

## 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 éxito<sup>1</sup>. 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

<sup>1</sup> 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)<br>Crecimiento<br>económico<br>(porcentaje) | (2)<br>Tasa de<br>inflación<br>(porcentaje) | (3)<br>Crecimiento<br>de la base<br>monetaria<br>(porcentaje) | (4)<br>Balance<br>externo<br>(porcentaje<br>de las<br>exportaciones) | (5)<br>Precio<br>externo<br>del café<br>(US¢<br>por libra) | (6)<br>Precio inter-<br>no del café<br>(pesos<br>por carga) | (7)<br>Tasa de<br>cambio<br>(pesos<br>por cada<br>US\$) | (8)<br>Balance<br>fiscal<br>(porcentaje<br>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 país<sup>2</sup>.

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 países<sup>3</sup>.

## **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

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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) arrancarían 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 estándar<sup>4</sup>. 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 oro<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> 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).

<sup>5</sup> 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 posguerra<sup>6</sup>.

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).

<sup>6</sup> 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 billetes<sup>7</sup>.

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 responsabilidad<sup>8</sup>. 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,

<sup>7</sup> Un destacado publicista de los eventos monetarios en Colombia durante el primer cuarto del siglo fue Antonio José Uribe (1869-1942). Actor protagónico 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.

<sup>8</sup> 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”)<sup>9</sup>.

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 nacional<sup>10</sup>.

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

<sup>9</sup> 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).

<sup>10</sup> 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 Banco<sup>11</sup>. 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 voto<sup>12</sup>.

### **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%.

<sup>11</sup> 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 4º, *Leyes Financieras* (1931: 35-36).

<sup>12</sup> Ley 82 de 1931, artículo 1º, *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

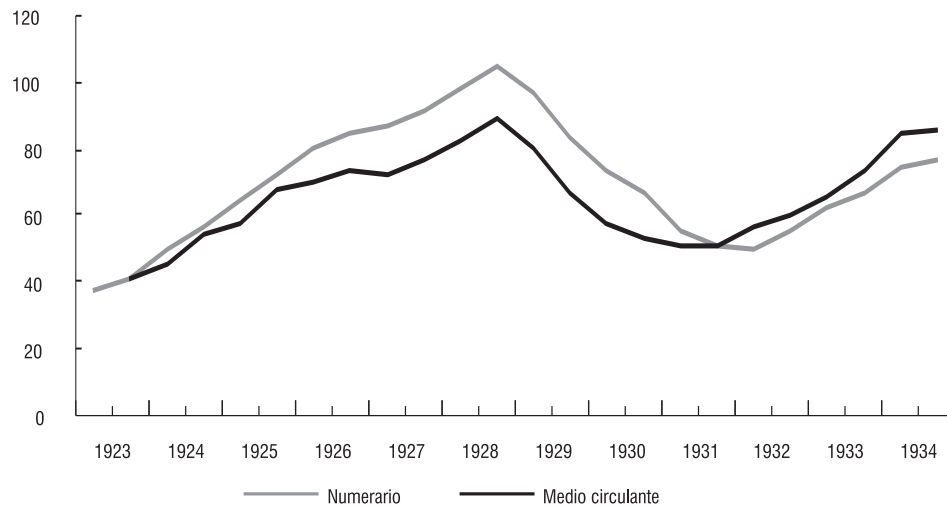
[...] se consideró que quizá fuera exagerado incluir en él la totalidad de los depósitos bancarios, por el empleo restringido que aún tiene entre nosotros el uso del cheque, a causa de la limitada difusión de las instituciones bancarias, y se acordó, buscando un término medio, computar solamente aquella 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**

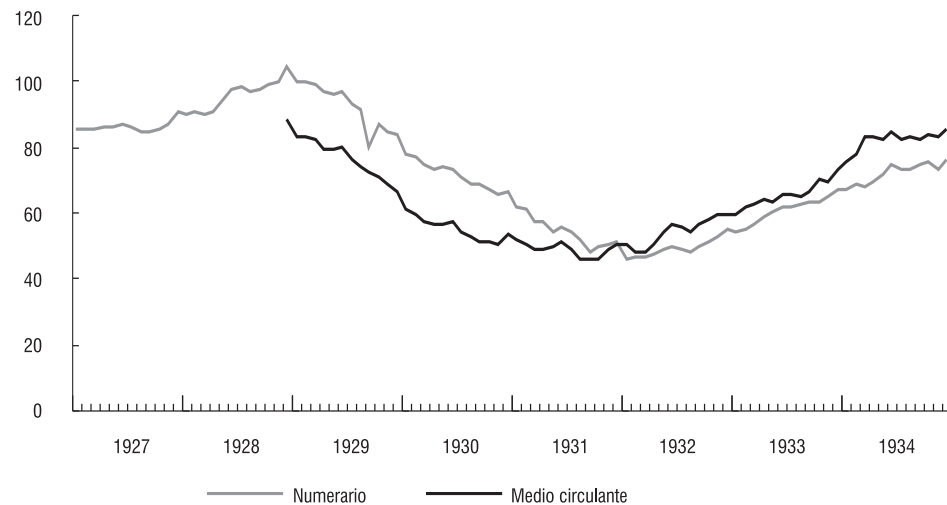
(millones de pesos)



Fuente: *RBR* (varios años).

**Gráfico 2.2**  
**Numerario y medio circulante, 1927-1934**

(millones de pesos)



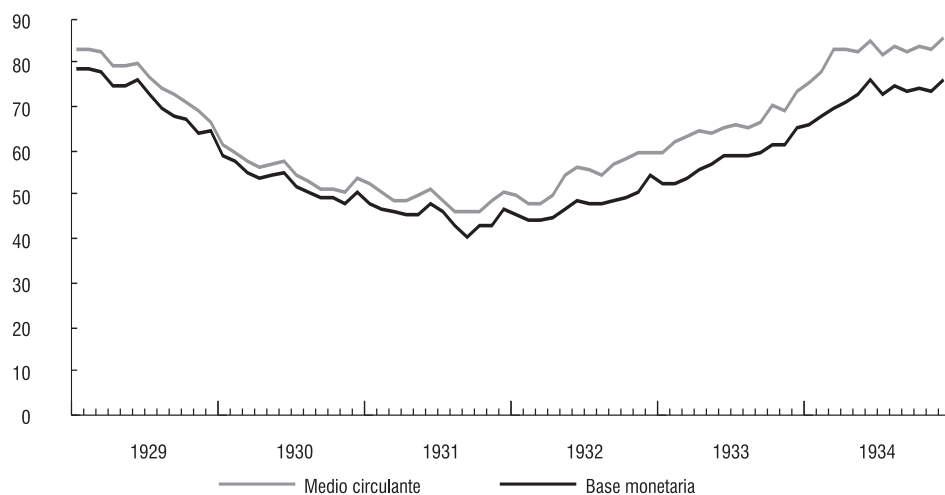
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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**

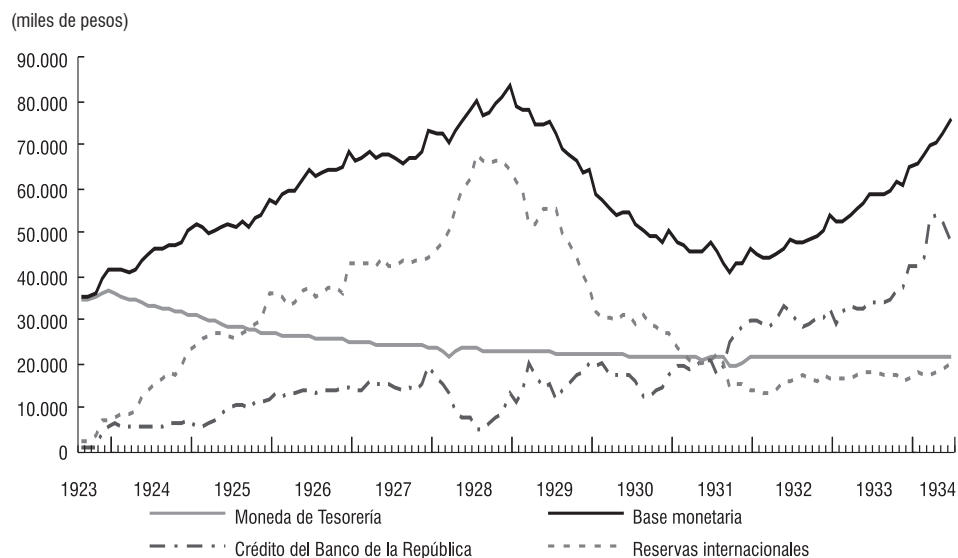
(millones de pesos)



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)**



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)<sup>13</sup>.

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.

<sup>13</sup> 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 hipotecarios | Cédulas hipotecarias | 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.

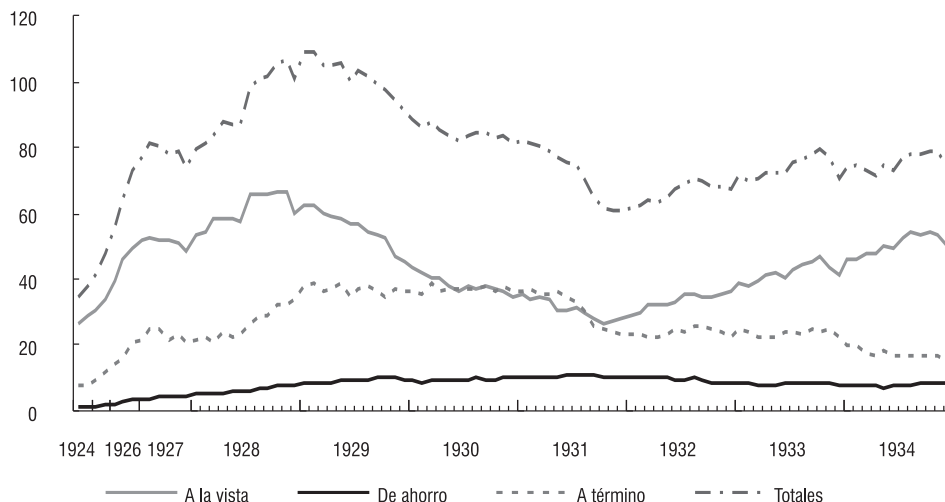
#### a. *La banca comercial*

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

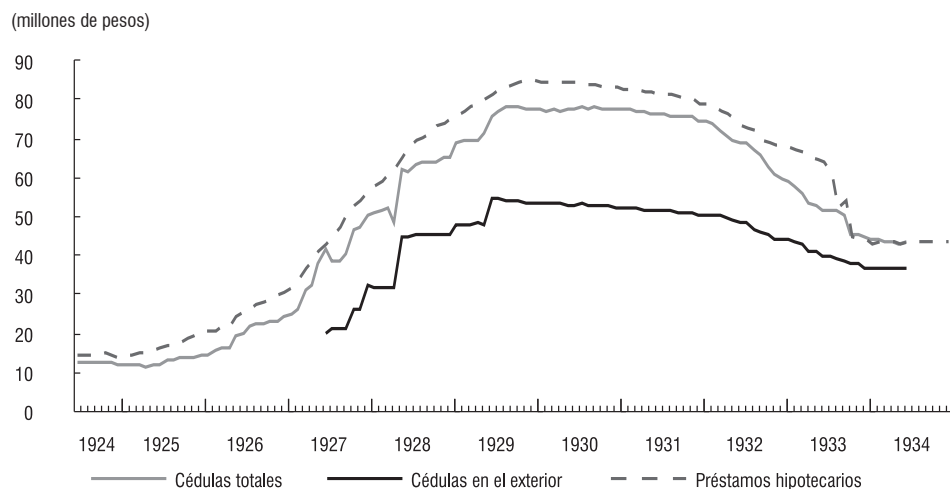
El mercado financiero de largo plazo tuvo un impetuoso desarrollo entre 1926 y 1929; sus principales signos fueron el auge de los activos de la banca hipotecaria, y los índices de cotizaciones de valores en bolsa. El primero se materializó por medio de la colocación de cédulas emitidas por la banca hipotecaria —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 Londres<sup>14</sup>.

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

<sup>14</sup> 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 York<sup>15</sup>. 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**



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).

<sup>15</sup> 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:

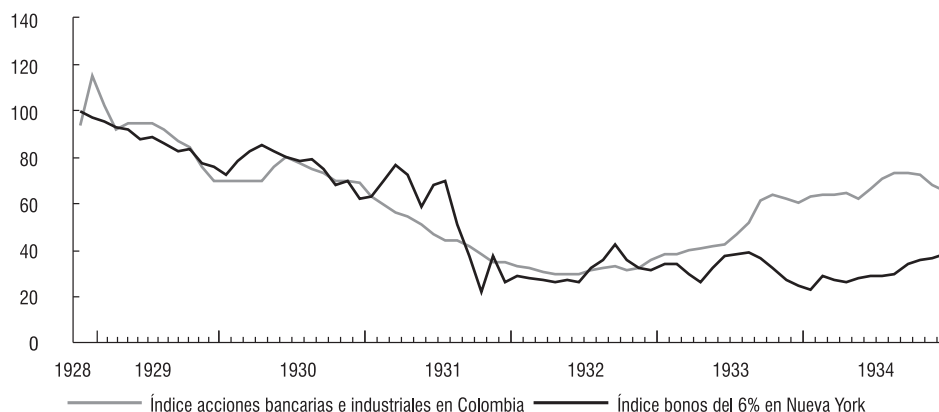
Creo que lo único seguramente eficaz y que vendría a beneficiar directamente a los verdaderos creadores de la riqueza del país, que son los agricultores, y por consiguiente a favorecer también indirectamente al comercio y a las demás industrias es la creación de un Banco Agrícola Hipotecario, que pueda 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

