

## 2. El patrón monetario de oro en la encrucijada

LA CURVA ASCENDENTE DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS encontró su tramo final en el segundo semestre de 1928. Los factores que precipitaron el despegue vertiginoso de la demanda agregada hacia 1923, se desvanecieron, invirtieron su rumbo o alteraron su naturaleza; el resultado se manifestó en el declive de la demanda, y en la consecuente declinación de los negocios.

La pesadez de las transacciones se extendió hasta finales de 1932. Los registros de la evolución del comercio exterior en el período 1928-1932 denunciaron la magnitud del “paso atrás” de los anteriores motivos propulsores de la demanda: los términos de intercambio se desinflaron pasando del 107% en 1928 al 80.7% en 1932; el índice de las importaciones —un revelador inmediato de la dinámica de la demanda externa y del tono de la actividad económica general— que se había superado en un 141% en el lustro de la prosperidad, cayó en un porcentaje superior, el 190%, durante el receso. En términos absolutos (valor CIF), las importaciones se redujeron a la mitad en 1930, en comparación con los resultados de 1929, y lo mismo puede decirse de los guarismos de 1932 en relación con los de 1930. Las exportaciones también perdieron ritmo, pero con menor franqueza que las importaciones, de modo que el balance del comercio exterior ofreció resultados con excedentes desde 1930. Finalmente, si se consideran las cifras globales del comercio exterior, se colige que la actividad externa del país se redujo aproximadamente en dos tercios en la época de la recesión<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Ocampo y Montenegro. *Ibid.*, Posada, Carlos Esteban. “La crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia”. *Cuadernos Colombianos*, Nos. 10 y 11 (Medellín, 1977).

## A. Significación institucional e ideológica del patrón oro

La implantación del sistema monetario basado en el oro, constituyó la culminación de varias décadas de controversia y de avances institucionales que ambicionaban una organización monetaria que supliera el desorden de las especies circulantes, que dotara de elasticidad a los medios de cambio, que sirviera de fundamento al crédito interno y de garantía para la atracción de capitales extranjeros, que canalizara el ahorro interno y que propiciara la agilización general de las transacciones. La reforma financiera de 1923 se identificó con aquel "salto" institucional al establecer el esquema de banco central y bancos de crédito.

El sistema inició sus operaciones actuando según las reglas de juego del patrón oro: las normas incluidas en la Ley 25 de 1923 sujetaban el funcionamiento del sistema bancario a la filosofía y a la mecánica característica del patrón oro. Todavía más, los gestores y defensores de la reforma sostuvieron que el marco ideal de operación del nuevo engranaje bancario lo constituía el propio patrón metálico de oro. Abdicar del patrón oro significaba retrotraer la historia a la experiencia cuestionada del papel moneda. Esta actitud compartida por Kemmerer y por quienes se comprometieron en el último cuarto de siglo en una acción permanente que permitiera la superación del régimen del papel moneda fue, por lo menos, explicable. Kemmerer se convirtió en un adalid internacional del patrón oro, y para los propugnadores del papel moneda, el patrón de oro fue la referencia incuestionable de organización, de depuración de la circulación interna, de estabilidad del valor de la moneda, de vinculación con los mercados internacionales de capital.

El codiciado sistema monetario de oro fue no solamente una opción sujeta a una escogencia de naturaleza puramente académica. Los consejeros financieros abrieron o profundizaron, a través de la integración realizada por el patrón oro, nuevos espacios al comercio y al movimiento internacional de capitales. En el campo interno, quedaron atrás las confrontaciones ideológicas y políticas suscitadas en torno al papel moneda. Junto con el patrón oro llegaron una mayor integración del mercado interno, se alentó "la función social de crear tráfico, cada día más tráfico", como lo expresara el ideólogo liberal Alejandro López, se diseminaron en la economía los efectos de un Estado que buscaba una organización fiscal y administrativa superior, y que había conquistado un mayor alcance sobre las relaciones económicas al estimular y controlar un sistema financiero de cobertura nacional; se trató de un hito en la consolidación del Estado, en una etapa de desarrollo caracterizada por una rápida difusión de las relaciones mercantiles.

Dentro de los marcos del patrón oro, el país conoció una época de auge de las operaciones mercantiles, de pureza monetaria, de extensión de los recursos crediticios,

de construcción de obras de infraestructura, sin precedentes. En estas condiciones, sugerir el desmonte del sistema monetario vigente podría tomarse benévolamente como una excentricidad, lo cual no significaba el que no se reconocieran ciertos defectos en la operación del sistema. Se requeriría la argumentación de unas circunstancias extremas para que la autoridad monetaria finalmente consintiera en suspender la vigencia del patrón oro, pero se necesitaría casi una década más para protocolizar institucionalmente la eliminación del patrón oro.

La capacidad autodefensiva del patrón oro había sido preconizada por sus propugnadores. Cuando las condiciones económicas fueran inquietantes, el banco central se colocaría en la primera fila para cumplir con su función primordial, a saber, el mantenimiento del valor de la moneda. En situaciones críticas como las surgidas de un déficit agudo de la balanza comercial, el consecuente desmantelamiento de las reservas y la reducción del circulante podrían ser controlados, pero todavía más, podría invertirse el rumbo de los acontecimientos en el momento en que el banco central optara por subir las tasas de redescuento<sup>54</sup>. En las nuevas condiciones, los bancos comerciales no demorarían en restringir sus operaciones de crédito al comprobar una reducción progresiva de sus encajes; la menor disposición del circulante que se sigue del proceso anterior conduciría a una menor demanda de giros en el mercado de cambios. Así las cosas, el proceso de desvanecimiento de las reservas metálicas sería sustituido por un movimiento inverso de fortalecimiento del encaje del banco central<sup>55</sup>.

El esquema anterior resume el proceso económico mediante el cual el sistema asimilaría las circunstancias que pudieran llegar a menoscabar su estabilidad. Sin embargo, aquellas circunstancias podrían catalogarse como normales. Pero si la fuerza de los hechos proviniera de “grandes perturbaciones económicas”, al banco central le sería imposible “prevenir una crisis o atenuar sus desastrosas consecuencias”. Este reconocimiento fue hecho por Kemmerer quien además señaló que “las crisis son fenómenos económicos que con mayor o menor frecuencia se repiten en todos los países del mundo”<sup>56</sup>. De esta manera, el rigor excesivo de las condiciones económicas adversas vencería las últimas resistencias del patrón impuesto, y a la autoridad monetaria le correspondería actuar en correspondencia con la tozudez de los hechos.

<sup>54</sup> “Es indispensable convencer al público de que la misión de un banco central, no consiste en dar dinero barato, sino en utilizar el tipo de descuento como medio para sostener sin cambios apreciables el valor interno y externo de la moneda, ya bajando, ora subiendo aquel tipo, de acuerdo con las circunstancias”, Uribe Echeverry, Carlos. “La política monetaria”, en *Revista de Banco de la República*, mayo de 1930.

<sup>55</sup> Kemmerer, E. W. “El patrón oro”, en *Revista del Banco de la República*, octubre de 1929.

<sup>56</sup> *Ibid.*, pág. 304.

## B. Percepción de la crisis y primeras medidas defensivas

Los primeros vientos de la crisis fueron percibidos por los rectores de la política monetaria con alguna anticipación. Las referencias a la situación de estancamiento marcaron un agudo contraste con las exposiciones recientes que exaltaban el carácter boyante de las actividades económicas<sup>57</sup>. Las circunstancias de quietud se interpretaron como una afección transitoria del organismo económico<sup>58</sup>. Sin embargo, las cosas cambiaron de color cuando los bancos de la Reserva Federal elevaron la tasa de descuento al 5%, con el fin de frenar la ola especulativa que había invadido recientemente las transacciones bursátiles. El efecto de la medida se transmitió inmediatamente a los valores colocados en bolsa. Precisamente, algunos valores colombianos como las cédulas puestas en el mercado neoyorquino por el Banco Agrícola Hipotecario se resintieron con la disposición adoptada por la Junta de las Reservas Federales. Se trataba de una interposición en el camino expedito de los empréstitos. El nuevo escollo debía cundir en el mercado de documentos de cambio; en efecto, las limitaciones aparecidas en el flujo del crédito externo llevaron la cotización de las letras por dólares hasta el tipo de venta, el 102  $\frac{3}{4}$ %. El tipo de cambio se sostuvo en este último nivel desde agosto de 1928 hasta abril de 1929 cuando la autoridad monetaria decidió romper con el estrecho intervalo de oscilaciones permitidas en la tasa de cambio, fijado en agosto de 1926. Presionado por las circunstancias del mercado, el Banco de la República decidió dejar avanzar la tasa cambiaria hasta el 103  $\frac{1}{2}$ %, exactamente la cotización del punto de exportación del oro.

Aquellas circunstancias se manifestaron adversamente sobre el fondo de reservas metálicas del Emisor, y la autoridad monetaria, siguiendo el esquema ortodoxo aplicó sin vacilación las dos determinaciones que se imponían en aquella situación extrema: la elevación del tipo de redescuento para preservar el acervo restante de reserva; y el desplazamiento de la tasa de cambio hasta el punto de exportación para aligerar las presiones a las que estaba sometido el mercado cambiario.

La razón fundamental para el desvanecimiento de las reservas se concentró en el recorte del flujo de créditos externos que había alimentado el estado de los pagos exteriores, durante los últimos años. El Banco de la República reiteró mes tras mes su impresión negativa sobre la situación cada vez más alarmante de postración de los negocios. Refiriéndose a la financiación externa, la autoridad monetaria expuso sin reticencias *el carácter paradójico de los efectos económicos del crédito externo*; según el Emisor, el influjo de los empréstitos había perturbado "hasta lo hondo" la vida

<sup>57</sup> *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, varios números, año de 1928.

<sup>58</sup> *Ibid.*, noviembre de 1927 y marzo de 1928.

económica, alentando por un lado el progreso, y extendiendo por el otro las ondas de un trastorno generalizado en las actividades económicas. Tales efectos negativos que abrazaban los sectores de la producción y la distribución, se referían lo mismo a la elevación general de los precios como al surgimiento de pruritos especulativos. Este reconocimiento del *efecto dual* de los empréstitos sobre la economía nacional no le impidió a las autoridades de la moneda reiterar la significación macroeconómica del financiamiento externo. Con una eventual reducción o supresión del flujo de capitales externos, “la nación sufriría un choque cuasi-mortal”<sup>59</sup>. Y en otra ocasión, ya en el umbral de las primeras decisiones severas de la autoridad monetaria sobre las tasas de cambio y redescuento, el Banco de la República advirtió acerca de la gravedad de una suspensión abrupta de la corriente de empréstitos:

*“La suspensión de las entradas de fondos provenientes de empréstitos externos, con la consecuente paralización de las obras públicas que con ellos se adelantan y el licenciamiento de millares de los obreros en ellas empleados, reduciendo el poder adquisitivo de la Nación, traería una contracción general de los negocios y por consiguiente una disminución considerable en las entradas fiscales, y se aproximaría, si no una crisis, sí una grave situación de reajuste”<sup>60</sup>.*

Para abril de 1929, la aceleración en el descenso de las reservas metálicas del Banco de la República dobló la persistencia de la autoridad monetaria en la tasa de redescuento del 7% establecida en abril de 1924, y venció el empeño de las autoridades por sostener el margen establecido en 1926 dentro del cual podría oscilar la tasa cambiaria —101.5% para las compras y 102.75% para las ventas—. El drenaje de reservas había superado los \$13 millones en el primer trimestre de 1929 —el 20% de la totalidad de las reservas—, produciendo el descenso consiguiente aunque menos que proporcional en la circulación de billetes bancarios; además, en el mes de marzo del año citado, los redescuentos habían remontado los \$17 millones, incrementándose en un 60% en dicho mes.

