

Capítulo 2

La danza de los millones, 1923-1931

Fabio Sánchez Torres
Juan Guillermo Bedoya Ospina

Este capítulo se benefició de los comentarios de Juan José Echavarría, María Teresa Ramírez, Adolfo Meisel y Carlos Marichal.

Se agradece al equipo de la biblioteca José María del Castillo y Rada, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, por facilitar el acceso a información valiosa para la realización de este capítulo.

El período entre 1923 y 1931 fue uno de grandes acontecimientos económicos globales. Ubicado entre las dos grandes guerras, este período evidenció las fuertes hiperinflaciones de algunos países europeos después de la Primera Guerra Mundial, el boom de los mercados internacionales de capital con origen en los Estados Unidos y, finalmente, el inicio de la Gran Depresión. Para América Latina, y Colombia en particular, esos años no fueron menos interesantes: el fuerte influjo de los recursos internacionales de crédito, los buenos precios de algunos productos de exportación y la creación de nuevas instituciones económicas en los países de la región marcaron el período, convirtiéndolo en uno de los más importantes del siglo XX.

En lo que a Colombia se refiere, el período de la ‘danza de los millones’ trajo consigo el regreso del país a los mercados internacionales de capital luego de una etapa de marginamiento. El regreso, sin embargo, estuvo precedido por una serie de esfuerzos para modernizar la administración pública y organizar el sistema monetario, acciones que se llevaron a cabo por la necesidad de hacer el país atractivo para los inversionistas extranjeros. El Banco de la República, que en corto tiempo logró establecerse como una entidad de referencia nacional, fue una de las instituciones creadas durante ese período y sus acciones desempeñaron un papel fundamental en el devenir económico del país.

En el escenario del auge económico global, gran parte de la segunda mitad del período en mención estuvo caracterizada por un alto crecimiento económico y un ambicioso plan de obras públicas enfocadas en el sector transporte del país. De hecho, una cantidad muy importante de los recursos que ingresaron como crédito y por la indemnización por Panamá se direccionó a la construcción de ferrocarriles y otras obras públicas, lo cual fijó los años 1925-1929 como los de mayor expansión de la red de ferrocarriles en la historia de Colombia.

Este capítulo se ocupa de cubrir los principales hechos económicos nacionales entre los años 1923-1931, contrastar el desempeño local con el de otros países de la región y destacar el contexto global y sus implicaciones sobre la economía colombiana. Con ese objetivo, el estudio está dividido en ocho secciones: la primera caracteriza el contexto económico global, la segunda

describe la situación de la economía colombiana en 1923, la tercera cubre la fundación y primeros años del Banco de la República, la cuarta detalla el comportamiento del endeudamiento externo y del gasto público entre 1923 y 1928, la quinta se enfoca en las reformas y el comportamiento de la banca privada, la sexta se enfoca en la desaceleración y la Gran Depresión entre 1929 y 1931, la séptima hace un recorrido por la política monetaria y la inflación en el período 1923-1931 y, finalmente, la octava presenta las conclusiones y consideraciones finales.

1. Contexto económico global

El estallido de la Primera Guerra Mundial tuvo profundas implicaciones en el comportamiento global de la economía. El proceso de globalización que se había fortalecido desde mediados del siglo XIX, caracterizado por una gran expansión del comercio y la actividad productiva, se vio interrumpido y tendrían que pasar varias décadas para que los volúmenes de comercio alcanzaran los niveles observados durante la *Belle Époque*.

Luego de la Primera Guerra Mundial, la destrucción material en algunas ciudades europeas, la fuerte caída en los flujos de comercio y el debilitamiento del patrón oro, entre otros hechos que caracterizaron la época, impusieron grandes retos para el refortalecimiento de la actividad económica. Como lo señalan Feinstein et al. (2008), el período entre guerras fue turbulento en términos políticos y económicos, las grandes economías vivieron un *boom* en el crecimiento del producto entre 1925 y 1929, seguido por la Gran Depresión y el aumento de tensiones que desembocarían en el comienzo de la Segunda Guerra Mundial, al final de la década de los treinta.

1.1 Flujos globales de capital

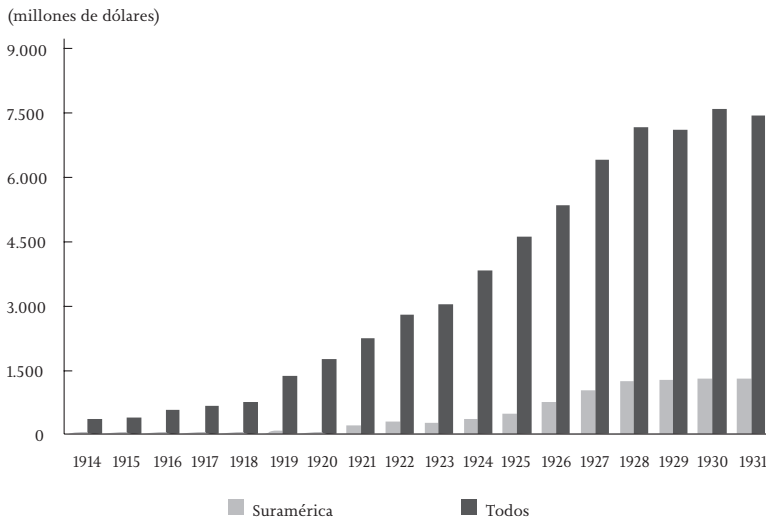
Hasta el inicio de la Primera Guerra Mundial los mercados globales de capital estuvieron dominados por el Reino Unido. En particular, entre 1865 y 1914 se presentaron tres períodos de fuerte expansión de los préstamos negociados en Londres; sin embargo, los primeros años del siglo XX fueron los que presentaron el mayor crecimiento. Avella (2004) señala que el Reino Unido invirtió en el exterior alrededor del 4,5 % del producto nacional bruto (PNB) entre 1880 y 1914, lo cual significó que de cada dólar de crédito internacional bruto, 55 centavos provenían de allí.

En lo que a la distribución geográfica de los recursos se refiere, Avella (2004) indica que en 1913, el 20,1% de las inversiones británicas de largo plazo se

encontraban en América Latina, con Argentina, Brasil y México como principales receptores de estos recursos. Alemania y Francia también fueron actores importantes en los mercados globales de capital en los años previos a la Primera Guerra Mundial, aunque su participación fue bastante limitada, en contraste con el liderazgo del Reino Unido.

Con el inicio de la Primera Guerra Mundial se presentó un giro en los mercados globales de capital. Los Estados Unidos, que se había caracterizado por ser un receptor de recursos de crédito en las décadas previas⁷, empezó a emerger durante la guerra como el principal prestamista internacional. El Gráfico 1 muestra cómo el stock de deuda de largo plazo⁸ contraída en los Estados Unidos empezó a crecer con fuerza después de la terminación de la guerra, hasta llegar al final del período a un monto cercano a los USD 8.000 millones.

Gráfico 1
Deuda externa de largo plazo con los Estados Unidos (1914-1931)



Fuente: cálculos con base en Lewis (1938). Hace referencia a la deuda neta pública y privada.

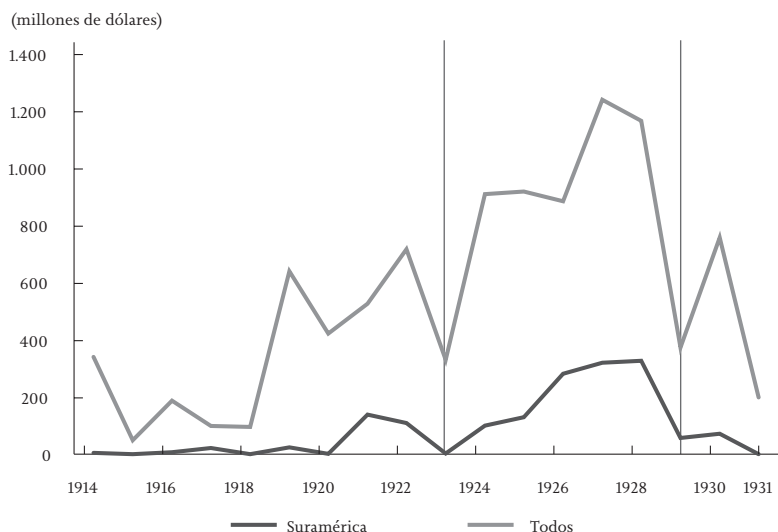
⁷ Avella (2004) estima que en 1913 una tercera parte de los recursos con origen en el Reino Unido estaban en América del Norte.

⁸ Se entiende por deuda de largo plazo aquella con vencimientos mayores a cinco años.

En el caso de Suramérica, el patrón de deuda contraída en los Estados Unidos fue muy similar al de todos los países que accedieron a los mercados de Nueva York en ese período. Sin embargo, el peso de la deuda contraída por los países de la región con respecto a la deuda total creció de manera importante durante la década de 1920, al pasar de representar menos del 5% en los primeros años de la posguerra, a valores cercanos al 20% de la deuda total de largo plazo emitida en los Estados Unidos en 1930 y 1931. El flujo de nuevos préstamos a largo plazo negociados en Nueva York incrementó drásticamente en 1919: mientras que en 1918 se negociaron préstamos por solo USD 88 millones, este valor saltó a USD 614 millones en 1919.

El Gráfico 2 muestra el comportamiento de los nuevos préstamos a largo plazo entre 1914 y 1931. Se observa que en el período se presentaron dos momentos de expansión del crédito externo, el primero, tras terminar la Primera Guerra Mundial, con nuevos préstamos promedio anuales de USD 505 millones. Este primer boom de nuevos préstamos se detuvo en 1923, y fue seguido por la fase de mayor expansión del crédito externo del período de entreguerras, que alcanzó su punto máximo en 1927 con un monto de nuevos préstamos negociados cercano a los USD 1.300 millones.