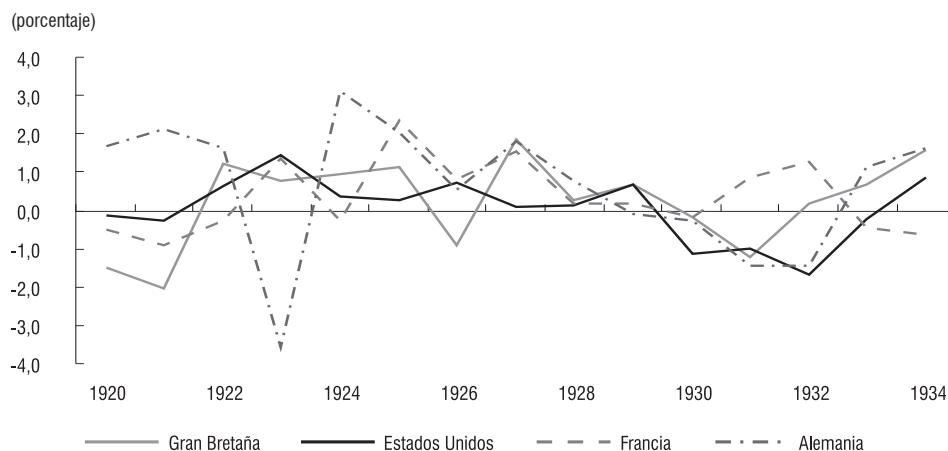
### 1. El crecimiento en los años veinte

#### 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.

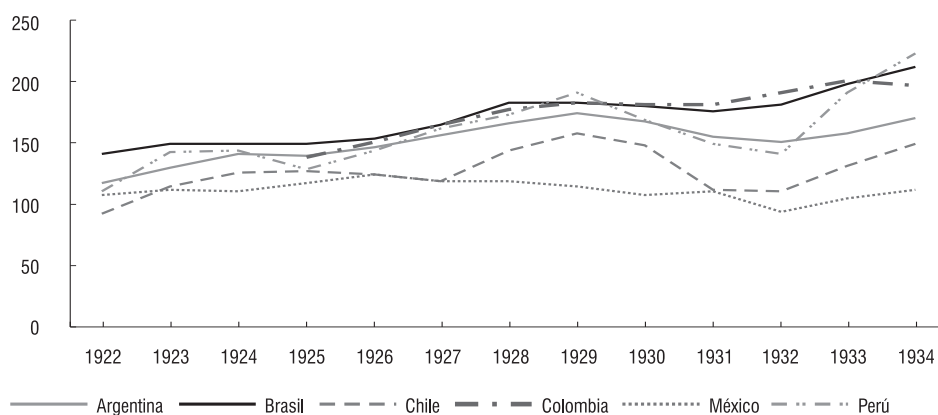
**Gráfico 2.8**  
**Tasas de crecimiento de algunos países desarrollados: Gran Bretaña, Estados Unidos, Francia y Alemania, 1920-1934**



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)<sup>16</sup>.

**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”<sup>17</sup>. 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

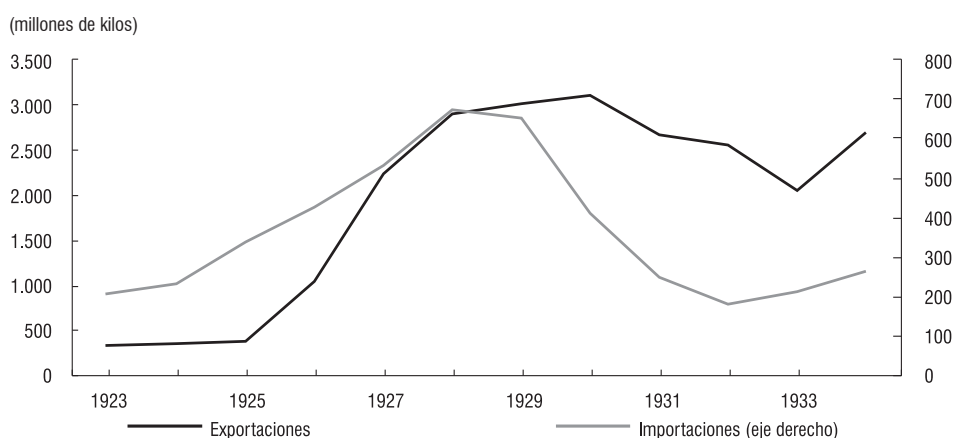
<sup>16</sup> La Cepal (1957) publicó la serie del producto bruto de Colombia para el período 1925-1953. Según dichas estimaciones, el nivel más bajo del producto durante la Gran Depresión se alcanzó en 1931. Previamente, López (1936) estimó un índice de actividad económica, de acuerdo con el cual el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

<sup>17</sup> 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.

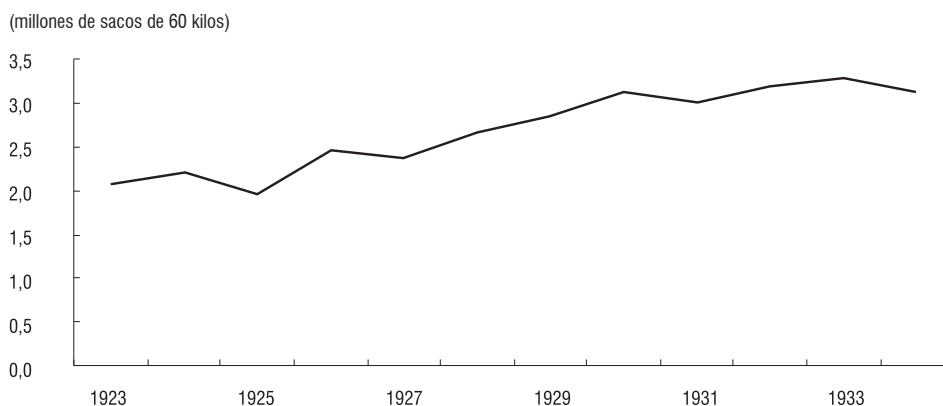
El Gráfico 2.11 revela las trayectorias de las exportaciones e importaciones en términos de volumen entre 1923 y 1934. Las importaciones aumentaron continuamente hasta 1928, declinaron durante 1929 y se precipitaron durante los siguientes tres años, de modo que en 1932 el volumen importado fue inferior 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**

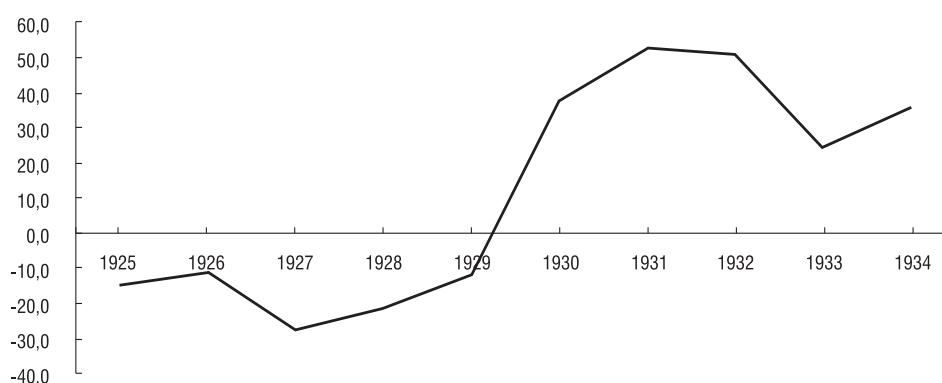


Fuente: *RBR* (varios años).

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)



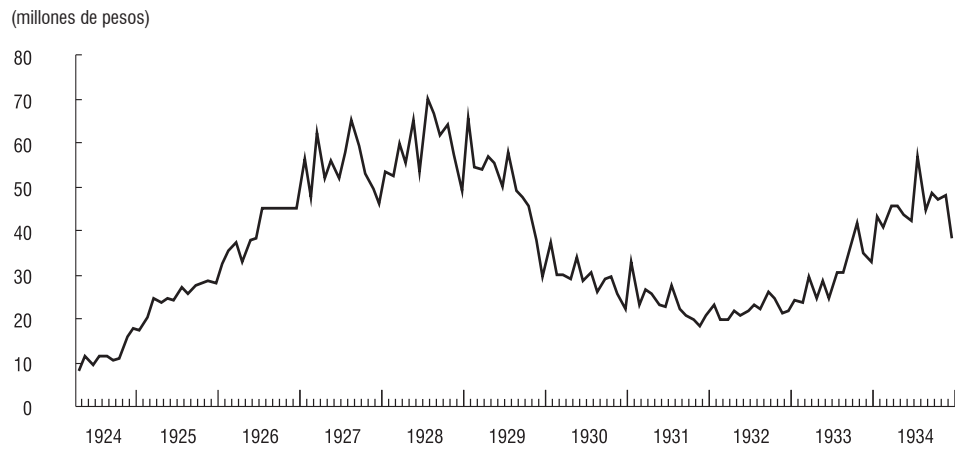
Fuente: RBR (varios años).

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 pagos<sup>18</sup>. 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.

<sup>18</sup> 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)**



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)**



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)<sup>19</sup>.

**Gráfico 2.17**  
**Transporte de carga: ferrocarriles y cables, 1923-1934**

(miles de toneladas)



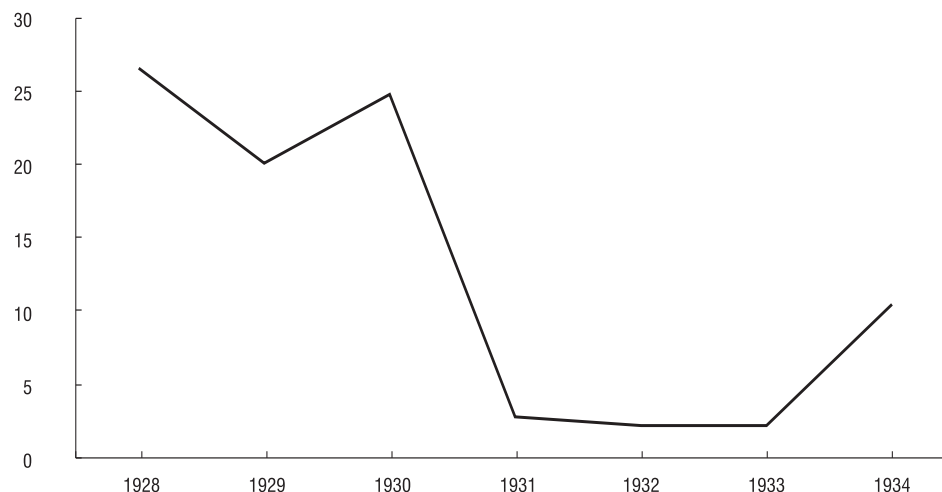
Fuente: *RBR* (varios años).

<sup>19</sup> 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*

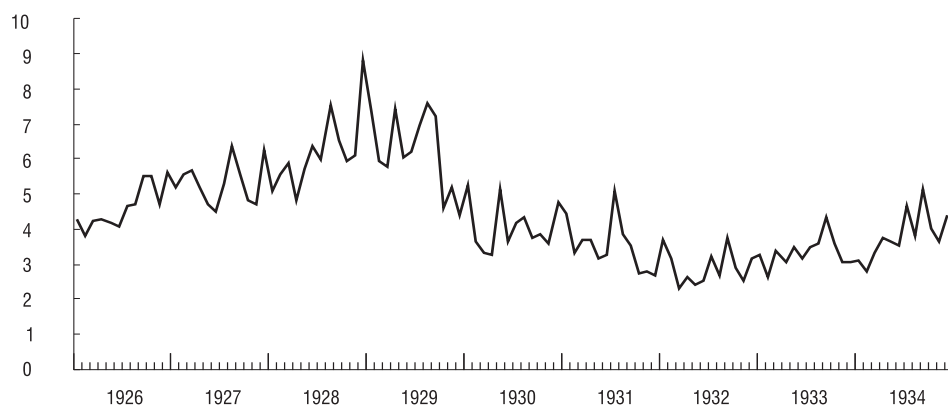
#### 1) Los ingresos y gastos ordinarios

“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)



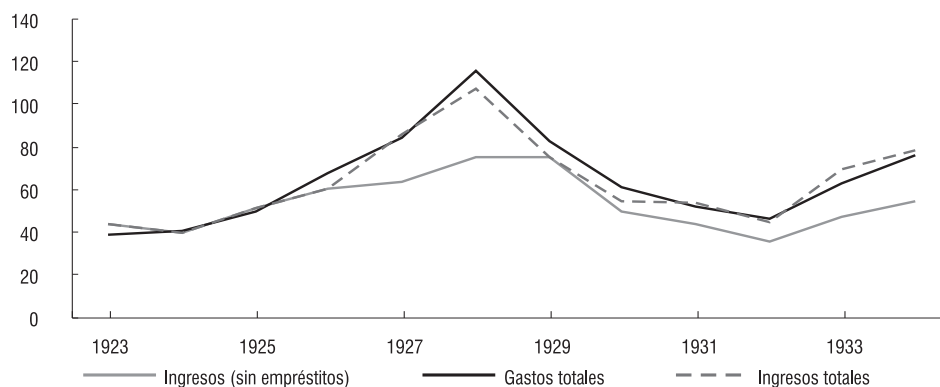
Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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)

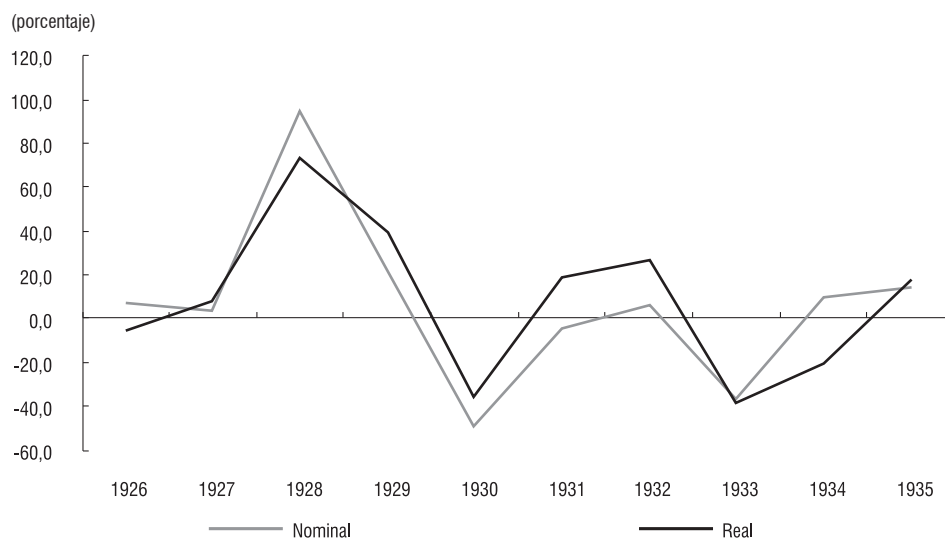


Fuente: RBR (ediciones mensuales).

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).