La conjugación de estas dos circunstancias excepcionales hacía prever un mayor debilitamiento del respaldo en metálico de los billetes del Banco de la República, que del 96.99% en diciembre de 1928 había declinado al 86.28% a finales de marzo. Sin embargo, el problema central no residía en la reducción de las reservas en sí mismas. Si como lo sugiere la teoría monetaria ortodoxa, con el descenso de las reservas metálicas han debido disminuirse en igual suma los billetes circulantes, la inquietud sobre el

<sup>59</sup> Ibid., Notas Editoriales, enero de 1929.

<sup>60</sup> Ibid., Notas Editoriales, marzo de 1929.

respaldo de la circulación se desvanecía inmediatamente. Además, dentro del mismo marco de pensamiento, la fuga de reservas encontraría su solución de continuidad en el mecanismo de ajuste automático de la balanza de pagos: la merma del circulante conduciría a una deflación y, por lo tanto, a una inhibición de las importaciones, alentando de contera la revitalización de las reservas. Pero, precisamente, el problema de la autoridad monetaria consistía en que el ajuste automático no podía operar, pues los bancos habían adquirido los giros en el Banco de la República a cambio de documentos de crédito descontados. De esta manera, se producía el éxodo de las reservas metálicas sin una disminución equivalente y simultánea de los medios de cambio.

La terapia recomendada por la política monetaria ortodoxa comenzó a surtir los primeros resultados de inmediato, propiciando una ligera recuperación de las reservas metálicas y morigerando el volumen de los redescuentos durante los meses siguientes de 1929. La recuperación de las reservas se hizo patente en el encaje de los billetes circulantes que llegó al 100.39% al término del mes de julio. Reconociendo la autoridad monetaria la respuesta positiva a las medidas de marzo, optó por devolver la tasa de redescuento a su nivel anterior del 7%. Esta disposición sería bien recibida por el público, que había percibido un encarecimiento del crédito institucional en los últimos cinco meses.

Empero, las reacciones formales esperadas por la autoridad monetaria se deshicieron casi simultáneamente cuando el Banco de la Reserva Federal de Nueva York levantó su tasa de redescuento del 5% al 6%. Modificadas nuevamente las condiciones, y habiendo decaído otra vez el porcentaje de respaldo efectivo de los billetes —a 93.52% en septiembre—, la Junta Directiva del Banco de la República decidió llevar nuevamente al 8% la tasa de redescuento a partir del 10 de octubre. La nueva decisión estuvo complementada por la fijación de tasas diferenciales de redescuento, al permitir que continuara la vigencia del 7% para la industria agrícola y para las operaciones del gobierno. Sin embargo, no se había llegado todavía al punto final. En un poco más de un mes, al verificar las estadísticas que sugerían que las reservas habían descendido en el año corrido en cerca del 30%, la autoridad monetaria acordó elevar el tipo de redescuento al 9%, dejando en el nivel del 8% los redescuentos de operaciones de prenda agraria y los documentos garantizados con productos agrícolas, ganados o recibos de almacenes generales de depósito.

En esta ocasión, la medida orientada a paliar el ritmo de salida de las reservas y que debía propiciar nuevas fuerzas contraccionistas al desestimular el acceso al redescuento en el Banco de la República, no alcanzó los resultados esperados; al contrario, no sólo se mantuvo el éxodo de las reservas sino que los redescuentos alcanzaron

su nivel más alto desde el momento de la apertura del Banco de la República<sup>61</sup>. *Aquí se inició el desgaste de la tasa de redescuento como pilar del control monetario según el pensamiento de la reforma de 1923*. De esta manera, al desvirtuarse el cometido inicial de la política monetaria, los redescuentos al sector bancario fortalecían los movimientos expansivos de la base, o sea, propiciaban movimientos orientados en una dirección distinta a la del ciclo económico<sup>62</sup>. Sólo cuatro meses después de expedida la determinación de elevar la tasa de redescuento al 9% comenzó a observarse un mayor respaldo de los billetes en circulación. Así, para el mes de junio, la autoridad monetaria se sintió otra vez con argumentos para definir una nueva reducción de la tasa de redescuento al 8% para las operaciones comunes y al 7% para las de prenda agraria.

La evolución positiva del encaje metálico de los billetes circulantes y de los depósitos en el Banco de la República durante 1930, llevó a la autoridad monetaria a rebajar en un punto las tasas de descuento a partir del 17 de septiembre del año citado<sup>63</sup>. En las consideraciones de los rectores de la política no sólo pesó el comportamiento favorable del encaje, sino la influencia de dos factores que no podían descartarse: el uno recogía el sentir general que denunciaba el alza del tipo de descuento como un desestímulo para los negocios, al encarecer el crédito; el otro aludía a la práctica iniciada por los bancos centrales de otras naciones, dirigida a propiciar la recuperación de las economías mediante una reducción de las tasas de interés del crédito institucional.

Los movimientos de la tasa de descuento, que quedan reseñados, dan cuenta de la vigilancia de la autoridad monetaria sobre el nivel de las reservas metálicas del Emisor. Independientemente de la mayor o menor efectividad de cada una de las variaciones del interés del crédito primario, la tasa de redescuento desempeñó el papel de instrumento básico de las decisiones monetarias.

En el capítulo anterior se señaló cómo la ley orgánica del Banco de la República había admitido la posibilidad de tasas diferenciales de redescuento para distintas clases de pagarés. Esta particularidad legal dejó en manos de las autoridades la *opción de actuar selectivamente*, otorgando créditos subsidiados a sectores previamente escogidos. La utilización de la tasa de redescuento como instrumento para alcanzar objetivos tanto *reales* como *monetarios* se concretó, por primera vez, en octubre de 1929; como ya se anotó, la tasa vigente del 7% se elevó al 8% para prevenir mayores drenajes de las reservas internacionales, pero se conservó el primer porcentaje para

<sup>61</sup> "El Banco de la República y la política de redescuentos". *Revista del Banco de la República*, marzo de 1930, pág. 69.

<sup>62</sup> *Ibid.*,

<sup>63</sup> En noviembre de 1931 se concedió a los bancos accionistas una tasa de descuento del 5% para los créditos destinados al sector agropecuario.

los redescuentos de obligaciones garantizadas con frutos o ganados<sup>64</sup>. En fin, las autoridades intentaron alcanzar el doble objetivo de preservación de los cambios internacionales y de estímulo sectorial con el mecanismo de los tipos diferenciales de redescuento<sup>65</sup>. Estas actitudes del Banco de la República en los últimos meses de 1929 confirmaron los pasos de la institución, ya no sólo como dispensadora del crédito primario, sino como agente económico *asignador* de una porción del crédito en la economía. Desde luego, el doble carácter de la tasa de redescuento se manifestó con mayor intensidad cuando el Banco puso a prueba los instrumentos defensivos que le había otorgado la ley constitutiva en 1923.

La función crediticia del tipo de redescuento fue complementada en octubre de 1930, cuando el Banco realizó por primera vez las operaciones con el público, autorizadas en 1923. Desde noviembre de 1929 el banco aceptó en redescuento los préstamos concedidos por la banca comercial a los cafeteros sobre certificados expedidos por los almacenes de la Federación de Cafeteros. El criterio inicial del Banco fue el de que el mecanismo del redescuento constituía el medio más expedito para financiar la cosecha cafetera de 1930, sin exponer al Emisor a los riesgos que en las circunstancias de entonces ofrecían las operaciones con el público<sup>66</sup>.

Las primeras negociaciones con el público se limitaron a la concesión de préstamos garantizados con certificados de depósito y bonos de prenda expedidos en favor de los cafeteros y de los productores de tabaco. Más adelante se amplió la gama de

<sup>64</sup> La "protección" crediticia de la agricultura no se limite a la tan preferencial de redescuento. Como la ley había previsto —con ánimo selectivo— que el Banco de la República redescantara las operaciones bancarias de préstamo con prenda agraria, hasta con seis meses de plazo, la Junta Directiva del Banco permitió que las operaciones de redescuento de los pagarés se adelantaran "sin traba alguna".

<sup>65</sup> En una exposición intitulada "La política del Banco de la República", la Junta Directiva explicó el doble carácter de la tasa de redescuento: instrumento de regulación cambiaria y monetaria e instrumento a través del cual el Banco prestaría "su concurso al desarrollo económico del país". *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1929.

<sup>66</sup> En noviembre de 1929 el Banco elevó nuevamente las tasas de redescuento buscando disminuir las presiones del público demandante de giros sobre las reservas internacionales. La tasa para operaciones comerciales quedó en el 9% y la aplicable al descuento de documentos garantizados con productos agrícolas y ganados, en el 8% anual; en esta ocasión se amplió el abanico de los documentos redescontables con tasa preferencial cobijando los certificados de depósito expedidos por los primeros almacenes. La cobertura fue ampliada para "proteger" al gremio cafetero, el cual debió enfrentar una caída de los precios internacionales del grano al iniciarse al año cafetero de 1930. De nuevo, el Banco de la República extendió las medidas de excepción en beneficio de los agricultores, esta vez en favor de los cafeteros. Siguiendo la experiencia brasilera, la *Federación Nacional de Cafeteros* abrió almacenes destinados a aceptar depósitos de la nueva cosecha a cambio de bonos de prenda y certificados de depósito; el propósito de la Federación fue doble: salvar la cosecha en un momento en el cual las compras internas del grano se hallaban paralizadas por el comportamiento incierto del mercado del café en Nueva York e iniciar la regulación de las ofertas de café. La contrapartida financiera la ofreció el Banco de la República redescantando en términos preferenciales los préstamos hechos por los bancos comerciales a los cafeteros sobre los certificados de depósito de los almacenes de la Federación. Una vez más, el Banco señaló que las obligaciones redescontadas en favor de los cafeteros no afectarían el cupo de los deudores ni el cómputo de la "línea básica". Véase, *Revista del Banco de la República*, noviembre y diciembre de 1929.

productos, incluyendo el arroz, el cacao, las maderas y otros de fácil realización. En la práctica, las operaciones directas con el público no se iniciaron hasta el segundo semestre de 1932, cuando la red de almacenes de la Federación se extendió a los principales centros comerciales del país.

