RBR*-331, mayo de 1955: 553; *IGBR* 1955-1956: 81).

Hacia abril de 1956 era claro que, a pesar del déficit externo y de contar con medidas que restringían la expansión primaria de dinero, como los depósitos previos de exportación, que para entonces representaba el 11 % de los activos del Banco, los medios de pago estaban creciendo muy rápido. De hecho, su tasa de expansión del 10 % en el año completo de 1955, pasó a ser del 18 % entre abril de 1955 y el mismo mes de 1956. Ante esta evidencia, la Junta decidió actuar una vez más sobre la expansión secundaria mediante el expediente del encaje marginal sobre captaciones futuras, esta vez del 60 % (*RBR*-342, abril de 1956: 368). Meses más tarde se decidió separar el encaje en moneda legal del encaje en moneda extranjera, con el propósito de evitar que eventuales deficiencias del encaje en pesos se compensaran con sobrantes del encaje en moneda extranjera (*RBR*-349, noviembre de 1956: 1247).

El crecimiento de los medios de pago no logró atemperarse, como lo reveló su aumento del 23 % para 1956. La cartera de la banca comercial creció en un porcentaje similar. En medio de las limitaciones cambiarias de la época, la *Revista* se expresó en unos términos que hacen explícita las limitaciones de independencia del banco central para adoptar decisiones de política monetaria, y que hacen una vez más la venia a la teoría del crédito productivo:

Reiteramos la opinión, expuesta muchas veces en esta columna, de que la eficacia de cualquier régimen de cambios se vincula estrechamente a la vigilancia asidua de la circulación monetaria. Los medios de pago marcan cifras que reclaman la atención inmediata, para detener un ensanche perjudicial a todas luces. Sin que pretendamos sugerir fórmulas drásticas, se impone, en primer término, la necesidad de atenuar la expansión del crédito bancario, a través del alza gradual de los encajes. Siendo posible seleccionar el otorgamiento de nuevos préstamos, dentro de márgenes muy amplios, ello no lesionaría actividades legítimas en ninguna rama de la producción (*RBR*-350, diciembre de 1956: 1368).

En enero de 1957 se adoptaron dos medidas para restringir el crecimiento monetario. La primera buscó limitar el acceso al redescuento en el banco emisor al disminuir de 150

a 90 días el plazo máximo de las obligaciones presentadas al redescuento. La segunda exigió a los bancos la consignación en el Banco de la República del equivalente en moneda nacional de los depósitos que se les hubiesen hecho para efectuar pagos al exterior y que estuviesen pendientes de autorización para su giro (*RBR*-351, enero de 1957: 11).

Los crecimientos de la cartera y de los medios de pago entre junio de 1956 y junio de 1957 fueron de 14 y 13 % respectivamente, menores que los alcanzados entre junio de 1955 y junio de 1956, que fueron, en su orden, de 25 y 18 %. A pesar de haber logrado crecimientos menores de los agregados mencionados, lo cierto es que mientras el crecimiento anual de la economía fue del orden del 3,5 % entre 1955 y 1957, la inflación partió de niveles muy bajos en 1955, del orden del 2 %, según el índice del costo de la vida obrera en Bogotá, pasando por el 7 % en 1956 y llegando al 21 % en 1957 (Gráfico 4.22). Refiriéndose a los incrementos monetarios entre 1956 y 1957, el gerente repasó las medidas de ese período en tono crítico:

Es muy probable que haya habido creación de moneda en exceso de las necesidades normales, [...] con repercusiones graves sobre los precios, como lo evidencian los índices. Poco se hizo en un principio para compensar el hecho que subrayo. A fines del segundo semestre de 1956, las preocupaciones se limitaron a tomar algunas medidas en la forma de computar el encaje de los bancos. [...] Como es bien sabido, una de las causas principales en la elevación del circulante era la demora en los pagos externos. [...] Este atraso producía liquidez en los importadores al no exigírseles el depósito en moneda colombiana y en el Banco de la República de lo que representaban sus deudas en el extranjero, desembolsos que tendrían que haber hecho de existir divisas disponibles. Estaba pues visible, para las autoridades monetarias, el ejercicio inmediato de esta herramienta de succión. Se ejecutó en los meses de enero y marzo, habiéndose recaudado en ambas entregas y congelado en el instituto emisor \$207.000.000. En tal forma se había recogido, el valor, al tipo de 2,51, de las cobranzas por liquidar reembolsables sobre el exterior, hasta el 15 de junio de 1956. Este drenaje, que esterilizaba las cuantiosas sumas mencionadas en el Banco de la República, no resultó suficiente para disminuir o siquiera atenuar el ritmo ascensional de los medios de pago. Entre otras razones, las escasas ventas de divisas coadyuvaban a las fuerzas alcistas (*IGBR* 1956-1957: 58).

Las circunstancias se agravaron en mayo, cuando al terminar de facto el gobierno militar dictatorial, la junta provisional de gobierno, encargada del tránsito hacia la normalidad institucional, anunció la proximidad de una reforma cambiaria. Precisamente el nuevo ministro de Hacienda, Álvarez Restrepo, había calificado la situación cambiaria como “irreal”. Según el gerente,

La situación para mayo era, por tanto, preocupante, y se agravaba por la vecindad de una reforma cambiaria. Esta proximidad hacía que los exportadores retuvieran sus ventas al exterior mientras solicitaban internamente creación de dinero para la financiación de sus cosechas. Fue así como en el mes de junio se creyó necesario utilizar, además de la aludida, otras armas monetarias, para prevenir una nueva expansión. Se exigió, en primer lugar, el monto de las cobranzas hasta agosto de 1956, con lo cual se recaudaron \$ 168 millones. La elevación de

los encajes de 14 a 18 %, para las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, y del 5 al 9 %, para las a más de 30 días, era otro aspecto de esta misma política. Igualmente, con miras al segundo semestre de 1957, y en el deseo vivo de limitar la expansión secundaria, se ordenó en el mes de junio un encaje total para las exigibilidades a la vista y a término, a partir del 1º de julio, del 80 %. Quedaba así cercenada seriamente la posibilidad de multiplicar los depósitos del sistema bancario (*IGBR* 1956-1957: 59).

En el momento de la presentación del informe anual del gerente, las cuentas del drenaje de pesos de la circulación monetaria, correspondientes a las cobranzas sin autorizar, montaban a \$375 millones. En el segundo semestre del año se efectuaron otras operaciones similares que retiraron de la circulación \$468 millones; en total, la succión arribó a \$843 millones. Esta fue una cifra muy significativa, ya que representaba el 35 % de los medios de pago a finales de 1956. A lo largo de 1957 estos retiros masivos fueron prácticamente compensados por la expansión resultante del crédito del Banco de la República, el cual llegó a la suma de \$798 millones. Este monto se repartió en \$363 millones en préstamos a la Federación Nacional de Cafeteros (46 %), \$306 millones al Gobierno (38 %), y \$129 millones a los bancos (19 %).

En septiembre de 1957, los depósitos previos fueron elevados desde el 20 % que venía rigiendo, hasta el 100 % del valor de parte importante de los artículos importables. Para entonces, dichos depósitos representaban el 8 % de los activos del Banco; pero a partir de entonces, su participación creció aceleradamente, de modo que un año después representaban exactamente el doble, un 16 %, convirtiéndose en un instrumento significativo de control monetario.

¿Era demasiado dura la política monetaria? Esta pregunta se la hace el gerente en las notas editoriales de octubre de 1957. “Hay que recordar, en primer lugar, la fuerte alza registrada [en los medios de pago] en el primer semestre de este año, alrededor de un 11 % la cual era claramente inadecuada para las necesidades reales de la economía, y tanto más grave cuanto que venía a sumarse a una expansión de los medios de pago de 25 % en el año de 1956” (*RBR*-360: 1120).

A finales de 1957 la Junta Directiva del Banco de la República reformó el sistema de redescuentos a la banca para dar prioridad al fomento, y en especial al sector agropecuario. Del cupo ordinario, el 60 % se destinó a dicho sector, con tasas de descuento favorables, y el 40 % restante a operaciones ordinarias descontables. Para entonces, la distribución de la cartera beneficiaba al comercio con un 31 %, a la industria con el 27 %, a la ganadería con el 14 % y a la agricultura con el 8 % (*RBR*-362, diciembre de 1957: 1380).

Nuevas medidas de control monetario acompañaron los primeros meses de 1958. Se determinó que la devolución de los depósitos previos solo se haría 60 días después de nacionalizada la mercancía, para ampliar el período de su congelación en el Banco. También, se actuó sobre el encaje aplicado a los depósitos a la vista y a término, al elevarlos en dos puntos. Y el encaje marginal se llevó del 80 al 100 %. “Con esta disposición desaparecía toda posibilidad del multiplicador bancario”, señaló enfáticamente el gerente (*IGBR* 1957-1958: 63). Finalmente, se redujo en un 20 % el monto del cupo ordinario de redescuento de la banca comercial en el Banco de la República (*RBR*-364, febrero de 1958: 124).

El crédito primario experimentó un aumento espectacular entre mediados de 1957 y mediados de 1958; el incremento porcentual correspondiente fue del 65 %. Su participación en el total de activos del Banco pasó del 57 % en junio de 1957 al 76 % en junio de 1958. El gran impulsor de esta ganancia en participación fue el crédito al sector privado, representado principalmente por el sector cafetero. En efecto, los préstamos a la Federación Nacional de Cafeteros, que en junio de 1957 representaban el 9 % del crédito primario, muy inferior al 54 % otorgado al Gobierno, y al 37 % alcanzado por la banca comercial, en junio de 1958 representaban ya el 31 %, contra 41 % del Gobierno y 28 % de la banca.

Un tema recurrente de la época fue el del financiamiento de la compra de la cosecha cafetera. En esta oportunidad, el manejo fue más difícil y mayores sus implicaciones monetarias. Así lo explicó la *Revista*:

Las compras de café durante la cosecha de abril a junio, las cuales han sido estacionalmente grandes, comoquiera que su volumen excede a la cantidad exportable en el mismo período. Pero, además, en esta ocasión se conjugan nuevos factores: la apatía del mercado externo, con lo que las adquisiciones fueron más intensas, y el hecho de que las retenciones del primer período del acuerdo de México comprometieron los recursos propios que la Federación utiliza para estas financiaciones (*RBR-369*, julio de 1958: 761).

Y, como en la reforma cambiaria de marzo se habían dispuesto mecanismos para financiar la compra de la cosecha cafetera con recursos no inflacionarios, el gerente comentó:

Para el futuro creemos que se debe estudiar a fondo este problema, a fin de buscar fórmulas más reales y de menor impacto monetario, si es que los recursos creados en la reforma cambiaria del 26 de marzo no alcanzaren a cubrir las compras de excedentes en un ciclo completo de la cosecha, y si, además, no quedare saldo suficiente para cancelar los descuentos concedidos con anterioridad a la mencionada fecha (*RBR-369*, julio de 1958: 761).

Ante la expansión del crédito comentada, la Junta Directiva optó por elevar los encajes en tres puntos, quedando en 23 % el encaje sobre depósitos a la vista, y en 14 % el correspondiente a los depósitos a término (*RBR-367*, mayo de 1958: 520). A mediados de 1958, los indicadores del crecimiento monetario indicaban que las autoridades habían sido apenas parcialmente exitosas en su política de control monetario. El crecimiento de la base había pasado de 3,3 % entre junio de 1955 y el mismo mes en 1956, a 35 % entre los mismos meses de 1956 y 1957, y a 9,4 % entre iguales meses de 1957 y 1958. En los mismos períodos, el aumento de los medios de pago pasó de 18,1 % a 12,7 % y a 11,0 %. Finalmente, el crecimiento de la cartera, que llegó a las alturas del 25 % en el primer período, se redujo al 14 % en el segundo, y escasamente al 1,4 % en el tercero. El éxito relativo se logró en relación con la expansión secundaria de dinero.

e. El manejo monetario a principios del Frente Nacional

El Frente Nacional, inaugurado en 1958, se inició con declaraciones acerca de cómo debía manejarse la política económica. Se anunció que entre sus objetivos se contaban las siguientes:

1º Llevar a cabo una severa política de estabilidad en los campos monetario, fiscal y cambiario, que es la base para un ordenado crecimiento económico [...]

En cuanto a la estabilidad financiera, se proponía entre otros puntos:

2. Modificar radicalmente, en primer lugar, la expansión monetaria inmoderada del Banco de la República, definiendo de manera estricta las relaciones entre aquella entidad y la Federación Nacional de Cafeteros y el Fondo Nacional del Café, en forma de evitar que continúe el proceso inflacionario registrado durante los últimos meses. [...]

4. Reglamentar los cupos de redescuento del Banco de la República, especialmente para entidades como Acerías Paz del Río, Banco Popular y almacenes de depósito, que están determinando nuevas y peligrosas presiones inflacionarias¹²⁰.

En abril de 1959 se publicó un documento oficial sobre política económica suscrita por los ministros de Hacienda y Fomento, el gerente del Banco de la República y el director del Departamento de Planeación y Servicios Técnicos. En él se afirma que “es posible fomentar un proceso de desarrollo económico, dentro del cual la empresa privada impulse la producción agrícola e industrial, aproveche el crédito externo de los particulares y del Estado y acelere la política de sustitución de importaciones y de fomento de las exportaciones del país”. En cuanto a una política de estabilidad se hizo, entre otras, la siguiente declaración:

El gobierno mantendrá su política de estabilidad monetaria y de control de la inflación, que considera indispensable para un ordenado desarrollo del país y para mantener el equilibrio de la balanza de pagos. En este sentido, vigilará el crecimiento de los medios de pago y sostendrá una política de importaciones a niveles que correspondan a la capacidad real del país para importar. Ello implicará que la expansión del crédito que pueda hacerse en el futuro será para intensificar la producción nacional y que las divisas se seguirán invirtiendo en la importación de bienes esenciales como materias primas, repuestos, drogas, herramientas, maquinaria y, en general, bienes de capital¹²¹.

El documento suscrito por los funcionarios citados vio la luz un mes después de haberse conocido la misiva enviada por el presidente del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento al presidente de la República, en la cual se hacen anotaciones como las siguientes:

Hemos observado con mucha satisfacción que durante los primeros seis meses de su gestión, su gobierno ha tomado resueltamente medidas para promover la recuperación financiera y económica, y que se han logrado resultados altamente estimulantes. Reconocemos, además, que estas políticas han sido proseguidas en

¹²⁰ “Declaración del Gobierno Nacional sobre política económica”, (*RBR*-371, septiembre de 1958: 1037-1038).