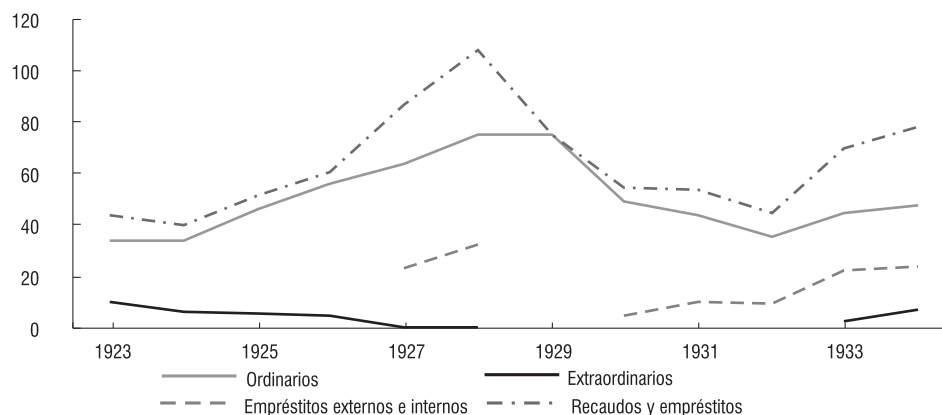
El factor decisivo en la expansión presupuestal anterior a 1928 fue el crecimiento sin precedentes del gasto en obras públicas. Entre 1924 y 1927, cuando el presupuesto total escasamente aumentó, la participación promedio del presupuesto para obras fue del 30%, lo cual habla de su relevancia dentro del 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**

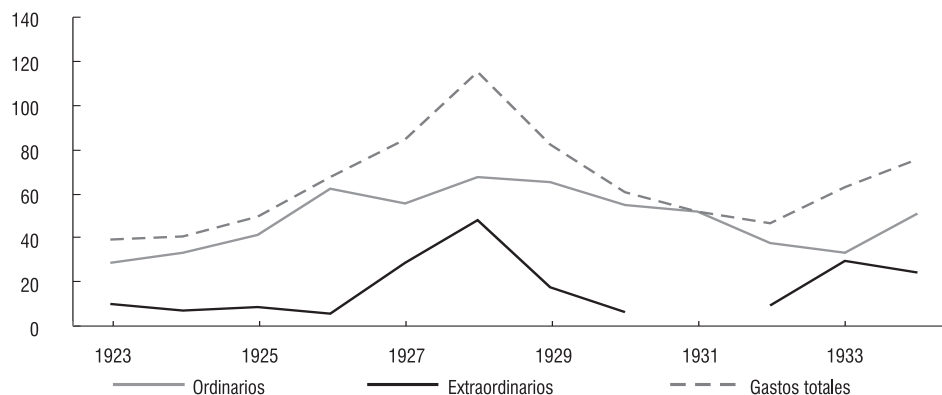
(millones de pesos)



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)<sup>20</sup>.

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.<sup>o</sup>: construcción de ferrocarriles y arreglo de puertos y arterias fluviales

<sup>20</sup> 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.<sup>a</sup> de 1928 (Jaramillo, 1990).

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

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 provisiones 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).

<sup>21</sup> 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)<sup>22</sup>.

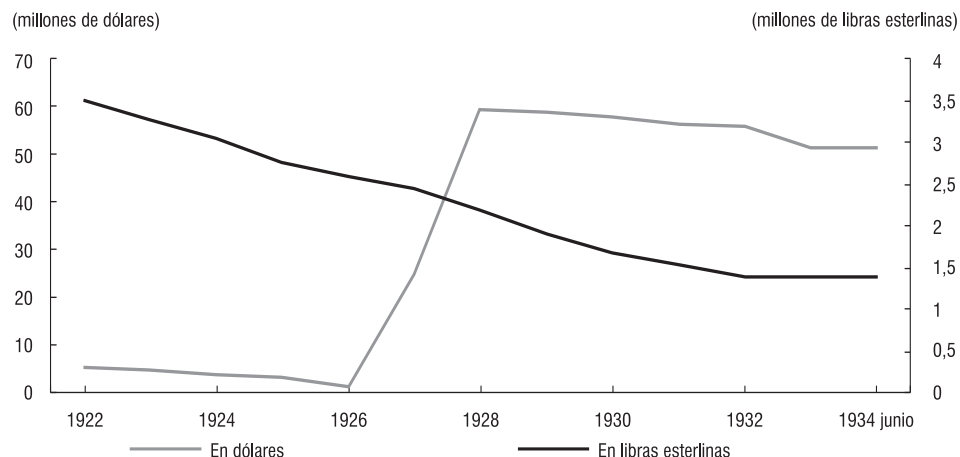
#### 4) La deuda externa e interna del Gobierno Nacional

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)<sup>23</sup>. En este nivel se encontraba la deuda del Gobierno Nacional cuando sobrevino el cierre del crédito externo entre 1928 y 1929.

<sup>22</sup> 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).

<sup>23</sup> 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).

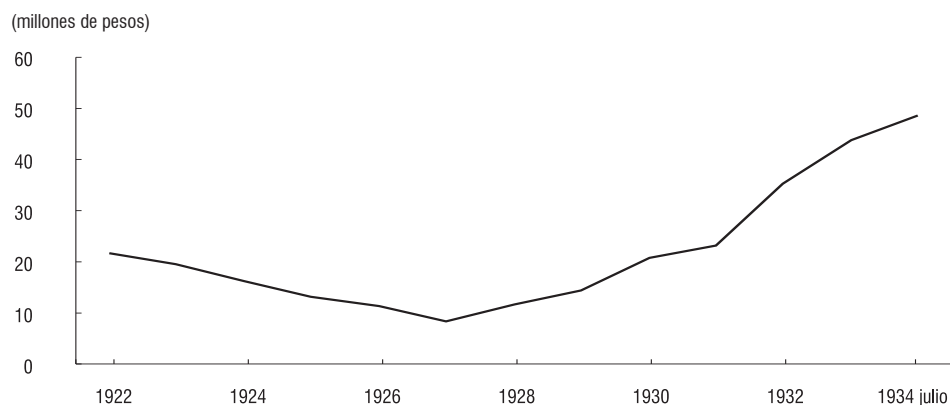
**Gráfico 2.24**  
**Deuda externa de largo plazo del Gobierno Nacional, 1922-1934 (junio)**



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)<sup>24</sup>.

**Gráfico 2.25**  
**Deuda interna consolidada del Gobierno Nacional, 1922-1934 (julio)**



Fuente: RBR-84 (octubre de 1934)

<sup>24</sup> 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 reagrará” (Pérez, 1929: 397)<sup>25</sup>.

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 insuficiente<sup>26</sup>. 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:

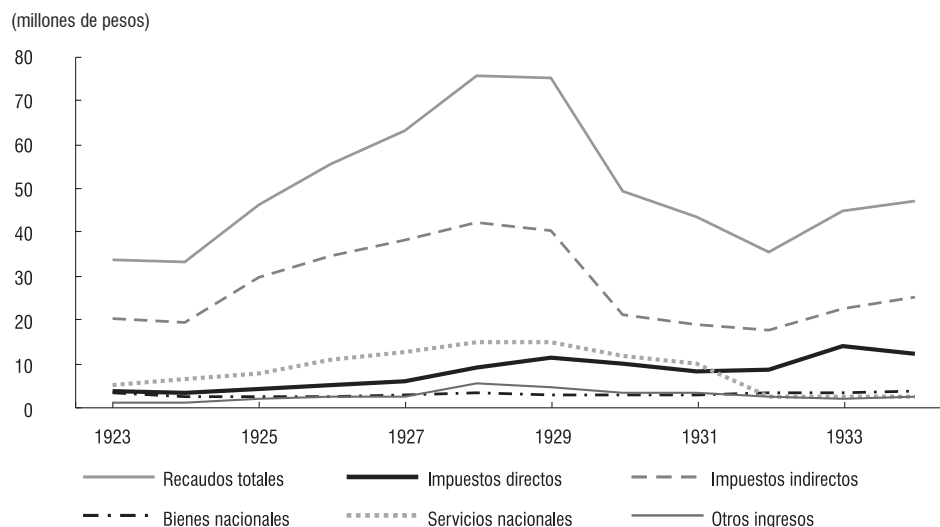
Este descenso, por más que estuviera previsto, ha creado en la Tesorería General de la República una situación en extremo difícil, haciendo imposible atender al déficit proveniente de años anteriores, y aun a muchos de los gastos actuales. Situación semejante está pidiendo medidas enérgicas y prontas 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)<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> 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.

<sup>26</sup> 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).

<sup>27</sup> 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**



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)<sup>28</sup>. 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 millones<sup>29</sup>.

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,

<sup>28</sup> 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).

<sup>29</sup> 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)<sup>30</sup>.

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,

<sup>30</sup> 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**

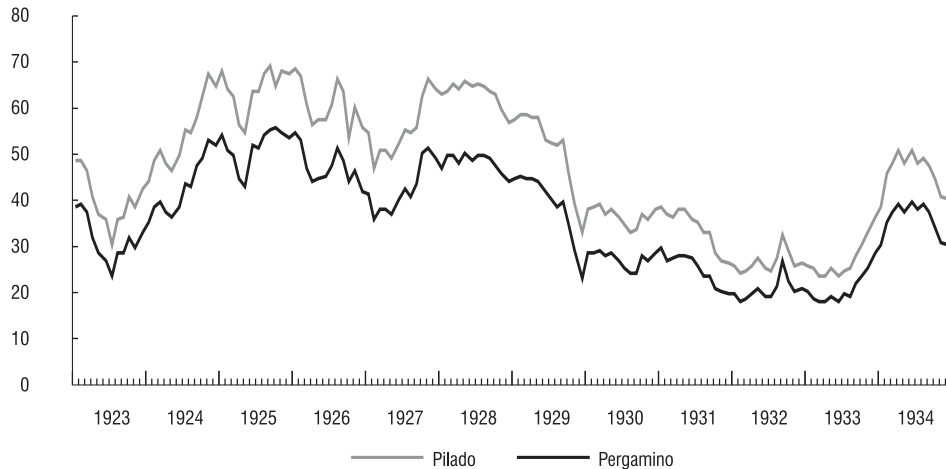
(centavos de dólar por libra [453,6 gramos])



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)



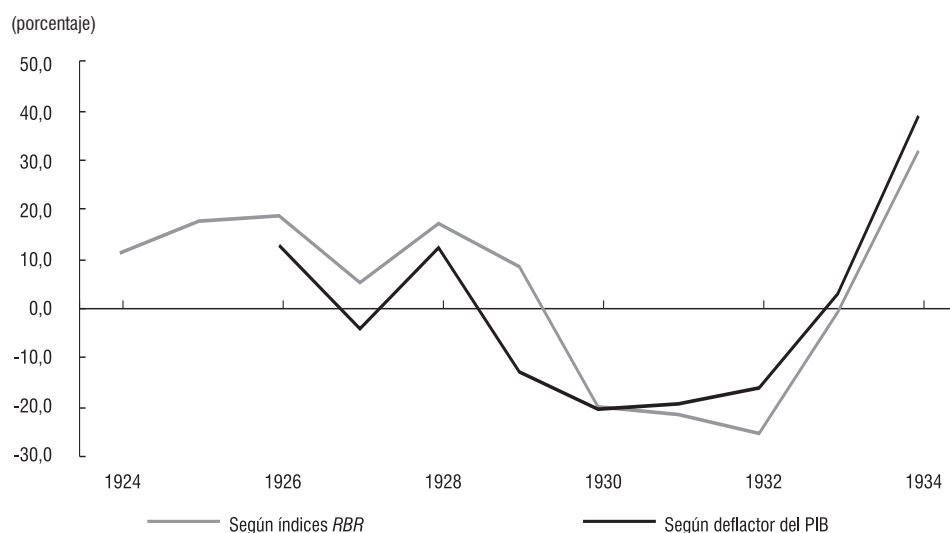
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros (*Boletín de Estadística*).

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)<sup>31</sup> (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

<sup>31</sup> 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)<sup>32</sup>.

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 [...]”<sup>33</sup>.

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

<sup>32</sup> 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 (Diot, 1976: 215-216).

<sup>33</sup> 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, Luis 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 nacional<sup>34</sup>. 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.

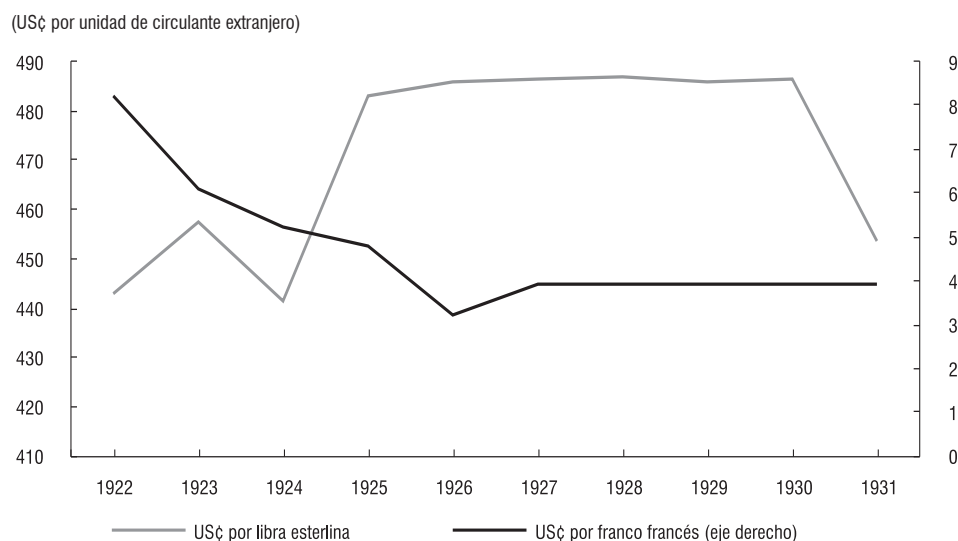
##### ***1. Experiencias relevantes en el mundo desarrollado y en América Latina***

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;

<sup>34</sup> 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**



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 Francia<sup>35</sup>; este último fue facultado en agosto de 1926 para comprar letras y abrir depósitos en bancos extranjeros<sup>36</sup>. 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

<sup>35</sup> 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).

<sup>36</sup> 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 subvaluada<sup>37</sup>. 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 Londres<sup>38</sup>.

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 1932<sup>39</sup>.

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

<sup>37</sup> 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).

<sup>38</sup> 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”.

<sup>39</sup> 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).