### **C. Características y repercusiones del “cierre” del crédito externo**

La depresión mundial trajo consigo la paralización de los movimientos internacionales de capitales. No sólo se desvanecieron las posibilidades de flotar bonos en los centros financieros, sino que se presentaron “corridas” de depósitos que limitaron la capacidad de pago de los bancos y debilitaron las operaciones corrientes de corresponsalía.

#### **1. El acceso de la banca hipotecaria a los centros financieros “naturales”**

Los bancos hipotecarios lograron avances significativos en los mercados internacionales de capitales antes del “cierre” del crédito externo. El Banco Agrícola Hipotecario contrató con un grupo de bancos de Norteamérica la colocación de sus cédulas en condiciones favorables, y el Banco Hipotecario de Bogotá extendió sus operaciones a los mercados europeos negociando sus cédulas en Londres, Amsterdam y Ginebra. La dinámica del “acceso” de los bancos hipotecarios a los denominados centros financieros “naturales” se registró en las emisiones de cédulas destinadas a los mercados externos: estas colocaciones se iniciaron discretamente en el primer semestre de 1926; un año después significaron el 56% de la emisión total de cédulas y en el primer semestre de 1929, ascendieron al 72% de las emisiones. De hecho, la banca hipotecaria colombiana actuó principalmente como un intermediario entre los inversionistas extranjeros y los agricultores nacionales. La importancia de esta intermediación queda al descubierto al comparar la magnitud de los recursos captados a través de cédulas con los depósitos de ahorro y a término de la banca comercial. Igualmente, al comparar la cartera de la banca comercial con la de la banca hipotecaria (Cuadro 6).

El “acceso” a los recursos externos a través de las cédulas hipotecarias comenzó a extinguirse a mediados de 1929, luego de las medidas adoptadas por los bancos de las reservas federales de Estados Unidos para frenar la especulación desatada en los mercados de valores. La consecuencia obvia fue el desaliento de los créditos de amortización gradual destinados a la agricultura y la construcción. Estos créditos se multiplicaron por seis entre 1924 y 1929, y a finales de este último año su monto absoluto fue equivalente a la cartera de la banca comercial. En los años siguientes, hasta finales de 1934, los préstamos hipotecarios mostraron saldos superiores a los de la

cartera de la banca comercial, en una época de particular quietud del crédito ordinario. Con posterioridad a 1934, los guarismos de las cédulas colocadas en el exterior declinaron progresivamente, y ya entrados los años cuarenta las cifras destacaron el ascenso de las colocaciones en el mercado interno<sup>67</sup>.

## 2. El “cierre” de las fuentes de crédito en los corresponsales extranjeros

Uno de los sucesos dramáticos en la crisis de los treinta fue la suspensión de las líneas de corresponsalía hasta el límite de comprometer la financiación de las operaciones del comercio exterior. La conducta precautelativa de la banca extranjera afectó a todos los países de América Latina, si bien algunas publicaciones internacionales sugirieron que un grupo de naciones, entre las que se encontraba Colombia, ofrecían mejores perspectivas para la reanudación de las corrientes de financiamiento bancario<sup>68</sup>.

En 1931 la financiación de los corresponsales se redujo en un 57%, afectando principalmente a la banca privada de origen nacional. Estos bancos vieron cómo el crédito de corresponsalía a más de treinta días se redujo a la mitad entre junio de 1930 y el mismo mes de 1931, y cómo se evaporó por completo en el segundo semestre de 1932.

El “cierre” de las líneas de crédito por la banca internacional fue controvertido por el Banco de la República al señalar la visión limitada y de “corto alcance” de las instituciones internacionales:

*“La política de crédito seguida por la banca extranjera con las naciones latinoamericanas adoleció también de un 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...”<sup>69</sup>.*

Pero fue el presidente Olaya quien dejó el testimonio más dicente:

*“... Nuestro sistema bancario,... tenía que someterse a los ataques más violentos que se pueda imaginar... Saber que súbitamente se retiraba el apoyo del exterior,*

<sup>67</sup> Entre 1932 y 1934 las cédulas colocadas en el exterior disminuyeron en un 25%. Esta baja obedeció principalmente a las medidas extraordinarias de 1932, que permitieron a los deudores de la banca hipotecaria cancelar sus deudas con cédulas emitidas por los mismos bancos hipotecarios.

<sup>68</sup> “El problema de los bancos y la reorganización monetaria en Suramérica”. Tomado de *The Statist* y reproducido en la *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1930.

<sup>69</sup> *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, febrero de 1932.

*trastornando así las bases de las instituciones bancarias, daba una sensación casi imposible de dominar. Recuerdo que 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, sino con apremio aterrador. 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 de la ráfaga de tempestad que se cernía sobre ella”<sup>70</sup>.*

De hecho, el restablecimiento de los créditos de la banca internacional para el financiamiento del comercio exterior no ocurrió hasta la segunda mitad de los años cuarenta. Los avances a más de treinta días otorgados a los bancos privados nacionales prácticamente desaparecieron durante la década de 1933 a 1943. Esporádicamente alguno de los mayores bancos nacionales recuperó el acceso a aquellos recursos. En todos aquellos años los recursos frescos llegaron a través de las sucursales de la banca extranjera radicada en el país. En definitiva, la “corrida” de depósitos de los corresponsales se concentró en los avances a más de treinta días a la banca privada nacional. Dichos recursos siguieron llegando, prácticamente con exclusividad, a través de los bancos extranjeros —Banco de Londres, City Bank, Francés y el Royal Canadiense—.

#### **D. La reforma financiera de 1931**

A mediados de 1930 se formó un consenso alrededor de la reforma del sistema monetario. No se propuso un cambio radical sino la adopción de un esquema más *flexible* que facilitara la continuidad del patrón monetario con una mayor autonomía del Banco de la República. Pero a la hora de la verdad, las modificaciones introducidas abrieron las puertas a una reforma más vasta que se tradujo en la suspensión del patrón monetario acogido en 1923 y en la apertura de un nuevo horizonte para la política económica, es particular para las políticas cambiaria y monetaria.

El consenso sobre la reforma surgió de la necesidad de arbitrar nuevos mecanismos para enfrentar una crisis interna y externa que estaba minando la estabilidad cambiaria, debilitando el fisco y deteriorando las relaciones financieras entre deudores y acreedores.

<sup>70</sup> Olaya Herrera, Enrique. “Discurso inaugural de la Feria Exposición de Medellín en agosto de 1932”, *Revista del Banco de la República*, agosto de 1932, págs. 262 y 263.

Pero el problema no fue únicamente de medios; los factores de poder representados en los gremios económicos, así como los nuevos cuadros vinculados a la administración del Estado, comprendieron que el retorno a la normalidad no podría depender de mecanismos automáticos y que debería seguirse la senda de la intervención.

El debate sobre la reforma fue adelantado dentro de un ambiente internacional en el cual campearon las ideas en favor de una menor dependencia de los mecanismos automáticos del patrón de oro, y en pro de fórmulas que garantizaran la economía del metal. La Sociedad de las Naciones, a través de su Comité Financiero de 1930, propuso la eliminación progresiva de las monedas de oro en las transacciones internas y la reducción de los encajes metálicos impuestos a los bancos centrales<sup>71</sup>.

Teniendo como telón de fondo la convergencia de ideas acerca de un manejo más flexible de los sistemas monetarios basados en el oro, así como los intereses de los grupos internos de presión y los nuevos requerimientos fiscales del Estado, se llevó al Congreso de 1930 una propuesta de reforma de la ley orgánica del Banco de la República<sup>72</sup>. Los temas centrales del proyecto fueron los siguientes: la reforma de la Junta Directiva del Banco de la República para darle participación a la Federación Nacional de Cafeteros y a la Sociedad de Agricultores de Colombia; la autorización legal de un cupo de emergencia en favor del gobierno en el Banco de la República; la reducción del encaje del Banco de la República sobre sus billetes y depósitos, del 60 al 50% y, la libertad otorgada al Emisor para mantener las reservas internacionales en sus bóvedas y en el exterior según la proporción que estimara conveniente.

Presentado el 3 de octubre de 1930, el proyecto fue acogido favorablemente en el primer debate en el Senado. Por consideraciones de urgencia, el gobierno solicitó la aprobación previa del cupo de emergencia y la reducción del encaje metálico del Banco de la República<sup>73</sup>. Las razones de la petición eran apremiantes: los departamentos estaban exigiendo al gobierno central su participación en las rentas nacionales y la nación carecía de los recursos requeridos. La idea del ejecutivo fue la de vender directamente al Banco de la República la tercera parte de unos pagarés del Tesoro cuya emisión fue autorizada por la Ley 20 de 1930. La modificación del encaje legal constituía una medida preventiva teniendo en cuenta que las exportaciones de oro habían debilitado el cubrimiento metálico de los billetes en circulación, y existía el

<sup>71</sup> Jaramillo, Esteban. "La penuria del oro y el porvenir económico", en *Revista del Banco de la República*, enero de 1931.

<sup>72</sup> Proyecto de Ley reformativa de la 25 de 1923, presentado por el ministro de Hacienda el 3 de octubre de 1930 e Informe de la Comisión que estudió para segundo debate el proyecto de ley por la cual se modifica la 25 de 1923, orgánica del Banco de la República. *Anales del Senado*, Nos. 139-140 de diciembre de 1930.

<sup>73</sup> Proyecto de Ley por la cual se modifican algunas disposiciones de la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República. *Anales del Senado*, No. 139 de diciembre de 1930.

temor fundado de una eventual insuficiencia del encaje. La acogida parlamentaria de estas propuestas se convirtió en la Ley 73 de 1930.

El conjunto de las reformas adquirió validez institucional al expedirse la Ley 82 de 1931. Las principales implicaciones de la reforma fueron las siguientes:

### **1. Los billetes del Banco de la República como moneda nacional**

Durante la vigencia de la Ley 25 de 1923 (artículo 17), el billete del Banco de la República fungió como una moneda *representativa* del peso de oro. La ley citada fue explícita al señalar que el billete no tendría curso forzoso, en el sentido según el cual carecería de poder liberatorio en las transacciones corrientes; únicamente el gobierno se comprometería a recibirlo en pago de los impuestos. La Ley 82 de 1931 dotó al billete del Banco de la República de poder liberatorio, concediéndole la calidad de medio legal de pago y la categoría de moneda nacional. En adelante, las emisiones no serían de moneda representativa, sino de moneda nacional<sup>74</sup>.

### **2. Discrecionalidad del Emisor para el cambio de billetes**

La Ley 25 de 1923 estableció la convertibilidad a la vista por oro de los billetes del Banco de la República, y sólo en última instancia los billetes serían canjeables por giros sobre el exterior. La Ley 32 de 1931 dejó a la *opción* del Banco el cambio de los billetes por oro o por giros sobre el exterior. Esta medida sustituyó el modelo del patrón de cambios oro restringido por el del patrón de cambios a secas, cuya vigencia se extendería sólo por tres meses, hasta el establecimiento del control de cambios.