¹²¹ Ministerio de Hacienda (1959) “Declaración oficial sobre política económica”. Documento firmado por los ministros de Hacienda y Fomento, Hernando Agudelo Villa y Rodrigo Llorente Martínez, respectivamente, el gerente del Banco de la República, Ignacio Copete Lizarralde, y el director del Departamento de Planeación y Servicios Técnicos, Jorge Franco Holguín (*RBR*-378, abril de 1959).

circunstancias especialmente difíciles, por la caída de los precios del café. Una fuerte reducción de las importaciones ha permitido una disminución sustancial de la deuda externa y un aumento en las reservas internacionales. La posición financiera de Colombia se ha fortalecido también por el éxito en el control del crédito de la banca privada y por los nuevos métodos de financiación del excedente cafetero.

En cuanto a la situación inflacionaria, y el énfasis institucional en la planeación, la carta señala que,

Las presiones inflacionarias, aunque se han reducido, son todavía fuertes y amenazadoras. Estoy seguro de que comparte nuestra creencia de que el programa de estabilización deberá continuarse sin debilitamiento y, de ser posible, intensificarse. [...]. Estamos complacidos al notar que su gobierno está fortaleciendo la oficina de planeación y que usted personalmente actuará como presidente del Consejo de Planeación.

Y en relación, con el estado de la deuda externa y las perspectivas de nuevo financiamiento externo, se advierte que,

Desde que escribí a usted la última vez, este Banco ha hecho dos préstamos para desarrollo eléctrico en Cali y Manizales. Estamos trabajando ahora sobre un préstamo para desarrollo eléctrico en Medellín. En vista del progreso ya alcanzado, y en la espera de que su gobierno continuará con las políticas que han de fortalecer más la economía, estamos preparados para iniciar la consideración de proyectos adicionales de alta prioridad, que pudieran ser financiados por el Banco. Estoy seguro de que usted entenderá, sin embargo, que el ritmo y el volumen de nuestras operaciones de préstamo dependerán del mayor progreso que su gobierno alcance en la reducción del muy alto nivel de la deuda externa a mediano plazo de Colombia, y del logro de la estabilidad financiera¹²².

Algunas restricciones monetarias comenzaron a suavizarse en los primeros meses de 1959. En enero se decidió cambiar la base de liquidación del encaje marginal del 100 % al pasarlo del 1 de marzo de 1958 al 30 de octubre del mismo año (*RBR*-376, febrero de 1959: 144). Este descongelamiento parcial del encaje debía ser destinado al crédito agropecuario. En la práctica, el encaje se fue desmontando en la medida en que se permitió su uso con fines productivos específicos. Así lo reseñó la *Revista*:

Debe recordarse que el encaje del 100 % para aumentos futuros de depósitos está prácticamente eliminado, toda vez que es permitido invertir lo que por este concepto se congele en el descuento de bonos de almacenes de depósito con prenda agraria. Esto significa, por tanto, que para objetivos evidentemente justificables, no existe restricción crediticia alguna. O, en otros términos, que la política monetaria se endereza a orientar firmemente las carteras bancarias con un alto grado de selectividad (*RBR*-383, septiembre de 1959: 1055).

¹²² Carta de Eugene R. Black, presidente del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento al presidente de la República, Alberto Lleras Camargo (*RBR*-377, marzo de 1959: 276).

Pero la orientación ‘productiva’ del encaje no se agotó en el sector agrario. También, se abrió la posibilidad de orientar recursos a la industria, siguiendo los lineamientos del Decreto 384 de 1950, el cual autorizó a la banca comercial a otorgar préstamos hasta con cinco años de plazo para la construcción o ensanche de obras de utilidad económica nacional, los cuales serían redescontables en el Banco de la República (*RBR*-389, marzo de 1960: 141). O sea que hasta el 72 % del marginal podía invertirse en el descuento de bonos de almacenes de depósito y en créditos de fomento industrial.

En febrero de 1960 el Gobierno presentó el documento intitulado “Desarrollo económico y bienestar social” en el cual se discutían opciones y metas de desarrollo económico, entre ellas la del crecimiento anual del 5 %. En relación con la política monetaria y de crédito, en el documento quedaron planteadas guías como las siguientes:

Regular el crecimiento de los medios de pago de acuerdo con el aumento real de la producción nacional [...]. Fortalecer la política del crédito selectivo que el Banco de la República ha orientado en los últimos años, para asegurar una mejor distribución del crédito bancario en favor de aquellas actividades que por su importancia económica deben recibir atención primordial. Con este fin, el gobierno sostendrá la política de destinar en mayor proporción los encajes adicionales y los cupos de redescuento de las entidades bancarias hacia las inversiones productivas y los sistemas de financiación de materias primas con base en bonos de prenda de los almacenes generales de depósito. Igualmente, el gobierno mantendrá estrecha vigilancia para que se cumplan las obligaciones de inversión impuestas por la Ley 26 de 1959 sobre fomento agrícola y ganadero y estimulará la aplicación de estatutos como el Decreto 384 de 1950 sobre otorgamiento de crédito a mediano plazo para la producción industrial (*RBR*-388, febrero de 1960: 168).

Al comentar el texto gubernamental, la *Revista* reiteró que, “Nunca se repetirá lo bastante que cualquier exceso en la oferta de dinero es la peor de las contribuciones que se pueden imponer a la comunidad”. Pero, también insistió en el reconocimiento de la teoría del crédito productivo: “Naturalmente, en un tal enunciado se comprende la atención oportuna a las fuerzas creadoras de riqueza. Esto es lo que se ha buscado hasta ahora al encauzar selectivamente la nueva liquidez hacia el descuento de bonos con prenda agrícola [...]” (*RBR*-388, febrero de 1960: 141).

El énfasis en el fomento se materializó en una diversidad de medidas adoptadas a mediados de 1960. Una de ellas reemplazó la orientación ‘productiva’ del encaje marginal por metas de crecimiento de los activos productivos de los bancos con una orientación predeterminada hacia ciertos sectores. Por ejemplo, en agosto se autorizó un crecimiento anual del 8 % de aquellos activos. No menos del 35 % de dicho incremento debería dedicarse al descuento de bonos de prenda de almacenes de depósito; hasta un 55 % debería destinarse a créditos a la agricultura y la industria, incluyendo la pequeña y mediana; y el 10 % restante al crédito ordinario (*RBR*-394, agosto de 1960: 941)¹²³. Otra disposición

¹²³ En noviembre del mismo año se cambió la distribución del crédito, al asignar no menos del 30 % al descuento de bonos de prenda de almacenes de depósito, hasta un 50 % a créditos para la agricultura y la industria, y el 20 % restante al crédito ordinario.

tuvo que ver con la creación del Fondo de Fomento Agropecuario en el Ministerio de Agricultura con el fin de estimular la producción de materias agropecuarias que se venían importando (*RBR*-391, mayo de 1960: 711). Además, se dispuso que las Corporaciones Financieras contaran con acceso al redescuento en el Banco de la República (*RBR*-393, julio de 1960: 810).

La *Revista* fue expresiva al manifestar su reconocimiento de las bondades de la política selectiva. Según el gerente, se podían “exhibir datos muy elocuentes sobre la bondad de la política selectiva”:

Con ella se ha podido mantener el ritmo creciente en la producción agrícola e industrial, estabilizar el tipo de cambio, evitar presión sobre la divisa libre y disminuir la tasa de ascenso en el costo de la vida. Igualmente los registros de importación muestran [...] un nivel adecuado a las disponibilidades cambiarias (*RBR*-397, noviembre de 1960: 1393).

En marzo de 1961 la junta directiva del Banco señaló los derroteros de la política crediticia para 1961. Se suprimieron los topes al crecimiento de los activos bancarios, de modo que “los bancos quedaron en libertad para ampliar su cartera hasta donde lo tolere el ensanche normal de sus depósitos”. Además, se mantuvo en vigor la política de crédito selectivo (*RBR*-401, marzo de 1961: 295).

Durante el primer año y medio del Frente Nacional el rubro de las reservas internacionales en el balance del Banco de la República se fortaleció, al pasar del 9,5 % en junio de 1958 al 16 % en enero de 1960; en igual período la importancia del crédito primario disminuyó del 78 % al 62 %. Posteriormente, hasta el final del lapso, la participación de las reservas se debilitó, al volver a ser del orden del 9 %, y la del crédito se sostuvo por encima del 60 %. Desde mediados de 1961 la *Revista* dio cuenta del énfasis expansionista de la política monetaria. Así, en mayo de 1961 el editorialista se refirió a las proyecciones que por entonces se hacían del crecimiento monetario para el resto del año:

La acción de la banca central en la economía moderna debe ser lo suficientemente ágil y flexible para proceder en un momento dado con la rapidez y eficacia que las nuevas circunstancias exijan. Las autoridades monetarias prevén para el resto del presente año una apreciable expansión de los medios de pago, originada tanto en los créditos que el Banco de la República ha otorgado y deberá seguir otorgando al gobierno nacional para cubrir un posible déficit presupuestal, como para atender a gastos urgentes dirigidos a la pacificación del país, para los que no existía apropiación.

Por su parte la Federación Nacional de Cafeteros, con el apoyo financiero del Banco de la República, deberá intensificar sus intervenciones estacionales en el mercado interno del grano. Finalmente, se contempla la liquidez originada en la utilización rápida de la moneda nacional proveniente de los empréstitos externos [...] orientados preferencialmente hacia programas sociales de vivienda, de desarrollo agrícola y de vías de comunicación (*RBR*-403, mayo de 1961: 579).

Dentro de este contexto, los bancos podrían continuar con la expansión de sus Carteras, sin topes, ciñéndose a la distribución sectorial que para entonces se traía; además, el plazo de los redescuentos se amplió hasta 270 días para operaciones destinadas a financiar capital de trabajo en la agricultura y en la industria, y el encaje sobre los depósitos a la

vista se redujo al 15 % para facilitarle a las entidades la cancelación de sus redescuentos. Finalmente, se dispuso la reducción de los depósitos previos de importación, de modo que los que se habían calculado al 130 % se redujeron al 100 %, los estimados previamente al 100 % se disminuyeron al 75 %, y los que se habían definido al 75 % se rebajaron al 50 % (RBR-403, mayo de 1961: 580).

En relación con la política de expansión, el presidente de la República se expresó en los siguientes términos:

Ya lo dije en reciente discurso de Puerto Berrío, pero juzgo necesario repetirlo, que el gobierno, con cada uno de estos pasos está demostrando que no defiende la estabilidad como una meta en sí misma, ni como un programa para mantener al país paralizado en su deficiente desarrollo actual. Hemos superado muchas de las etapas en que fue indispensable proceder con rigor para realizar reajustes indispensables y sin que hayamos adoptado una política inflacionaria, estamos comprometidos ya en un plan de desarrollo que no podrá menos de producir una expansión considerable a medida que se ejecute el presupuesto y se vayan incorporando los empréstitos externos.

[En todo caso, según el presidente,] “es de esperarse que la expansión será adecuada, sin exceder las necesidades reales de crecimiento del país, ni generar nuevas presiones inflacionarias” (RBR-405, julio de 1961: 855).

Estas manifestaciones en relación con la política monetaria fueron reiteradas por el ministro de Hacienda, Pastrana Borrero. Según dicho funcionario, la política monetaria:

[...] juega un papel importantísimo como efectivo instrumento de estabilización y al mismo tiempo como factor de desenvolvimiento [...] la política monetaria no es un fin en sí misma, sino que es una herramienta para lograr metas a corto y largo plazo, consistentes preferencialmente en el establecimiento de un clima de confianza para la inversión pública y privada. En el manejo de las incidencias de la moneda y del crédito hay que tener cuidado sumo, porque una acción restrictiva puede reflejarse aun en el desánimo de la producción y en fenómenos de desempleo que es preciso establecer, y, por el contrario, una expansión desordenada puede provocar más quebrantamientos de precios que mejoras en los niveles productivos (RBR-407, septiembre de 1961: 1127).

Para entonces, la *Revista* ya venía advirtiendo acerca de “un incremento monetario no desestimable”. Transcurridos los primeros tres trimestres de 1961, el editorialista explicó cuáles eran los factores de la expansión monetaria:

Este crecimiento en la oferta monetaria es el balance de las distintas fuerzas que han obrado en la creación primaria y secundaria de dinero. En efecto, el crédito del banco central al gobierno y a otras entidades fue de tal magnitud que superó con creces la succión de medio circulante a través del movimiento de reservas. Tal emisión neta del banco central ha permitido a su turno, al sector bancario, incrementar su cartera e inversiones, resultando así una expansión secundaria muy cuantiosa.

Sin embargo, las inquietudes que pudiera generar el crecimiento monetario “no desestimable” podían moderarse, ya que la expansión crediticia había seguido las orientaciones del crédito productivo:

Afortunadamente, un tal desarrollo bancario ha correspondido a normas muy precisas de selectividad, ya por lo que hace a los institutos especializados de crédito como la Caja Agraria, y, en el caso de los comerciales, a una severa calificación de acuerdo con las reglamentaciones establecidas al respecto, por la junta directiva del Banco de la República. [...]. Dentro de la dinámica que en los medios de pago se registra en los últimos meses y la que es de presumir en los próximos, conocidos factores ciertos de emisión, cabe acentuar la vigilancia estricta de esta irrigación y el acendramiento de los canales selectivos para que la expansión ya realizada y la previsible conduzcan a un aumento efectivo de la producción (*RBR-407*, septiembre de 1961: 1128).

Nuevos factores de expansión aparecieron en el último trimestre de 1961. Las urgencias de orden público provocaron nuevas emisiones de pagarés para ser adquiridas por el Banco de la República, sin afectar el cupo del Gobierno Nacional (*RBR-407*, septiembre de 1961: 1156); y se abrieron vías adicionales para aumentar el crédito al sector privado. Según comunicado de los directivos del Banco, transcrito en la *Revista*:

Existen, además, síntomas que indican cierta demanda de crédito a la banca comercial para fines del fomento de la producción, superior a sus disponibilidades actuales, la cual es conveniente satisfacer en cuanto vaya dirigida a tan importante finalidad (*RBR-408*, octubre de 1961: 1255).

Se amplió el cupo de redescuento en el Banco de la República en un 10% para financiar la agricultura y la industria; se suspendieron incrementos del encaje que se habían previsto para compensar la disminución de los depósitos previos de importación, y se otorgaron facilidades a los bancos para hacer préstamos hasta con 270 días de plazo a agricultores e industriales para efectos de capital de trabajo. El cupo de crédito del Banco Ganadero, hasta entonces inferior al de la Caja Agraria, se igualó al de esta última institución.

Al presentar las medidas, el editorialista anotó que,

Como objetivo general buscaron las autoridades monetarias crear nuevas facilidades para los préstamos destinados a los sectores productivos, mediante sistemas que en ningún caso originaran inconvenientes presiones inflacionarias (*RBR-408*, octubre de 1961: 1255).