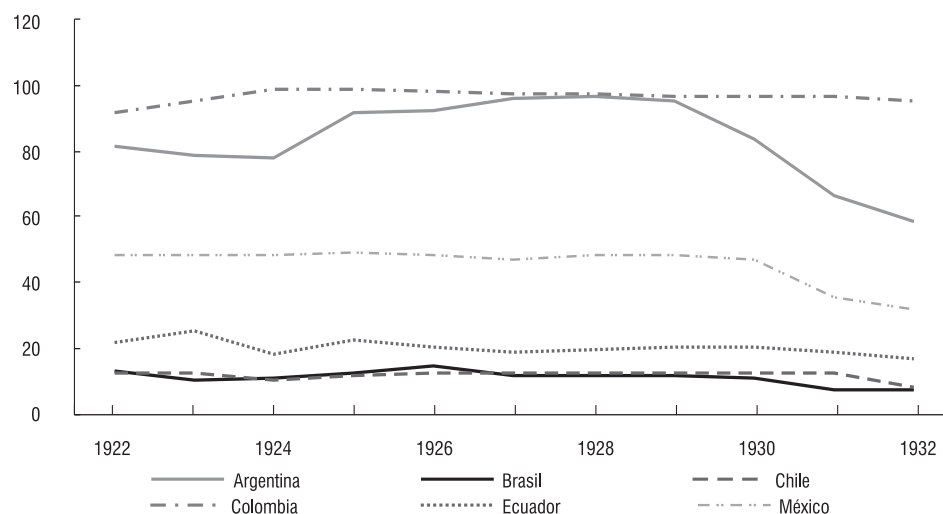
de controles cambiarios a finales de 1929. Brasil, país que ostentaba un saldo apreciable de reservas en oro por US\$ 149 millones en 1928, vio cómo se evaporaron dichos activos externos a lo largo de 1930, hasta terminar con un saldo de cero en enero de 1931 (*FRB*, abril, 1926: 271; *FRB*, abril, 1930: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

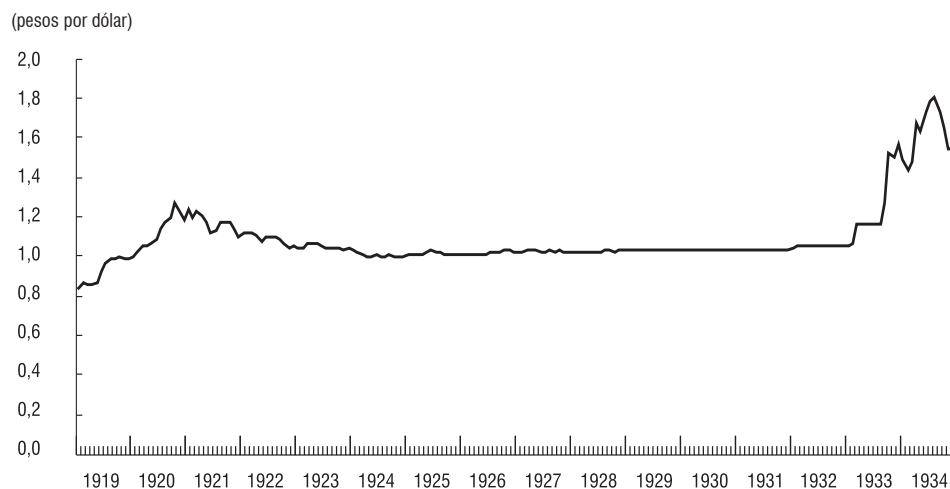


Fuente: *FRB* (varios años).

## 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 período 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**



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  $\frac{1}{8}$  por 100. El Banco abrió ventas a una cotización más baja, el 104  $\frac{1}{2}$  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*) [...]”<sup>40</sup>.

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.

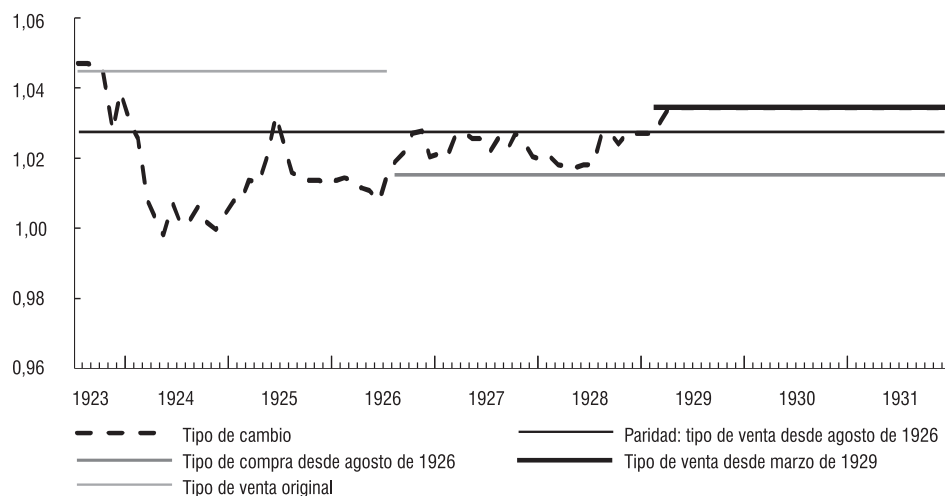
En sus dos primeros años el Banco pudo acumular experiencias de estabilización alternadas, pasando de la compra neta de giros sobre el exterior en 1924 y el primer trimestre de 1925, a su oferta neta a mediados de dicho año, cuando la tasa de mercado arribó a 104 ½ por 100, o sea, el punto de exportación 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).

<sup>40</sup> 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 ½ % y 102 ¾ % 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)<sup>41</sup>. El

<sup>41</sup> 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**

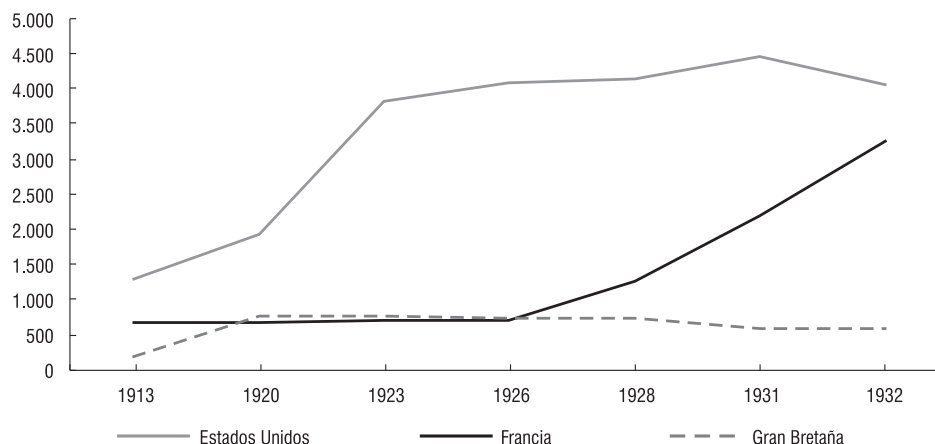
### ***1. El oro: su acumulación y distribución***

#### ***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.

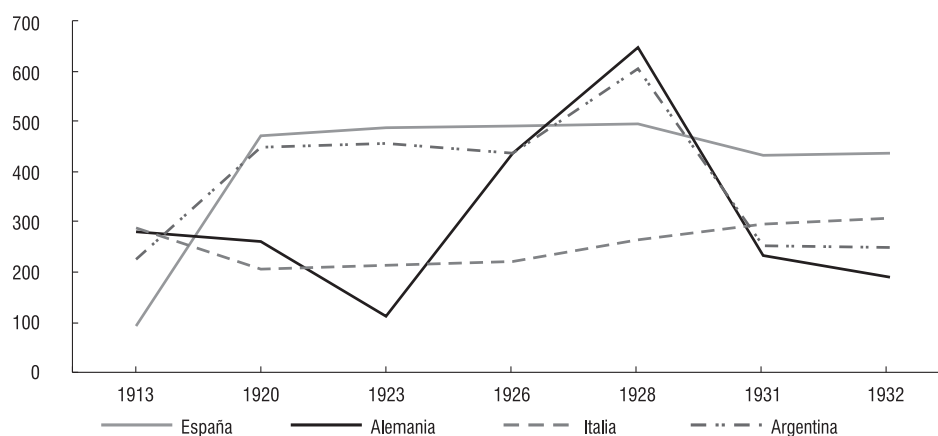
España, Argentina y Alemania fueron otros destacados tenedores de oro: las dos primeras se movieron en tándem desde 1913 hasta mediados de los años veinte, y las dos segundas acrecentaron sustancialmente, entre 1926 y 1928, el nivel de sus reservas, antes de su desplome paralelo a partir de 1928. Aquellos 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*)<sup>42</sup>. 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 millones<sup>43</sup>.

**Gráfico 2.35**  
**Reservas de oro de España, Argentina, Italia y Alemania, 1913-1932**  
(años seleccionados)

(millones de dólares)



Fuente: *FRB* (varios años).

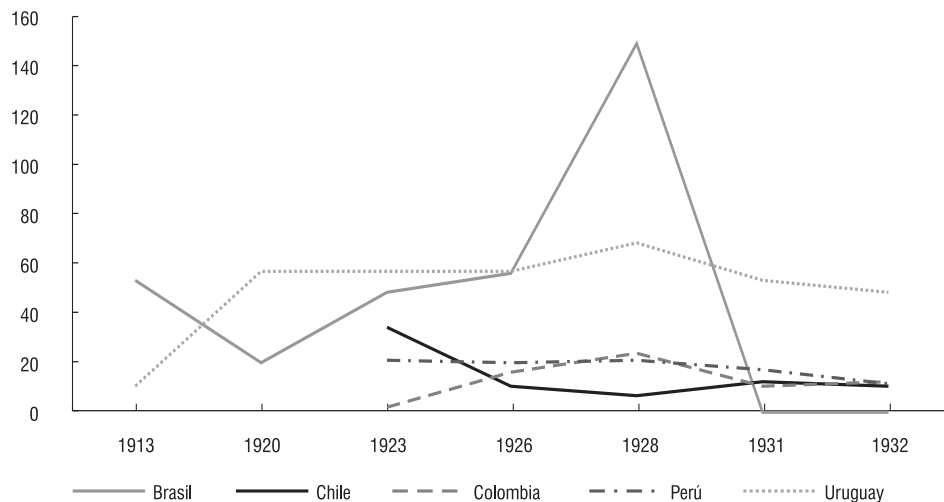
<sup>42</sup> En 1918 la cuarta parte de las reservas argentinas de oro se encontraba en bancos extranjeros. Para 1923 la totalidad de las reservas se encontraba ya en las arcas de la Caja de Conversión (*FRB*, octubre 1927: 715-716).

<sup>43</sup> 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)



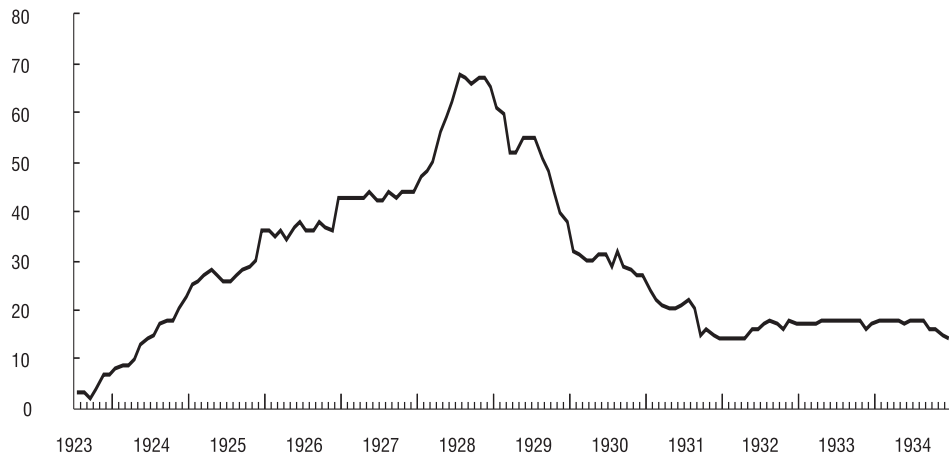
Fuente: FRB (varios años).

*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)

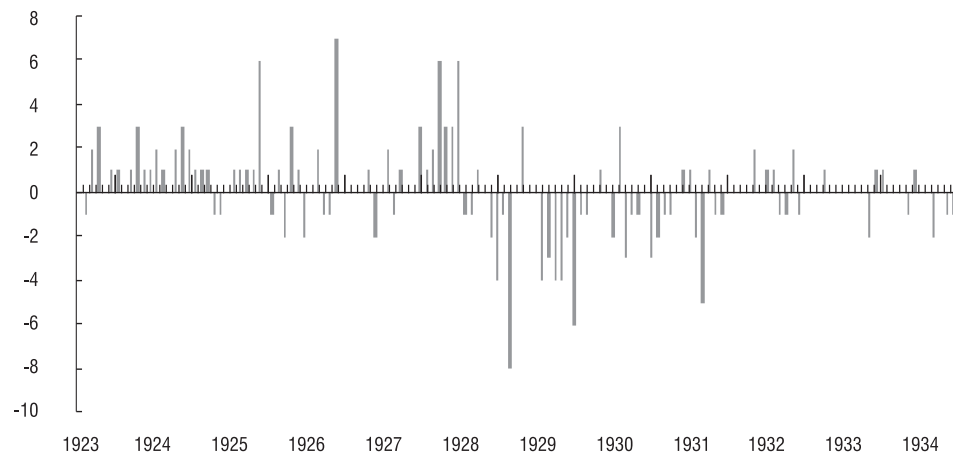


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

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: *RRB* (ediciones mensuales).