### **3. Mayor control sobre las reservas internacionales y sobre la base monetaria. La Ley 82/31 y el Decreto de Control de Cambios.**

La reforma de 1931 introdujo la *flexibilidad* en el manejo del patrón monetario, buscando la economía del oro no sólo en las transacciones monetarias internas, sino aun en las del comercio internacional. La opción en el canje de los billetes y la reducción del encaje metálico fueron medidas destinadas a amortiguar los efectos del drenaje de capitales hacia los denominados centros financieros naturales. Dos meses después de adoptadas, las autoridades comprobaron la inocuidad de las medidas para enfrentar una situación caracterizada por la parálisis del crédito externo y el peso de

<sup>74</sup> En términos de la Ley 25 de 1923, el billete era un “emisario”, un “representante” del oro. Según Jaramillo, “este billete no es más que una promesa de que se nos dará oro en su reemplazo cuando lo queramos”. “La penuria del oro y el porvenir económico”. *Ibid.*, pág. 9.

los compromisos de pago derivados de la deuda externa. Ante la perspectiva de una pérdida masiva de las reservas internacionales, las autoridades se inclinaron por el establecimiento del control de cambios extranjeros (Decreto 1683 del 24 de septiembre de 1931). Esta disposición, aunada a la prohibición del libre comercio del oro y a la reglamentación de los traslados de fondos al exterior, *eliminó el automatismo del patrón monetario, habilitó al Banco de la República para controlar sus reservas de oro, y de hecho le otorgó una capacidad de control de la base monetaria de la cual antes carecía*. En términos institucionales, el Banco Emisor ganó por su naturaleza una posición distinta a la que le fuera otorgada en 1923. Su capacidad de acción ya no se ceñiría a las medidas defensivas y reflejas en aras de la conservación de las reglas de juego del patrón oro; al contrario, se le abría un nuevo horizonte en el cual la acción discrecional y la iniciativa propia tendrían un papel preponderante.

#### 4. El control “social” sobre las políticas monetaria y cambiaria

Al comentar el proyecto de reforma presentado en octubre de 1930, la Comisión de Bancos del Senado dejó constancia explícita del criterio con el cual se estudiaba la composición de la Junta Directiva del Emisor:

*“... debemos buscar fórmulas que consultando los verdaderos y permanentes intereses del Estado, no nos vayan a llevar por caminos indirectos a un banco oficial de emisión. Tan grave puede ser..., una representación desmedida de los intereses particulares, como el predominio del elemento oficial”<sup>75</sup>.*

Antes de la expedición de la reforma, la Junta del Banco estuvo compuesta por nueve o diez miembros, tres de los cuales representaban al gobierno, con voz pero sin voto, seis eran designados por los banqueros nacionales y extranjeros, y uno más representaba intereses particulares, sin vínculos con las instituciones de crédito. Las innovaciones fueron las siguientes: se mantuvo la representación oficial, todavía sin voto, pero con la participación como miembro nato del ministro de hacienda; y se colocaron dos sillas adicionales para los representantes de los principales gremios económicos: una para la Federación Nacional de Cafeteros y otra para las Cámaras de Comercio y las Sociedades de Agricultores.

La reforma no fue simplemente formal; constituyó el reconocimiento institucional de la pérdida de vigencia de los principios que confiaban en la autorregulación de la moneda; reconoció el nuevo carácter “activo” de la política monetaria y la imposibilidad

<sup>75</sup> *Anales del Senado*, *Ibid.*, pág. 1.078.

de diseñar y poner en marcha la política económica sin la coordinación de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal.

Fueron estos elementos de dirigismo económico y monetario los que convirtieron al ministro de Hacienda en miembro nato de la Junta. Pero fue también la aceptación institucional de la trama de los intereses gremiales en la confección de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia. En las principales decisiones por venir —la política cambiaria de los años treinta y cuarenta, las políticas reflacionistas, la legislación sobre el problema de las deudas y los subsidios estatales—, quedaría estampado el sello de las aspiraciones y valores de los grupos de poder.

## 5. El encaje de los bancos comerciales y las tasas de interés.

### Precisiones acerca del pensamiento kemmeriano sobre las tasas de interés

En la visión kemmeriana, la oferta y la demanda de fondos prestables constituyen los argumentos explicativos de las tasas de interés. La tasa de interés “puro” sería el premio, expresado en términos porcentuales sobre una suma de capital, que representaría la *preferencia actual* del mercado por un determinado capital. Los movimientos de la tasa de interés “puro” resultarían de la interacción de la oferta y la demanda de fondos. Sin embargo, las tasas de interés de mercado no coincidirían necesariamente con las tasas de interés “puro”; un segundo elemento sería un estimativo de seguridad contra eventuales riesgos de pérdida del capital; y, finalmente, un tercer componente constituiría una prima para el cubrimiento de gastos transaccionales<sup>76</sup>. Dentro del contexto citado, el tipo de interés de un banco central guardaría una relación estrecha con el interés corriente en el mercado de fondos. En otras palabras, el interés del banco central se guiaría por la evolución de las tasas en los bancos comerciales.

En la Ley 45 de 1923 se estableció una relación directa entre la tasa de redescuento y la de préstamo de los bancos comerciales, para aquella porción de la cartera que se aspirara a redescantar en el Emisor. Contrariando la visión kemmeriana se definió que los movimientos en las tasas de interés de los préstamos de la banca comercial seguirían los señalados por la junta directiva del Emisor para la tasa de redescuento. Fue una especie de “transacción” en la cual la Misión respetó una tradición reiterada en los proyectos de ley que precedieron a la Ley 25 de 1923. Precisamente, la Ley 30 de 1922 que autorizó la fundación del Banco de la República, definió en su artículo 16 el control indirecto y parcial (únicamente sobre la cartera redescontable por el Emisor) de las tasas activas de los bancos comerciales, mediante la manipulación de

<sup>76</sup> Kemmerer, Edwin W. “The War and Interest Rates”, *American Economic Review, Paper and Proceedings*, marzo de 1929, págs. 96 a 99.

la tasa de redescuento. Los consejeros trasladaron estos contenidos a la Ley 45 de 1923 (artículo 12, inciso 2).

Don Julio Caro, en su calidad de gerente del Emisor, cuestionó en un informe a la Junta Directiva, la facultad legal otorgada al Banco de la República para la definición de las tasas activas de los bancos comerciales:

*“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”<sup>77</sup>.*

Sin desconocer una eventual existencia de imperfecciones en los mercados financieros que requirieran el aporte institucional para apoyar un descenso de las tasas de interés, el gerente defendió el principio de las leyes económicas contra el cual las disposiciones legislativas serían “nocivas” y “generalmente inútiles”.

La Ley 17 de 1925 estableció —como se vio en el capítulo anterior—, una “prima” de liquidez para los bancos que no cobraran en sus créditos más del 2% por encima de la tasa de redescuento. Esta disposición legal fue reiterada en la Ley 82 de 1931, con la consideración según la cual en los momentos críticos de entonces debían mantenerse en un nivel bajo los tipos de interés en los negocios de los bancos comerciales con el público.

## **E. El “patrón oro controlado”.**

### **Controversias en torno a la nueva política cambiaria**

La situación cambiaria tocó fondo en el tercer trimestre de 1931. El deterioro de los activos internacionales en poder del Emisor desembocó en la reducción de la garantía metálica de los billetes, acercándose al nivel mínimo tolerado por la ley. Esta situación extrema coincidió con la generalización de la desconfianza de los acreedores bancarios del exterior, quienes limitaron drásticamente el financiamiento externo de la banca nacional. Por la misma época, la suspensión de los pagos en oro decretada por numerosos países se tradujo en episodios de desconfianza hasta entonces desconocidos por el Banco de la República:

*“El público retiraba apresurado sus depósitos de los bancos, y por vez primera en la vida de este instituto central vimos nuestras oficinas de caja asediadas*

<sup>77</sup> Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1931, pág. 15.

*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 estos 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... ”<sup>78</sup>.*

En medio de la adversidad cambiaria se oyeron las voces de quienes exigían el cese de los pagos de la deuda externa, para lo cual lo único que debía hacerse era vincularse a una tendencia por entonces universal. Tal reclamo no fue atendido por el gobierno, para el cual el servicio de la deuda constituía un imperativo de conveniencia nacional:

*“... se ha suscitado un debate sobre si la Nación puede y le conviene seguir atendiendo puntualmente, como hasta hoy, al pago del servicio de su deuda externa, o si es el caso de solicitar una moratoria de sus acreedores... Con motivo de ese debate, 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 de Colombia, y el Senado de la República, por voto casi unánime, declaró que es conveniente para los altos y permanentes intereses nacionales la decisión del Gobierno de mantener un exacto cumplimiento en el servicio de las deudas del país.*

*“No puede, en nuestro concepto, ser otra la política de Colombia, sean cuales fueren los sacrificios que ella le imponga”<sup>79</sup>.*

Las autoridades comprendieron que la continuidad de los pagos externos era una meta impracticable dentro de las circunstancias cambiarias de la época, si el Banco de la República no asumía el control y el racionamiento de las divisas. Antes de la “cesación de pagos”, la última medida preventiva era someter a la discrecionalidad del Emisor la utilización de los cambios internacionales. La Ley 99 de 1931 otorgó las facultades extraordinarias al Ejecutivo por medio de las cuales se expidió el Decreto 1683 del mismo año, el cual significó la ruptura institucional con la política cambiaria seguida entre 1923 y 1931<sup>80</sup>.

<sup>78</sup> Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República. 1932, pág. 25.

<sup>79</sup> *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, agosto de 1931.

<sup>80</sup> El Decreto 1683 de 1931 suspendió el libre comercio del oro y cerró las puertas a su exportación; otorgó al Banco de la República la exclusividad del negocio del oro y de los cambios internacionales. Además, el decreto citado previó la creación de una comisión encargada del control de todas las operaciones de cambio internacional.

La “vieja” política cambiaria —intervención directa del Emisor en el mercado de giros— se encaminó a garantizar la estabilidad de las cotizaciones cambiarias dentro de los puntos del oro. Con las medidas de emergencia, el propósito de la política continuó siendo la estabilidad cambiaria, pero dentro de un escenario en el cual el Banco de la República asumió el monopolio de las operaciones de compra y venta de los cambios internacionales. Fue una faceta sin precedentes en la historia del Emisor, que dio cuenta de la nueva posición activa del Banco ante los fenómenos coyunturales.

Las disposiciones ejecutivas expedidas entre septiembre y diciembre de 1931 modificaron *cualitativamente* el patrón monetario vigente; sin desprenderse de él, se sustituyeron varias de sus características convencionales. Para Esteban Jaramillo se trataba de un “patrón de oro controlado” cuya permanencia sería transitoria mientras retornaba la normalidad. Pensar en sustituir el patrón oro haciendo caso de quienes lo presentaban como “un lujo, superior a nuestros recursos”<sup>81</sup>, constituía por lo menos un desatino. Entre todos los posibles, el patrón monetario ambicionable era el patrón oro. Según Jaramillo, el oro “es hasta ahora el patrón monetario que más se acerca a la estabilidad en su valor, comparado con otros que pudieran adoptarse...”<sup>82</sup>. Esta y otras observaciones similares fueron suficientes para sostener sin ambages que, “una vez que hemos logrado hasta ahora escapar al cataclismo monetario de otros países mediante la conservación y el aumento de nuestras reservas metálicas en la época más aguda de la crisis, no debemos pensar en salir del patrón oro que tenemos, pues aun deficiente y limitado como es, por las necesidades del control, constituye una espléndida base de restauración y equilibrio financiero”<sup>83</sup>.