En medio de una variedad de tensiones sobre el crédito de fomento, el control monetario y la ejecución del plan decenal de inversiones públicas, revivieron en el seno del Congreso nacional a finales de 1961 algunas iniciativas presentadas en años anteriores, cuyo fin era la reforma del Banco de la República. Una de tales iniciativas, presentada por Gilberto Arango Londoño, fue comentada por el gerente en la correspondiente comisión parlamentaria (el Recuadro 3 registra algunos apartes de la exposición de Eduardo Arias Robledo).

La *Revista* registró el evento en los siguientes términos:

Se ha venido discutiendo en la Comisión III Constitucional del Honorable Senado de la República un proyecto de ley “mediante el cual se dictan disposiciones sobre el Banco de la República” que, de ser aprobado, transformaría el actual instituto de emisión en un organismo descentralizado y autónomo de propiedad exclusiva del Estado (*RBR*-409, noviembre de 1961: 1392).

RECUADRO 4

LA ESTRUCTURA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (FRAGMENTOS)

Por: Eduardo Arias Robledo

[...] el proyecto presentado por el honorable senador Arango al transformar el actual instituto en un establecimiento descentralizado y autónomo, de propiedad del Estado, conduce a lo que tradicionalmente se ha llamado su nacionalización [...].

No es de ahora la discusión sobre la estructura del Banco de la República, como tampoco es de los últimos tiempos el debate sobre cuál debería ser la índole de los bancos de emisión [...].

El más antiguo banco central del mundo, el de Inglaterra, solo vino a ser estatal hace unos quince años, cuando se operó en ese país un cambio político que optó por la práctica de las nacionalizaciones. Más bien parece que son las épocas y las experiencias de los países las que han llevado a que en unos se adopte el sistema del banco oficial y en otros se intente moderar la acción del Estado mediante instituciones de dirección mixta.

En 1948, por el Decreto Ley 1407, que fue acogido posteriormente por el 211 de 1949, se le habían concedido [al Banco de la República] las primeras [facultades monetarias adecuadas] especialmente en materia de fijación de encajes y de cupos de las instituciones bancarias. Este decreto contempló por primera vez el veto del Ministro de Hacienda a las disposiciones de la Junta en materia de política monetaria, exigiendo su voto afirmativo.

El derecho de veto del Ministro se extendió a todos los actos de la Junta, referentes al ejercicio de la política monetaria y de crédito, contemplados en el Decreto Ley 756 de 1951 que otorgó a la institución facultades muy amplias en este terreno y que se hacían necesarias para convertir a la institución en un verdadero banco central moderno [...].

Dada la estructuración legal y contractual [del Banco], la Junta, en forma simplemente mayoritaria, no puede desarrollar ninguna política monetaria o de crédito por sí misma, que esté en desacuerdo con la del Gobierno, puesto que actos de esta naturaleza requieren el voto afirmativo del Ministro de Hacienda [...].

En el terreno de las facultades para el manejo del crédito y de la moneda, parece conveniente ampliar los poderes del Banco, permitiéndole, por ejemplo, una mayor capacidad de operación en mercado abierto; [...]. También es conveniente asegurar aun más la necesaria coordinación entre la política monetaria y crediticia del Banco y la económica y fiscal del Gobierno. [...]. Estas y otras reformas podrían ser útiles al país.

Fuente: *RBR*-409 (noviembre de 1961: 1394-1396).

Al cierre de 1961 las cuentas financieras mostraron elevados crecimientos, en comparación con el 13,7% de expansión del PIB nominal; la base lo hizo en 13,6%, los

medios de pago en 24,6 %, la cartera de la banca comercial en 21,5 % y la de la banca oficial en 25,4 %. Al referirse al crecimiento de los medios de pago, el gerente comentó que “la elevación correspondió en especial al segundo semestre, que cubre el 19,7 % y se hizo particularmente intensa en el mes de diciembre” (*RBR*-411, enero de 1962: 3). Luego procedió a explicar las fuentes de la expansión:

Analizado tal crecimiento, por su origen, es fácil establecer que provino, en primer término, de las financiaciones del Banco de la República al gobierno nacional para gastos de orden público y para otros de igual urgencia, y de operaciones temporales del mismo a la Federación Nacional de Cafeteros, con el fin de habilitarla para hacer frente a sus intervenciones estacionales en el mercado interno del grano.

El incremento de los depósitos bancarios originado en tales emisiones primarias del banco emisor, por el conocido fenómeno del multiplicador, facilitó una ampliación de la cartera [cuyo] ensanche superó en 24 % los niveles de 1960, pero se llevó a cabo dentro de los patrones de crédito selectivo que se han mantenido y se mantendrán en vigencia. El avance en la circulación monetaria de que se ha dado cuenta es más notorio si se considera que la apreciable venta de reservas por parte del Banco de la República tuvo un efecto contraccionista realmente importante.

En el segundo semestre, en el cual fue más apreciable el volumen monetario, el comportamiento de los precios resultó tolerable. Se observó sí una mayor presión sobre las importaciones y una más fuerte demanda de dólares en el mercado libre. [...] El examen de los distintos factores muestra que existe un alto grado de liquidez, el cual puede llevar en el presente semestre a una mayor demanda de bienes y servicios, con la consiguiente elevación de precios, porque no debe olvidarse que un fenómeno de expansión no produce inmediatamente su acción correlativa, sino que, por lo general, deja fuerzas latentes que actúan a posteriori [...] ante el crecimiento total alcanzado en el año, [...] han juzgado el gobierno y los directores del banco inconveniente mantener tal ritmo, porque en vez de propiciar un ensanche favorable de la economía, podría alterarla gravemente (*RBR*-411, enero de 1962: 4).

En efecto, el ministro de Hacienda, Mejía Palacio advirtió que,

En tales condiciones parece lo más aconsejable tomar medidas monetarias para impedir o disminuir el impacto de tan fuerte expansión, que, por fortuna para el país, no se ha hecho sentir en toda su magnitud. Dichas medidas deben ser las estrictamente necesarias para evitar los efectos inflacionarios, fácilmente previsibles, pero sin retardar el progreso económico de la nación, ni causar trastornos al plan de desarrollo económico en su primer año de ejecución (*RBR*-411, enero de 1962: 3).

En consecuencia, desde diciembre de 1961 se adoptaron disposiciones para moderar la expansión secundaria de dinero mediante aumentos graduales de los encajes, de modo que para abril del año siguiente las reservas sobre los depósitos a la vista arribaron al 22 % (*RBR*-414, abril de 1962: 375). Adicionalmente, se acudió al aumento temporal de los

depósitos previos de importación para restringir la expansión primaria de dinero¹²⁴. Entre marzo y julio los depósitos pasaron de \$659 millones a \$941 millones, un incremento significativo del 43 %; posteriormente, se redujeron de manera gradual, pero, aun así, su saldo final en diciembre superó al del año anterior en \$97 millones, cifra equivalente a un aumento del 16 %. En total, el nivel de los medios de pago prácticamente no varió durante el primer semestre de 1962, ya que al final del lapso apenas presentó una reducción del 1,8 %.

El contraste monetario entre el primero y el segundo semestre fue sustancial. En este último, los medios de pago se elevaron en 21,5 %, de modo que su expansión en el año completo fue de 20,7 %. El Cuadro 4.12 presenta los valores de indicadores monetarios convencionales en distintos momentos entre 1961 y 1962. El acervo de reservas internacionales (en dólares) conservó su nivel en el primer semestre, pero cayó fuertemente en el segundo, de modo que su reducción en el año fue equivalente al 33 %; a su turno, el inventario de reservas internacionales en pesos llegó en noviembre a un saldo inferior en un 20 % al logrado en diciembre anterior, de manera que el impacto monetario proveniente de la evolución de las reservas hasta ese momento era contraccionista.

Cuadro 4.12
Indicadores monetarios, 1961-1962
(fechas seleccionadas)
(millones de pesos)

Indicadores	Diciembre de 1961	Junio de 1962	Noviembre de 1962	Diciembre de 1962
Reservas internacionales (millones de dólares)	171,0	175,0	127,0	116,0
Reservas internacionales	412,2	446,1	324,3	1 083,7
Crédito del Banco de la República	2 976,7	2 798,3	3 494,6	3 977,5
al gobierno	1 263,3	1 436,5	1 986,1	2 225,1
a los bancos	949,9	1 243,7	999,9	1 138,3
a los particulares	763,5	118,1	508,5	614,0
Pasivos con el Gobierno	238,5	176,9	219,6	725,1
Depósitos previos	651,2	893,6	792,0	748,0
Otros activos netos	-841,7	-1 333,0	-1 125,0	-1 458,0
Base monetaria	2 346,0	1 798,0	2 531,0	2 918,0
Medios de pago	5 112,4	5 078,3	5 720,5	6 188,8

Fuente: (RBR, varios números).

El crédito del Banco de la República produjo efectos de contracción monetaria durante el primer semestre, ya que las ampliaciones que se presentaron en el crédito a la

¹²⁴ Los depósitos del 100 % pasaron al 200 %; los del 75 al 180 %; los del 50 al 150 %; y los del 20 al 50 % (IGBR 1962: 72).

banca y al Gobierno fueron compensadas por la reducción sustancial del crédito a los particulares. El aumento en los depósitos consignados en el Banco de la República fue una contribución adicional a los efectos de succión sobre la circulación monetaria. En definitiva, la base monetaria cayó significativamente (23 %) en el primer semestre, y el conjunto de los medios de pago se mantuvo prácticamente constante.

Las presiones expansionistas volvieron a la escena en el segundo semestre de 1962 en dos etapas, la primera entre junio y noviembre, y la segunda, concentrada en el mes de diciembre; en la primera, la estrella fue el crédito al Gobierno, el cual se elevó en un 38 %, lo que hizo que el crédito primario se acrecentara en un 25 %. Así, hasta noviembre, la base se agigantó en un 41 %, y los medios de pago en un 12,7 %.

En el último mes de 1962 las cifras del balance del Banco cambiaron notoriamente. Las reservas internacionales en dólares continuaron con su tendencia descendente, pero el inventario de las reservas en pesos se multiplicó por 3,3, al pasar de \$324 millones a \$1 083 millones. Semejante brinco fue el resultado de contabilizar en pesos el saldo de las reservas en dólares a la nueva tasa de cambio, después de la devaluación de la moneda nacional autorizada por la Ley 83 de 1962¹²⁵. Al contabilizar en los activos el nuevo valor de las reservas, también fue necesario registrar la diferencia por devaluación y el resultado de compra y venta de divisas *a cargo* del Gobierno Nacional (\$249,3 millones y 135,6 millones respectivamente) en la cuenta especial de cambios. El saldo de otros activos netos se hizo más negativo al ajustar el valor en pesos de las acreencias del Banco con el exterior. A su turno, el crédito primario se elevó en un 14 %, cuya mitad se extendió al Gobierno, y la otra se repartió entre la banca y los particulares. Esta expansión fue compensada, al menos transitoriamente, por el aumento de los depósitos gubernamentales en el Banco de la República.

El resultado final de las operaciones registradas en el balance del Banco durante el mes de diciembre fue un incremento de la base monetaria de \$387 millones, suma equivalente al 68 % de la expansión en todo el año. Para el año completo la expansión de la base fue del 24,4 %, y la de los medios de pago del 21 %.

Ante el crecimiento de la base monetaria, producido en los dos últimos meses del año, y la perspectiva de salida a la circulación de los depósitos consignados en el Banco por el Gobierno, en diciembre de 1962, se optó por restarle alientos a la expansión secundaria de dinero. Por tal motivo, se creó un encaje marginal del 100 % sobre los nuevos depósitos en cuenta corriente y a término que se contabilizaran a partir del 3 de diciembre¹²⁶. Luego, se limitó temporalmente al 70 % el uso de los cupos de redescuento al que tenían acceso los bancos y las corporaciones financieras, pero se excluyó de la medida a la Caja Agraria. También se aprobó la elevación del encaje ordinario en tres puntos para ser aplicados de manera gradual, uno cada mes desde noviembre, de modo que para enero el total se encontrara en 25 %. En febrero dicho encaje volvió a elevarse en otros dos puntos, para llegar al 27 %, pero de nuevo se permitió que cinco puntos del encaje pudieran ser invertidos en créditos agrícolas (*RBR*-423, enero de 1963: 3; *RBR*-424, febrero de 1963: 169).

¹²⁵ En su artículo 9º. se autorizó el reajuste de las reservas del Banco y sus obligaciones en moneda extranjera a la tasa de \$9 por dólar (Ley 83 de 1962, 26 de diciembre; *RBR*-422, diciembre de 1962: 1532).

¹²⁶ Resolución 35 de 1962 (12 de diciembre) de la Junta Directiva del Banco de la República (*RBR*-422, diciembre de 1962: 1529).

La trama del financiamiento primario excepcional al Gobierno en el segundo semestre de 1962 se inició con dos medidas que se exponen en el Recuadro 4. La primera fue el aumento del cupo de crédito del Gobierno en el Banco de la República para necesidades transitorias de la Tesorería, y la segunda, la emisión de libranzas de deuda interna para financiar la supresión del impuesto a las exportaciones que se había aprobado en 1960.

El estado de las finanzas públicas ocupó amplios espacios en las notas editoriales del último trimestre del año. En las de octubre, el editorialista advirtió que “el gobierno nacional contempla en estos momentos una muy difícil situación fiscal”, cuyos alcances expuso en los siguientes términos:

En la tesorería general de la república se ha acumulado un número alarmante de órdenes de pago procedentes de distintas dependencias gubernamentales, a favor de contratistas y servidores del Estado y de instituciones descentralizadas del mismo, que no ha sido posible satisfacer en la oportunidad debida, porque los ingresos rentísticos no han correspondido a los cálculos y por el peso del déficit con que terminó el ejercicio presupuestal de 1961 que, según liquidaciones de la Contraloría General, llega a \$238 millones. Esta demora en los pagos ha producido, en cierto grado, impactos sobre el sistema bancario que se ha visto precisado a avanzar fondos por cuantías de alguna consideración a diversos acreedores del Estado, en parte mediante recursos obtenidos en el banco emisor, a través del redescuento (*RBR-420*, octubre de 1962: 1227).

La Ley 59 de 1962 autorizó al Gobierno para efectuar la operación financiera relacionada con el déficit fiscal de 1961 en los términos que aparecen en el Recuadro 4. En consonancia con la ley citada, el Decreto 2970 de 1962 autorizó al Ejecutivo para emitir los correspondientes pagarés de deuda pública interna. Dicha norma estableció que aquellos serían amortizados en un plazo hasta de veinte años, con un período de gracia hasta de cinco años y devengarían unos intereses del 5 % anual (Decreto 2970 de 1962; *RBR-421*, noviembre de 1962: 1392).