Gráfico 2
Nuevos préstamos a largo plazo en los Estados Unidos (1914-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en Lewis (1938).

En resumen, la Primera Guerra Mundial cambió el panorama de los mercados mundiales de capital, Nueva York se consolidó como el nuevo centro financiero mundial y la expansión del crédito externo tuvo una participación importante de los países suramericanos.

1.2 Crecimiento económico

En términos de desempeño económico, los años comprendidos entre 1923 y 1931 podrían dividirse en dos subperíodos: el primero, entre 1923 y 1929, caracterizado por una etapa de boom (especialmente después de 1925), con crecimientos promedio que superaron los observados al inicio de la Primera Guerra Mundial y, el segundo, con la contracción generalizada del producto en los primeros años de la Gran Depresión.

El Cuadro 1 presenta los promedios de crecimiento anual del PIB para Canadá, los Estados Unidos, Europa Occidental y América Latina desde 1914 hasta 1931. Se observa que el crecimiento promedio fue más alto en todas las regiones consideradas durante el período 1923-1929, con fuertes expansiones en Canadá y América Latina, seguidas por los Estados Unidos⁹. Así mismo, se observan fuertes contracciones en los primeros años de la Gran Depresión, con caídas de más de 8% promedio anual en Canadá y los Estados Unidos entre 1930-1931.

Cuadro 1
Crecimiento del PIB (promedio anual)

Período	Canadá (porcentaje)	Estados Unidos (porcentaje)	Europa Occidental ^{a/} (porcentaje)	América Latina ^{b/} (porcentaje)
1914-1922	3,29	3,05	0,28	2,95
1923-1929	6,06	4,76	3,65	5,06
1930-1931	-9,39	-8,29	-3,40	-5,46

^{a/} Incluye: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Noruega, Suecia, Suiza y Reino Unido.

^{b/} Incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Venezuela, México, Perú, Uruguay.

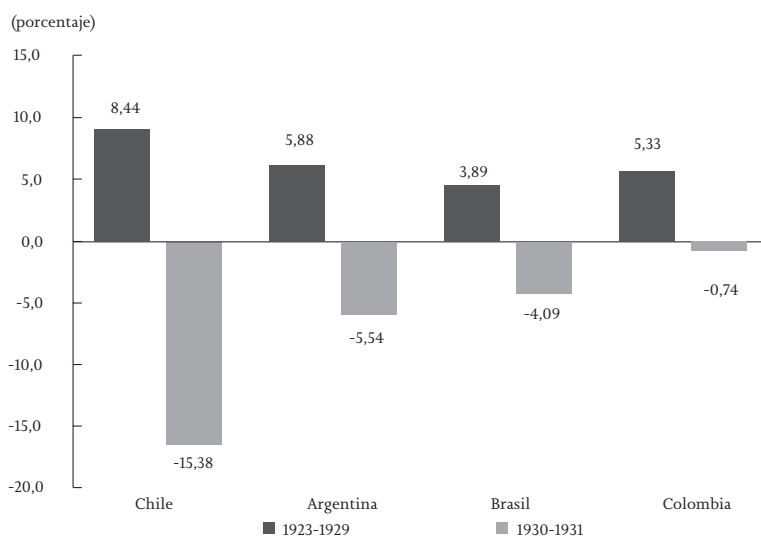
Fuente: elaborado con base en Maddison (2001).

⁹ Aldcroft (1977) señala que en el período 1925-1929 la producción industrial global creció más de 20%. El incremento en estos cuatro años fue ligeramente superior al evidenciado en los doce años previos.

En el caso de América Latina, los subperíodos de expansión y contracción constituyeron un fenómeno generalizado, aunque con gran heterogeneidad regional.

El Gráfico 3 presenta los crecimientos promedio anuales en cuatro países latinoamericanos, incluido Colombia, para 1923-1929 y 1930-1931. Se observa que si bien Chile fue el de mayor crecimiento promedio durante el boom de finales de los años veinte, fue también el que sufrió la mayor contracción en los primeros años de la Gran Depresión¹⁰. En contraste, Colombia presentó un crecimiento cercano al promedio de la región durante la primera parte del período y experimentó una leve contracción entre 1930 y 1931¹¹.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB en América Latina



Fuente: cálculos de los autores con base en Maddison (2001).

¹⁰ Twomey (1983) evidencia que el país más afectado en términos de pérdida de producto en los primeros años de la Gran Depresión fue Chile, debido a la fuerte caída de las exportaciones de cobre.

¹¹ La flexibilidad de los precios y el mantenimiento de los niveles de exportación del café al final de la década de los treinta han sido señalados como elementos fundamentales en el bajo impacto de la Gran Depresión en el país.

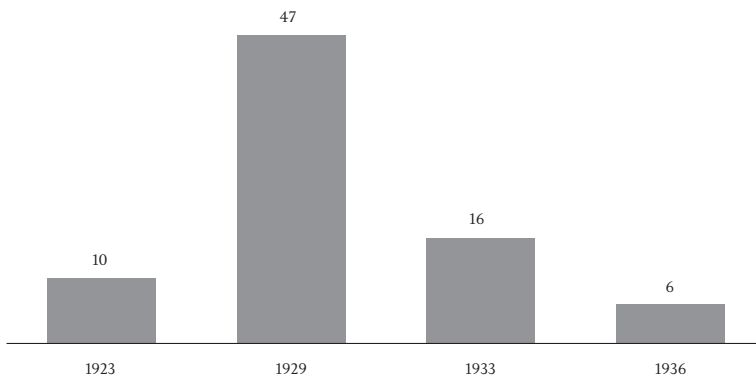
El período estudiado en este capítulo se caracteriza, entonces, por un alto dinamismo económico global hasta 1929 y una reversión posterior en los primeros años de la Gran Depresión. América Latina siguió un patrón similar al global, aunque con gran heterogeneidad en la magnitud de las expansiones y contracciones en los países de la región.

1.3 El patrón oro y la inflación

Una de las víctimas de la Primera Guerra Mundial fue el sistema monetario internacional. El patrón oro, que se sustentaba en una convertibilidad fija de la moneda local en oro, se había hecho insostenible en un escenario de grandes deudas entre países e inestabilidad en el sistema.

Durante los primeros años de la década de 1920 se hicieron esfuerzos para restablecer el antiguo sistema monetario internacional. Aldcroft (1977) señala que las monedas diferentes al dólar perdieron la estabilidad y su restablecimiento se consideraba un factor urgente en el contexto de la posguerra. El Gráfico 4 muestra el número de países dentro del patrón oro en varios años, entre 1923 y 1936. Se observa que en 1929 el número de países con este sistema se había incrementado significativamente, pero fue disminuyendo, hasta el abandono total del patrón en 1937.

Gráfico 4
Número de países con patrón oro



Fuente: Palyi (1972).

Eichengreen (2008) indica que el regreso al patrón oro se vio como una forma de controlar la fuerte inflación originada en las grandes emisiones de dinero fiduciario que se habían presentado desde la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, en los albores de la Gran Depresión los desajustes de balanza de pagos en algunos países de Europa, por ejemplo Reino Unido, continuaban siendo grandes; además, las reservas globales de oro no eran suficientes, lo que se agravó con una contracción adicional cuando los bancos centrales empezaron a negar la conversión de la moneda extranjera por oro.

Al igual que en el caso del crecimiento económico, la inflación aumentó desde la Primera Guerra Mundial hasta el inicio de la Gran Depresión, cuando comenzó la deflación. Feinstein et al. (2008) identifican en Europa tres grupos de países con base en el comportamiento de la inflación en la posguerra. El primer grupo, compuesto por Alemania y Austria, estuvo caracterizado por procesos de hiperinflación que se extendieron hasta 1923. En el segundo grupo se incluyen Bélgica, Finlandia, Italia y Francia, con inflaciones anuales promedio de 51% entre 1914 y 1926. Finalmente, el tercer grupo, compuesto por Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido, Dinamarca y Holanda, logró estabilizar el brote inflacionario de la posguerra y presentó inflaciones promedio de 6,7% anual en el período 1914-1926, con caídas promedio de 2,3% entre 1920 y 1926. En el caso de los Estados Unidos, Meltzer (2003) indica que el período 1922-1929 estuvo caracterizado por una inflación baja y relativamente estable, con ligeras y menores fluctuaciones de las que se presentaron en los años que lo precedieron y siguieron.

El inicio de la Gran Depresión trajo fuertes contracciones de producto y caídas generalizadas en los niveles de precios. La fuerte correlación entre las caídas del producto y la deflación, sobre todo en los países adheridos al patrón oro, apoya la idea del origen monetario de la segunda (Bernanke y James, 1990). En promedio, durante el período 1930-1931 se presentaron deflaciones del 13% anual, con caídas pronunciadas para 1931 en Reino Unido (18%), Canadá (18%), los Estados Unidos (17%) y Bélgica (17%).