La defensa del patrón oro aunó la voluntad del gobierno, los intereses de los negocios y las aspiraciones de los consejeros financieros. En este último caso, no faltaron las recomendaciones de Kemmerer quien observó:

*“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 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”*<sup>84</sup>.

Los comerciantes de Medellín, por su parte, reclamaron contra el peligro de volver al papel moneda:

<sup>81</sup> *Revista del Banco de la República*, enero de 1931, pág. 5.

<sup>82</sup> *Memoria de Hacienda*, 1932, pág. 21.

<sup>83</sup> *Ibid.*, pág. 23.

<sup>84</sup> *Revista del Banco de la República*, octubre de 1931, pág. 253.

*“La moneda sana no se opone en manera alguna al progreso y al bienestar públicos, sino que antes los impulsa y sostiene. Atribuir la causa de la crisis al patrón de oro y pedir como remedio emisiones de papel moneda, es algo anticientífico, absurdo y que en la práctica resultaría nocivo y ruinoso para la comunidad”<sup>85</sup>.*

A su vez el gobierno reafirmó su convicción en que el patrón oro era el camino a seguir para no volver a las sendas del papel moneda; así lo expresó el propio presidente en respuesta a los comerciantes ya citados:

*“Coincido enteramente con la opinión de ustedes sobre la necesidad fundamental de conservar la sana moneda 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”<sup>86</sup>.*

A su turno, la autoridad monetaria ratificó que las medidas de emergencia no significaban el abandono del patrón oro:

*“Colombia continúa bajo el régimen de este sistema monetario, gozando de las ventajas de un cambio estable y de una moneda sana y segura, y constituye en ese particular un caso único entre las naciones latinoamericanas”<sup>87</sup>.*

Precisamente, dentro de los límites permitidos por la operancia del patrón metálico de oro y con el ánimo de ofrecer mayores estímulos al comercio exportador, las autoridades consintieron en un reajuste cambiario hasta el 105%, en ese momento equivalente al punto extremo de exportación del oro. La política de estabilidad cambiaria debió enfrentar la adversidad de nuevas contingencias externas y la presión interna de los sectores cafeteros. Los cafeteros juzgaron que el control de cambios avanzaba en contravía de sus intereses económicos; no sólo se sacrificaba la industria básica de exportación, sino que se sostenía el pago de una deuda “depreciada”, cuando la mayoría de las naciones había declarado la moratoria de su deuda exterior<sup>88</sup>.

Las cotizaciones cambiadas en el mercado paralelo orientaron a los dirigentes cafeteros acerca de los diferenciales cambiarios que podrían estar ganando en el caso de una liberación del cambio. La presión de los cafeteros y la posición del gobierno quedaron rápidamente al descubierto:

<sup>85</sup> Ibid., pág. 347.

<sup>86</sup> Ibid., pág. 347.

<sup>87</sup> Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1932, pág. 13.

<sup>88</sup> La situación desventajosa de los cafeteros fue expuesta por uno de sus representantes en los siguientes términos alegóricos:

*“...los productores de café consideraron que la estabilidad del cambio exterior, mantenida merced al control ejercido por el Banco de la República, agravaba la precaria situación de esa industria, y que la libertad que en esa materia se diera habría de traer un alza considerable en el cambio y el consiguiente abaratamiento, transitorio si se quiere, en el costo de producción del café, que permitiera sostener la competencia con otros países productores que trabajan con monedas considerablemente desvalorizadas. Por otro lado, el Gobierno y el banco, que han venido luchando por mantener la estabilidad del cambio, consideraban que las oscilaciones de éste y la depreciación de la moneda habrían de acarrear duro quebranto a los negocios de la Nación, pero no por eso desconociendo el fondo de razón con que los productores de café reclamaban”<sup>89</sup>.*

Aquel “fondo de razón” propició el acuerdo signado por el gobierno, el Banco de la República y la Federación Nacional de Cafeteros, según el cual se reconocería una prima del 10% sobre el valor de los giros provenientes de las exportaciones cafeteras durante un año entre el 15 de marzo de 1932 y la misma fecha de 1933. Tal prima se pagaría con un bono del 6% el cual podría ser adquirido por el Banco de la República hasta por un 15% de su capital<sup>90</sup>.

*“Nuestro amigo don Roberto tiene un bello cafetal que sembró hace años y cultiva con cuidadoso esmero. Como es hombre de posibles, exporta su café personalmente, y lo vende en Estados Unidos al mejor precio, con toda libertad. Apenas se le exige que el capital resultante sea devuelto al país. Esa exigencia no está mal del todo. Pero aquí viene lo grave. El oro, los dólares, producidos por la venta del café, los giros para nacionalizar el capital, tiene que venderse obligatoriamente al Banco de la República, y lo inaudito y nunca visto, el comprador fija el precio de esos giros. Ayer tenía que venderse al cambio del ciento tres y medio y ahora, por bondadosa concesión, al ciento cinco, es decir, le dan ciento cinco billetes de un peso por cada cien dólares. Por las disposiciones del Gobierno pierde, pues, un veinticinco por ciento, o sea cincuenta centavos en cada arroba de café, si por el hecho de su excelente posición financiera y sus habilidades, logra vender cada arroba a dos pesos colombianos. Tal es la odiosa posición en que está nuestro amigo, a pesar de su fortuna y de sus capacidades.*

*“¿Y qué decir del pobre campesino que tiene mil árboles y una larga familia que sostener?... Pero hay algo que hace todavía más odiosa la medida gubernamental. Si la salvación económica del país exige en un momento dados sacrificios por parte de las industrias nacionales, sería un deber acatarlos, como fueran, de índole general y no excepcional, como el caso que se estudia; y aun si el sacrificio de los cafeteros se destinase únicamente a formar un fondo sagrado para hacer marchar de nuevo nuestra economía, el patriotismo tal vez exigiría guardar silencio aun contra la injusticia. Pero no hay tal. Buena parte del oro que compra el Banco de la República a menos precio, lo toma el Gobierno para continuar el pago de una deuda depreciada, para mandar al extranjero amigo, a los mismos acreedores, a los banqueros amigos las cuotas de intereses y amortización, cuando todas y las más poderosas naciones han decretado la moratoria, y somos nosotros un ejemplo escandaloso de pago; Inglaterra, y Francia, y Alemania, Italia y Japón, todas las naciones por convenio mutuo están en mora de pagar sus deudas de guerra, y solamente nosotros nos empeñamos, el doctor Olaya Herrera se empeña en seguir pagando... ¿Por qué? ¿Por qué...?”. Villegas, Aquilino. *La moneda ladrona* (Manizales, Arturo Zapata, 1933, pág. 99).*

<sup>89</sup> Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1932, pág. 29.

<sup>90</sup> A mediados de 1932, el balance del Emisor reveló cómo la inversión temporal en bonos de prima a la exportación cafetera equivalía al 30% de las inversiones en papeles de deuda pública.

Mediante el reconocimiento de dicha prima que constituía un nuevo peso sobre el fisco, el gobierno y la autoridad monetaria capearon momentáneamente el vendaval desatado por el gremio cafetero.

Al cabo de un año, al vencerse la prima costeadada por el fisco, el gobierno y el Banco de la República celebraron un contrato por medio del cual el Emisor se obligó a comprar y vender los giros sobre el exterior a tasas diferenciales: el tipo de compra sería del 113% y el de venta del 116%. Al gobierno, los giros se le venderían a la tasa del 105%. Además, el oro físico sería adquirido por el Banco con una prima del 8% para las barras de ley de 0.900. Este contrato que fuera refrendado por el Decreto Ejecutivo 404 de 1933, tuvo como origen la solicitud del gremio cafetero al gobierno y a la autoridad monetaria para que conservara el incentivo del 10% creado en 1932. El gobierno consideró aceptables los motivos de la solicitud, pero reafirmó su convicción acerca del sostenimiento del control de cambios. Además, en vista del peso fiscal que representaría prolongar la prima vigente, el gobierno decidió que fueran los compradores de giros sobre el exterior y en particular los importadores —quienes en una economía de cambios libres tendrían que pagar una tasa de cambio más elevada—, los sostenedores finales de una compensación para los exportadores.

El Decreto 404 de 1933 tuvo consecuencias inmediatas sobre el manejo macroeconómico: en primer lugar se rebasó el punto de exportación del oro, abandonando la franja de los puntos del oro como criterio para la fijación del tipo de cambio; en segundo término, al extender el aliciente cambiario a las exportaciones distintas del café, se integró la política cambiaria dentro del esquema general de la política reflationista, como se verá en el capítulo siguiente. Pero también, la adecuación de la tasa de cambio a los requerimientos de los exportadores, en el contexto del control de cambios formal, constituyó un principio de inestabilidad que se manifestaría en futuras exigencias para romper la “artificialidad” de las tasas de cambios<sup>91</sup>.

Al tiempo que en el orden interno avanzaron las presiones sobre la estabilidad cambiaria, la debilidad internacional del patrón oro se agudizó con la “fuga” de nuevas economías del dominio antes universal del patrón oro. El golpe de gracia sobrevino cuando el país con mayores reservas de oro rompió con las “reglas de juego”. En mayo de 1933 el secretario del Tesoro de los Estados Unidos manifestó oficialmente el abandono del patrón oro. La fuerza de los acontecimientos marcó el principio del fin de la adhesión ideológica a los postulados del patrón oro; sin embargo, se requirió todo el lapso transcurrido entre 1933 y 1939 para vencer la convicción según la cual lo ocurrido no sería más que una “suspensión temporal” del patrón oro internacional.

<sup>91</sup> *Memoria de Hacienda*, 1932, pág. 69.

## F. Los reflejos monetarios de la crisis

### 1. Los indicadores monetarios

Las principales magnitudes monetarias volvieron a los niveles nominales de 1924. Agregados monetarios como los billetes del Banco de la República en circulación, el efectivo en poder del público, las reservas bancarias y la base monetaria alcanzaron un incremento *neto* muy escaso entre 1924 y 1932. Dicha evolución estadística fue concurrente con el viraje de la actividad económica y correspondió a las características de funcionamiento del patrón oro (Gráficos 5 a 8).

La base monetaria disminuyó principalmente por la caída vertical de las reservas internacionales: en el Cuadro No. 2 se puede apreciar cómo la acumulación de reservas internacionales del período de auge (\$ 48.3 millones) prácticamente se diluyó en la época recesiva (\$ 46.1 millones). El crédito neto al gobierno produjo efectos expansionistas en los dos primeros años de la depresión, pero luego generó influjos contraccionistas adicionales en la base monetaria. El crédito del Banco de la República al sector privado provocó efectos alternados de expansión y contracción del dinero base. Finalmente, la moneda de la Tesorería reforzó levemente las tendencias contraccionistas en la medida en que prosiguió la depuración del circulante.