RECUADRO 5

FINANCIAMIENTO PRIMARIO DEL GOBIERNO: SEGUNDO SEMESTRE DE 1962

1. Cupo de crédito en el Banco de la República

Ley 33 de 1962

Artículo 1. Autorízase al Banco de la República para elevar el cupo de crédito a favor del Gobierno Nacional [...] hasta una cantidad que no exceda del 8 % del valor de los ingresos corrientes del Gobierno Nacional, que se recauden en el año inmediatamente anterior [...] Se usará tan solo para cubrir deficiencias estacionarias o transitorias de Tesorería [...] El gobierno lo utilizará por medio de la expedición de libranzas o pagarés que deberán ser cubiertos dentro del respectivo año fiscal, los que tendrán un interés hasta del 4 % anual [...] El Banco de la República podrá vender los mencionados pagarés o bien conservarlos en su poder, según las condiciones del mercado monetario.

2. Pagarés de deuda pública por la supresión del impuesto a las exportaciones

Decreto 2407 de 1962

Artículo 1. El gobierno nacional podrá emitir pagarés de deuda pública interna con destino a financiar el déficit causado con motivo de la supresión del impuesto a las exportaciones [Ley 62 de 1960] hasta por la cantidad de \$48.274.437 [...]

Artículo 2. Los pagarés serán amortizados en un plazo de cinco años a partir del 30 de julio de 1964, y devengarán intereses a la tasa del 4% [...]

Artículo 3. El Banco de la República queda autorizado para que, sin afectar el cupo del Gobierno Nacional adquiera a la par nominal los documentos de deuda pública interna y los posea por todo el tiempo de su vigencia.

3. Déficit fiscales de 1961 y 1962

Ley 59 de 1962

Artículo 1. Autorízase al Gobierno Nacional para celebrar operaciones de crédito interno con el fin de obtener los recursos necesarios para compensar el déficit fiscal de la vigencia de 1961, liquidado por la Contraloría General de la República y que asciende a \$238.181.193.41. Para tal objeto podrá emitir pagarés de deuda pública interna.

Artículo 3. El Banco de la República queda facultado para adquirir y poseer, por todo el tiempo de su vigencia, los documentos de deuda pública interna de que trata el artículo 1., sin afectar el cupo del Gobierno Nacional¹²⁷.

Ley 71 de 1962

Artículo 1. Autorízase al Gobierno Nacional para celebrar operaciones de crédito interno a largo plazo, hasta por la cantidad de \$600.000.000.00 con el objeto de consolidar la deuda de Tesorería proveniente del déficit fiscal correspondiente a la vigencia de 1962 [...]. Las operaciones a que se refiere este artículo, en cuanto se celebren con el Banco de la República, no afectarán el cupo legal del gobierno en dicho banco.

¹²⁷ Ley 59 de 1962 (9 de noviembre) sobre autorizaciones al Gobierno Nacional para celebrar operaciones financieras (RBR-421, noviembre de 1961: 1391).

Fuente: RBR-422 (diciembre de 1962: 1531).

Aunque reconoció las circunstancias extremas que se vivían en la época, el gerente llamó la atención acerca de los potenciales efectos inflacionarios de medidas como la que se estaba adoptando:

[...] En el momento presente este procedimiento de enjugar déficit mediante emisiones del banco central, que en otras circunstancias en forma alguna sería aconsejable, y antes por el contrario notoriamente equivocado, parece ser el único que se encuentra a la mano, frente a urgencias de pago que comprometen la misma tranquilidad social. Las autoridades monetarias, con la reserva anotada,

han manifestado al gobierno su propósito de cooperar con él [...]. Pero en lo futuro deberá observarse con singular atención el desarrollo del crédito y la moneda y, llegado el caso, será preciso adoptar las determinaciones necesarias para compensar los efectos inflacionarios de esta inaplazable financiación al sector público (*RBR-420*, octubre de 1962: 1227).

Menos de dos meses después, la *Revista* debió registrar que el Gobierno, autorizado por la Ley 71 de 1962 (Recuadro 4) había negociado con el Banco de la República “la adquisición de libranzas por una cuantía máxima de \$ 600 millones”, para financiar el déficit de 1962 (*RBR-422*, diciembre de 1962: 1496). Según el editorialista, los directores del Banco habían autorizado dicha operación crediticia ante una situación de “extrema urgencia” derivada del atraso en los pagos de la Tesorería. Y, como lo aseverara al anunciar la financiación del déficit de 1961, insistió en que “el procedimiento de sanear presupuestos con recursos del banco emisor, es desaconsejable desde todo punto de vista” (*RBR-422*, diciembre de 1962: 1496); además, que:

Es necesario que la política fiscal no exija nuevas contribuciones de este género al Banco de la República, tan evidentemente inflacionarias. Se espera, así mismo, que aliviada de una vez la situación de tesorería, por este método de excepción, el país podrá entrar, con su nuevo sistema cambiario y con la ayuda del Fondo Monetario y de otros organismos internacionales, en una franca etapa de recuperación y de estabilidad, cuyos desarrollos deberán ser vigilados día a día por las autoridades monetarias y fiscales, para que no se frustren los sacrificios que entraña una devaluación (*RBR-422*, diciembre de 1962: 1496).

¿Cómo reseñó el gerente la experiencia monetaria de 1962, y en especial los cambios ocurridos en los dos últimos meses? Su testimonio en el *Informe Anual* de aquel año tiene un sabor crítico al referirse al manejo cambiario y monetario de los años precedentes:

La política monetaria obedeció de manera preponderante a dos factores que incidieron fundamentalmente en 1962. Son ellos la situación cambiaria que condujo a la devaluación decretada en noviembre, y los déficit fiscales de 1961 y 1962. En verdad toda esa política tuvo que estar dirigida a sobrellevar en lo que ello fuera posible, la carga del desequilibrio cambiario que se había venido generando desde tiempo atrás y que nos había conducido a un tipo de cambio sobrevaluado, e igualmente a corregir la expansión primaria que hubo de crear el enorme desajuste entre los ingresos corrientes y los gastos fiscales. Por supuesto, la devaluación significa un correctivo monetario formidable, toda vez que encarece el precio de una mercancía sobrevaluada, y lo coloca a niveles reales. [...] Si el impacto monetario de una devaluación fuera compensado por una elevación proporcional del crédito, con el objeto de que se cubran los nuevos costos implícitos en ella y se mantenga la “demanda total”, se caería inmediatamente en el mismo desequilibrio que se quiso corregir y los efectos buscados se harían completamente nugatorios (*IGBR 1962*: 75).

Y, en relación con los problemas del fisco, se refirió a la aparición de fenómenos económicos,

[...] cuyo control escapaba por completo a la acción de la autoridad monetaria, y los cuales cambiaron radicalmente los lineamientos trazados en un principio por aquella. Me refiero a la posición financiera del Estado. Los déficit fiscales liquidados en 1961 y 1962 no encontraron compensación diferente a la de descuentos de documentos de deuda pública interna en el Banco de la República, emitidos por el gobierno nacional, con el fin de obtener los recursos necesarios para su cancelación (*IGBR 1962: 73*).

D. La banca y la intermediación financiera

1. Estructura del sistema financiero

En el Cuadro 4.13 se da cuenta de la importancia del sector financiero medida en términos del tamaño de la economía, y de la contribución relativa de las entidades que lo conformaban entre 1946 y 1962. El sistema, cuyos activos representaban el 17 % del producto a mediados de los cuarenta, escasamente creció con el PIB hasta 1951. En el siguiente lustro su tamaño prácticamente se dobló, llegando a significar la tercera parte del PIB hacia 1957. Hacia finales del período la participación en el producto se debilitó, volviendo a niveles del orden del 30 % del PIB. La expansión de la banca privada nacional, y en menor medida de la oficial, propiciaron el crecimiento del sistema hasta 1957. En los años postreros, fue el descaecimiento de la privada nacional lo que terminó en la pérdida de vitalidad del sistema. Si se considera el período en su conjunto, se concluye que, en promedio, la banca destinada al fomento (Caja Agraria, banca hipotecaria, banca oficial) contaba con el 45 % de los activos. La banca con participación de capital oficial (Cafetero, Ganadero y Popular) fue la innovación de los años cincuenta; sus activos llegaron a equivaler, en promedio, a la tercera parte de la banca de fomento entre 1956 y 1962. La posición predominante en el promedio continuó siendo la de la Caja Agraria, con el 40 % de los activos¹²⁸.

¹²⁸ A finales del período ya existían cuatro bancos privados de inversión, llamados corporaciones financieras, con operaciones crediticias en favor de la actividad manufacturera. La información estadística correspondiente comenzó a publicarse de manera continua desde 1964.

Cuadro 4.13**Activos del sistema financiero según entidades, 1946-1962**

(porcentaje del PIB)

Años	Bancos privados nacionales	Bancos privados extranjeros	Caja Agraria	Bancos hipotecarios	Bancos oficiales	Sistema
1946	9,28	2,29	3,59	2,53		17,68
1947	8,93	2,11	3,84	3,05		17,93
1948	8,66	2,05	3,77	3,36		17,84
1949	8,58	1,88	4,07	2,25		16,80
1950	9,72	1,65	3,95	2,29		17,60
1951	9,21	1,59	3,81	2,32	0,06	16,99
1952	10,12	1,43	4,58	2,44	0,21	18,78
1953	10,97	1,49	4,77	2,62	0,63	20,48
1954	11,89	1,38	4,97	2,67	1,58	22,49
1955	13,38	1,84	6,21	3,01	2,80	27,25
1956	15,96	2,47	6,19	3,07	4,41	32,10
1957	17,49	2,52	5,46	3,33	4,98	33,77
1958	16,72	1,57	5,36	3,32	4,43	31,40
1959	16,32	1,69	5,37	3,44	4,17	30,98
1960	10,95	1,76	5,38	3,48	3,95	25,51
1961	12,00	1,90	5,59	3,40	4,79	27,69
1962	13,14	2,08	6,00	3,44	5,50	30,17
Promedio	11,97	1,86	4,88	2,94	3,12	24,77
Participación en el promedio (porcentaje)	48,30	7,53	19,69	11,88	12,62	100,00

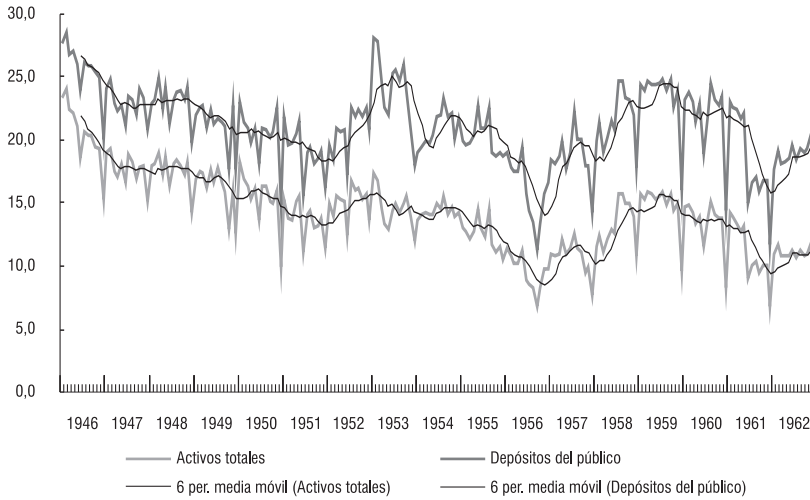
Fuente: *Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda* para los activos de las instituciones financieras.**2. Cuentas e indicadores del balance bancario**

En los gráficos 4.93, 4.94 y 4.95 se presenta la evolución de tres cuentas principales del balance bancario, como lo son la caja y los depósitos en el Banco de la República, la cartera y las inversiones. En el primero, la caja y los depósitos en el Banco de la República aparecen como porcentajes tanto de los activos totales como de los depósitos del público.

Gráfico 4.93

Bancos comerciales: caja y depósitos en el Banco de la República, 1946-1962

(porcentaje)

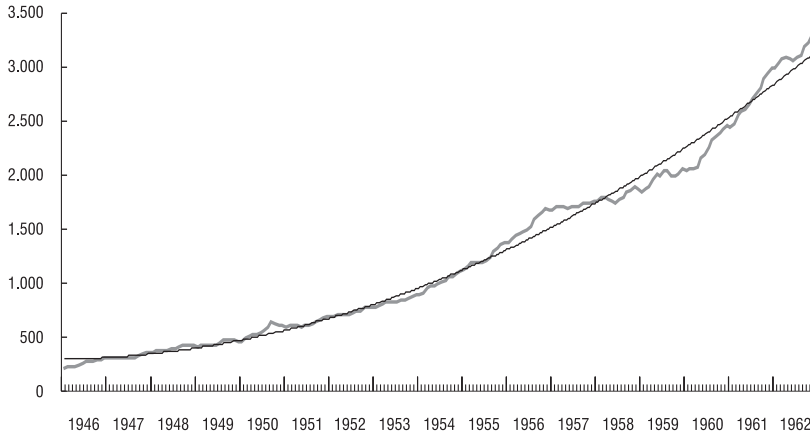


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.94

Banca comercial: cartera, 1946-1962

(millones de pesos)

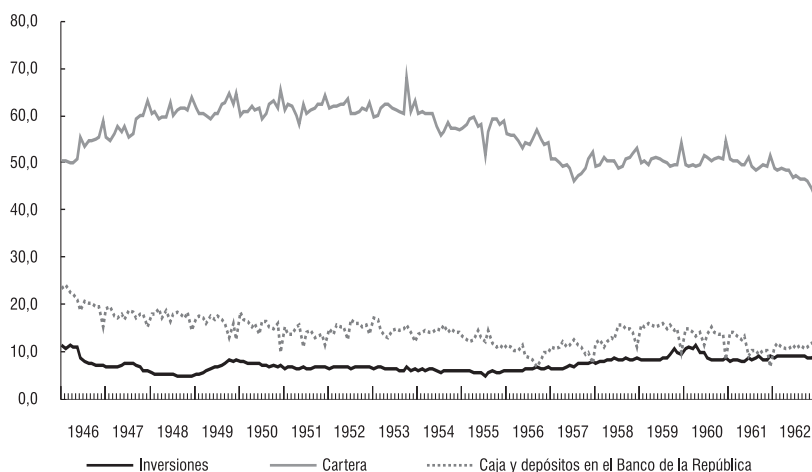


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.95

Banca comercial: cartera, inversiones y encaje, 1946-1962

(porcentaje de los activos totales)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En el primer año de la posguerra, el encaje medio sobre los depósitos fue superior al 25 %. Dicho encaje se redujo progresivamente durante los años siguientes, de modo que el promedio para 1950 fue del 20 %. En el bienio 1952-1953, se elevó al 22,5 %, pero volvió a declinar progresivamente, ubicándose alrededor del 16 % en 1956. En los siguientes cuatro años el encaje promedio fue del 21,5 %, pero entre mediados de 1958 y mediados de 1959 alcanzó el 23,6 %. Luego, los encajes se redujeron una vez más: en 1961 cayeron al 18,5 %, y aunque en 1962 alcanzaron el 19,1 %, estos promedios fueron inferiores al 21 %, correspondiente a la serie completa entre 1946 y 1962.