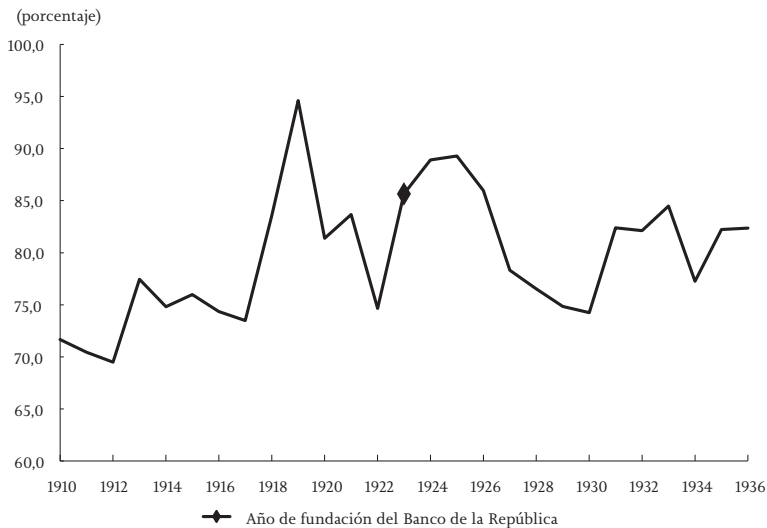
En resumen, el contexto económico global durante 1923-1931 estuvo caracterizado por fuertes fluctuaciones de la actividad económica y el nivel de precios. En la primera parte se experimentó un gran crecimiento económico, acompañado por inflaciones altas en un buen número de países de Europa; en contraste, los Estados Unidos presentó fluctuaciones bajas en el nivel de precios. Por otro lado, los primeros años de la Gran Depresión trajeron grandes contracciones de producto y deflación, en parte como resultado del patrón oro y su capacidad de propagar los choques monetarios negativos (Bernanke y James, 1990).

2. La situación de la economía colombiana en 1923

En 1923 Colombia se caracterizaba por ser un país agrícola donde el 80% de las exportaciones estaba representado por café y banano. La participación del

café dentro de las exportaciones totales alcanzaba el 70 %, con un crecimiento de más de 30 puntos porcentuales con respecto a lo que representaba al final de la primera década del siglo (véase Gráfico 5). Como lo señala Bejarano (1994), la expansión cafetera fue uno de los hechos más representativos de las primeras décadas del siglo XX, trayendo como consecuencia la ampliación de la producción y la recomposición de los departamentos productores.

Gráfico 5
El café en las exportaciones totales



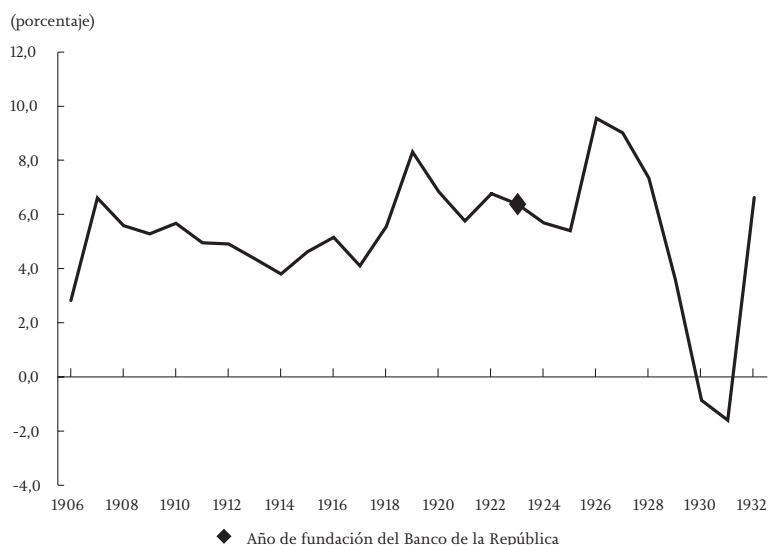
Fuente: cálculos propios con base en Greco (2002).

El proceso de expansión cafetera derivó en un crecimiento anual promedio de 13 % en el número de sacos exportados entre 1906 y 1923, pasando de 639 mil sacos a más de 2 millones. Por otro lado, Antioquia y el Viejo Caldas pasaron a representar el 50 % de la producción nacional para 1925¹², lo que contrastaba con el 14 % a finales del siglo XIX.

¹² Bejarano (1994) muestra que los departamentos que vieron las mayores reducciones en el total nacional fueron los Santanderes, pasando del 44 % al 18 % en el mismo período.

El crecimiento del PIB para 1923 (6,4%) estuvo por encima del promedio de la década que precedió ese año (5,60%) (Gráfico 6); sin embargo, estuvo por debajo del promedio de los años de *boom* que siguieron hasta 1929 (6,70%)¹³, cuando el café desempeñó un papel destacado con aumentos en los volúmenes exportados acompañados de alzas en los precios internacionales del producto¹⁴. En términos de composición sectorial, la agricultura representaba alrededor del 60% del PIB para 1925, seguida por el comercio y las finanzas personales con el 8,7%. Por otro lado, la actividad manufacturera representaba apenas el 7,5%.

Gráfico 6
Crecimiento del PIB



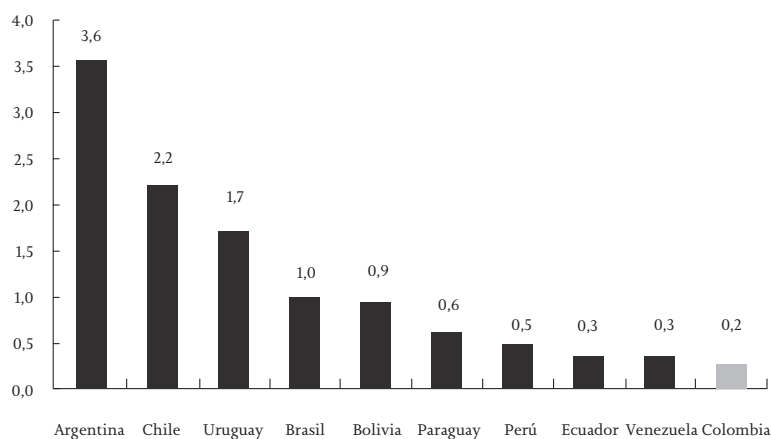
Fuente: Greco (2002).

¹³ El Gráfico 6 presenta el crecimiento del PIB real en el período 1906 hasta 1932. Se observa claramente el cambio de nivel del crecimiento medio después de 1918, el cual vería un fuerte retroceso con los primeros años de la Gran Depresión.

¹⁴ Se estima que las exportaciones crecieron 27% entre 1923 y 1929, pasando de 2 a 2,8 millones de sacos entre ambos años (Greco, 2002).

Los años alrededor de 1923 representaron también el auge de la inversión en obras públicas, con un fuerte componente dedicado a la expansión de las líneas de ferrocarril con las que contaba el país¹⁵. El Gráfico 7 presenta el número de kilómetros de vías férreas por cada mil habitantes para 1923 en diferentes países de América Latina.

Gráfico 7
Kilómetros por cada mil habitantes (1923)



Fuente: <http://moxlad.cienciassociales.edu.uy/#tabs-graficar>

Las medidas presentadas resaltan el retraso que tenía el país en contraste con la región, ubicándose en el último lugar entre los países de Suramérica. Los problemas en los sistemas de transporte ya se habían identificado como un obstáculo para la integración a los mercados mundiales, impidiendo el aprovechamiento de oportunidades de exportación con los booms de precios de algunos bienes básicos.

En este sentido, Herranz-Loncán (2014) resalta los beneficios sobre el crecimiento económico en Argentina, México y Brasil de las densas redes de

¹⁵ Para 1925 el 80% de las inversiones públicas del Gobierno nacional se dedicaban al sector de transportes y vías de comunicación. Dentro de este rubro que incluía caminos, puertos y ferrocarriles, este último representaba el 60% de los recursos.

ferrocarriles construidas desde el siglo XIX hasta el inicio de la Primera Guerra Mundial. Para el caso de Colombia, Meisel et al. (2014) señalan que el impulso tardío de los ferrocarriles no evitó que los retornos económicos obtenidos fueran relativamente altos y se acercaran a los presentados por los ferrocarriles europeos del siglo XIX.

3. La fundación del Banco de la República

Para inicios de la década de los veinte el atraso de Colombia en términos de infraestructura de transporte era muy importante. El desarrollo de los ferrocarriles que había sido la norma en otros países de la región en la segunda parte del siglo XIX, no tuvo este mismo auge en el país. El aprovechamiento de las buenas condiciones internacionales para la exportación del café y otros bienes básicos, hacían necesario contar con infraestructura adecuada que permitiera conectar los centros urbanos y de producción con los puntos de importación y exportación. Sin embargo, el emprender un ambicioso plan de obras públicas requería una cantidad importante de recursos con los que el país no contaba. El crédito externo se mostraba entonces como el camino para emprender el proceso de ‘modernización’ que el país requería.

Las condiciones de los mercados internacionales de crédito eran complicadas luego de la terminación de la Primera Guerra Mundial y Colombia no contaba con el prestigio propio de un buen deudor. Como lo señala Patiño Roselli (1981), la administración del presidente Suárez había tratado de conseguir recursos de crédito en los Estados Unidos sin mucho éxito, y fue solo hasta mediados de la década que los banqueros norteamericanos dieron vía libre al fuerte flujo de recursos para el país. Aunque las explicaciones que se han propuesto a la creación del Banco de la República en 1923 han sido variadas, la estabilización del sistema bancario del país con el propósito de acceder a los mercados internacionales de crédito es una de las más aceptadas.

La Primera Guerra Mundial marcó un cambio fundamental en el liderazgo de los mercados globales de crédito. El Reino Unido pasó de ser acreedor a ser un deudor neto, proceso que derivó en una serie de restricciones a los préstamos internacionales gestionados en Londres, afectando a los países de América Latina y obligándolos a enfocarse en Nueva York como nueva fuente de recursos. No obstante, las tensiones asociadas con la separación de Panamá a principios del siglo XX dificultaban la interacción entre Colombia y los Estados Unidos, hecho al que se le sumaba el distanciamiento del sistema bancario colombiano de los estándares internacionales de la época, lo que producía desconfianza en los banqueros norteamericanos.