El multiplicador monetario también descendió a lo largo del período recesivo. Las relaciones de efectivo en poder del público y reservas a depósitos en cuenta corriente adquirieron progresivamente valores más altos. Como resultado de estos comportamientos en la base y en el multiplicador, los medios de pago *bajaron* de un nivel de \$ 103.9 millones en junio de 1928 a uno de \$ 60.1 millones en el mismo mes de 1932<sup>92</sup>.

El comportamiento de las reservas bancarias ( $r$ ), en el período de auge y luego en la recesión, sugiere que el sistema bancario se constituyó en una fuente de inestabilidad en aquellos períodos: disminución de la demanda por reservas, lo cual significa expansión del multiplicador, en la etapa de auge, e incremento de la demanda por reservas, o sea, caída del multiplicador, en la época de recesión.

Al contrario de los medios de pago, los cuasidineros sostuvieron la línea ascendente que traían desde 1924, de modo que en plena crisis se produjo una *recomposición*

<sup>92</sup> En términos absolutos, los medios de pago sufrieron una mengua de \$ 43.7 millones, equivalente a una tasa de decrecimiento del 42.1%. Tal disminución puede repartirse entre la base y el multiplicador de acuerdo con su importancia relativa en la producción de la oferta monetaria así: el 89.7% o sea, \$ 39.2 millones corresponden a la incidencia contraccionista de la base en los medios de pago; igualmente, el 16.4% o sea, \$ 7.1 millones significan la acción contraccionista del multiplicador sobre los medios de pago; finalmente hay un efecto cruzado de signo positivo entre la base y el multiplicador equivalente al 6.1% o sea, un incremento de \$ 2.6 millones.

*de los pasivos bancarios*. Esta alteración en la estructura de depósitos se tradujo en una disminución del encaje promedio del sistema a lo largo del período transcurrido entre 1930 y 1932, liberando recursos para el crédito. Tal comportamiento de los cuasidineros en los primeros años de crisis impidió que el descenso de la actividad crediticia fuera tan marcado como el de los medios de pago<sup>93</sup>.

Los bancos contaron con el apoyo del Banco de la República durante el período de descenso de los depósitos. De hecho, el soporte del Emisor fue tan significativo que, sin él, los bancos comerciales no habrían podido financiar sus encajes<sup>94</sup>.

## 2. El crédito del Banco de la República al sector privado

El crédito neto del Banco de la República al sector privado cuyo monto se quintuplicó entre 1924 y 1927, y transitoriamente se redujo en el año 1927-1928 —debido a la afluencia de créditos del exterior que permitió a los bancos cancelar el 51% de su endeudamiento con el Banco de la República— recuperó su nivel en el primer año de la crisis y logró sostenerlo durante los años siguientes hasta junio de 1932.

Entre junio de 1928, y el mismo mes de 1932, la participación del crédito neto del Banco de la República al sector privado en el total del dinero base se elevó considerablemente, y sustituyó la de las reservas internacionales<sup>95</sup>. El crédito otorgado por el Banco de la República al sector privado detuvo su ascenso de los años de auge (con excepción de 1927-1928), pero logró mantener unas cifras similares a lo largo de los años críticos; antes que una fuente de contracción de la base, complementaria de las reservas internacionales, el crédito a los bancos y a los particulares (a estos últimos \$22.000 en 1931 y \$1.5 millones en 1932) fue una fuente de expansión primaria.

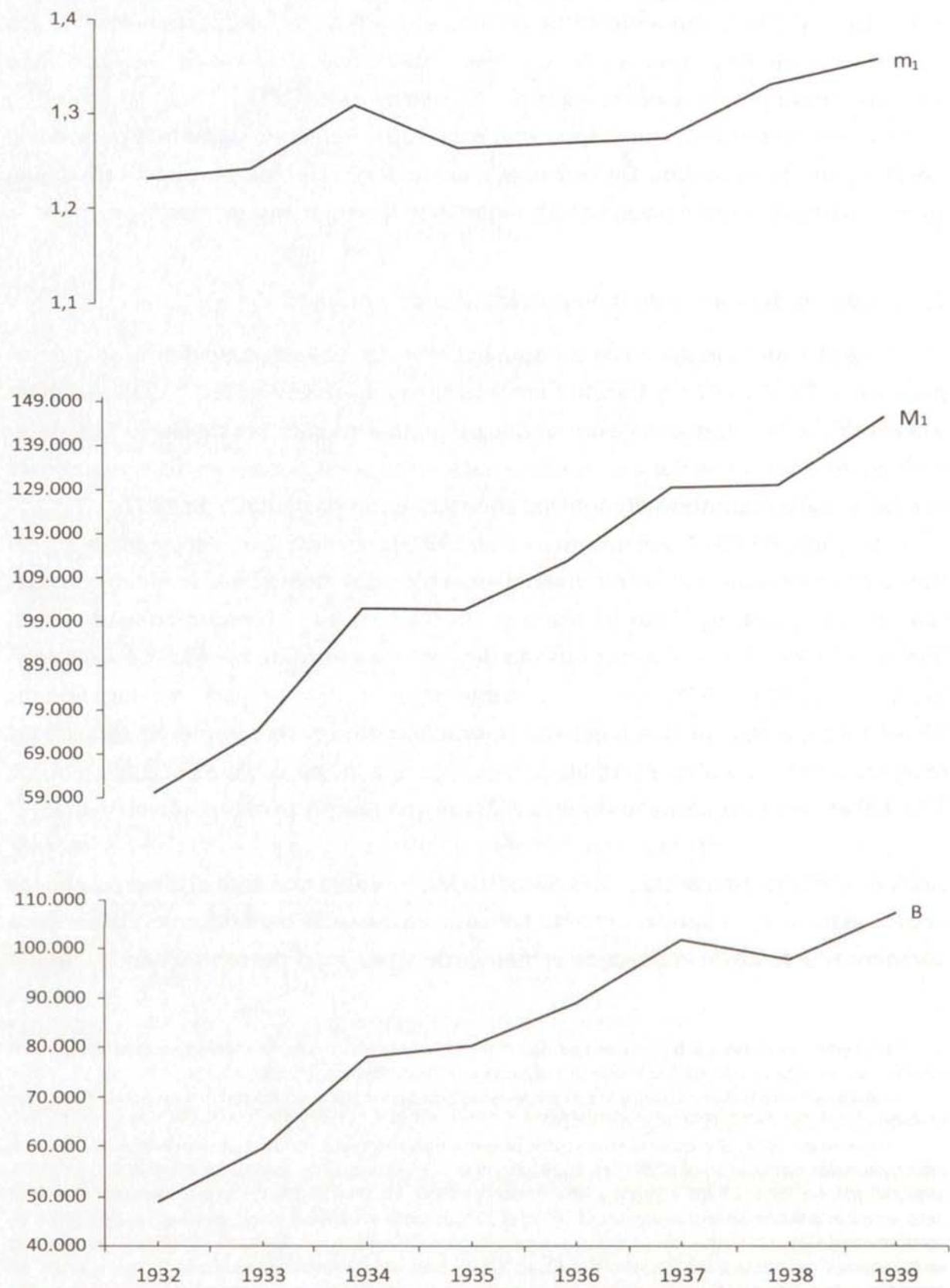
La evolución reseñada del crédito neto al sector privado y de las reservas internacionales produjo interpretaciones encontradas. Se adujo que ante el descenso de los activos externos y el apresuramiento bancario en busca de créditos en el Emisor para compensar la caída de los encajes, el manejo de la tasa de redescuento habría logrado

<sup>93</sup> El crédito neto de los bancos se redujo en un 17% mientras la oferta monetaria cayó en un 42% (Cuadro No.1). Véase, además, la evolución seguida por los multiplicadores  $Z$  y  $M_1$ .

<sup>94</sup> A mediados de 1931 se alcanzó la proporción más alta de endeudamiento con el Banco de la República en todo el período 1923-1950 (Cuadro No. 4).

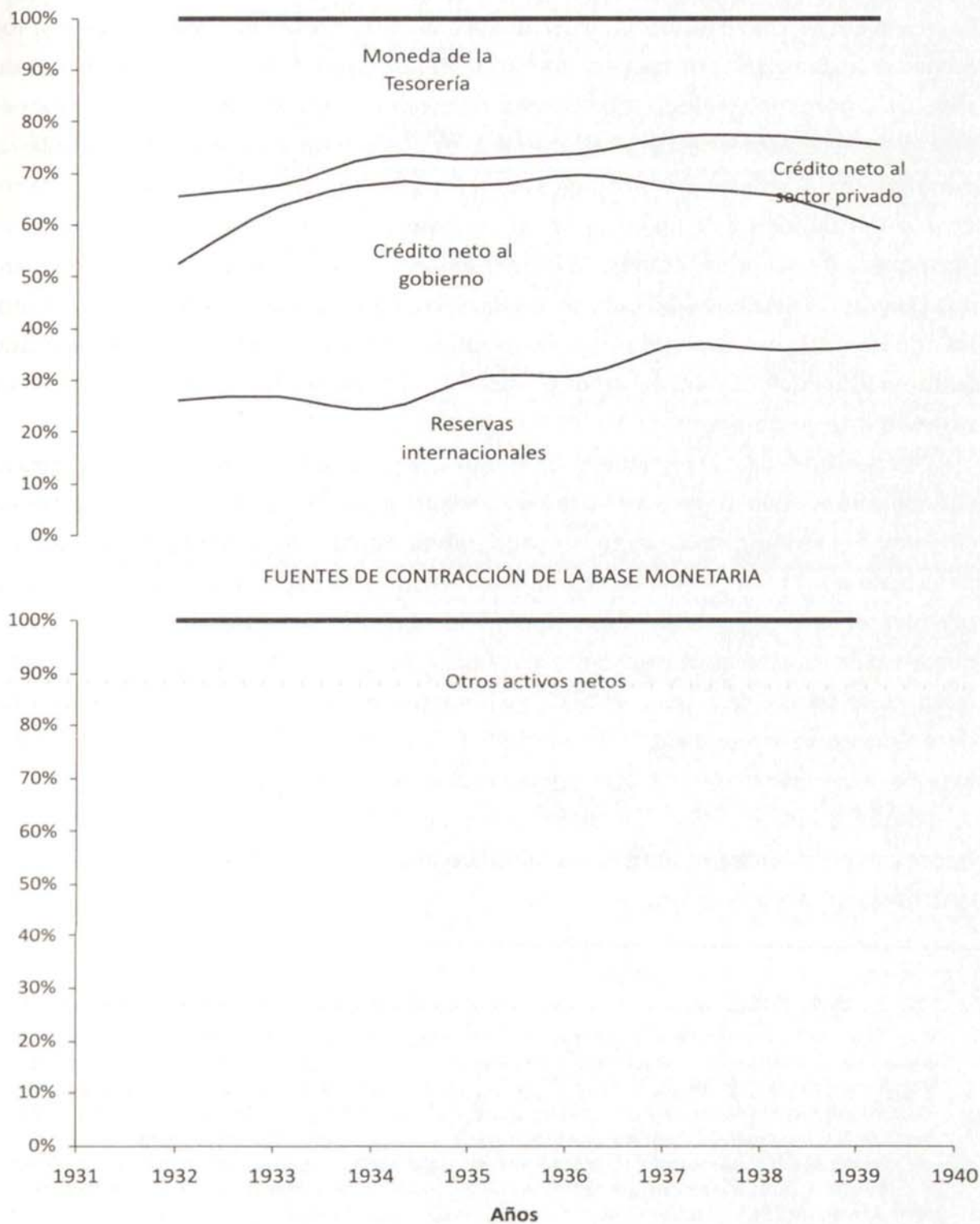
<sup>95</sup> En junio de 1928, el crédito neto al sector privado representó el 7.3% de la base mientras las reservas internacionales dominaron el 67.5%; en 1929, las cifras correspondientes fueron 15.2% y 60.4%; en 1930, 19% y 45.6%; en 1931, 23.8% y 35.1% y, finalmente, en 1932, 20.1% y 27.1%. O sea que mientras el crédito neto al sector privado se sostuvo entre el 20% y el 30% durante los años críticos, las reservas redujeron su predominio de las cuatro quintas partes a la tercera parte de la base. Ahora bien, si se atiende a los orígenes de las variaciones de la base (Cuadro No. 6), se advierte cómo el rubro del crédito al sector privado, en términos netos, aporta los porcentajes más elevados en los movimientos expansionistas de la base y los más reducidos cuando su influjo sobre el dinero básico fue contraccionista.