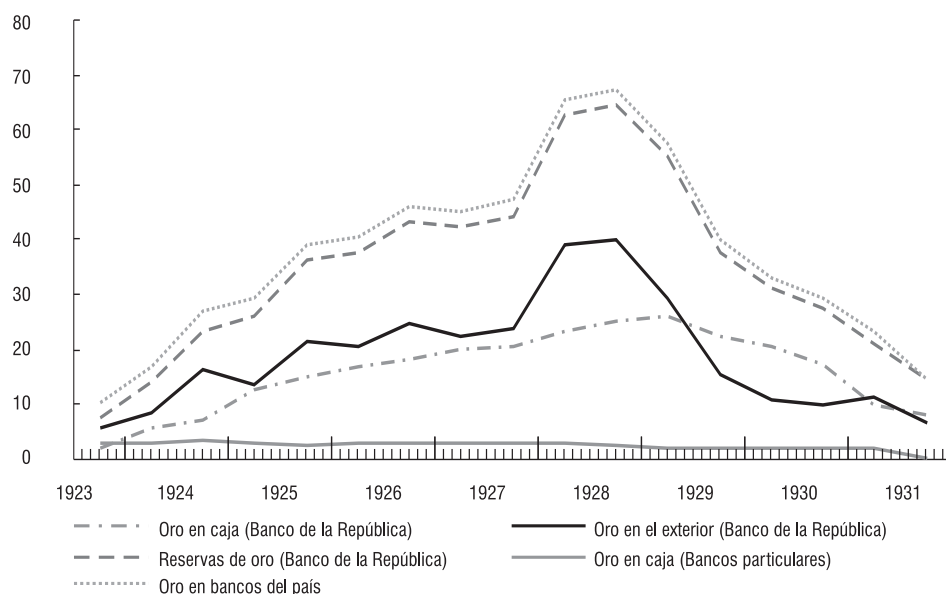
En el Gráfico 2.39 se discriminan las tenencias de oro entre el Banco y otros bancos del país, así como la distribución de las reservas del Banco entre oro en caja y depósitos en bancos del exterior, sobre cuyas restricciones institucionales se comentará más adelante. En diciembre de 1923 el oro en los 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)

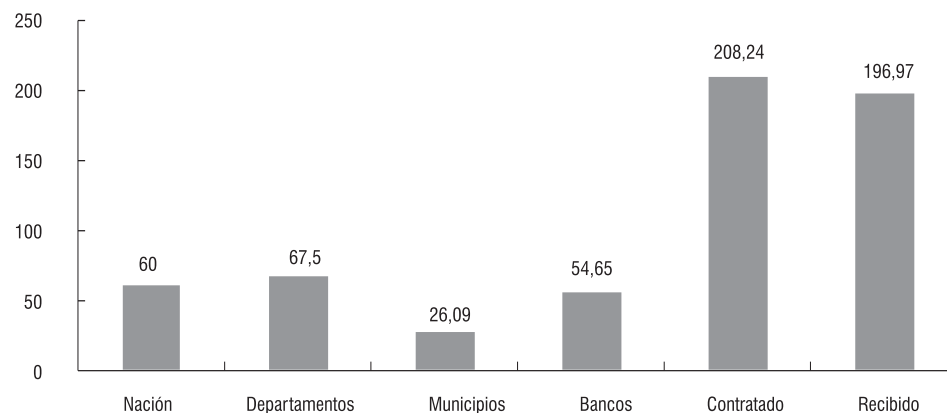


Fuente: RRB (ediciones mensuales).

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*

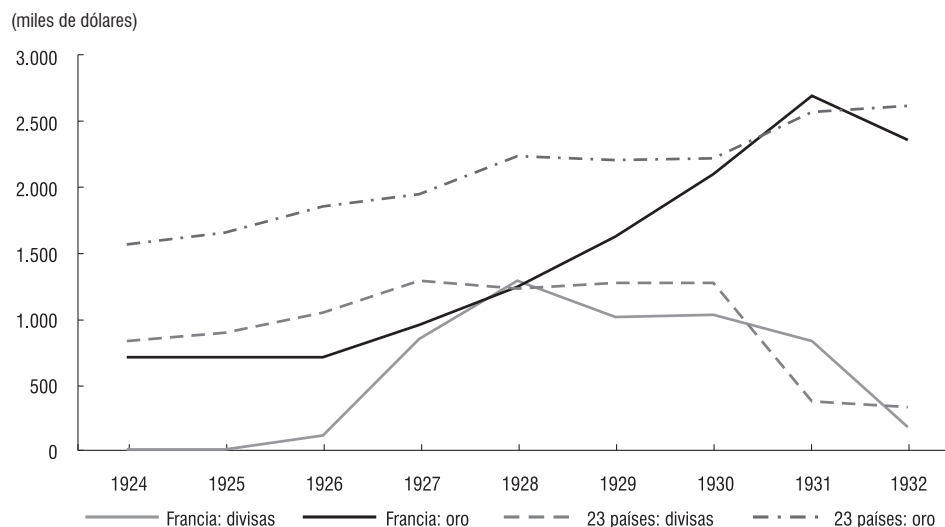
La posición privilegiada alcanzada por los Estados Unidos en 1923 como tenedor predominante de las reservas de oro mundiales fue considerada en su momento como anómala, ya que era para entonces el único mercado libre de oro. Un lustro más tarde numerosos países se habían sumado a la reconstrucción monetaria 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 oro<sup>44</sup>.

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.

<sup>44</sup> 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**



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%.

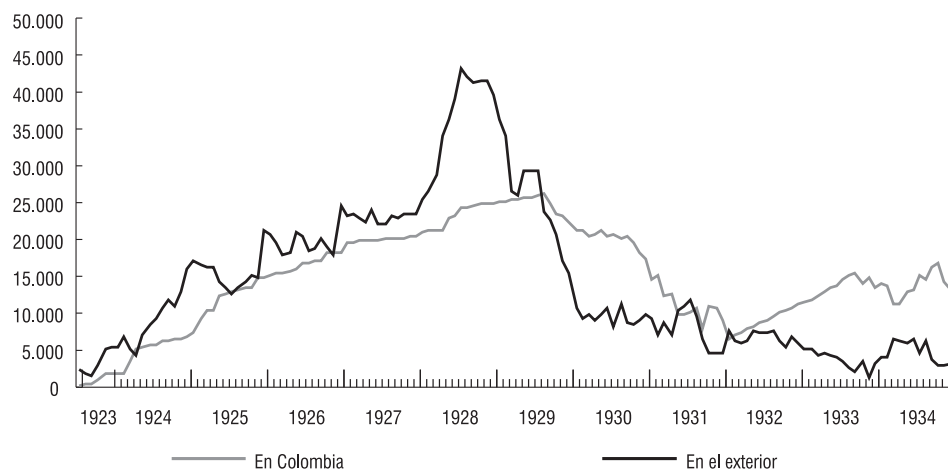
*b. La controversia en torno a los encajes metálicos y depósitos en el exterior del Banco de la República*

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 [...]<sup>45</sup>.

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

<sup>45</sup> 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)<sup>46</sup>.

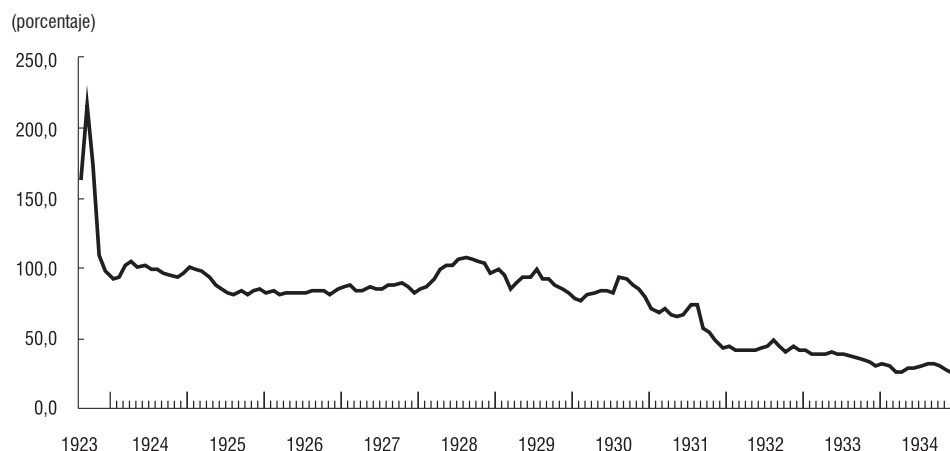
Existía también una *cláusula de salvaguardia* en previsión de casos extremos que precipitaran posibles deficiencias de encaje; se trataba de un impuesto graduado de acuerdo con las deficiencias del encaje (artículo 18, incisos 3 y 4; *Leyes Financieras*, 1931: 48 y 81). La exposición de motivos ligó 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).

<sup>46</sup> 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 Banco<sup>47</sup>. 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%<sup>48</sup>.

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 Londres<sup>49</sup>. 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.

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

<sup>48</sup> 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).

<sup>49</sup> 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 público<sup>50</sup>. 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”<sup>51</sup>.

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 Banco<sup>52</sup>. 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

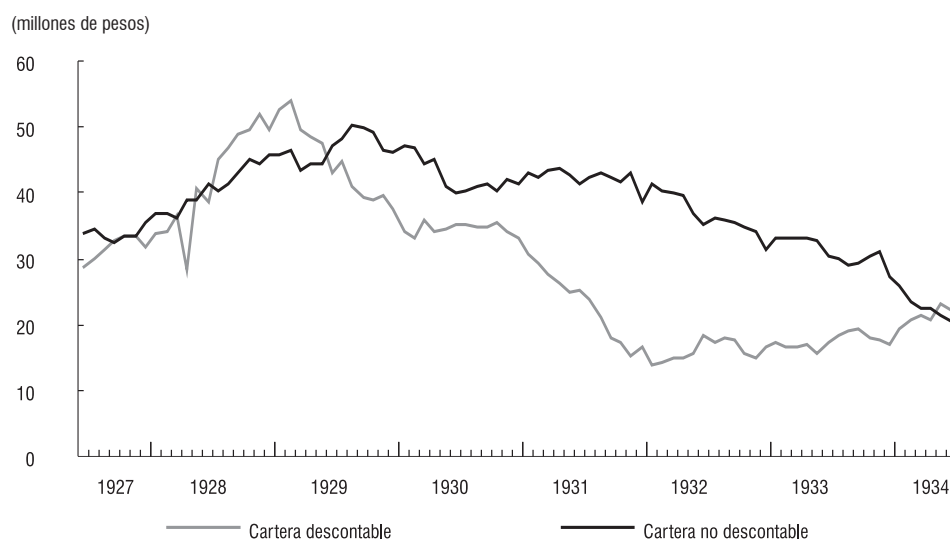
<sup>50</sup> Ley 25 de 1923, artículo 12 (*Leyes Financieras*, 1931: 15). En el momento de la fundación del Banco solamente la banca accionista podría tener acceso al redescuento.

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

<sup>52</sup> 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**



Fuente: *Informe del Superintendente Bancario* (anual).

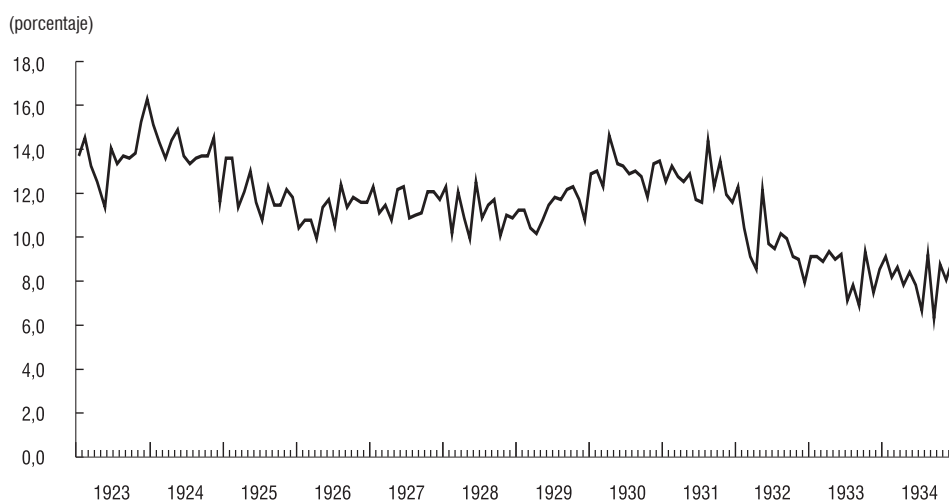
La tasa de redescuento del Banco de la República, en el momento de su apertura en 1923, fue del 12%. La escogencia de dicha tasa obedeció a un doble criterio: se trataba de amoldarse al nivel de tasas de interés prevalecientes por entonces en el país y, en todo caso, de establecer una tasa que desestimulara 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**

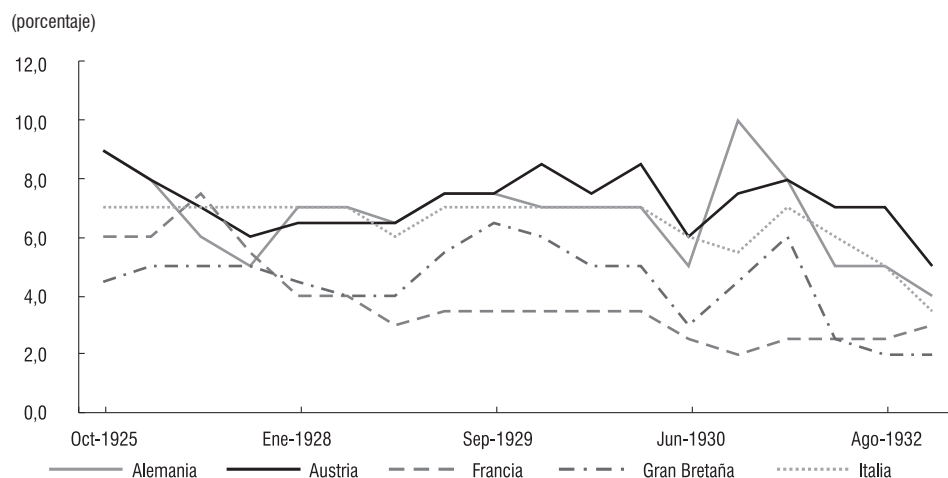


Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

## 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.

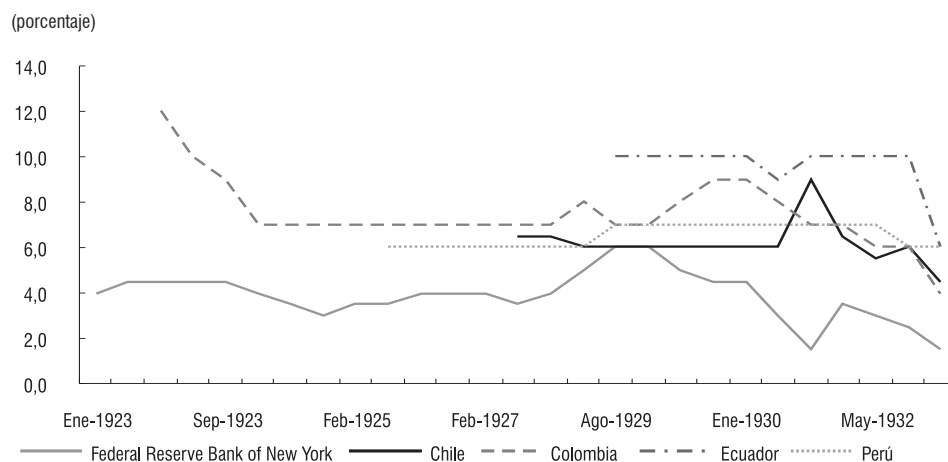
**Gráfico 2.46**  
**Tasas de descuento: bancos centrales europeos, 1925-1934**  
 (fechas seleccionadas)



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)



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 cambiario<sup>53</sup>.