La firma del tratado Thompson-Urrutia en 1914 y la entrega de los primeros USD 5 millones de la compensación acordada a principios de los veinte, trazaron el camino que concluyó con la fundación del Banco de la República en 1923 y posteriormente en el gran flujo de recursos de crédito negociados en Wall Street en la segunda mitad de la década¹⁶.

3.1 La Misión Kemmerer (1923)

En 1922, el presidente Ospina le pidió al Congreso la autorización para crear un banco central, en respuesta, los legisladores de ambos partidos aprobaron la contratación de una misión de extranjeros. Como lo señala Drake (1989), los legisladores creían que la organización del sistema bancario nacional, además de algunos aspectos de las finanzas públicas del país requería asesoría externa que evitara afiliaciones a intereses políticos o regionales particulares.

Los recursos de la indemnización y la necesidad de abrir los mercados de crédito norteamericano para el país, llevaron al Gobierno colombiano a solicitar asesoría financiera al Departamento de Estado de los Estados Unidos. Arthur N. Young, exalumno del profesor Kemmerer y asesor económico del Departamento de Estado, lo recomendó para tal propósito. El profesor de Princeton Edwin Walter Kemmerer era considerado un experto en asesoría económica internacional, que conocía la región y tenía conocimientos del idioma español. Para 1923 Kemmerer ya había servido como asesor financiero en las Filipinas (1903), México (1917) y Guatemala (1919) (Seidel, 1972).

La misión llegó a Colombia el 10 de marzo de 1923 liderada por Kemmerer como experto en moneda, banca y jefe de la misión, además, hacían parte del equipo Howard M. Jefferson experto en banca, Fred R. Fairchild asesor en impuestos, Thomas R. Lill asesor en contabilidad y finanzas y el secretario de la misión, Frederick B. Luquiens. El tiempo era corto y el desconocimiento sobre condiciones propias de la economía colombiana hacía necesario realizar un reconocimiento rápido de algunos aspectos importantes de la misma. Sánchez (1994) indica: “Dado que tenían un conocimiento escaso del país, pasaron una buena parte del tiempo entrevistando banqueros, políticos y hombres de negocios. Analizaron, además, la economía colombiana y en especial sus aspectos monetarios y fiscales”.

¹⁶ Meisel (1990) destaca otras teorías acerca de los motivos de la fundación del Banco de la República en 1923. Entre ellas se incluyen la de la terminación del proceso histórico iniciado con los dos primeros intentos de banco de emisión y el de la necesidad de aumentar la elasticidad de la oferta monetaria.

Aunque la misión contó con el apoyo de las mayorías liberales y conservadoras, algunos nacionalistas vieron en el trabajo del profesor Kemmerer una amenaza a los intereses de la nación. Drake (1989) resalta que se acusó a la misión de representar los intereses del Gobierno de los Estados Unidos y de poner en riesgo la soberanía, la cultura y los bienes de los nacionales. Así mismo, otros señalaron que el fin de la misión era poner la economía colombiana en manos de los banqueros norteamericanos y de los especuladores de Wall Street. A este respecto, es importante indicar que aunque los argumentos eran exagerados, los banqueros norteamericanos y otros hombres de negocios sí veían la presencia del profesor Kemmerer en el país como el primer paso en un proceso de expansión de los capitales del norte del continente en el país, y el Gobierno de los Estados Unidos una oportunidad de fortalecer los lazos comerciales¹⁷.

Luego de tres meses de trabajo, la misión presentó diez proyectos de ley al Gobierno nacional. De los diez proyectos presentados, ocho se convirtieron en ley de la República. El Cuadro 2 lista los ocho proyectos que lograron ser aprobados en el Congreso, se observa que las reformas propuestas por la misión iban más allá de la constitución de un banco central y se internaban en detalles asociados con el sistema de aduanas, la formación del presupuesto nacional, el manejo y supervisión de los bienes del Estado, entre otros.

Cuadro 2
Leyes aprobadas de las diez presentadas por Kemmerer

Ley	Objetivo
Ley 25	Establecimiento del Estatuto Orgánico del Banco de la República.
Ley 45	Reglamentaba los bancos privados y establecía la Superintendencia Bancaria.
Ley 46	Títulos negociables.
Ley 20	Papel sellado y del timbre nacional.
Ley 42	Reorganización de la contabilidad nacional y creación la Contraloría General.
Ley 34	Formación del presupuesto nacional.
Ley 31	Fijación del número y nomenclatura de los ministerios.
Ley 36	Administración y recaudo de rentas nacionales.

Fuente: Meisel (1990).

¹⁷ Tanto Rippy (1931) como Seidel (1972) presentan evidencia basada en cartas de Kemmerer con algunos hombres de negocios y de comunicaciones del Gobierno de los Estados Unidos que apoyan la idea que la estabilización bancaria y fiscal del país traería las inversiones y a estas las seguiría el comercio.

Dalgaard (1980) relata que las reformas fueron tramitadas de forma rápida y que aunque se presentó cierto nivel de oposición —de hecho dos proyectos sobre impuesto a la renta y pasajes no fueron aprobados—, el liderazgo del presidente Ospina fue clave en la aprobación de los ocho proyectos. Las reformas introducidas por sugerencia del profesor Kemmerer iban más allá de la creación del Banco de la República e hicieron una intervención amplia al sector bancario y a las finanzas públicas del país¹⁸, estableciendo las condiciones para el buen funcionamiento del patrón oro¹⁹.

La apertura del Banco de la República estaba planeada para enero de 1924, sin embargo, una corrida contra los depósitos del Banco López y los temores sobre un pánico bancario obligaron a acelerar el proceso y llevar a cabo su apertura inmediata (Sánchez, 1994). La fundación del Banco no pasó desapercibida para la prensa nacional y las condiciones excepcionales en las que inició su funcionamiento tampoco, Caballero en un artículo del *El Tiempo* señalaba:

Hoy comienza a funcionar el Banco de la República. Esta redentora institución hubo de crearse con rapidez la más encomiable, en un momento de súbita crisis, para conjurar peligros sociales de incalculable trascendencia devastadora, de suerte que por el momento este debe ser su objetivo y preocupación dominante (Caballero, 1923)

A continuación se presenta una descripción de las características institucionales del Banco de la República y los eventos más importantes de sus primeros años de existencia.

3.2 Banco de la República: aspectos institucionales y primeros años

3.2.1 Aspectos institucionales

El recién creado Banco de la República era un banco de emisión, circulación, depósito y descuento con un capital inicial de 10 millones de pesos. La Junta Directiva del Banco estaba compuesta por diez miembros, tres en representación del Gobierno nacional, cuatro de los bancos privados nacionales, dos de los

¹⁸ Triffin (1944) destaca la Ley 45 de 1923 como la primera regulación amplia del negocio bancario en Colombia.

¹⁹ Seidel (1972) destaca que el pensamiento del profesor Kemmerer se alineaba con el pensamiento económico del período y que su reconocimiento internacional se debió principalmente a la solución de dificultades prácticas en la implementación de reformas económicas.

bancos privados extranjeros y uno del público. La composición de la Junta Directiva generó críticas de diferentes sectores económicos y políticos.

Los agricultores se mostraban incómodos con el proyecto de un banco de emisión, circulación, depósito y descuento, ya que ellos pretendían un banco de fomento que canalizara recursos de largo plazo al sector agropecuario del país. La composición de la Junta Directiva no redujo el malestar de los agricultores, quienes vieron en la fuerte presencia de los banqueros privados una clara inclinación del Banco de la República hacia los préstamos de corto plazo en detrimento de los recursos de largo plazo (Drake, 1989). Por su parte, algunos banqueros que se habían mostrado escépticos ante la existencia de un banco central participaron rápidamente en la composición accionaria del recién creado Banco de la República. En general, la composición de la junta buscaba un banco ‘independiente’ que no estuviera bajo el control del Gobierno y pudiera cumplir de manera adecuada sus funciones de emisión, circulación, depósito y descuento.

La Ley 25 estableció que el capital del Banco debía estar compuesto por acciones de 100 pesos cada una, divididas en cuatro categorías. Las acciones tipo A fueron adquiridas por el Gobierno nacional y sumaban 5 millones de pesos (el primer pago de la indemnización americana), las tipo B y C fueron adquiridas por los bancos privados nacionales y extranjeros respectivamente. Finalmente, las acciones de clase D fueron adquiridas por el público y sumaban 500.000 pesos.

Otro aspecto relevante del esquema del Banco fue el establecimiento de un respaldo en oro de los billetes en circulación y de los depósitos del 60%. Un banco central bajo el patrón oro implicaba, entonces, una política monetaria pasiva apegada al movimiento de la economía global, este carácter conservador de la institución se alineaba con el modelo de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El esquema conservador propuesto por Kemmerer se acompañaba, además, de tasas de encaje para los bancos que se ubicaban en el 50% para depósitos de corto plazo, y 25% para depósitos a término (más de treinta días). Por otro lado, una parte importante de las reservas fue depositada en el extranjero (Drake, 2013), medida que en conjunto con la participación de los bancos extranjeros en la Junta Directiva forman parte de una estrategia para generar confianza en los inversionistas foráneos²⁰.

²⁰ Estas características apoyan la hipótesis de que el factor principal que derivó en la creación del Banco de la República fue la necesidad de generar confianza en los inversionistas extranjeros para atraer recursos al país.