**Gráfico 5.** Base monetaria (B), Medios de pago ( $M_1$ ), Multiplicador ( $m_1$ )  
1932 - 1939



Fuentes: Cuadros No. 1 y 4

**Gráfico 6.** Fuentes de expansión de la base monetaria  
1932 - 1939



un resultado satisfactorio neutralizando la expansión de los préstamos. Así, se habría evitado una mayor presión monetaria sobre las reservas internacionales.

La política habría permitido que, ante la suspensión de los créditos externos y la baja vertical de las reservas internacionales, el sector privado tuviese acceso a los recursos del Banco de la República, haciendo del crédito interno la fuente principal de expansión primaria. Ceñido a la ortodoxia, el Emisor habría aplicado una política monetaria dirigida a sostener el respaldo metálico de sus billetes y la estabilidad cambiaria, permitiendo la ampliación del crédito al sector privado, convertido coyunturalmente en la principal fuente de las variaciones positivas de la base. No habría sido una política que ante la contracción de la base debida al bajón de las reservas patrocinara una contracción excesiva del lado del crédito. Se habría buscado “contraer” el crédito, no en el sentido de reducirlo sino de controlar su expansión, de modo que sirviendo de fuente de liquidez para el sector privado no condujera a un mayor drenado de las reservas internacionales<sup>96</sup>.

De acuerdo con la interpretación alternativa, la política monetaria no habría logrado sus cometidos en la medida en la que no impidió el descenso de las reservas internacionales. El crédito neto al sector privado habría significado no tanto una expansión de la base permitida por la política, sino el reflejo estadístico de su incapacidad para producir efectos contraccionistas como era lo esperado. Además, el hecho de que el descenso de las tasas de redescuento al 6% para el crédito común y el 5% para actividades agropecuarias, dispuesto en 1932, no hubiera logrado una ampliación significativa del crédito al sector privado, habría ratificado la ineficacia de la política a través de la tasa de redescuento para afectar significativamente la base monetaria<sup>97</sup>.

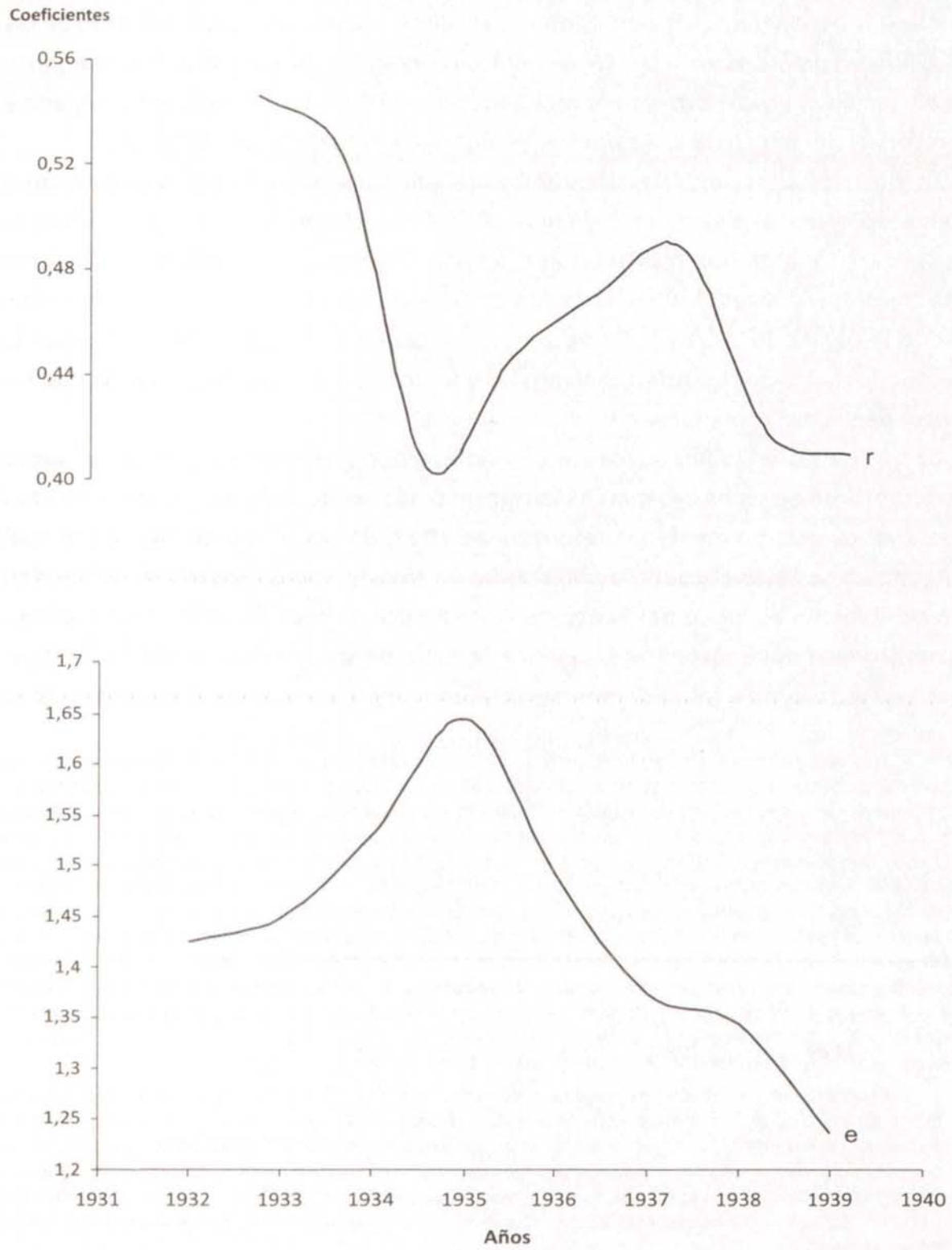
Lo que quedó en claro fue la limitación de los instrumentos —concebidos para épocas de normalidad—, ante la magnitud de una crisis derivada del funcionamiento internacional del patrón oro.

<sup>96</sup> En marzo de 1930 el Banco se refirió en los términos siguientes a la evolución de los redescuentos:

*“El 31 de agosto de 1928, en pleno período de expansión monetaria y de crédito, el Banco de la República sólo tenía en redescuentos a sus afiliados, la suma de \$ 4.500.000, es decir el 12% del capital y reservas de éstos. De entonces para acá, y especialmente durante el año de crisis de 1929, la cuantía de los redescuentos ha ido en aumento constante, y el 1 de enero de 1930 ascendió a \$ 18.134.000 es decir, al 44% del capital y reservas de los bancos accionistas. La elevación de los redescuentos ha ido siguiéndole el paso al desarrollo de la crisis de contracción de la moneda y del crédito, que se revela en los siguientes datos numéricos: en agosto de 1928 el total de depósitos de particulares en los bancos afiliados era de \$81.349.000 y en 1 de enero de 1930, de \$ 55.529.000, que en parte considerable fue llenado por el aumento de los redescuentos en el Banco de la República, el cual fue de \$ 13.634.000”.* *Revista del Banco de la República*, marzo de 1930, pág. 69.

<sup>97</sup> Informe del Superintendente Bancario al ministro de Hacienda, 1930, págs. 3 a 10. Véase también, Botero de los Ríos, Germán. “Breve exégesis de las funciones monetarias del Banco de la República”, en *Revista del Banco de la República*, agosto de 1963.

**Gráfico 7.** Relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente (e,r)  
1932 - 1939



Fuentes: Cuadro No. 4

### 3. El financiamiento primario del gobierno

En los veinte, el Banco de la República redescontó libranzas a la Tesorería, adquirió bonos de la deuda pública interna y otorgó créditos directos al gobierno, dentro de las posibilidades previstas en la Ley 25 de 1923. Las urgencias fiscales de 1930 condujeron a la elevación del cupo gubernamental, pasando del 30% al 45% del capital pagado y las reservas del Banco de la República, en cumplimiento de la Ley 73 de 1930.

En marzo de 1931, una comisión interparlamentaria propuso la ampliación del cupo de endeudamiento en el Banco de la República. Tanto el ejecutivo como el Banco de la República, y los antiguos impugnadores del papel moneda, se opusieron al proyecto de la comisión congresional<sup>98</sup>. La contradicción se desvaneció en los meses siguientes cuando la Ley 82 de 1931 y el Decreto de Control de Cambios confiaron al Emisor el monopolio de los cambios internacionales y lo dotaron de una mayor capacidad de control de la base monetaria.