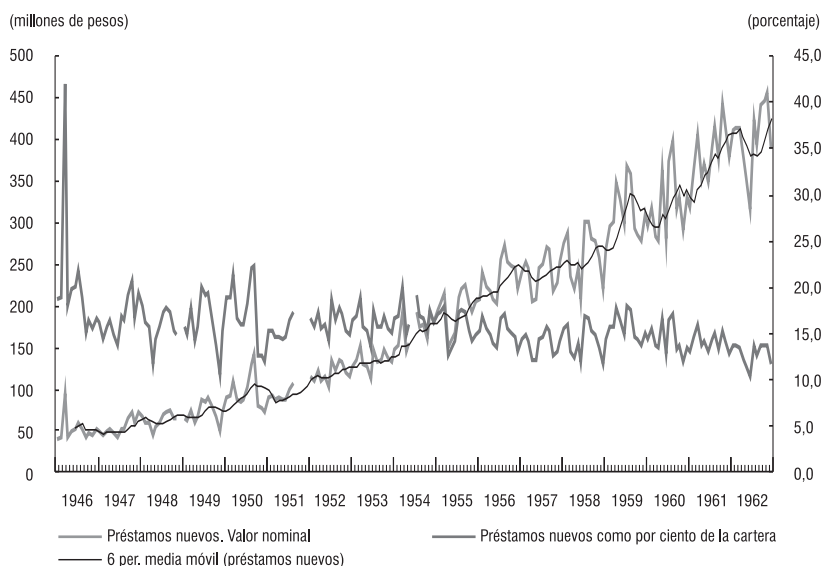
La evolución de la cartera de la banca comercial entre 1946 y 1962, al igual que su tendencia exponencial, aparecen en el Gráfico 4.94. El crecimiento geométrico de los saldos de la cartera fue del 1,3 % mensual a lo largo del período. A partir de mediados de los años cincuenta sobresalieron dos ciclos positivos de la cartera separados por un ciclo negativo; el primero se extendió desde mediados de 1955 hasta diciembre de 1957, cuando la cartera creció al 2,1 % mensual, seguido por un lapso de tres años en el cual la cartera creció al 1,1 % mensual; finalmente, en los dos últimos años la cartera aumentó al 1,4 % mensual.

La participación porcentual del encaje, la cartera y las inversiones en el balance de la banca comercial se revela en el Gráfico 4.95. A principios de 1946 la cartera representaba aproximadamente la mitad de los activos, el encaje el 25 %, y las inversiones el 10 %. En los años siguientes la cartera ganó terreno, al punto que en los inicios de 1948 ya representaba el 60 % de los activos, el encaje el 18 %, y las inversiones el 5 %. Con algunas oscilaciones, la cartera mantuvo su predominio del 60 % hasta finales de 1954. En los siguientes tres años la cartera perdió participación, al punto de que para

1957 su promedio estuvo escasamente por debajo del 50 %. Este promedio se mantuvo hasta 1962, al tiempo que hacia el 10 % convergieron las participaciones del encaje y de las inversiones.

La trayectoria de los préstamos nuevos otorgados por la banca comercial se presenta en el Gráfico 4.96: su valor nominal se multiplicó por diez entre enero de 1946 y diciembre de 1962, pero su participación en la cartera total fue muy estable, alrededor del 15 %.

Gráfico 4.96
Banca comercial: préstamos nuevos, 1946-1962



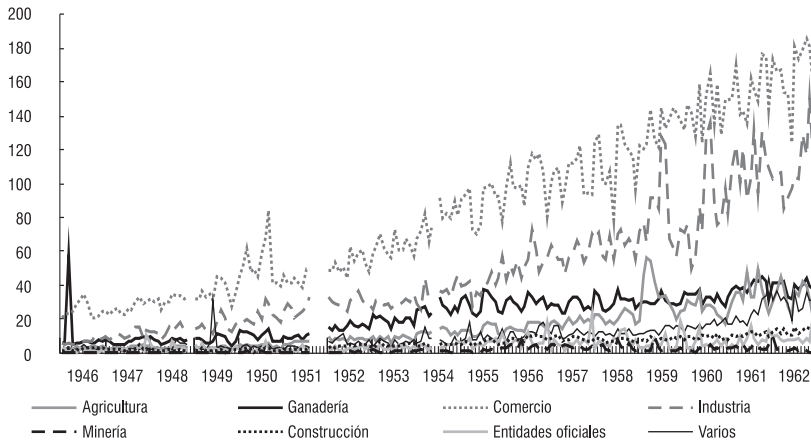
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La asignación sectorial de los préstamos nuevos se presenta en el Gráfico 4.97. Los mayores beneficiarios fueron, en su orden, el comercio, la industria, la ganadería y la agricultura. A finales de 1962 el comercio apareció como el destinatario del 40 % de los créditos nuevos, y enseguida, la industria con el 33 %, la ganadería con el 8,7 %, la agricultura con el 7 % y la construcción con el 3 %.

Gráfico 4.97

Banca comercial: préstamos nuevos, asignación sectorial, 1946-1962

(millones de pesos)



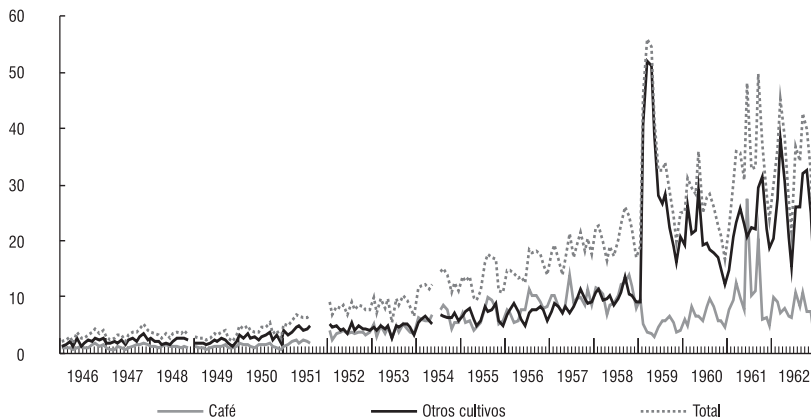
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

En el caso de los créditos nuevos a la agricultura, estos se repartieron por partes iguales entre el café y otros cultivos, a lo largo del tiempo, hasta finales de 1958. Posteriormente, al presentarse la superproducción mundial del grano, y en el marco de los acuerdos internacionales para el control de la oferta, la participación del café en los nuevos préstamos agrícolas se redujo al 25 % (Gráfico 4.98).

Gráfico 4.98

Banca comercial: créditos nuevos a la agricultura (café y otros cultivos), 1946-1962

(millones de pesos)



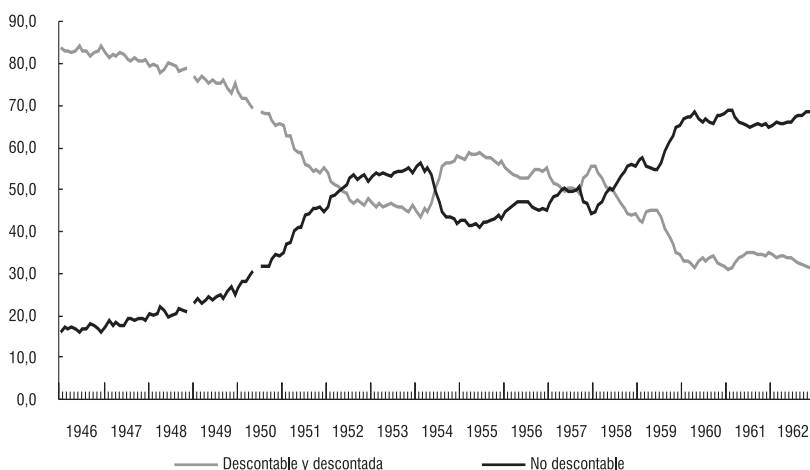
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Las trayectorias de las carteras descontable y no descontable en el Banco de la República aparecen en el Gráfico 4.99. La imagen revela que la importancia predominante de la cartera descontable en el Emisor, que al inicio de la posguerra era del 83 %, se esfumó gradualmente a lo largo del período, de modo que en diciembre de 1962 era del 31 %. Esta última cifra no era despreciable, ya que representaba la tercera parte de la cartera, pero sí dejaba en claro el auge ganado por la cartera bancaria que había sido otorgada sin las restricciones de plazos e intereses que caracterizaban a la no descontable. Precisamente, durante el apogeo económico del primer lustro de la posguerra fue cuando la cartera no descontable creció con mayor ímpetu, al llevar su participación en la cartera total de menos del 20 % al 50 %. Con el advenimiento de la crisis cafetera de mediados de 1954, la cartera descontable pareció recuperar su predominio en los años venideros, pero definitivamente lo perdió a partir de 1958.

Gráfico 4.99

Banca comercial: cartera descontable y no descontable en el Banco de la República, 1946-1962

(porcentaje de la cartera total)



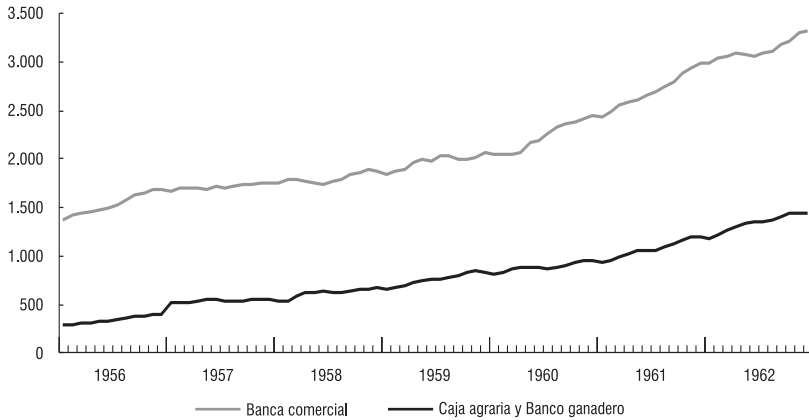
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El Gráfico 4.100 confronta la evolución de la cartera otorgada por la banca comercial con la de la cartera conjunta de la Caja Agraria y el Banco Ganadero. Esta última llegó a bordear una participación cercana al 40 % de la cartera total en los años de 1958 y 1959, la cual se redujo al 30 % entre 1960 y 1962.

Gráfico 4.100

Cartera: banca comercial, Caja Agraria y Banco Ganadero, 1956-1962

(millones de pesos)



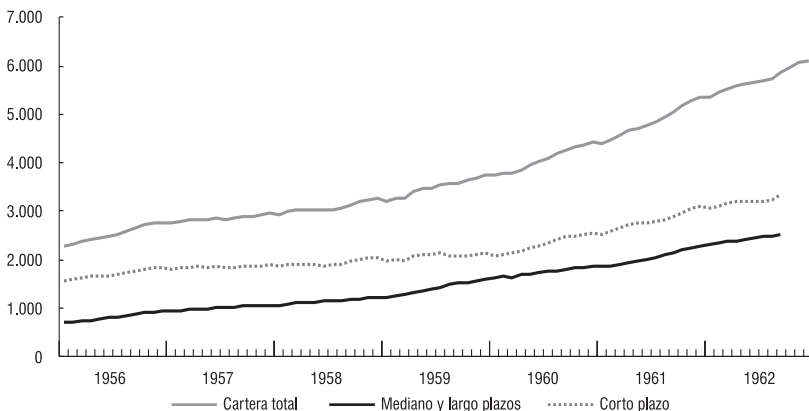
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

La cartera de mediano y largo plazos ganó peso gradualmente desde 1956. En enero de este año constituyó el 31 % del total de la cartera, y a finales de 1962 ya rebasaba el 43 % (Gráfico 4.101).

Gráfico 4.101

Sistema bancario: cartera por plazos, 1956-1962

(millones de pesos)

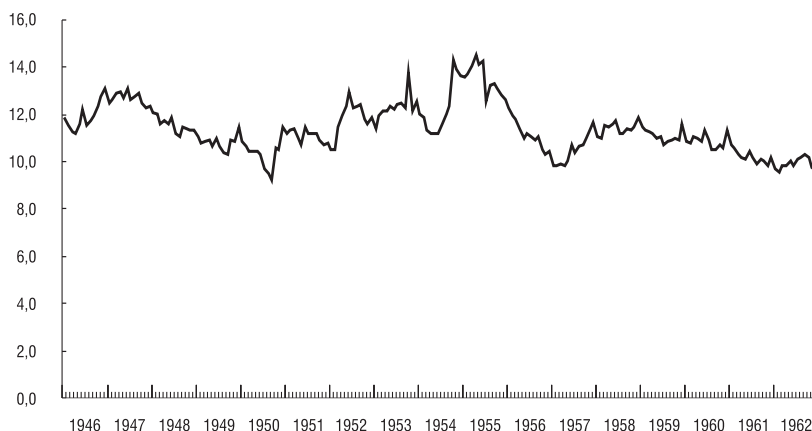


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El promedio del capital y reserva legal de la banca comercial como porcentaje de sus activos fue del 11,3 % entre 1946 y 1962. El Gráfico 4.102 presenta tres ciclos de dicha relación: en el primero, acaecido en el primer año y medio de la posguerra, el porcentaje superó el 13 % de los activos y luego descendió continuamente hasta llegar al 9,5 % a mediados de 1950. Luego, la relación ascendió para alcanzar sus mayores cimas, por encima del 14 %, entre mediados de 1954 y mediados de 1955. Sobrevino después un descenso rápido hasta finales de 1956, cuando alcanzó el nivel de 9,8 %, uno de los más bajos de toda la serie. En esa época se inició un último ciclo, con una altura más modesta que la de los anteriores, y con una fase descendente ininterrumpida desde 1959.

Gráfico 4.102
Banca comercial: capital y reserva legal, 1946-1962

(porcentaje de los activos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En los dos gráficos siguientes se exponen las sendas seguidas por dos indicadores de solvencia. El primero relaciona los depósitos del público con el monto del capital y las reservas legales de la firma bancaria; es un indicador de protección de los depósitos que pretende que la expansión de estos últimos no exceda cierta relación entre ellos y el capital y las reservas.

Como lo atestigua el Gráfico 4.103, la relación a lo largo del período estuvo por debajo de 10, que fue la norma acogida desde los días de la primera misión Kemmerer. Para la totalidad del período, el promedio de la relación fue de 5,9. En los primeros años, hasta 1951, el promedio de la relación fue de 6,7.