3.2.2 Primeros años

Los primeros días del Banco de la República se concentraron en recuperar la confianza luego de la corrida contra el Banco López y el riesgo de un pánico bancario. El Banco abrió el lunes 23 de julio, luego de tres días feriados que fueron aprovechados para ultimar los detalles de la apertura. Después de algunas horas, el Banco tenía dos millones en billetes y ofrecía redimir los bonos y cédulas del Gobierno que se usaban como papel moneda (Sánchez, 1994).

La provisión de liquidez al sistema financiero concentró los esfuerzos del Banco durante sus primeros días. Bajo recomendación de Kemmerer, se otorgaron descuentos de 30 días a los bancos de Colombia, Bogotá, Central y Alemán Antioqueño a una tasa del 10%. Los meses siguientes se enfocaron en modificaciones a la tasa y plazos de descuento, tratando de asegurar la liquidez necesaria para reactivar las actividades comerciales e industriales que lo requerían. Para mediados de 1924, la tasa de redescuento había caído a 7% y el Banco parecía estar implementando una política monetaria anticíclica. Sin embargo, la aplicación de medidas anticíclicas no era parte fundamental de los objetivos misionales del Banco, y la preocupación principal se enfocaba en la homogeneización del circulante.

El remplazo de todo el circulante por billetes del Banco era una prioridad. Uno de los principales retos era sacar de circulación las cédulas de tesorería que habían sido emitidas en 1919 y que circulaban como moneda corriente. Para 1923 las cédulas de tesorería representaban alrededor del 18% de la base monetaria y el compromiso del Gobierno de entregar los recursos para hacer efectiva la recolección de estos títulos no se honró de manera oportuna durante el primer año del Banco.

Los años siguientes vinieron cargados de pretensiones por parte de los bancos privados y del Gobierno nacional de alterar algunas de las características institucionales que habían quedado consignadas en la Ley 25 de 1923. La 'sobre-presentación' de los banqueros privados –seis entre locales y extranjeros– en la Junta Directiva era considerada injusta y se pretendía ampliar la participación del Gobierno de tres a cuatro miembros. Como se señala en Sánchez (1994), el Gobierno se inclinaba por la participación de *verdaderos hombres de negocios* en la Junta, es decir, representantes del sector productivo; sin embargo, esta no fue la única queja y se sumaban también protestas con respecto a la magnitud del diferencial entre la tasa de interés de los bancos privados y la tasa de redescuento del Banco de la República (3%). En resumen, las quejas del Gobierno giraban alrededor del rol primordial que los bancos privados

desempeñaban en el Banco, tomando el grueso de los recursos de crédito y limitando la participación estatal²¹.

Por otro lado, los bancos privados se mostraban en desacuerdo con la reglamentación que impedía hacer descuentos sobre papeles que tenían una madurez mayor a 90 días. Los bancos privados buscaban que se permitiera la utilización de cédulas hipotecarias como garantía para la obtención de descuentos. La Ley 25 había dejado claro que ningún papel con una madurez mayor a 90 días podía ser utilizado como garantía por parte de los bancos privados, regla que se fundaba en que este tipo de papeles no era líquido en un caso de emergencia; por lo tanto, se privilegiaban aquellos papeles con mayor liquidez en el corto plazo.

A pesar de las controversias con la normatividad del Banco, el efecto estabilizador de la nueva institución monetaria era evidente para inicios de 1925, hecho que se reflejaba no solo en los indicadores monetarios de la época (por ejemplo, la células de tesorería representaban menos del 5% del circulante), sino que era reconocido como un éxito por parte del Gobierno nacional. En la Memoria del Ministerio de Hacienda al Congreso de 1924 se indicaba:

Con el establecimiento del Banco de la República, que respalda y multiplica las disponibilidades de los bancos privados, que son sus accionistas; que centraliza las reservas de oro de la Nación; que ha estabilizado el cambio con las monedas internacionales de metal de oro, dando así cimiento muy sólido a la expansión del crédito público y privado. (Memoria de Hacienda al Congreso, 1925).

Los años que siguieron a la fundación del Banco de la República se caracterizaron por una gran aceleración del crecimiento económico y el gran influjo de créditos negociados en Nueva York, período que luego se recordaría como el de la ‘Prosperidad a debe’²².

²¹ Drake (1989) indica que el mismo Banco de la República lamentaba que los bancos privados tuvieran como modo de operación regular el otorgamiento de pocos préstamos a altas tasas de interés en lugar de reducir los montos y ampliar el espectro de beneficiarios de los mismos.

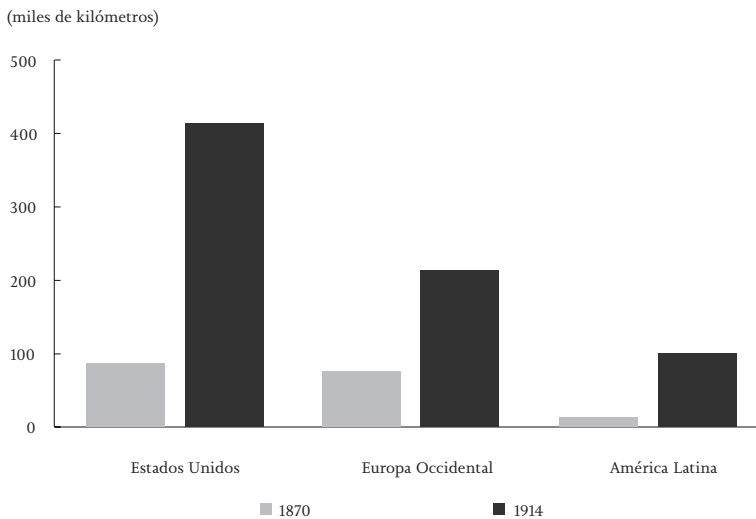
²² El uso de esta expresión se remonta a una columna publicada en *El Tiempo* el 10 de junio de 1928, titulada “Un estudio de la prosperidad a debe”.

4. El endeudamiento externo y el gasto público, 1923-1928

4.1 El contexto de los mercados globales de capital

El boom en los flujos de capital durante las dos décadas que precedieron al inicio de la Primera Guerra Mundial se orientó en forma importante a la expansión de líneas de ferrocarril alrededor del globo. La fuerza del proceso de globalización, caracterizado por los grandes flujos migratorios y comerciales, además del crecimiento de los centros urbanos en diferentes países en el mundo, generó la necesidad de robustecer los sistemas de transporte. El mejoramiento de la conectividad entre los centros de producción y las aglomeraciones urbanas, fue financiado en una proporción importante con los capitales provenientes del Reino Unido (Gráfico 8).

Gráfico 8
Número de kilómetros financiados por el Reino Unido, 1870 vs. 1914



Fuente: Banco Mundial (2002).

El estallido de la Primera Guerra Mundial derivó en la terminación abrupta del proceso de globalización que había iniciado desde 1870. Los niveles

de actividad comercial previos al inicio de la guerra tardaron en volver a ser observados, mientras los flujos migratorios no han vuelto a los de la primera globalización. Al final de la Primera Guerra Mundial, el liderazgo económico del Reino Unido se había debilitado y su posición como principal prestamista global también se vio afectada.

El crecimiento global generalizado durante la segunda mitad de la década de los veinte y el control de los fenómenos de hiperinflación en algunos países europeos en la posguerra generaron un ambiente de confianza, el cual le dio un nuevo estímulo a los mercados internacionales de capital. Este nuevo boom en los flujos de capital vino acompañado de un cambio en el liderazgo global, Nueva York se convirtió en el principal centro financiero internacional y los usos de los capitales importados también cambiaron.

Alrededor del 80 % de los préstamos internacionales negociados en Nueva York durante los años veinte estaba dedicado a deuda soberana, la cual en su gran mayoría se dirigió a financiar los déficits fiscales que caracterizaron el período, y que en otras regiones diferentes a América Latina, se enfocaron en financiar gastos de los gobiernos que no tenían como objetivo expandir las exportaciones o la construcción de ferrocarriles (Eichengreen, 2003).

El incremento en los préstamos negociados en Nueva York fue especialmente fuerte entre 1925 y 1929, período en el cual los préstamos de largo plazo negociados en la nueva capital financiera global incrementaron en 66 % con respecto a los valores que se habían emitido entre 1915 y 1924²³. Así mismo, el 82 % de los préstamos que se negociaron en Nueva York entre 1925 y 1929 correspondieron a acuerdos de largo plazo, implicando que poco menos de una quinta parte de la deuda negociada tenía vencimiento entre uno y cinco años.

La fuerte concentración de la deuda en préstamos con más de cinco años para el pago, reflejaba la recuperación en la confianza luego de los turbulentos años de la posguerra²⁴. La consolidación de acuerdos con plazos mayores a cinco años implicaba entonces que se esperaba que el desempeño económico, y por tanto, la capacidad de pago de los prestatarios, se mantuvieran fuertes en el mediano y largo plazos.