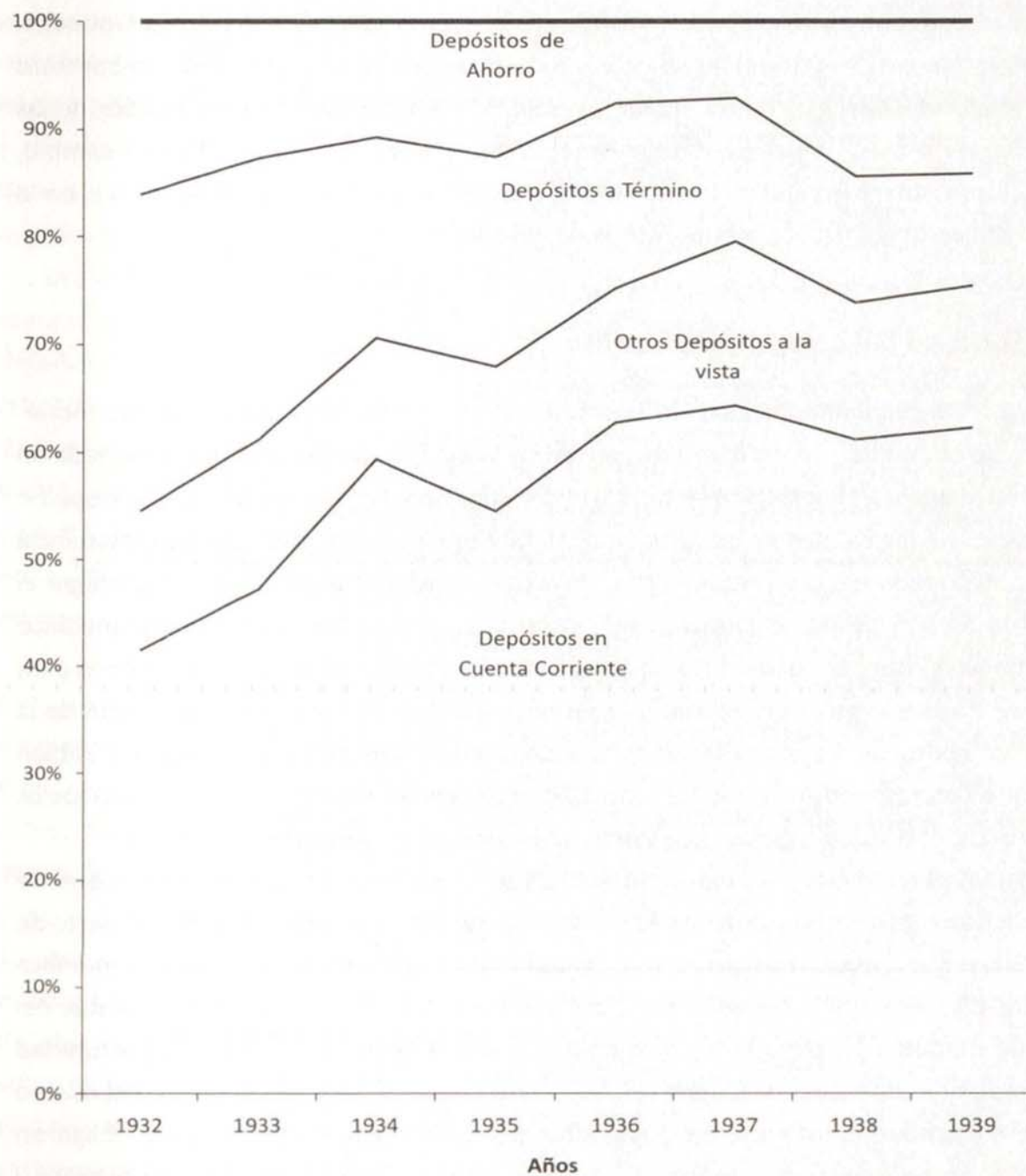
Con el Banco de la República convertido en “poder monetario”, las autoridades se encontraron en un nuevo marco institucional que las dotó de una discrecionalidad de la cual carecieron desde las reformas de 1923. Se abrió el escenario en el cual protagonizaron las políticas reflacionistas de los treinta, cuyos desarrollos no habrían sido posibles sin el apoyo del Banco de la República. A fines de 1931 quedó sellado el compromiso del Emisor con la política macroeconómica reflacionista. Las obligaciones de la Tesorería, los reclamos departamentales al presupuesto nacional para la

<sup>98</sup> La comisión interparlamentaria encargada por el Congreso para estudiar la situación económica y sus soluciones propuso ampliar el cupo de endeudamiento del gobierno en el Banco de la República, en \$ 7.5 millones. Según el informe entregado, la Comisión proponía que “se diera al Gobierno en el Banco de la República un cupo adicional y transitorio hasta de quince millones de pesos, del cual sólo pudiera hacer uso cuando hubiera depositado en oro, en poder del Banco, por lo menos el 50% del monto de los descubiertos, y garantizado el otro 50% en libranzas de tesorería, descuentos en deuda pública, acreencias en favor del fisco, o rentas o ingresos públicos por recibir”. Para el ministro de hacienda de la época —Francisco de Paula Pérez— la aceptación de la propuesta interparlamentaria llevaría al debilitamiento del Emisor con “repercusiones fuertes sobre nuestro régimen monetario”. Ante el Congreso, Pérez advirtió: “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”. Y, Antonio José Uribe, impugnó la ampliación del cupo rememorando los días del dinero inconvertible. Finalmente, el presidente Olaya y el Gabinete se solidarizaron públicamente con el ministro de Hacienda:

*“El presidente y el ministro de Hacienda, acordes con el Consejo de Ministros y después de estudio detenido del asunto, son firmemente opuestos a medidas que puedan comprometer la solidez del Banco de la República, poner en riesgo nuestra estabilidad monetaria y quebrantar el crédito de la Nación en el exterior, sin el cual no sería posible obtener la venida de dineros que sirvan para remediar eficazmente y sin peligros la actual situación económica y fiscal. Para defender esas tres garantías del porvenir del país, el Gobierno está dispuesto a hacer uso de las facultades que la Constitución pone en sus manos”.*

Así, con el argumento de la defensa del Emisor y del sistema monetario en su conjunto, y acudiendo al recuerdo fantasmal del papel moneda, se cerraron las posibilidades de un cupo de endeudamiento gubernamental más amplio en el Banco de la República. *Revista del Banco de la República*, abril de 1931, págs. 124 a 127.

**Gráfico 8.** Depósitos totales  
1932 - 1939



Fuentes: Cuadro No. 1.

terminación de obras públicas y la urgencia de restablecer el crédito institucional al sector privado a través de instituciones oficiales —la Caja de Crédito Agrario y la Caja Colombiana de Ahorros—, rebasaron ampliamente los alcances del crédito primario autorizados en la Ley 73 de 1930. La magnitud de los requerimientos exigió una modalidad de crédito que no pudo satisfacerse por la vía clásica de los cupos limitados. Rompiendo con la ortodoxia, se celebró entre el gobierno y el Emisor un contrato por medio del cual el primero entregó al segundo, en concesión, la explotación de las salinas terrestres, por un período de trece años, a partir de enero de 1932; a cambio, el gobierno logró una financiación sin precedentes en el Banco de la República, en la cual afincó la política de recuperación económica.

## G. El ocaso del patrón monetario

La crisis de los años 1928-1931 constituyó la prueba de fuego para la política monetaria; su cometido central fue el de garantizar la estabilidad del valor de la moneda en términos del oro. Hipotéticamente, si la autoridad monetaria observaba que el respaldo metálico de los billetes en circulación se debilitaba, comprometiendo la permanencia del patrón monetario, elevaba la tasa de redescuento con el propósito de proteger el acervo de activos internacionales. Al contrario, si consideraba que el encaje metálico del banco central era excesivo o podía ser menor, utilizaba el mismo instrumento para impedir una acumulación ociosa de reservas metálicas. Aunque los movimientos de la tasa de redescuento eran discrecionales de la autoridad monetaria, aquéllos debían obrar en correspondencia con los movimientos de las reservas internacionales. En otros términos, el banco central se adaptaría, *pasivamente*, al curso de las reservas.

La tasa de redescuento se redujo del 12% al 7% durante los diez primeros meses de funcionamiento del Banco de la República; esta última rata se mantuvo hasta marzo de 1929 cuando, ante el drenaje masivo de las reservas que amenazó la garantía metálica de los billetes circulantes, el Banco optó por elevarla al 8%. La reacción favorable del fondo metálico del circulante convenció a la autoridad monetaria de la oportunidad de reducir el tipo de redescuento al 7%, como en efecto se hizo en agosto del mismo año; sin embargo, las contingencias del mercado financiero internacional obligaron al Emisor a elevar nuevamente sus tasas primero al 8% y luego al 9% en octubre y noviembre del mismo año. Para evitar que los sectores productivos, particularmente el agrícola, se resintieran por la elevación del costo del crédito, la Junta del Banco inició el sistema de tasas diferenciales redescantando a un menor tipo los créditos a la agricultura. La reacción de las reservas metálicas a la elevación del redescuento fue entonces más lenta, quedando al descubierto la debilidad del instrumento, cuando

pocos meses después del reajuste de las tasas, los redescuentos lograron sus niveles más altos.

En mayo de 1930, la autoridad monetaria decidió seguir la senda trazada universalmente por los bancos centrales: la tasa de redescuento había dejado de ser el instrumento por antonomasia para el control de las reservas y la defensa del patrón monetario, y se había constituido en una herramienta de la reactivación económica en la medida en que podía propiciar un descenso en el costo del crédito institucional y ofrecer estímulos especiales a ciertos sectores. Además, la persistencia y gravedad de la crisis configuraba un marco económico anormal dentro del cual, por definición, la tasa de redescuento no podría cumplir con su papel teórico.

Los cambios operados en la naturaleza y funciones de la tasa de redescuento pusieron al descubierto las dificultades en las que se hallaba sumido el patrón monetario y dejaron entrever una nueva concepción del papel del Banco de la República. Un paso adelante, alejado de la ortodoxia, fue el compromiso del Emisor con la reanimación de la demanda agregada. Quedaron atrás los enunciados clásicos según los cuales los bancos centrales seguirían pasivamente el curso del respaldo metálico del circulante, y se impondría la noción, según la cual el banco central tendría una influencia decisiva en la determinación de la cantidad de dinero requerido por la economía mediante la administración de las fuentes del crédito primario.

Se sustituyó el concepto de adaptación al ritmo de los flujos internacionales del metálico, por el de intervención directa en la regulación de la cantidad de dinero, mediante la manipulación del crédito primario al sector privado y al sector público. Este fue el punto de partida de una visión que se acogería plenamente después de la Segunda Guerra. Por encima de los factores reseñados, el factor determinante del ocaso del patrón monetario abrazado en 1923 fue la presión ejercida por las contingencias cambiarias en 1931 y 1932. En el período de auge, el Banco quiso someter las oscilaciones de la tasa de cambio a un intervalo muy estrecho entre el 101 ½% y el 102 ¾%, siempre y cuando “las circunstancias de la balanza económica nacional no impongan una modificación a su política”. Las presiones comenzaron a sentirse sobre la tasa de cambio cuando el cierre del crédito externo elevó la cotización al tipo establecido para la venta de giros, o sea, el 102 ¾%. El Banco logró resistir por varios meses el empujón del exceso de demanda de letras sobre el exterior luego de la paralización de los empréstitos, hasta verse obligado a permitir el desplazamiento de la cotización cambiaria al nivel de exportación del oro —103%-. Haber rebasado esta tasa habría significado, según el Banco de la República, el abandono de la estabilización, la depreciación de la moneda nacional, el desestímulo a los importadores y el éxodo del oro.

El descenso de las reservas internacionales, convertido en una constante desde finales de 1928, tuvo su mayor incidencia a partir del segundo semestre de 1931. La caída fue elocuente, ya que de la cima de \$ 62.4 millones en junio de 1928 se llegó al guarismo de \$ 16.2 millones en junio de 1932, o sea, una disminución del 74%.