Gráfico 4.103

Relación entre los depósitos del público y el capital y las reservas de los bancos comerciales, 1946-1962

(porcentaje)



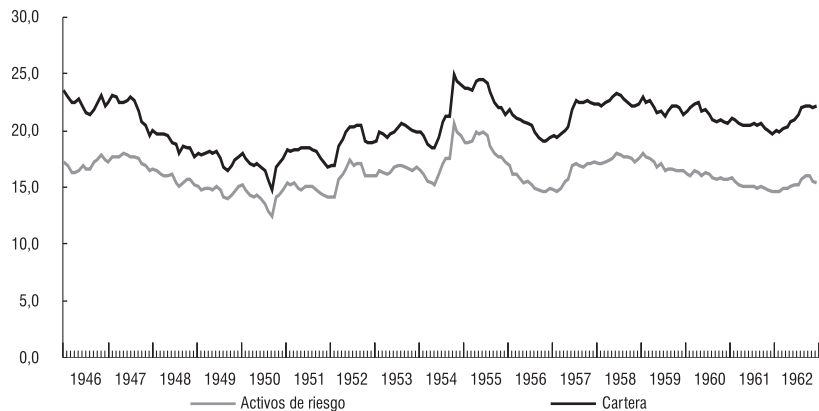
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Los índices de cobertura ofrecidos por el capital y las reservas sobre la cartera y los activos de riesgo aparecen en el Gráfico 4.104. Aunque los dos índices descendieron continuamente durante el primer lustro de la posguerra, la tendencia posterior fue de ascenso hasta el final del período.

Gráfico 4.104

Capital y reserva legal: cartera y activos de riesgo, 1946-1962

(porcentaje)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

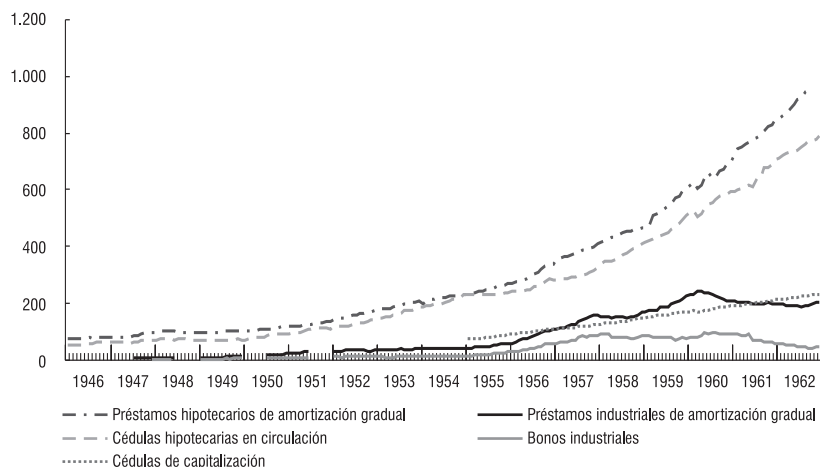
3. El crédito hipotecario

Los tradicionales préstamos hipotecarios de amortización gradual, financiados mediante cédulas de largo plazo, crecieron exponencialmente durante la posguerra, como puede observarse en el Gráfico 4.105. Desde 1947 se inició la modalidad de préstamos industriales de amortización gradual financiados mediante la venta de títulos de largo plazo con el nombre de bonos industriales; sin embargo, el crédito hipotecario que venía de los años treinta mantuvo su predominio con más del 80 % del crédito de amortización gradual a finales del período considerado.

Gráfico 4.105

Préstamos de amortización gradual, clases de crédito y fuentes de financiamiento, 1946-1962

(millones de pesos)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

4. Estructura institucional de las tasas de interés a finales de 1962

A finales de 1962 la banca comercial pagaba intereses entre el 4 % y el 5 % por año sobre los depósitos de ahorro, y sobre los depósitos a término, en el rango del 1 % por año sobre depósitos a tres meses, al 4 % por año sobre depósitos a dos años. Las corporaciones financieras pagaban entre el 5 % y el 6 % anual sobre sus depósitos a término. Sobre las cédulas hipotecarias en circulación, emitidas en su mayoría por el BCH, se reconocía el 7 % anual, con excepción de las que estaban en poder del Banco de la República, sobre las cuales se pagaba el 4 % anual.

Las tasas activas cobradas por la banca comercial variaban ampliamente entre el 2 % y el 14 % por año; el promedio ponderado vigente a finales de 1962 era del 10 % anual.

La Caja Agraria cargaba intereses del 8 al 9 % anual sobre créditos hasta un año; del 10 al 11 % sobre créditos con plazos entre uno y cinco años; y del 12 % sobre créditos con una madurez superior a cinco años. Para proyectos de ganadería, el Banco Ganadero cobraba el 7 % anual en relación con préstamos hasta tres años, y el 6 % sobre préstamos para plazos entre los tres y los cinco años.

El BCH requería intereses entre el 9 % y el 12 % anual según el tamaño de los créditos. Las corporaciones financieras demandaban el 8 % anual sobre préstamos con plazos hasta de cinco años, redescontables en el Banco de la República; el 10 % sobre créditos extendidos entre dos y cinco años financiados por la Corporación Financiera Internacional; el 11 % anual sobre operaciones crediticias financiadas con bonos emitidos por las mismas corporaciones, y el 12 % sobre préstamos ordinarios con plazos entre dos y cinco años.

A partir de la creación del Fondo de Inversiones Privadas (FIP) como fondo de fomento en el Banco de la República, los préstamos otorgados con sus recursos por la banca tanto comercial, como de fomento y de inversión, aplicaban las siguientes tasas máximas de interés: el 8 % anual sobre los créditos con plazos hasta de tres años; el 9 % para créditos a la industria, con plazos de tres a cinco años, y el 10 % anual sobre préstamos industriales para plazos mayores de cinco años. A su turno, el Banco de la República exigía una tasa uniforme del 4 % por el uso de los fondos del FIP¹²⁹.

E. La oferta monetaria real

La oferta monetaria real vivió un crecimiento *escalonado* entre 1946 y 1962. A la expansión real experimentada en el período 1942-1945 siguió su reducción en el primer trienio de la posguerra. Luego, vino una sucesión de avances y regresiones a lo largo de una década, la cual desembocó en el crecimiento empinado de la oferta monetaria real a partir del segundo semestre de 1961. Impulsos monetarios reales acontecieron con posterioridad a los graves hechos de abril de 1948; con posterioridad a la contracción monetaria impuesta en 1950 y 1951; en el bienio que sucedió al período de bonanza cafetera; en los dos años que siguieron a los ajustes cambiarios de 1957, y de manera persistente en el último año y medio del período considerado (Gráfico 4.106).

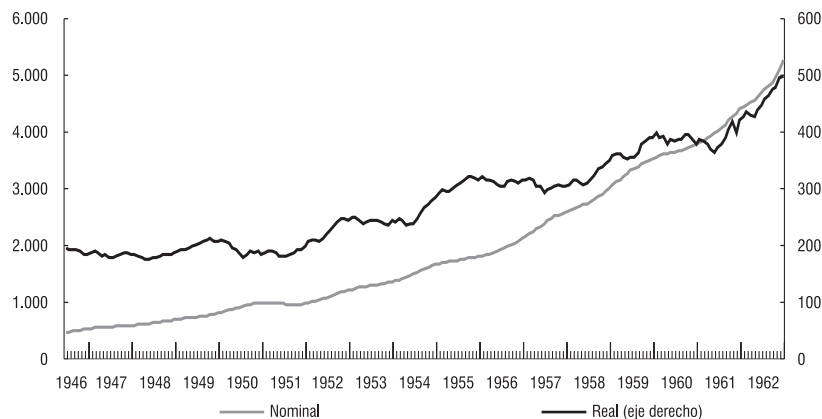
¹²⁹ La información citada sobre tasas institucionales de interés fue tomada de International Monetary Fund (1963: 49-50).

Gráfico 4.106

Oferta monetaria: nominal y real, 1946 (junio) a 1962 (diciembre)

(millones de pesos)

(millones de pesos)



Fuentes: RBR; índice de precios mensual: artículos alimenticios de primera necesidad en el país (Gráfico 4.12) y medios de pago (Gráfico 4.75).

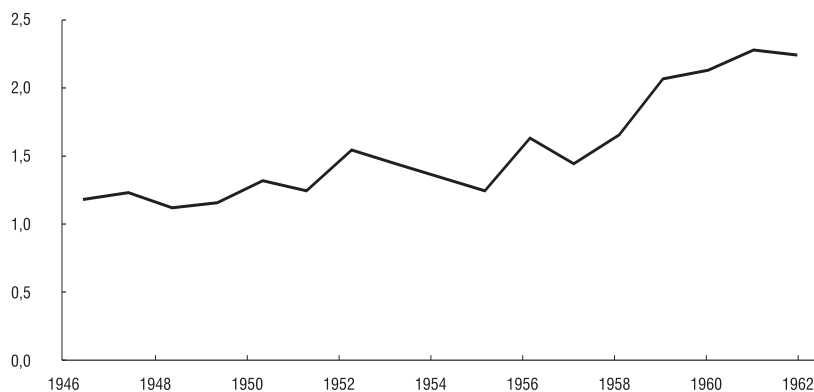
F. El mercado de hipotecas y las tasas de interés

El tamaño del mercado de hipotecas, que era equivalente al 1,5 % del PIB en 1946, se mantuvo en el mismo nivel, con avances y retrocesos hasta 1955. Su posterior crecimiento lo llevó a representar el 2,3 % del PIB en 1962, como se colige del Gráfico 4.107.

Gráfico 4.107

Mercado de hipotecas, 1946-1962

(porcentaje del PIB)



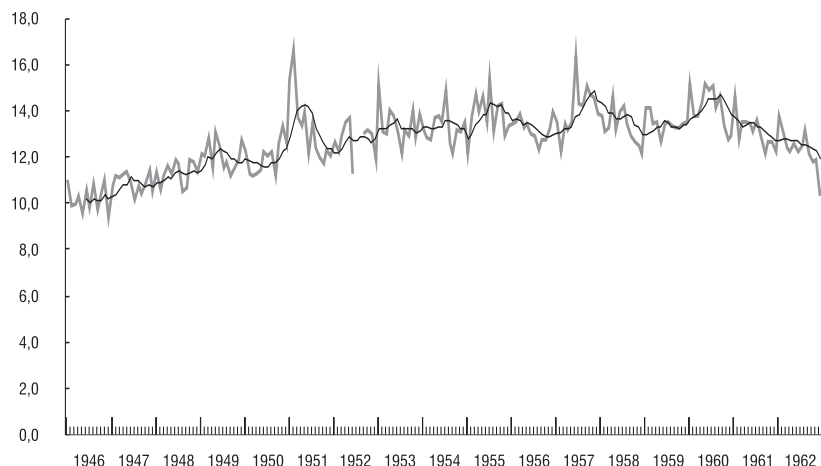
Fuente: RBR (varios números).

En el primer año de la posguerra las tasas de interés en el mercado libre de hipotecas en dieciocho ciudades se situaron entre el 10 y el 11 %. En el siguiente lustro su tendencia fue ascendente, llegando a rebasar el 13 % en 1951. Durante la siguiente década el promedio de las tasas fue del orden del 13,5 %, si bien en los dos últimos años de la serie cayó al 12,5 % (Gráfico 4.108).

Gráfico 4.108

Mercado de hipotecas: dieciocho ciudades, 1946-1962

(promedio de las tasas de interés)



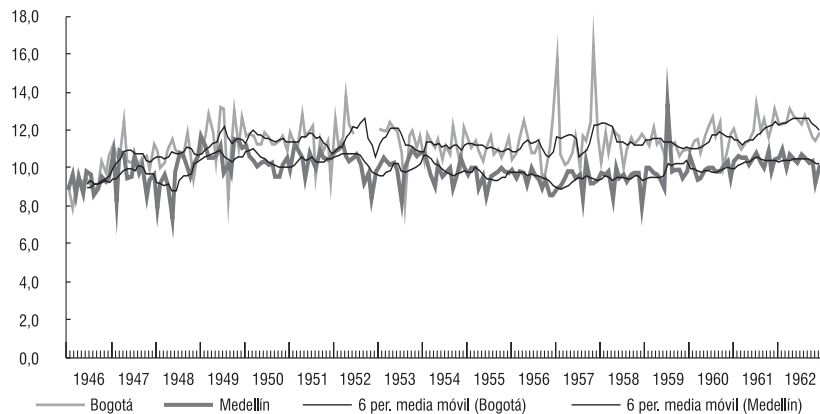
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

En los gráficos 4.109 y 4.110 se exhiben las series de las tasas de interés en las ciudades de Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla. Las dos primeras ciudades experimentaron tasas más bajas que las dos últimas. A su turno, la tasa media de interés en Medellín (9,9%) fue inferior a la de Bogotá (11,3 %), y la de Barranquilla (13,2 %) inferior a la de Cali (13,5 %). La volatilidad de las tasas en las dos últimas ciudades fue mayor que en las dos primeras; el coeficiente de variación para aquellas fue del orden del 12 %, mientras que para Bogotá y Medellín fue del 7,2 y del 5,8 %, respectivamente. Para citar otra experiencia (no mostrada en los gráficos) como la de Tunja, la tasa media fue del 14,7 %, con un coeficiente de variación del 18,7 %.

Gráfico 4.109

Tasas de interés sobre hipotecas: mercados de Bogotá y Medellín, 1946 (enero) a 1962 (diciembre)

(porcentaje)

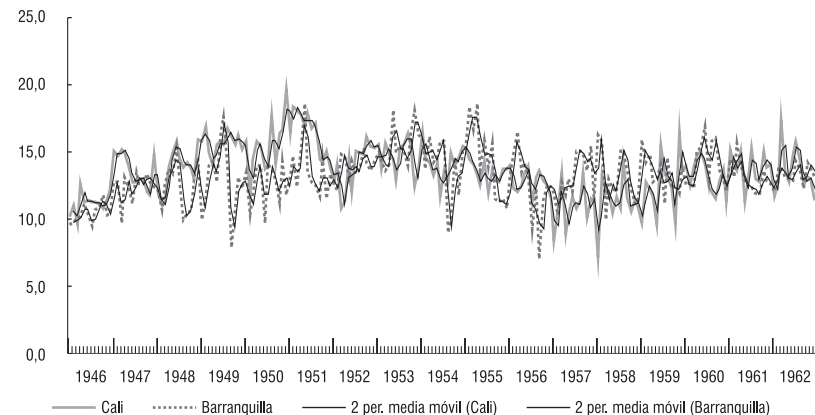


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

Gráfico 4.110

Tasas de interés sobre hipotecas: mercados de Cali y Barranquilla, 1946 (enero) a 1962 (diciembre)

(porcentaje)



Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

La tasa de interés real descendió a niveles negativos al formarse la plétora monetaria de 1942-1945. A partir de 1945 ascendió con oscilaciones, se hizo positiva después de 1949, y siguió una crónica creciente hasta pasada la mitad de la década. En el último lustro volvió a descender sin abandonar sus niveles positivos (Gráfico 4.111).