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 empujada 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

<sup>53</sup> 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*<sup>54</sup>. 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 Federal<sup>55</sup>. 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 meses<sup>56</sup>. 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

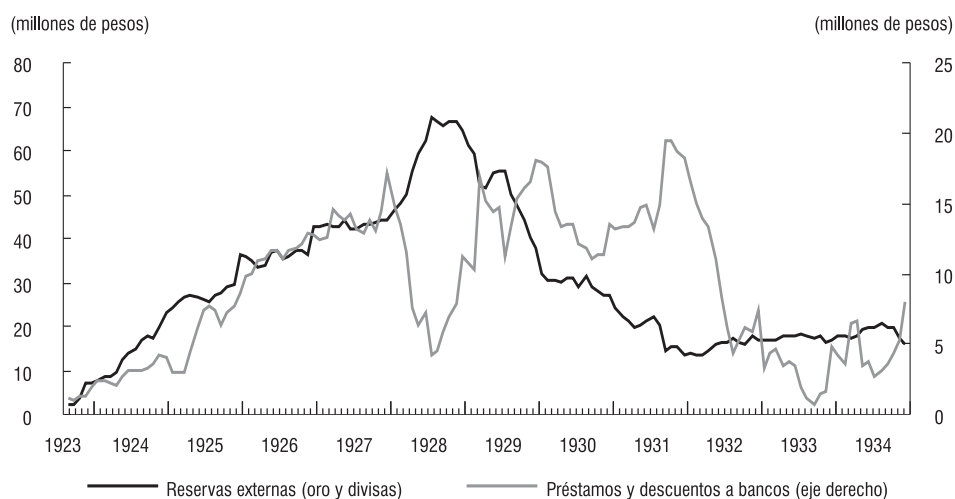
<sup>54</sup> Estas observaciones de la Junta de las Reservas Federales quedaron consignadas en su *Reporte Anual* núm. 10, correspondiente al año de 1923 y publicado en 1924 (*FRB*, 1924: 29-39). El economista británico Roy F. Harrod (1969: 127) calificó dicho texto como uno de los documentos clásicos 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”.

<sup>55</sup> 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).

<sup>56</sup> 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 brincos 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)<sup>57</sup>.

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.

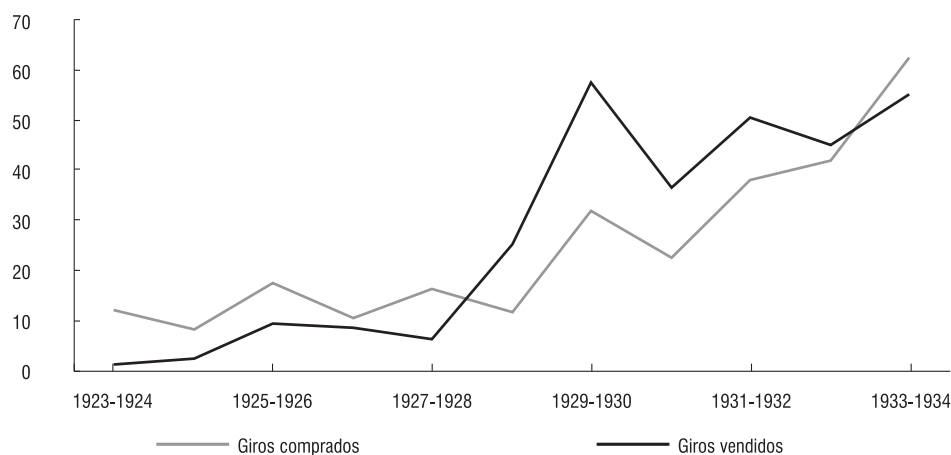
A la quietud por el lado de la oferta de giros en el mercado cambiario vino a sumarse una acrecentada demanda de giros sobre Nueva York, cuyo resultado fue una merma considerable de los depósitos del Banco en el exterior (Gráfico 2.49). Así, en pocos meses, entre

<sup>57</sup> 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)<sup>58</sup>.

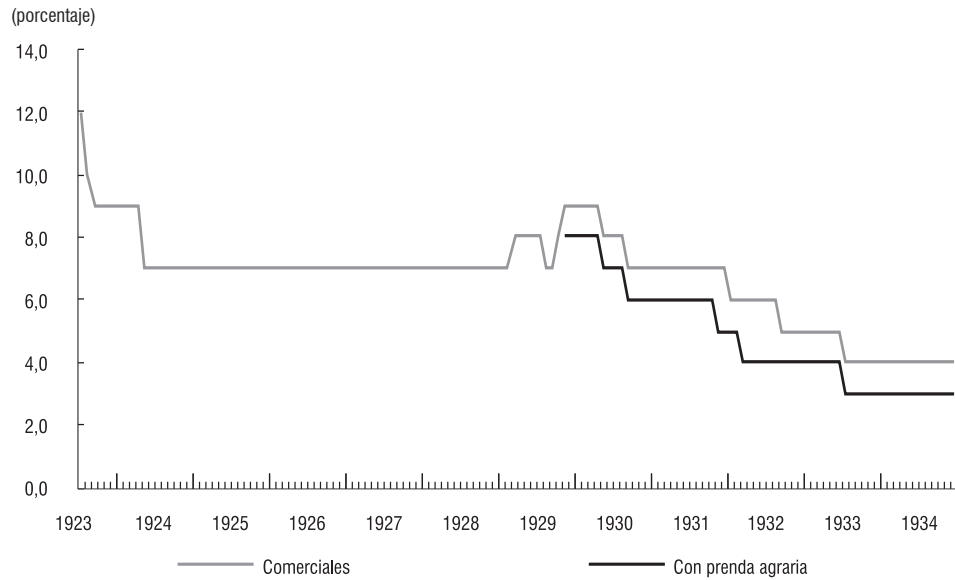
Entre agosto y diciembre de 1929 los redescuentos otorgados por el Banco recuperaron las alturas que apenas en junio habían parecido excesivas, y la cobertura de oro volvió a niveles del orden del 80%; nuevas alzas en la tasa de descuento del Banco no podían demorarse, más aun, tras la elevación de las 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 alcistas<sup>59</sup>; ante la contundencia del drenaje de reservas, dicha tasa fue fijada en el 9% a partir del 30 de noviembre<sup>60</sup>. 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).

<sup>58</sup> 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).

<sup>59</sup> 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).

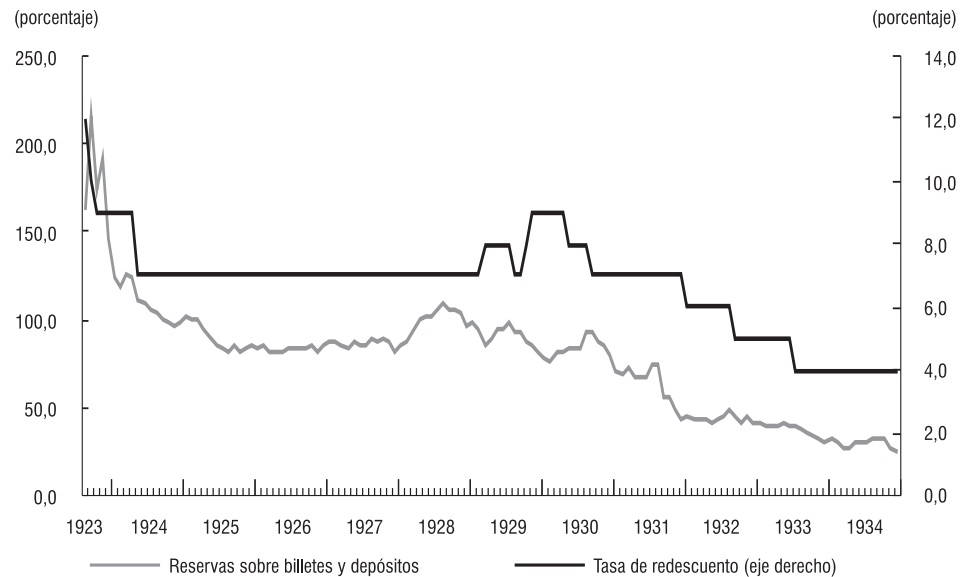
<sup>60</sup> “Fue ésta una nueva medida, dolorosa pero inevitable, en defensa de las reservas metálicas de la institución” (*RBR-26*, diciembre de 1929: 365).

**Gráfico 2.50**  
**Banco de la República**  
**Tasas de redescuento para préstamos comerciales y con prenda agraria,**  
**1923-1934**



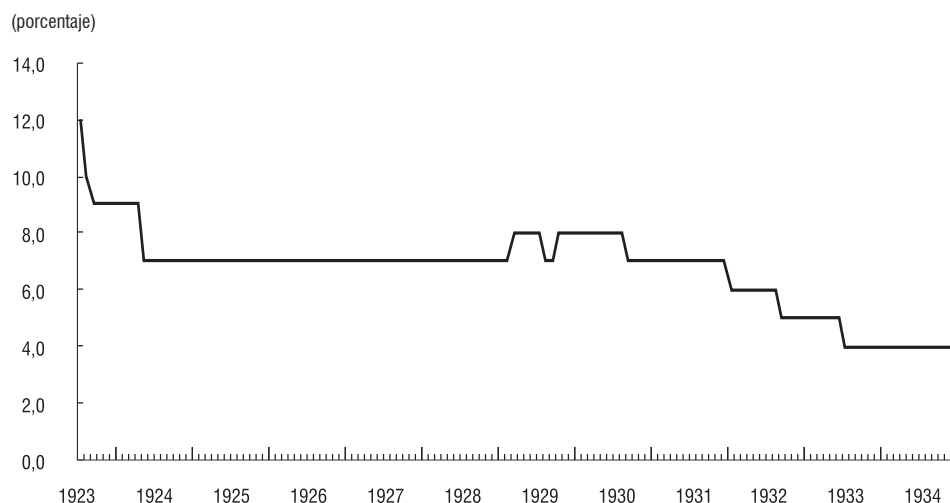
Fuente: *RBR* (ediciones mensuales).

**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**



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 mo-noexportadora 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; períodos seleccionados)**  
 (millones de dólares)

| Países                  | 1924-1925 | 1926-1928 | 1929 | Entradas<br>totales 1921-<br>1931 | Participación<br>porcentual<br>en entradas<br>totales | PIB por países en<br>relación con el de<br>Colombia,<br>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<br>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**

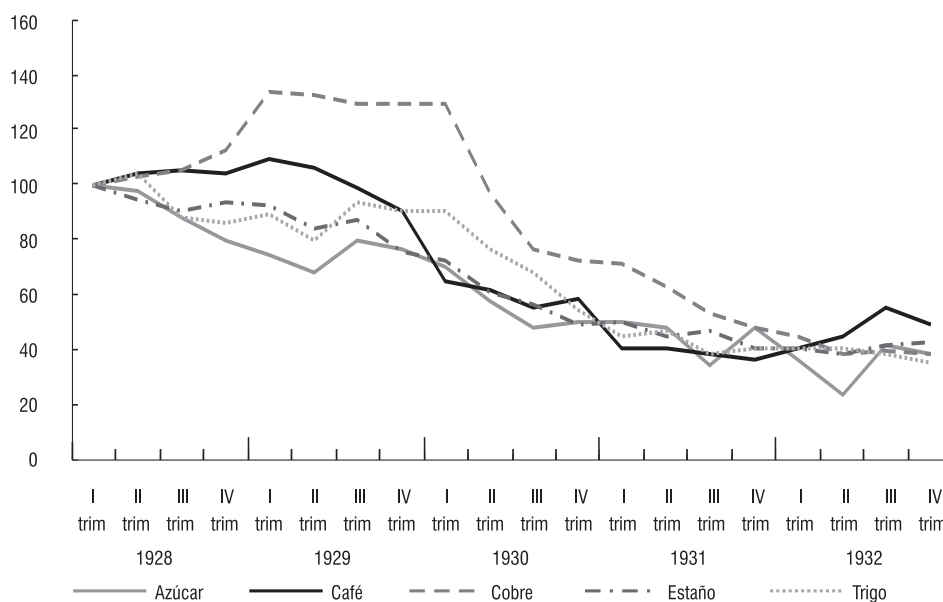
**Caída en cotizaciones de algunos bienes en mercados internacionales, 1926-1930**  
(porcentaje)

|              | Trigo<br>(quintal) | Maíz<br>(quintal) | Arroz<br>(quintal) | Café<br>(quintal) | Cacao<br>(quintal) | Té<br>(quintal) | Algodón<br>(quintal) | Lana<br>(kg) | Cobre<br>(tonelada) | Plata<br>(kg) |
|--------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-----------------|----------------------|--------------|---------------------|---------------|
|              | Winnipeg           | Buenos Aires      | Londres            | Río de Janeiro    | Londres            | Londres         | Alexandría           | Londres      | Nueva York          | Nueva York    |
| <b>Caída</b> | 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.