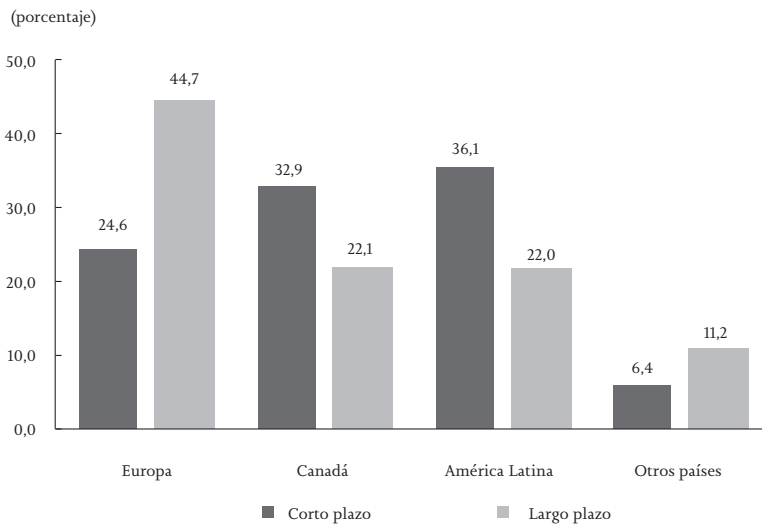
El Gráfico 9 presenta la distribución de los montos de préstamos nuevos negociados en Nueva York entre 1923 y 1931. Cada una de las barras representa el porcentaje de los préstamos que estuvieron orientados a cierta región y además, se muestra la división entre préstamos de corto y largo plazo. Un primer

²³ Todos los cálculos fueron realizados con las estadísticas de Lewis (1938).

²⁴ En contraste con las participaciones durante el período de boom económico (1925-1929), el 70 % de los nuevos préstamos negociados en Nueva York entre 1915 y 1919 tuvieron plazo de pago inferiores a cinco años.

elemento que se desprende de la gráfica es la participación mayoritaria de Europa dentro de los acuerdos de largo plazo, seguido por Canadá y América Latina.

Gráfico 9
Composición regional de la deuda emitida en los Estados Unidos entre 1923 y 1931 (corto plazo vs. largo plazo)



Fuente: cálculos propios con base en los apéndices de Lewis (1938), pp. 628-629. Se usan las columnas *Total Face*.

Del total de nuevos préstamos negociados para el período por países europeos, Alemania representó alrededor del 40 %, crecimiento enmarcado dentro del Plan Dawes y el incentivo tomado por los hacendados de política alemanes de llevar los servicios de deuda comercial hasta el máximo sin dejar ningún espacio para las reparaciones de guerra (Ritschl, 2012).

Por otro lado, el principal receptor de los préstamos de corto plazo durante el período fue América Latina, tomando el 36 % de los recursos con períodos de pago inferiores a 5 años, dirigidos principalmente a Argentina, que recibió el 88 % de estos recursos. Las diferentes restricciones impuestas por el Reino Unido durante la década de los veinte derivaron en que los prestamistas lati-

noamericanos reorientaran sus esfuerzos en la consecución de recursos en los Estados Unidos (Eichengreen, 2003).

4.2 América Latina

En términos de fuentes externas de financiación para la región, el contraste entre los años previos a la Primera Guerra Mundial y los años posteriores a su terminación fue notorio. Como lo señala Marichal (1989), durante los años que antecedieron a la primera guerra, el grueso de los préstamos adquiridos por los gobiernos de América Latina había sido provisto por inversionistas europeos, con una participación muy baja de bancos americanos²⁵. Posteriormente, entre 1914 y 1920 el flujo de préstamos norteamericanos a los gobiernos de América Latina no tuvo gran dinámica, a excepción de algunos préstamos de corto plazo otorgados a Argentina que en conjunto con otros préstamos menores a Brasil representaron el grueso de las inversiones norteamericanas de portafolio en la región para el período.

Marichal (1989) resalta que algunos banqueros norteamericanos intentaron expandir sus redes en la región con un enfoque particular en el crédito a privados; sin embargo, la crisis entre 1920 y 1921 obligó al replanteamiento de la estrategia en América Latina con una fuerte reducción en el número de sucursales de bancos extranjeros a 1924.

La baja actividad de los países de América Latina en los mercados internacionales de crédito hasta mediados de los veinte puede explicarse por varios factores. En primer lugar, los países que participaron en la primera guerra absorbieron el grueso de los recursos económicos en el período; inicialmente para la financiación del conflicto bélico y en los años que lo siguieron para financiar los déficits y gastos de reconstrucción. En segundo lugar, los países de la región se habían apoyado casi que absolutamente en los recursos provenientes de los banqueros londinenses en los años que precedieron la guerra y en el nuevo orden internacional y bajo las restricciones impuestas por el Reino Unido sobre los préstamos internacionales, no era posible acceder a estos recursos. Finalmente, un número importante de países de la región tenía sistemas monetarios desorganizados, con parámetros que se alejaban de los estándares internacionales del momento y que despertaban cierta desconfianza en los banqueros norteamericanos.

²⁵ Lewis (1938) señala que la única participación en portafolio importante en la región estaba en México, la cual se materializó después de que el Gobierno organizara los Ferrocarriles Nacionales de México tomando el control de dos líneas que eran inversión directa estadounidense e intercambiar la propiedad por unos títulos que pasaron a ser inversión en portafolio.

Las dificultades hasta aquí referenciadas para los países de América Latina, vieron un giro radical desde mediados de los años veinte. Al aumento en el interés de los banqueros norteamericanos por realizar inversiones en la región, se le sumaron las necesidades de capital para llevar a cabo obras públicas y la reorganización de los sistemas monetarios en algunos países. En este contexto, las inversiones en portafolio de los banqueros norteamericanos se aceleraron en Suramérica con un crecimiento de más del 280 % en los nuevos préstamos de largo plazo que fueron otorgados entre 1923 y 1928 con respecto al período de 1915-1922.

El Cuadro 3 presenta los montos en millones de dólares de los nuevos préstamos de largo plazo negociados en Nueva York entre los períodos de 1915-1922, 1923-1928 y 1929-1931 para cinco países de Suramérica.

Cuadro 3
Montos nuevos en préstamos de largo plazo en los Estados Unidos, 1915-1931 (millones de dólares)

País	1915-1922	1923-1928	1929-1931
Argentina	25,8	408,3	10,7
Brasil	165,5	206,4	40,9
Colombia	1,8	181,3	2,3
Chile	52,5	174,9	63,8
Perú	2,5	110,7	2
Suramérica	300,3	1.158,7	128

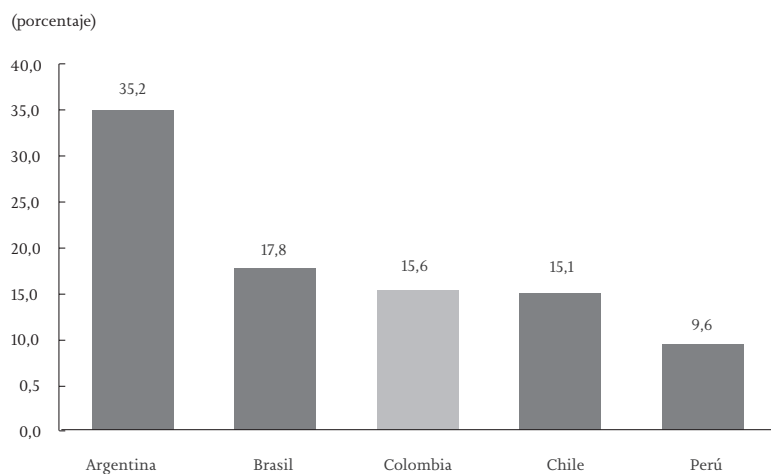
Fuente: cálculos propios con base en Lewis (1938), pp. 623-627.

El cambio en los montos totales nuevos de préstamos de origen norteamericano de largo plazo que se negociaron entre 1915-1922 y 1923-1928 en Suramérica fue muy significativo. Para finales de 1928, los préstamos a los países de la región aumentaron en 286 % con respecto a los que se habían entregado hasta 1922. Este crecimiento, fue liderado principalmente por Argentina, Colombia, Perú y Chile donde los cambios en los montos prestados fueron los más altos en términos absolutos²⁶.

²⁶ Marichal (1989) señala que el país que incrementó más su deuda durante el boom de 1923 a 1929 fue Brasil. Sin embargo, la política de préstamos del Gobierno brasileiro se alejó de los banqueros norteamericanos como consecuencia de la oposición del Gobierno de Washington al programa de valorización del café impulsado por las autoridades de São Paulo. En consecuencia, el grueso de la financiación externa provista a Brasil durante el período provino de los banqueros londinenses.

El Gráfico 10 muestra las participaciones de cinco países suramericanos en el total de los nuevos préstamos de largo plazo negociados en Nueva York durante el período 1923-1928. Se observa que en términos relativos, Argentina, Brasil y Colombia fueron los que tomaron las mayores participaciones de los recursos de largo plazo pactados, lo que en conjunto con los datos presentados en el Cuadro 3 resaltan el fuerte crecimiento de los influjos de capital proveniente del nuevo centro financiero global en Colombia y Argentina.

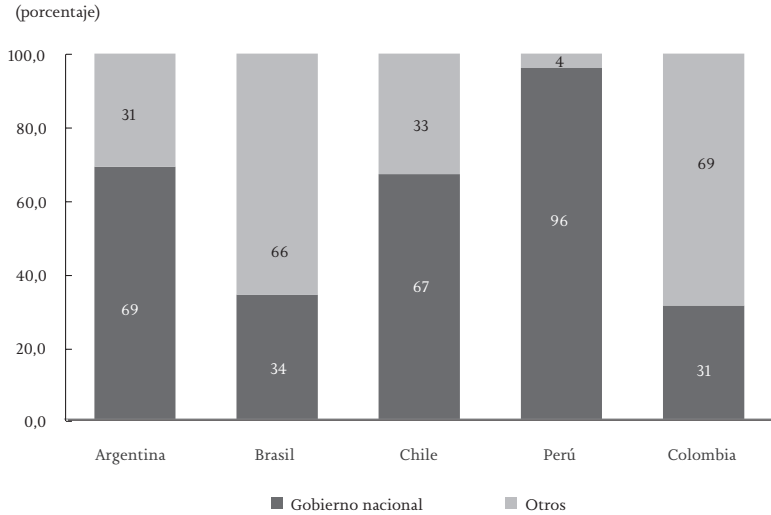
Gráfico 10
Participación en los nuevos préstamos para Suramérica (1923-1928)



Fuente: cálculos con base en Lewis (1938), pp. 623-627.