Gráfico 4.111

Mercado de hipotecas: tasa real de interés, 1945-1962

(porcentaje)



Fuente: RBR (varios números).

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

Tal como lo sugieren las estadísticas mostradas en esta sección, el mercado bursátil francamente perdió relevancia en los primeros tres lustros de la posguerra, si se le mide como proporción del tamaño de la economía. A mediados de los años cincuenta se consideraba que el limitado crecimiento bursátil era característico en América Latina. En ese entonces, los bancos centrales de la región aducían los siguientes factores como obstáculos para el desarrollo del mercado de valores: el temor a la inflación y a decisiones de devaluación de la moneda nacional; el temor a la falta de liquidez; la tendencia latinoamericana de preservar el control de las empresas en manos familiares, y la falta de formación financiera (Grove, 1957).

1. Bolsa de Bogotá

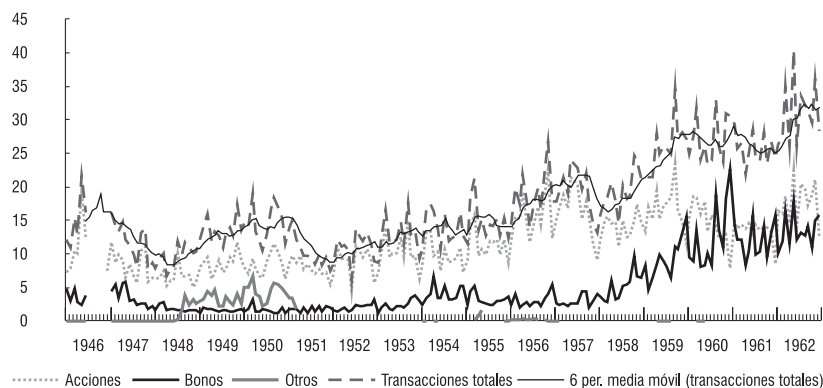
a. Transacciones de acciones y bonos

El valor efectivo anual de las transacciones en la Bolsa de Bogotá en 1947 alcanzó a representar el 2,5 % del PIB de dicho año. En 1962, año final del período en estudio, aquel valor escasamente representó el 0,94 %. En los últimos cuatro años del período el ascenso de las transacciones obedeció al auge de las realizadas en bonos (Gráfico 4.112).

Gráfico 4.112

Bolsa de Bogotá: valor efectivo total de las transacciones, 1946-1962

(millones de pesos)



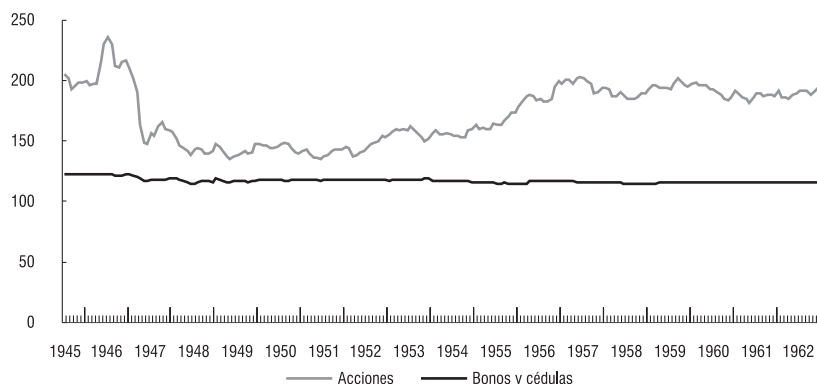
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

b. Índices de cotizaciones

Después de un auge de pocos meses a mediados de 1946, los precios de las acciones entraron en un período de quietud, que se extendió hasta 1951. El índice alcanzó su punto más bajo en todo el período (134,6) en junio de 1951; luego, vino un período de recuperación, el cual se extendió hasta junio de 1957, cuando se alcanzó su valor más alto (202,8). En los últimos cuatro años de la serie el índice se estabilizó al nivel de 190 (Gráfico 4.113).

Gráfico 4.113

**Índices de cotizaciones de valores bursátiles en Bogotá: acciones, y bonos y cédulas, 1945 (julio) a 1962 (diciembre)
(1934 = 100)**

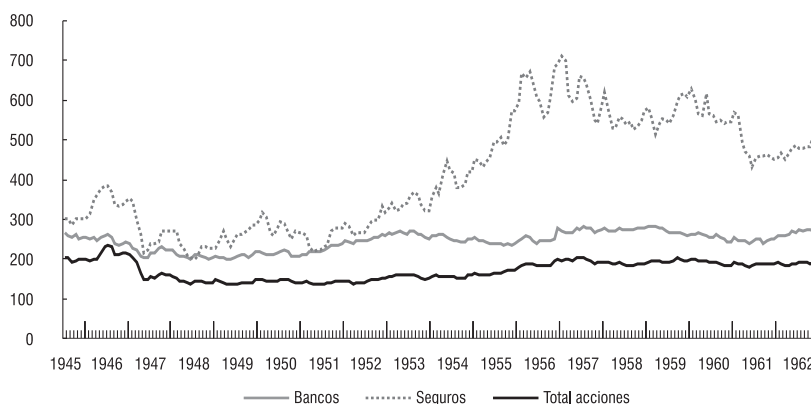


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Los gráficos 4.114, 4.115, 4.116 y 4.117 comparan los índices de cotización de las acciones de sectores específicos con el índice para el total de las acciones. Sobresale el comportamiento de sectores como el de seguros, cuyo índice era del orden de 330 a principios de 1953 y que después de un crecimiento sostenido llegó al guarismo de 700 a principios de 1957. El índice perdió vitalidad en los últimos años de la serie, lo cual no le impidió alcanzar un nivel medio de 480 entre 1961 y 1962 (Gráfico 4.114)

Gráfico 4.114

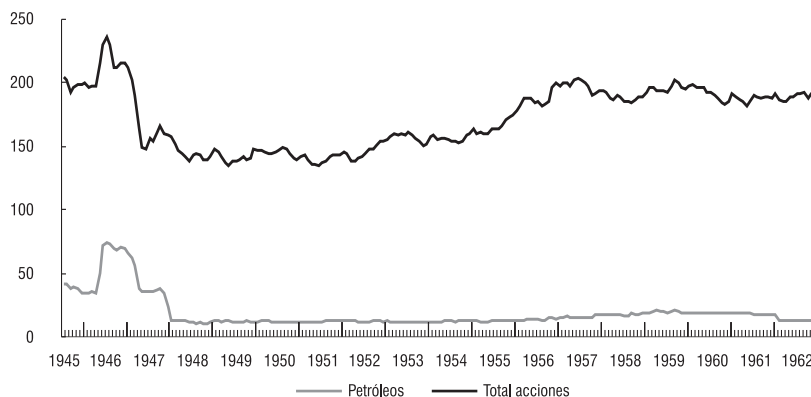
Índices de cotizaciones de valores bursátiles en Bogotá: seguros, bancos y total de acciones, 1945 (julio) a 1962 (diciembre)
(1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.115

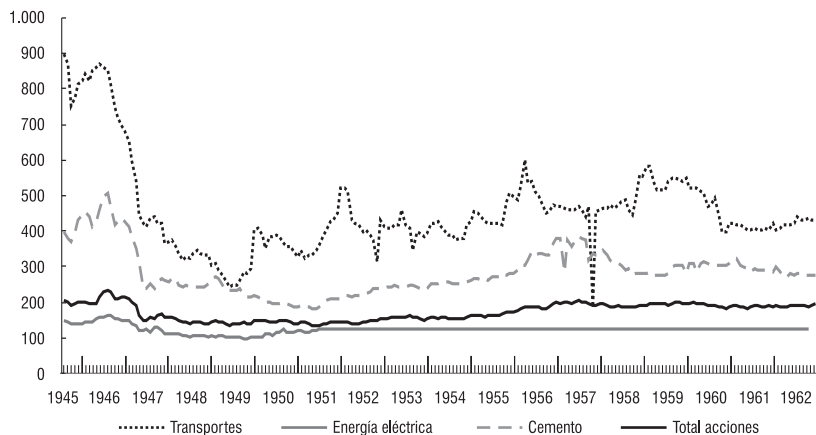
Índices de cotizaciones de valores bursátiles en Bogotá: petróleos y total de acciones, 1945 (julio) a 1962 (diciembre)
(1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.116

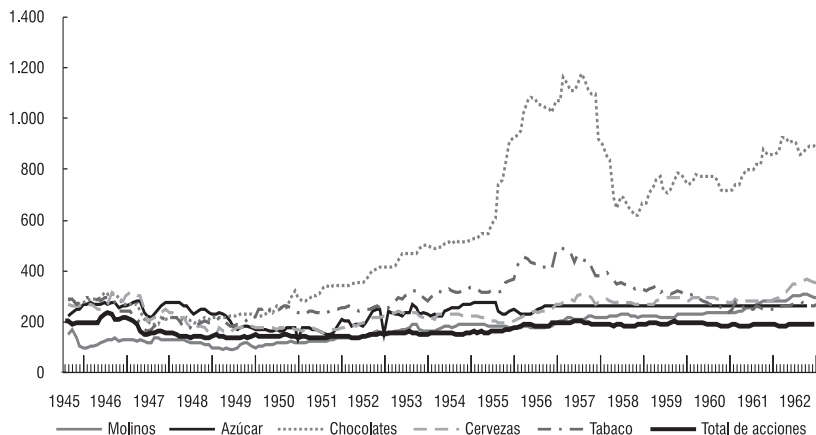
Índice de cotizaciones de valores bursátiles en Bogotá: transportes, energía eléctrica, cemento y total de acciones, 1945 (julio) a 1962 (diciembre) (1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.117

Índice de cotizaciones de valores bursátiles en Bogotá: molinos, azúcar, chocolates, cervezas, tabaco y total de acciones, 1945 (julio) a 1962 (diciembre) (1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Los índices del transporte y el cemento, que vivieron un momento excepcional a mediados de los años cuarenta, perdieron gran parte de su vigor a finales de dicha década. Posteriormente, se recuperaron a un paso medurado para alcanzar sus puntos más altos a

finales de 1957 en el caso del cemento (380), y a principios de 1959 en el caso del transporte (584). Luego, las dos series declinaron: el promedio para el índice de cotización del cemento en los dos últimos años fue de 287 puntos, y el correspondiente al transporte de 417 puntos.

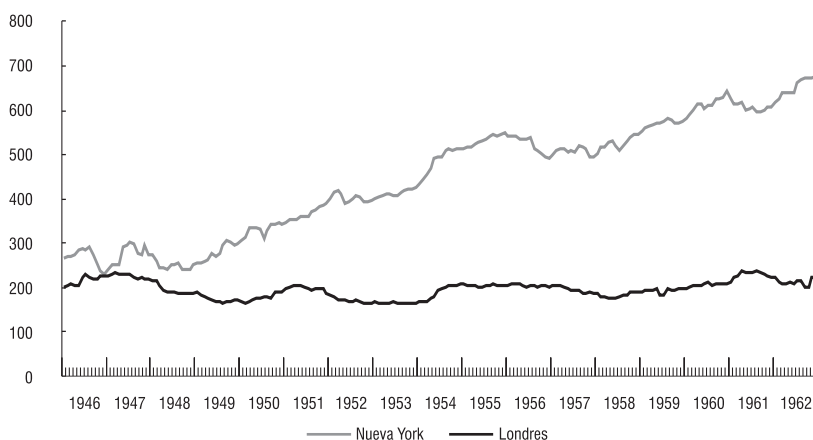
Finalmente, los índices de cotización de acciones para los chocolates y el tabaco también crecieron por encima del índice general. Tuvieron su apogeo, principalmente los chocolates, entre mediados de 1955 y mediados de 1958: los chocolates con un promedio de 948 puntos, y el tabaco con uno de 405 puntos. Posteriormente, en los últimos años del período el índice de los chocolates tuvo un sostenido crecimiento, al contrario del índice del tabaco, que vio reducir notoriamente su valor.

2. Bolsas de Nueva York y Londres

En los gráficos 4.118, 4.119 y 4.120 se exhibe la evolución de los índices de cotización de los bonos colombianos tanto en Londres como en Nueva York. Como puede observarse en el primero de ellos, las sendas de los índices se separaron progresivamente a partir de mediados de 1947, cuando las cotizaciones en Londres siguieron una trayectoria muy plana, y las efectuadas en Nueva York una ascendente. El índice promedio de las cotizaciones en Londres fue de 195,7 puntos, con un coeficiente de variación como medida de la volatilidad de apenas el 8,3 %. El índice neoyorquino partió de 240 puntos en enero de 1947 y llegó a 668 puntos en diciembre de 1962.

Gráfico 4.118

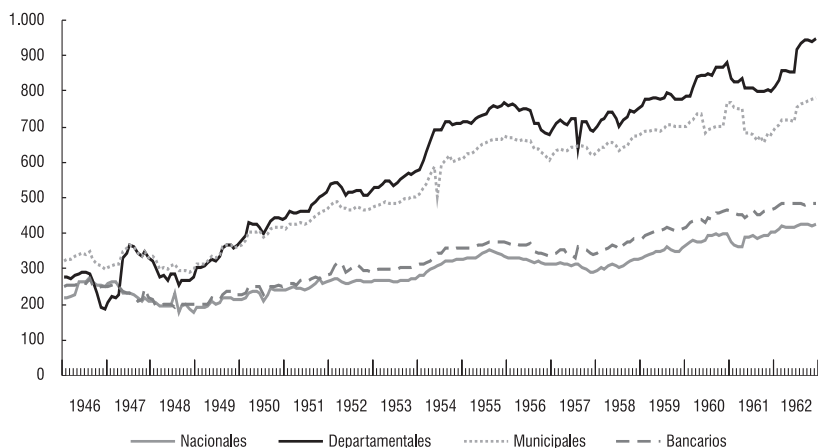
Bonos colombianos: plazas de Londres y Nueva York, índice de cotizaciones, 1946-1962
(1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.119

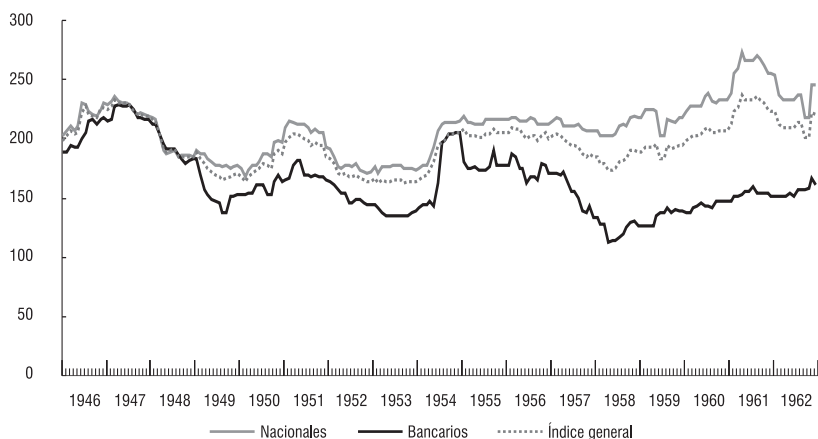
Nueva York: índice de cotizaciones de bonos colombianos, 1946-1962
(1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

Gráfico 4.120

Londres: índices de cotizaciones de bonos colombianos, 1946-1962
(1934 = 100)



Fuente: RBR (ediciones mensuales).