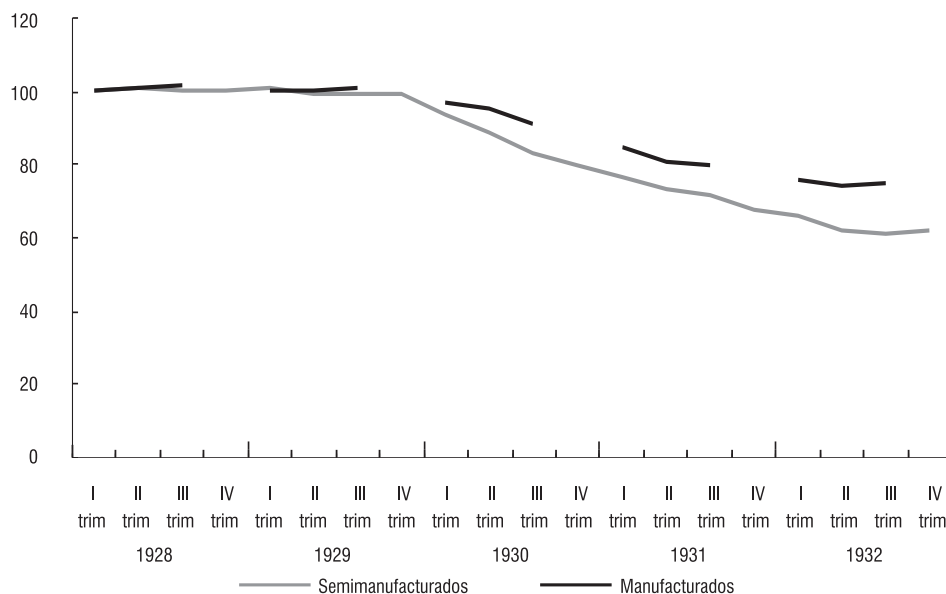
**Gráfico 2.53**  
Exportaciones latinoamericanas de algunos bienes, 1928-1932  
(índice de precios; I trimestre 1928 = 100)



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).

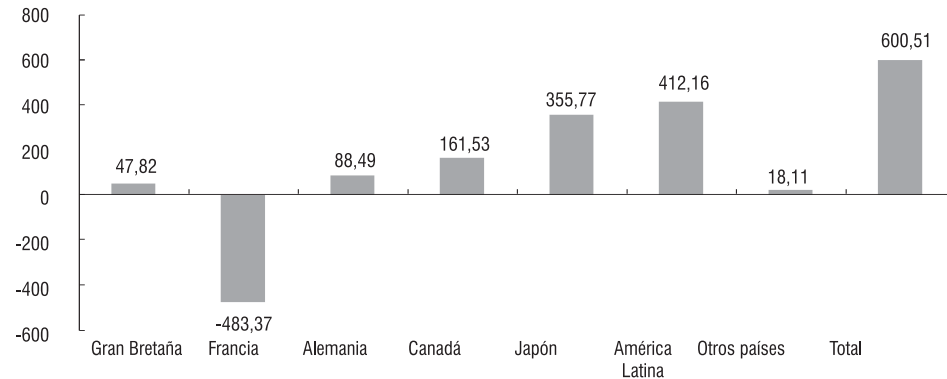
De acuerdo con observadores de la época, el de 1931 fue el año del hundimiento de los precios en el comercio internacional, y el de 1932 un año donde el descenso menos pronunciado de los precios se vio agravado por el surgimiento de numerosas trabas al comercio mundial (gravámenes arancelarios y contingentes, 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)

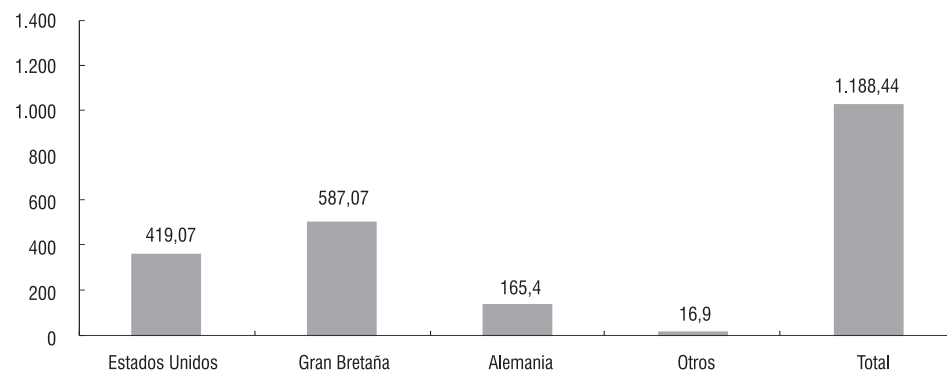


Fuente: FRB, 1932.

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\$ 16 550 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\$ 6 066 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 corresponsalía, 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 1935<sup>61</sup>.

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

<sup>61</sup> 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 1931<sup>62</sup>. En mayo de 1931 el banco austríaco 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 corresponsalía, y esta actitud condujo a la crisis que determinó el establecimiento de controles (Hawtrey, 1951: 129-133).

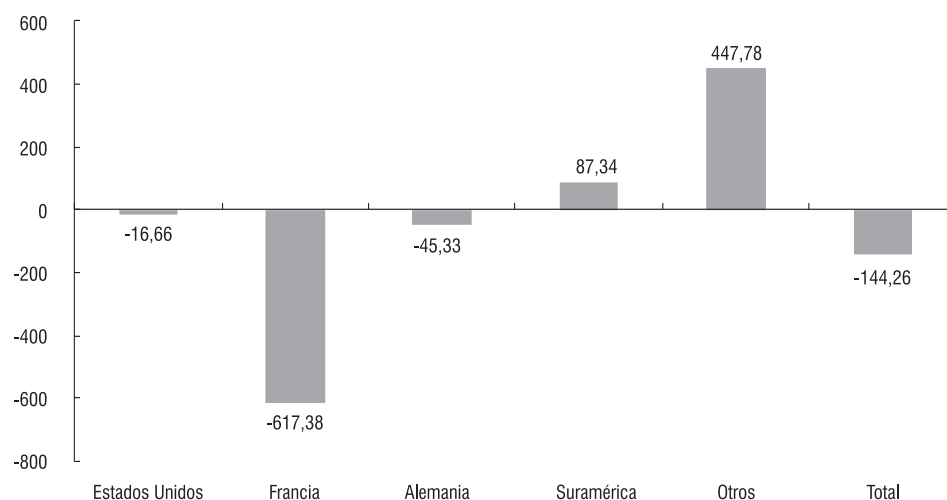
La tensión a la que fue sometido el mercado cambiario londinense en 1930 y 1931 es ilustrada en el Gráfico 2.57. Las salidas de oro se intensificaron entre mediados de julio y mediados de septiembre de 1931; los sucesos financieros de Alemania y Austria en julio aceleraron la salida de oro, especialmente 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)<sup>63</sup>.

<sup>62</sup> 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).

<sup>63</sup> 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)<sup>64</sup>.

El ministro de Hacienda, Jesús María Marulanda desdeñó los “brotos 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)<sup>65</sup>.

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

<sup>64</sup> 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).

<sup>65</sup> 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).

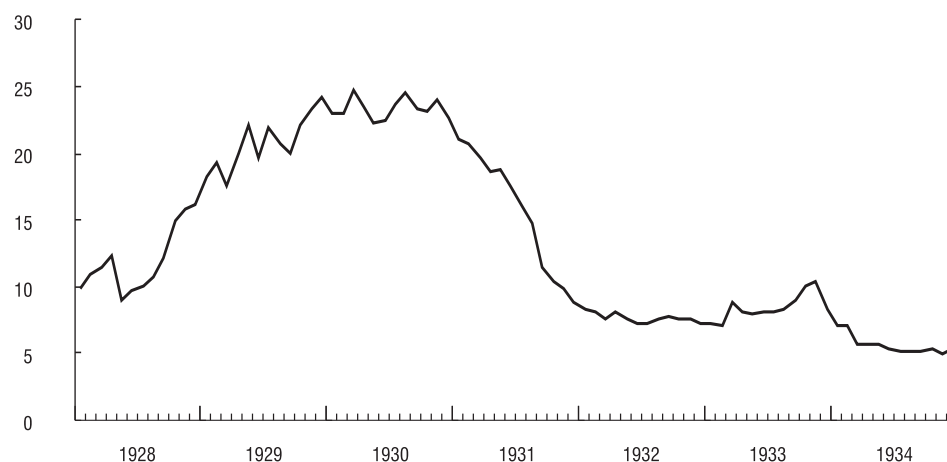
*b. El desvanecimiento del crédito de corresponsales extranjeros*

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**

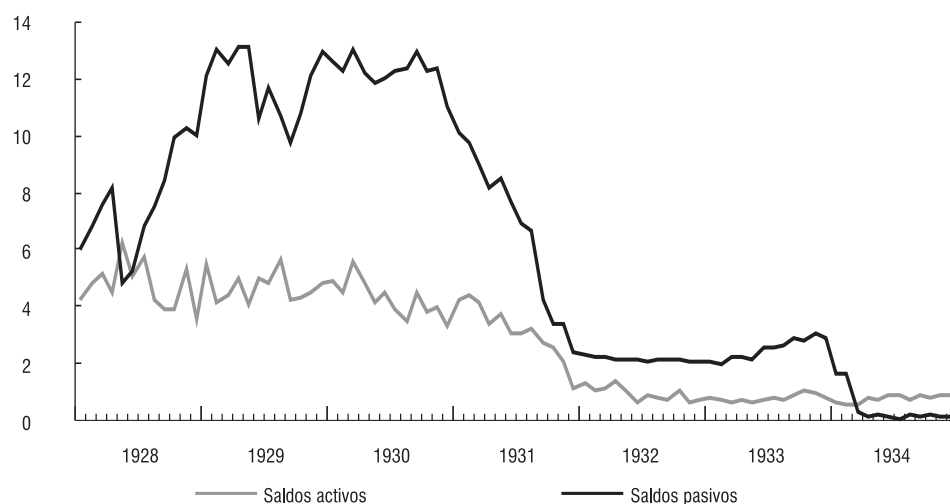
(millones de pesos)



Fuente: Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda (anual).

**Gráfico 2.59**  
**Banca comercial nacional: corresponsales extranjeros, 1928-1934**

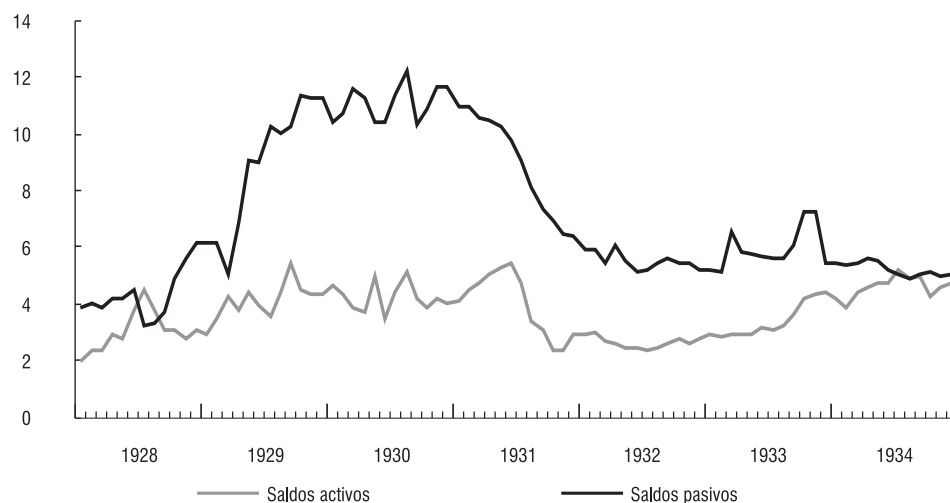
(millones de pesos)



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 foráneos<sup>66</sup>. 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

<sup>66</sup> 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 sorteó 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”<sup>67</sup>. Posteriormente, el control fue confiado a una oficina anexa al Banco de la República<sup>68</sup>.

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 cambios<sup>69</sup>. 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)<sup>70</sup>.

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).

<sup>67</sup> También se les denominó “fines económicamente necesarios” como el servicio de la deuda externa, importación de mercancías y primas de seguros, entre otros.

<sup>68</sup> 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).

<sup>69</sup> En la práctica la banca comercial cobraba una tasa algo más alta, entre 103,75% y 104% (*RBR-48*, octubre de 1931: 345).

<sup>70</sup> 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 presupuesto<sup>71</sup>.

### 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)<sup>72</sup>. 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

<sup>71</sup> 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).

<sup>72</sup> 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)<sup>73</sup>.

## 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)<sup>74</sup>. 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 austríaca 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 pública<sup>75</sup>.

El gerente sintetizó en un párrafo la problemática hipotecaria y sus efectos desestabilizadores sobre las instituciones prestamistas:

<sup>73</sup> 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).

<sup>74</sup> 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).

<sup>75</sup> 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 accionista<sup>76</sup>.

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).

<sup>76</sup> 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 bancos<sup>77</sup>. 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)<sup>78</sup>.

<sup>77</sup> “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.

<sup>78</sup> 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 %<sup>79</sup>. 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.

<sup>79</sup> 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 contradictores<sup>80</sup>. Grupos de comerciantes cerraron filas en su defensa<sup>81</sup>. 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 rehabilitación<sup>82</sup>. 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 mundiales<sup>83</sup>.

<sup>80</sup> 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).

<sup>81</sup> 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).

<sup>82</sup> 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 adquiera 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).

<sup>83</sup> “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 Brasil<sup>84</sup>. 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

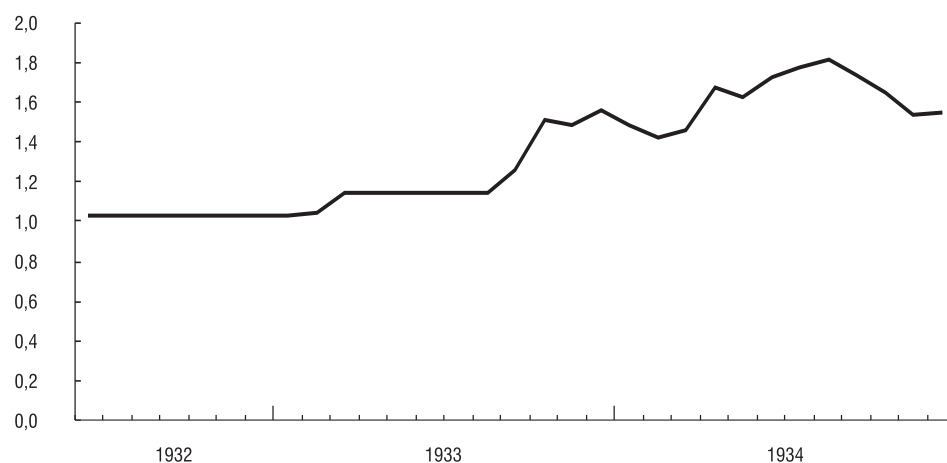
<sup>84</sup> Noticias encontradas contribuyeron a la firmeza de precios en el mercado neoyorquino. Al tiempo que la reanimación en los precios de otros productos y en los valores bursátiles abrieron perspectivas de alza en los del café, anuncios de una mayor cosecha y un gran excedente en mano por parte 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”<sup>85</sup>. Al aceptar que los ajustes

<sup>85</sup> 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).

cambiaros 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 período 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 dólar<sup>86</sup>.