Es importante señalar que dentro de este boom de préstamos, los gobiernos nacionales no fueron los únicos que tomaron recursos. Los gobiernos provinciales y municipales, además de algunos bancos locales, tomaron partidas importantes en el flujo de recursos. Incluso en algunos países, como Colombia y Brasil, los montos agregados obtenidos por departamentos, municipios y otros, superaron los del Gobierno nacional (Gráfico 11).

Gráfico 11
Participaciones de los tomadores de deuda: Gobierno nacional vs. otros



Fuente: cálculos propios con base en los apéndices de Lewis (1938), pp. 628-629. Se usan las columnas Total Face.

En 1926, de las 107 sucursales en el extranjero de bancos norteamericanos 61 se encontraban en América Latina (Drake, 1989). La actividad de las sucursales en los países latinoamericanos era alta e inclusive un número importante de bancos se veía envuelto en la competencia para proveer préstamos a municipios y departamentos en la región. Lewis (1938) relata cómo algunos testimonios frente al comité de finanzas del Senado durante los primeros años de la década de los treinta dejaron en evidencia que en el período, solo en Colombia, 29 representantes de bancos norteamericanos competían en préstamos para el Gobierno nacional, departamentos y municipios²⁷.

²⁷ El mismo autor señala que este comportamiento también se presentó en Europa, donde 36 representantes compitieron por un préstamo para la ciudad de Budapest.

4.3 Colombia: la danza de los millones

El fuerte crecimiento del endeudamiento fue entonces un fenómeno generalizado en la región durante la segunda mitad de los veinte. A diferencia de Brasil, la mayoría de los recursos de deuda recibidos por los países de América Latina fueron negociados en Nueva York. Sin embargo, más allá de este patrón, Colombia fue el país que presentó el crecimiento más acelerado de la deuda externa en la región.

Rippy (1931) señala que entre 1913 y 1929 Colombia pasó de ser el país con menor capital norteamericano en América Latina, a estar solo por debajo de Cuba, Argentina, México, Brasil y Chile. En el marco de un período de prosperidad económica, el giro en las posibilidades de acceso a los mercados internacionales era reconocido por el Gobierno nacional, cuando en la descripción de la situación económica y fiscal contenida en las *Memorias de Hacienda al Congreso de 1925* se referenciaba lo siguiente:

[...] hoy sobre hechos y documentos, me cumple la satisfacción de señalarlos, en los distintos campos de la actividad nacional un presente halagüeño y un porvenir muy prometedor. [...] ahora con la extensión de la vías férreas que van haciendo más rápidos y abaratando los transportes, con la facilidad de conseguir capitales a largos plazos y bajo interés [...] (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1925*)

Este tipo de expresiones de optimismo continuaron durante los años venideros, exponiendo el crecimiento en el endeudamiento externo como el camino necesario para sacar adelante proyectos en pro del crecimiento y desarrollo económico del país:

El Banco Agrícola Hipotecario apenas ha empezado a funcionar, pero ya logró establecer la corriente de capitales extranjeros que han de venir a fecundar la producción nacional en proporciones que un futuro próximo tornará en asombrosas. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1926*)

Es para mí altamente satisfactorio informaros que el crédito de Colombia en los centros financieros del mundo, es en la actualidad por todo extremo satisfactorio. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1927*)

En 1928 las condiciones de los mercados internacionales seguían siendo altamente favorables para el Gobierno colombiano. Dado lo anterior, el Ministerio de Hacienda hacía un llamado a la ampliación de las obras públicas que venía realizando el país, de hecho, se resaltaba la importancia del crédito externo como un elemento fundamental que aunque imponía una carga signi-

ficativa en el corto plazo, se vería reflejada en mejoras con grandes beneficios en el mediano y largo plazo.

El Erario público habría de soportar durante algún tiempo la carga que le impusiera la deuda contraída para la ejecución de las obras, mientras estas dieran rendimiento bastante para atender a ese servicio; pero una vez desarrollada la explotación de ellas, producirían, si no en su totalidad, por lo menos en gran parte, lo necesario para cubrir los intereses y el fondo de amortización de los empréstitos. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1928*)

El Cuadro 4 presenta los montos anuales de deuda con bancos norteamericanos libre de pagos para los años 1923 a 1931, se incluye además el crecimiento anual de los mismos. El crecimiento anual promedio entre 1923 y 1928 es de 166 %, cifra que resalta el gran crecimiento de los compromisos adquiridos con los bancos norteamericanos. El entusiasmo expresado por parte del Gobierno nacional en las memorias de Hacienda se correspondía perfectamente con el influjo de recursos externos de crédito.

Cuadro 4
Deuda agregada de Colombia en los Estados Unidos

	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
Deuda al final del año	1,6	10,4	14,1	46	107,5	171,9	164,7	161,2	157,8
Variación anual (porcentaje)	–	550	36	226	134	60	–4	–2	–2

Fuente: cálculos propios con base en Lewis (1938). Los montos presentados están limpios de pagos hechos durante el año.

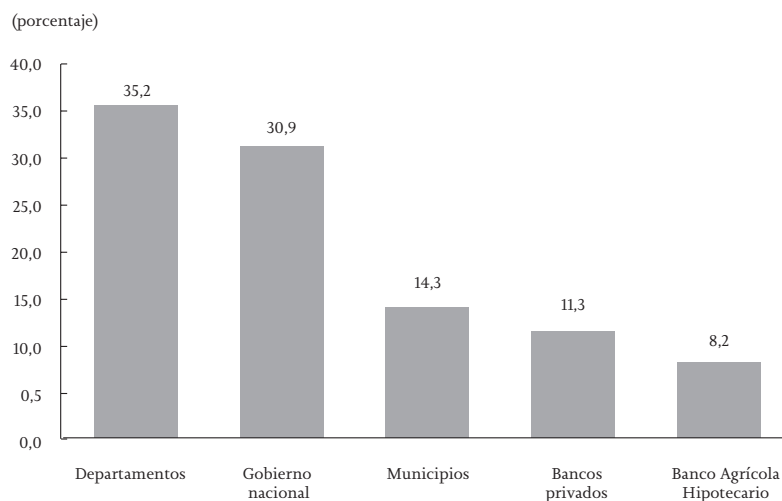
En términos absolutos, los grandes saltos en los montos adeudados se presentaron después de 1925, cuando el monto total libre de pagos se elevó de USD 14,1 millones a USD 171,9 millones al final de 1928²⁸. Como se mencionó en la sección anterior, el acceso a los mercados internacionales de crédito no se limitó únicamente al Gobierno nacional. Departamentos, municipios, el recién

²⁸ La diferencia entre el valor reportado en el Cuadro 3 con el del Cuadro 4 es que el primero hace referencia al monto de los préstamos nuevos negociados en Nueva York, mientras que el segundo considera los valores netos luego de pagos.

creado Banco Hipotecario e incluso algunos bancos privados participaron en el flujo de recursos durante la ‘danza de los millones’.

El Gráfico 12 presenta la distribución de los recursos de crédito negociados en Nueva York entre 1923 y 1928. En primer lugar, resalta que más de una tercera parte del monto total fue gestionado por los departamentos (35,2%), recursos que fueron prestados con propósitos asociados a la construcción de infraestructura de transporte incluyendo caminos, ferrocarriles y puertos²⁹. Así mismo, los municipios tomaron una cantidad importante de recursos (14,3%), los cuales se invirtieron en su gran mayoría en obras públicas (alcantarillado, electrificación, pavimentación, entre otros) y el pago de algunos préstamos de corto plazo. Dentro de los municipios, Medellín fue el que tomó el mayor monto de recursos, en particular, resalta un préstamo tomado en junio de 1928 por USD 9 millones con el propósito de pagar algunos compromisos de deuda interna y externa, además de trabajos de alcantarillado y pavimentación.

Gráfico 12
Distribución de los recursos de crédito por tipo de prestatario



El Cuadro A.2, incluido en los anexos y tomado de Rippy (1931, pp. 157-159) detalla los montos de cada uno de los préstamos, las tasas de interés y el plazo de pago.
Fuente: cálculos de los autores con base en Rippy (1931).

²⁹ Meisel et al. (2014) señalan que cerca del 45% de los recursos de crédito traídos al país durante el período fueron dedicados a la construcción de ferrocarriles.

Por otro lado, los bancos privados tomaron prestamos de alrededor de USD 22 millones con fines de incrementar su capital de trabajo. Las estadísticas presentadas por Rippy (1931), listan dentro de los bancos prestamistas al Banco Hipotecario de Colombia, Banco Hipotecario de Bogotá y Banco de Colombia. Sin embargo, el gran jugador dentro de estos préstamos fue el Banco Hipotecario de Colombia que tomó alrededor del 68 % de los recursos.

El Banco Agrícola Hipotecario de Colombia creado en 1924 con el fin de fomentar el desarrollo de la agricultura en el país a través de préstamos de largo plazo y bajas tasas de interés, también participó en los recursos de crédito originados en los Estados Unidos. El 8,2% de los recursos fueron tomados por este banco, y se desprenden de cuatro créditos gestionados entre 1926 y 1928 con el fin de incrementar el capital de trabajo³⁰.