El Gráfico 4.119 descompone por tipos de bonos aquellos que fueron flotados en el mercado de Nueva York. Los nacionales y bancarios, representativos de la deuda renegociada a principios de los años cuarenta, ofrecieron una evolución similar a lo largo del tiempo. Hasta 1950 los guarismos de los índices respectivos fueron prácticamente

iguales; luego, los bancarios fueron ganando gradualmente una mayor distancia que los separaba de las cotizaciones de los nacionales.

Los bonos departamentales y municipales, que representaban la deuda externa de dichas entidades territoriales, fueron favorecidos por cotizaciones crecientes, aunque con fluctuaciones, a lo largo del período. El mayor ímpetu lo recibieron a partir de 1948, cuando se hicieron efectivos los acuerdos que restablecieron la normalidad de los pagos sobre la deuda.

En el Gráfico 4.120 se separan los índices individuales de cotizaciones de los bonos nacionales y bancarios en Londres. El índice promedio de los precios de los nacionales fue de 209 puntos, y el de los bancarios de 163 puntos.

REFERENCIAS

1. Fuentes periódicas

- Banco de la República. *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (anual).
- Banco de la República. *Revista del Banco de la República* (mensual), Bogotá.
- Boletín de Estadística de la Federación Nacional de Cafeteros*, Bogotá.
- Contraloría General de la República. *Informe Financiero del Contralor* (anual).
- Federación Nacional de Cafeteros de Colombia. *Revista Cafetera*. Bogotá.
- Federal Reserve Board. Federal Reserve Bulletin*. Government Printing Office. Washington.
- Naciones Unidas. *Estudio Económico de América Latina*, México (anual).

2. Artículos y libros

- Agudelo, Hernando (1960). “Informe del señor ministro de Hacienda”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 390, abril.
- Agudelo, Hernando (1961). “Exposición del jefe de la delegación de Colombia en la cuarta sesión plenaria del Consejo Interamericano Económico y Social. Punta del Este, Uruguay”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 406, agosto, p. 987.
- Alvarez, Antonio (1957). “El nuevo régimen de cambios”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 356, junio.
- Armstrong P., Glyn A., Harrison J. (1991). *Capitalism since 1945*. Basil Blackwell, Oxford.
- Banco de la República. Departamento de Investigaciones Económicas (1969). *Síntesis. Cuentas Nacionales de Colombia, 1950-1967*. Talleres gráficos del Banco de la República, Bogotá.
- Banco de la República. Grupo del Ingreso Nacional (1949). Programa para la estimación del Ingreso Nacional de Colombia. Banco de la República, Bogotá.
- Banco de México (1946). Reunión de técnicos sobre problemas de banca central del continente americano. Memoria. México.

- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (1956). “El Banco Mundial y las carreteras de América Latina”, en *Revista del Banco de la República*, núm 344, junio.
- Brovedani, Bruno (1969). “Un modelo de análisis monetario y programación financiera”. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Cemla, México.
- Cairncross, A. y Eichengreen, B. (1983). *Sterling in decline*. Basil Blackwell, Oxford
- Cámara de Comercio Internacional (1947). “El problema de la inflación”, en *Revista del Banco de la República*, núm 233, marzo.
- Clark, Colin (1980). *Las condiciones del progreso económico*. Editorial Alianza, Madrid.
- Comisión Económica para América Latina CEPAL (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico: El desarrollo económico de Colombia*. México
- Currie, Lauchlin (1950). *Bases de un programa de fomento para Colombia. Informe de una Misión*. Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento. Imprenta del Banco de la República. Bogotá.
- Currie, Lauchlin (1979). “Una Charla”. Fundación de estudios económico-sociales, FINES. Mimeo, Bogotá.
- De Abrisqueta, Francisco (1945). *Informe sobre el cálculo de los medios de pago en circulación y de las exigibilidades monetarias en Colombia*. Anales de Economía y Estadística, núm. 1, enero, *Revista de la Contraloría General de la República*.
- De Grauwe, Paul (1989). *International Money. Postwar trends and theories*. Clarendon Press, Oxford.
- Delgado, R. (1951). “La economía colombiana actual” Conferencia pronunciada el 18 de julio de 1951, en *Revista del Banco de la República*, núm. 286, agosto, pp. 812-817.
- Derksen, J. (1951). Los nuevos estimativos del Ingreso Nacional de Colombia, en *Revista del Banco de la República*, núm. 279, enero.
- Díaz-Alejandro, Carlos (1976). *Foreign Trade Regimes & Economic Development: Colombia*. National Bureau of Economic Research, New York.
- El Colegio de México. Centro de Estudios Históricos (2004). *Nueva historia mínima de México*. La Impresora Azteca, México.
- Fondo Monetario Internacional (1949). “Estadísticas monetarias y bancarias, como fuente de datos económicos en la América Latina”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 266, diciembre, pp. 1271-1284.
- Franco, Jorge (1966). *Evolución de las instituciones financieras en Colombia*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- Friedlander, H. y Oser, J. (1957). *Historia Económica de la Europa Moderna*. FCE, México.
- García Márquez, Gabriel (1980). *Crónicas y reportajes*. Editorial La Oveja Negra, Bogotá.
- García, Arturo (1948). “Los cupos básicos para las licencias de importación de mercancías”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 251, septiembre, pp. 1032-1033.
- Gaviria, Fernando y Orozco, Héctor (1957). *Estadísticas monetarias colombianas*. Banco de la República, Bogotá.
- Gerchunoff, Pablo y Llach, Lucas (2003). *El siglo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*. Ariel Sociedad Económica, Buenos Aires.

- Gilbert, Milton (1968). "The gold-dollar system: conditions of equilibrium and the price of gold". En Eichengreen, B. (editor) *The Gold Standard in theory and history*. Methuen, New York.
- Gómez, Carlos (1948). "Desarrollo hidráulico del Neusa", en *Revista del Banco de la República*, núm. 250, agosto.
- Greco [Grupo de estudios del crecimiento económico] (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*. Banco de la República. Fondo de Cultura Económica.
- Grove, David (1955). *Política monetaria en países subdesarrollados*. Cemla, México.
- Grove, David (1957). "Quinta reunión de técnicos de bancos centrales del continente americano. Informe del relator de la comisión sobre mecánica del control de crédito e instrumentos del mercado de capitales", en *Revista del Banco de la República*, núm. 362, diciembre.
- Grove, David y Alter, Gerald (1949). "Los problemas postbélicos de inflación y balanza de pagos en la América Latina", en *Revista del Banco de la República*, núm. 257, marzo, pp. 257-266.
- Harrod, Roy F. (1958). *La vida de John Maynard Keynes*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Harrod, Roy F. (1969). *El Dinero*. Ariel. Barcelona.
- Hermberg, Paul (1939). "Informe sobre la estadística de los medios de pago en circulación" *Revista de Hacienda*. Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Herrera, Felipe (1960). "El Banco Interamericano de Desarrollo", en BDR, núm. 391, mayo, pp. 566-573.
- Hofstadter, R. y Hofstadter, B. (1982). *Great Issues in American History*. Vol. III. Vintage Books, New York.
- International Monetary Fund (1963). *Staff Report and Recommendations*. 1963 Consultations. Mimeo, Bogotá.
- Jaramillo, E. y otros (1927). "El problema de la carestía de la vida". Informe que el comité encargado de estudiar el problema de la carestía de la vida rinde al excelentísimo señor Presidente de la República y al señor Ministro de Industrias. Imprenta Nacional, Bogotá.
- Kris, M. A. (1949). "Los bancos centrales y el Estado en nuestros días". *American Economic Review*, núm. 4, septiembre de 1948, en *Revista del Banco de la República*, núm. 256, febrero, pp. 115-123.
- Kriz, M. A. (1956). "El oro", en *Revista del Banco de la República*, núm. 342, abril.
- Kriz, M. A. (1958). "Revista anual del oro, 1957", en *Revista del Banco de la República*, núm. 364, febrero.
- Kriz, M. A. (1959). "Revista anual del oro", en *Revista del Banco de la República*, núm. 376, febrero.
- Krugman, P. (1995). "Growing world trade: Causes and consequences" *Brookings papers on economic activity*, pp. 327-377.
- Lebret, Louis (1958). *Estudio sobre las condiciones del desarrollo de Colombia*, Bogotá.
- Lekachman, R. (1970). *La era de Keynes*. Alianza Editorial, Madrid
- Linfield, Seymour (1960). "El libre comercio en la América Latina y la industria norteamericana", en *Revista del Banco de la República*, núm. 392, junio, pp. 699-703.

- Maddison, A. (1986). Las fases del desarrollo capitalista. Fondo de Cultura Económica, México.
- Maddison, A. (1991). Dynamic forces in capitalist development. A long-run comparative view. Oxford University Press, Oxford.
- Maddison, Angus (1995). Monitoring the World Economy, 1820-1992. OECD.
- Maddison, Angus (2003). The World Economy. OECD Development Centre Studies, Paris.
- Marulanda, Jesús M. (1958). Memoria de Hacienda. Presentada al Congreso Nacional de 1958. Imprenta del Banco de la República, Bogotá.
- Ministerio de Hacienda, Departamento de Planeación y Servicios Técnicos y Banco de la República (1959). “Declaración Oficial sobre Política Económica”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 378, abril.
- Mitchell, B. R. (1988). International historical statistics: The Americas 1750-2000. Palgrave, Macmillan, New York.
- Morales, Arturo (1954). Las bolsas de valores y mercancías. Banco Central de Reserva de El Salvador, San Salvador.
- Mundell, Robert (1968). El hombre y la economía. Amorrortu, Buenos Aires.
- Musalem, Alberto R. (1971). Dinero, inflación y balanza de pagos: la experiencia de Colombia en la post-guerra. Banco de la República, Bogotá.
- Naciones Unidas (1967). El capital extranjero en América Latina. México.
- OIC (1975). Precios del café en términos corrientes y constantes. Consejo Internacional del Café, Londres.
- Ospina, Sebastián (1950). “Perspectivas de la industria cafetera en Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 272, junio.
- Ospina Pérez, Mariano (1948). “Mensaje de año nuevo”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 243, enero.
- Ospina Pérez, Mariano (1950). “Mensaje de año nuevo”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 267, enero.
- Palacios, Marco (1979). El café en Colombia (1850-1970). Una historia económica, social y política. Editorial Presencia, Bogotá.
- Peláez, Carlos y Suzigan, Wilson (1976). História monetária do Brasil. Análise da política, comportamento e instituições monetárias. IPEA/INPES, Río de Janeiro.
- Pérez, Enrique (1959). Comparación de Planeaciones, en *Revista del Banco de la República*, núm. 377, marzo de 1959.
- Prebisch, Raúl (1954). “Exposición ante el comité plenario de la CEPAL”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 318, abril.
- Prebisch, Raúl (1958). “Los pagos multilaterales en una política de mercado común latinoamericano”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 374, diciembre, pp. 1408-1419.
- Rueda, Bernardo (1961). “Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCED)”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 409, noviembre, p. 1397.
- Skidelsky, R. (2003). John Maynard Keynes, 1883-1946, Economist, Philosopher, Statesman. Penguin Books, London.
- Soler, D. (1954). “Tendencias de los precios de los víveres en Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, núm. 322, agosto, pp. 933-940.

- Soler, D. (1955). "Variaciones estacionales de los precios de los víveres en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, núm. 328, febrero, pp. 171-178.
- Soler, D. (1957). "Historia de algunos índices de precios en Colombia. Índices de precios de víveres del Departamento Administrativo Nacional de Estadística", en *Revista del Banco de la República*, núm. 358, agosto, pp. 896-901.
- Solomon, Robert (1982). *The international monetary system, 1945-1981*. Harper & Row, New York.
- Suárez E. (1957). "Historia de algunos índices de precios en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, núm. 353, marzo, pp. 264-271.
- Tew, Brian (1985). *The evolution of the international monetary system, 1945-1985*. Hutchinson University Library, London.
- The Economist (1952). "Enseñanzas de la política monetaria de los Estados Unidos", en *Revista del Banco de la República*, núm. 305, noviembre, marzo de 1953, pp. 253-256.
- Triffin, Robert (1944). "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, núm. 204, octubre (suplemento).
- Triffin, Robert (1964). "De Waterloo a Tokio", en *Revista del Banco de la República*, núm. 442, agosto, pp. 1010-1014
- Uribe, A. (1954). *Brown Gold*. Random House, New York.
- Van der Wee, Herman (1986). *Prosperidad y crisis. Reconstrucción, crecimiento y cambio, 1945-1980*. Historia económica mundial. Editorial Crítica, Barcelona.
- Vélez, Jorge (1963). *Devaluación. Historia documental de un proceso económico*. Tercer Mundo, Bogotá.
- Villaveces, Carlos (1955). "Discurso ante el Congreso Nacional de Comerciantes", en *Revista del Banco de la República*, núm. 331, mayo.
- Villaveces, Carlos (1955). "Exposición radiodifundida del 16 de febrero de 1955", en *Revista del Banco de la República*, núm. 328, febrero.
- Wickizer, V. D. (1951). *Coffee, Tea and Cocoa. An economic and political analysis*. Stanford University Press, Stanford, California.
- Wilkie, James (Editor) (1980). *Statistical Abstract of Latin America*, UCLA.
- Yeayer, Leland B. (1968). *International Monetary Relations. Theory, History and Policy*. Harper & Row, New York.

*La economía colombiana en la Revista del Banco
de la República, 1927-2015, Tomo I* se terminó de
imprimir en Bogotá, en diciembre de 2016,
en La Imprenta Editores S. A.



La Junta Directiva del Banco de la República, en su propósito de dotar al país de una publicación de carácter netamente económico y financiero, que aparezca con la debida regularidad y que circule profusamente, ha dispuesto empezar a publicar desde el presente mes esta *Revista*, con la patriótica mira de que ella sirva, a un mismo tiempo, de vehículo de información de las labores del Banco de la República y de órgano de propaganda de Colombia en el exterior.

Noviembre de 1927