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

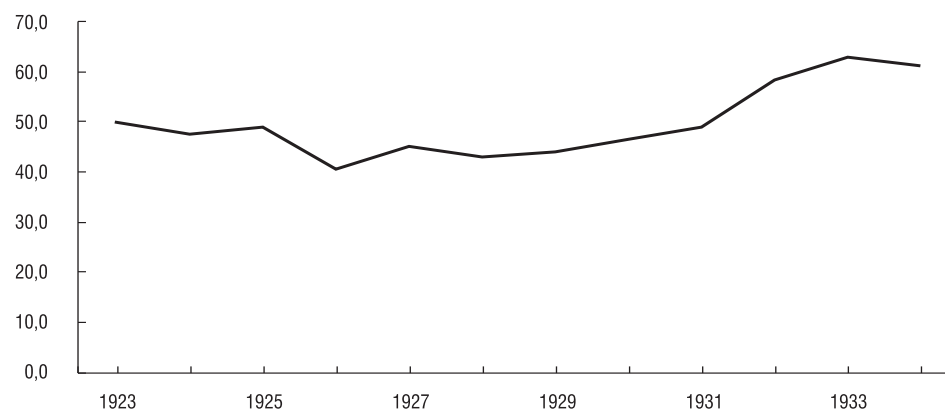
Entre 1923 y 1928 predominó la tendencia a la apreciación de la tasa de cambio real. Posteriormente, entre 1928 y 1931, todavía dentro de los cánones del patrón oro, dicha tasa tendió a depreciarse, contando con una deflación interna superior a la deflación internacional; los ajustes y la flotación intervenida de la tasa nominal, todavía dentro de

<sup>86</sup> 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**

(porcentaje)



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 Banco<sup>87</sup>. 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 1934<sup>88</sup>.

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.

<sup>87</sup> 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).

<sup>88</sup> 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).

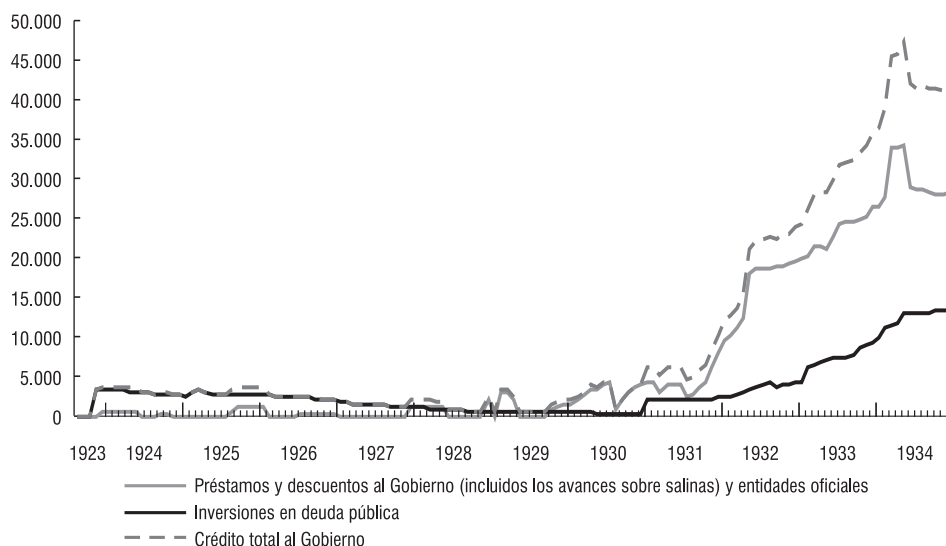
Los activos nominales del Banco prácticamente se doblaron en el período considerado, y en términos del PIB su participación aproximada pasó del 5,5% al 7,4%. Y, por encima de todo, la transformación de los activos del Banco difícilmente pudo haber sido más aguda. Los activos en caja, incluidas las reservas 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 fiscal<sup>89</sup>.

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).

<sup>89</sup> 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”<sup>90</sup>.

#### *d. La moneda y los precios*

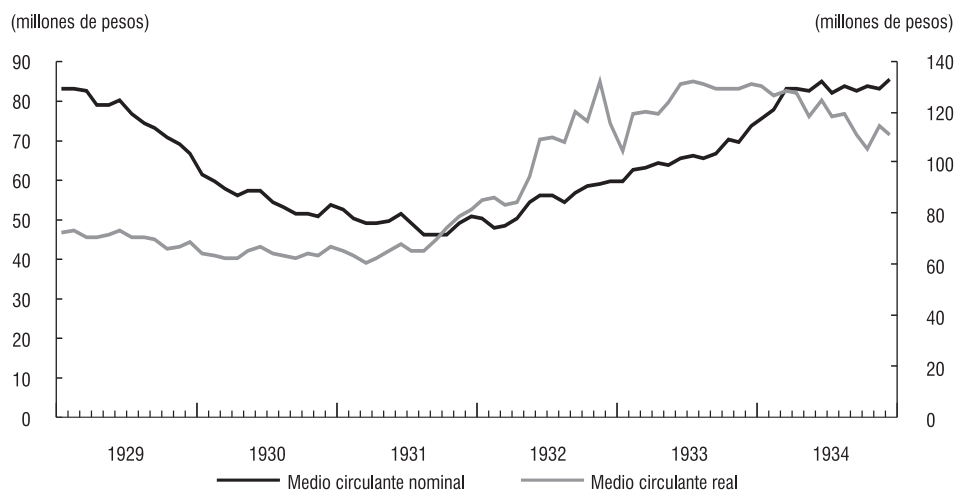
Los gráficos 2.2 y 2.3, al principio de este capítulo, enseñan que los indicadores de la época, el numerario y el medio circulante alcanzaron sus puntos más bajos en el período en estudio, entre enero y febrero de 1932. En el caso de la base monetaria, sus puntos mínimos ocurrieron algunos meses antes, 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

<sup>90</sup> *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; defactor 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



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 recrudescida 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 agraria<sup>91</sup>. 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,

<sup>91</sup> 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)<sup>92</sup>.

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 escatimarlos 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 agrícolas<sup>93</sup>. 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)<sup>94</sup>. 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)<sup>95</sup>.

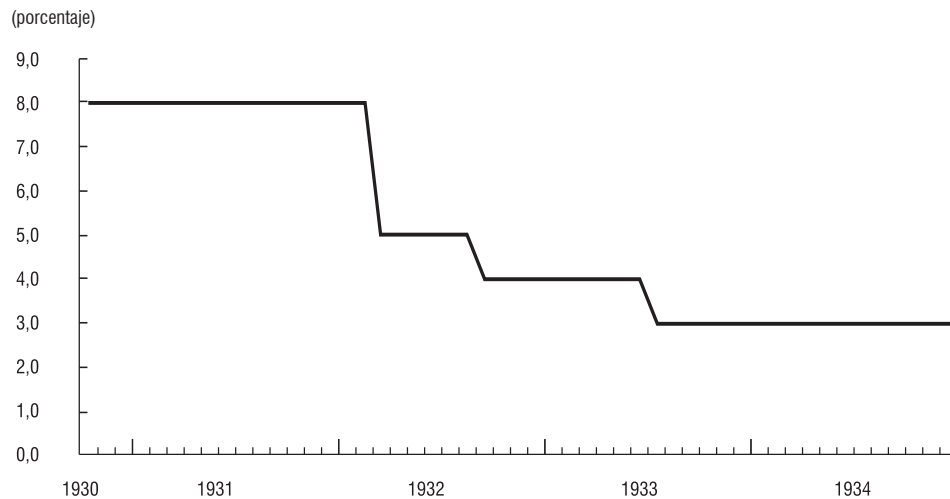
Las operaciones se abrieron con una tasa de interés del 8% en octubre de 1930, cuando la comercial y la del Gobierno estaban en el 7%, y la de fomento agropecuario en el 6%. En marzo y septiembre de 1932 bajó al 5% y al 4%, respectivamente; en esta última fecha se igualó con la tasa establecida para 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).

<sup>92</sup> 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.

<sup>93</sup> 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).

<sup>94</sup> 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.

<sup>95</sup> 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.

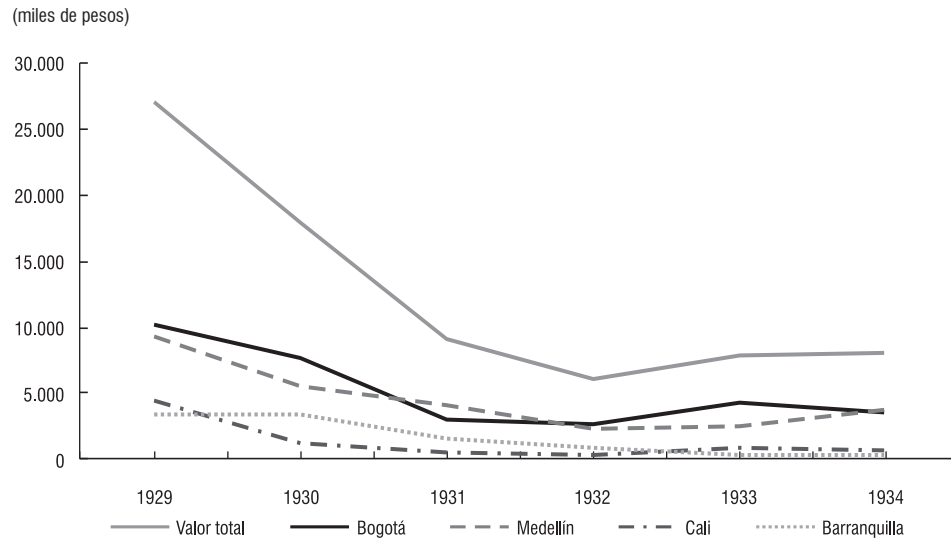
En resumen, a partir de julio de 1933 las tasas de redescuento para papeles comerciales y gubernamentales fueron del 4%, para préstamos respaldados con prenda agraria y operaciones directas con el público del 3%, y del 3,5% para operaciones con prenda de obligaciones destinadas a suscribir bonos de la 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

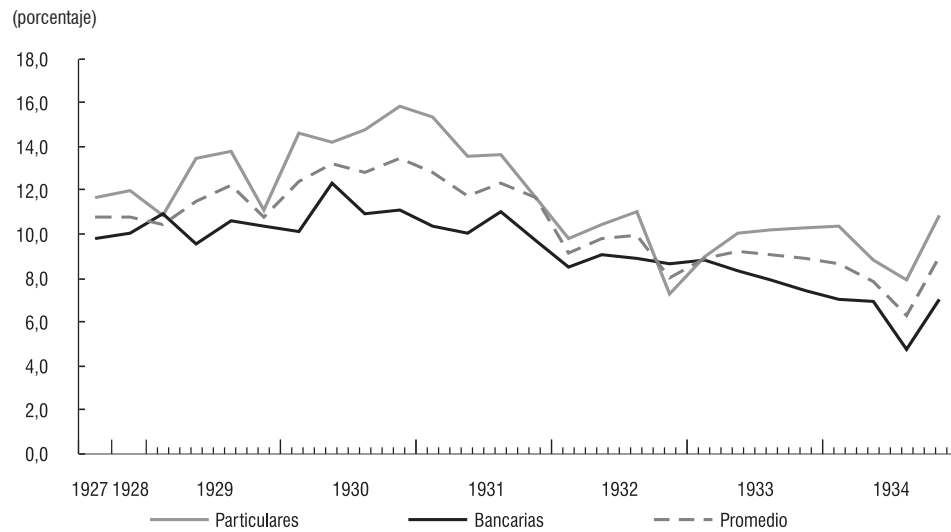
transitoriamente en 1933, pero decayeron de nuevo en los tres primeros trimestres de 1934, en medio de la astringencia monetaria y la quietud de los negocios en dicho año.

**Gráfico 2.67**  
**Mercado de hipotecas: principales ciudades, 1929-1934**



Fuente: RBR.

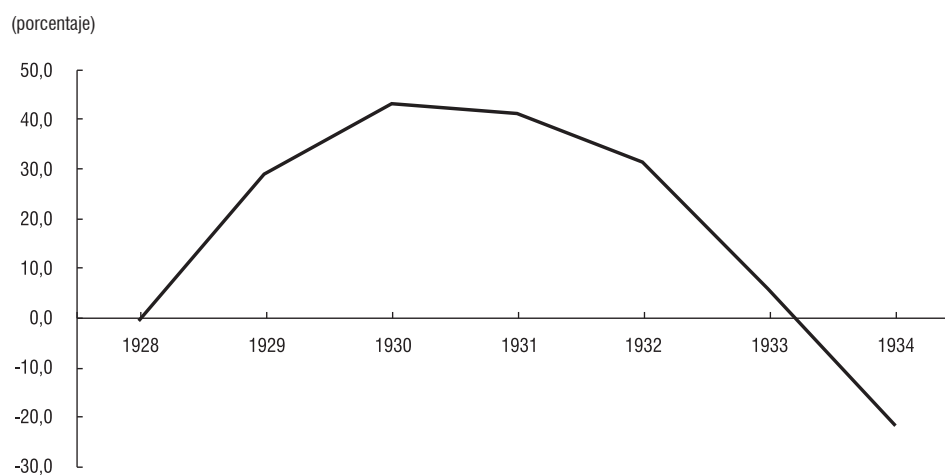
**Gráfico 2.68**  
**Mercado de hipotecas en Bogotá: tasas de interés, fin de trimestres, 1927-1934**



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 irrepetible 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**



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              |
| <b>Promedios</b>                                 | <b>8,77</b>                | <b>4,10</b>                 | <b>0,88</b>             | <b>8,93</b>         | <b>22,69</b>       |
| <b>Participación en el promedio (porcentaje)</b> | <b>38,67</b>               | <b>18,07</b>                | <b>3,89</b>             | <b>39,40</b>        | <b>100,00</b>      |

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)<sup>96</sup>.

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

<sup>96</sup> 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 minimum, 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 1931***<sup>97</sup>

El redactor revela que ciertas esperanzas de recuperación pueden haberse visto malogradas por nuevos desarrollos adversos de la crisis internacional: “esa confianza ha debido

<sup>97</sup> *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 Magister 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.