Finalmente, el Gobierno nacional tomó alrededor del 31% de los recursos de crédito gestionados durante la ‘danza de los millones’, los cuales tenían como propósito el pago de algunas deudas de corto plazo, además de la financiación de infraestructura de transporte. Aunque hasta aquí se han señalado los propósitos expuestos a la hora de la consecución de los préstamos, existe debate sobre el verdadero destino de los recursos obtenidos y la eficiencia del gasto realizado. Echavarría (1982) refiriéndose a algunos mensajes de Olaya durante su campaña presidencial, indica que apenas el 30% de los recursos habían llegado a los destinos propuestos oficialmente y que el problema era aún más grave en la deuda adquirida por los municipios y departamentos. Recientemente, Meisel *et al.* (2014), en un estudio sobre los retornos económicos de la inversión en ferrocarriles durante las décadas de 1920 y 1930 en Colombia, encuentra que los rendimientos fueron cercanos a los de los ferrocarriles europeos del siglo XIX, rendimientos que serían aún más altos si se considera que la proporción de recursos que efectivamente se destinaron a los ferrocarriles fue menor³¹.

Aunque el auge de los créditos estuvo enmarcado en un período de gran crecimiento económico, expectativas muy positivas sobre la prosperidad de las economías locales y de buenas condiciones globales³², vale la pena reseñar cuales eran los colaterales que respaldaban los pagos de empréstitos. Rippy (1931) muestra

³⁰ Las *Memorias de Hacienda* de 1925 presentan el Banco Agrícola Hipotecario como un eslabón fundamental en una serie de acciones tomadas durante el período con el fin de atraer capitales externos al país, e incrementar la productividad del campo colombiano.

³¹ Para el cálculo de estos rendimientos es vital el hecho de que Colombia solo pagó el 85 % de la deuda adquirida.

³² Echavarría (1982) indica que más allá de otros factores que hayan podido explicar el fuerte influjo de recursos durante la según parte de la década de los veinte, el principal factor fue el auge especulativo vivido en Wall Street.

que dentro de los contratos celebrados en el período, las garantías establecidas sobre los recursos de crédito estuvieron atadas a propiedades y rentas importantes para los prestatarios. Por ejemplo, para el caso de los departamentos, las garantías solían estar representadas en participaciones dentro de los ingresos netos del funcionamiento de los ferrocarriles, o participaciones en las rentas provenientes del tabaco y de los licores. En contraste, los municipios respaldaban los créditos con hipotecas sobre bienes públicos como los sistemas de electricidad, plantas telefónicas, servicios de aguas entre otros.

Dentro de las garantías a préstamos, resalta el crédito del departamento de Cundinamarca en 1926 el cual se respaldó con los ingresos totales por impuestos al tabaco y al licor, además de las participaciones presentes y futuras del departamento en el Ferrocarril de Cundinamarca.

Más allá de los debates sobre la destinación y eficiencia de los recursos de crédito obtenidos durante el boom de la segunda mitad de los años veinte, las estadísticas disponibles sobre el comportamiento de la inversión pública desde 1925 hasta 1928 reflejan crecimientos promedio anuales de alrededor del 24 % de la inversión pública total. Una revisión detallada de los principales rubros de inversión pública refleja gran volatilidad en los crecimientos interanuales.

El Cuadro 5 presenta los montos invertidos, además de los crecimientos interanuales y promedios entre 1925 y 1928 de la inversión total y de los principales rubros correspondientes al sector transporte así como de edificación y viviendas³³. La gran volatilidad de las tasas de crecimiento en los rubros reportados es evidente, con años de fuertes alzas seguidos de contracciones. Por ejemplo, el sector portuario vio una gran expansión de la inversión pasando de 4,1 millones de pesos en 1926 a 17,1 millones en 1927. Fenómeno contrario sucedió para el caso de los ferrocarriles, cuya inversión pasó de 96,6 millones en 1926 a 92,7 millones en 1927, con una contracción cercana al 4 %.

Aunque la volatilidad de la inversión en los rubros de transporte es grande, las tasas de crecimiento promedio para todos los subsectores en el período 1926-1928 son mayores a la de la inversión total. En el Cuadro 5 se resalta también la importancia del subsector de ferrocarriles tanto en el sector transporte como de la inversión pública total, con participaciones que oscilan alrededor del 60 % y 45 %, respectivamente. La fuerte participación de la inversión en ferrocarriles se alinea con el hecho de que Colombia llegó tarde a la construcción y ampliación de las líneas férreas, fenómeno que había marcado el patrón

³³ Para el período, la inversión en transporte representó en promedio el 80 % de la inversión pública total. El pico máximo se presentó en 1928 (83,3%). La década de los treinta vería una caída de la inversión en transporte reduciéndose a valores promedio del 50 % de la inversión total.

de inversión a nivel global entre 1870 y 1914, inclusive en algunos países suramericanos como Argentina y Chile.

Cuadro 5
Inversión pública total y principales rubros
(millones de pesos 1950)

Rubro	1925	1926	1927	1928	Promedio
Inversión pública total	132,9	193,1	228,4	249,9	201,1
	-	45%	18%	9%	24%
Caminos	38,1	57,4	70,3	77,5	60,8
	-	51%	22%	10%	28%
Puertos	5,4	4,1	17,1	16,2	10,7
	-	-28%	317%	-5%	95%
Ferrocarriles	60,6	96,6	92,7	114,4	91,1
	-	59%	-4%	23%	26%
Edificación y viviendas	9,4	14,7	14,4	15	13,4
	-	56,4%	-2,0%	4,2%	20%

Fuente: cálculos con base en Cepal (1957), Cuadro 44.

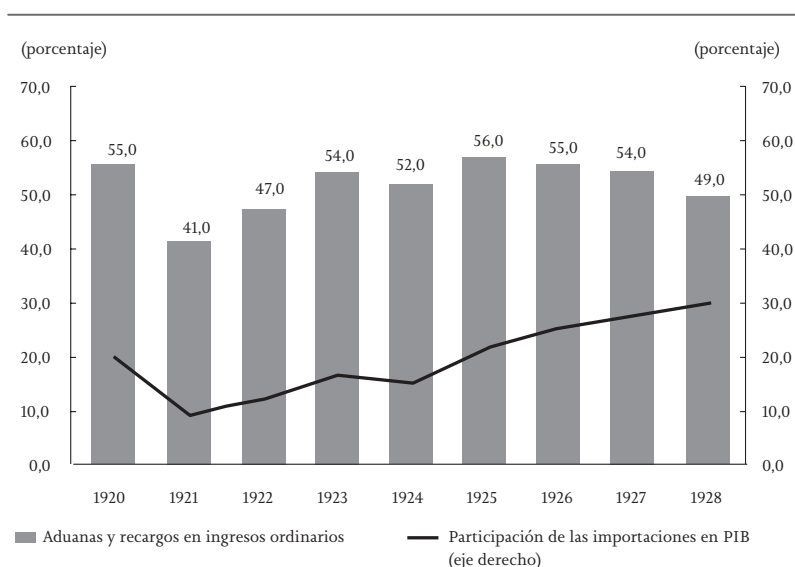
Otra fuente de recursos importante durante el período, fue el pago de la indemnización americana. Como ya se señaló anteriormente, USD 5 millones de los USD 25 millones que fueron acordados se destinaron a la fundación del Banco de la República; sin embargo, el grueso de estos recursos se destinó a la inversión en infraestructura de transporte en el país. Pachón y Ramírez (2006) señalan que alrededor de USD 16 millones fueron invertidos en ferrocarriles y cables aéreos, con una participación cercana a los USD 2,5 millones en subsidios entregados a los ferrocarriles departamentales. Por otro lado, USD 2,8 millones fueron invertidos en otras obras públicas asociadas con puertos y la mejora de la navegabilidad en el canal del Dique de Cartagena³⁴.

En términos fiscales, el boom de las exportaciones cafeteras que caracterizó las primeras décadas del siglo XX tuvo un impacto importante sobre la estructura de los ingresos públicos, impulsando las importaciones y por tanto convirtiendo a la tributación externa en una fuente fundamental de ingresos del Gobierno durante los veinte.

³⁴ Los gráficos A1 y A2 en los anexos muestran el crecimiento de la red ferroviaria del país durante el período. Se observa que el crecimiento se aceleró entre 1925 y 1929, cuando la red creció en más de 1.000 km.

El Gráfico 13 presenta la participación de los ingresos por aduanas y recargos en los ingresos corrientes de la nación (eje izquierdo), además se muestra la participación de las importaciones en el PIB para el mismo período (eje derecho). El fuerte influjo de divisas, provocado por el crecimiento de las exportaciones de café en conjunto con los grandes recursos de crédito externo, dio un fuerte impulso a las importaciones, las cuales crecieron a una tasa cercana al 19 % anual. Este crecimiento impulsó, por lo tanto, los ingresos por tributación externa que crecieron al 11,3 % anual promedio entre 1926 y 1928, valor que estuvo por encima del crecimiento de los ingresos tributarios totales (Cuadro 6)³⁵.

Gráfico 13
Ingresos por aduanas y recargos vs. importaciones/PIB



Fuente: aduanas, recargos e ingresos ordinarios Bernal (1984), importaciones y PIB Greco (2002).

³⁵ El Cuadro A1 en los anexos presenta los recursos obtenidos por las diferentes aduanas y su participación en los ingresos totales para 1925 y 1926. Se observa que en ambos años las aduanas de Barranquilla, Cartagena y Buenaventura representan más del 80 % de los recursos totales recibidos.

Cuadro 6
Ingresos tributarios totales y tributación externa
(millones de pesos de 1950)

Rubro	1925	1926	1927	1928	Promedio
Ingresos tributarios totales (porcentaje)	166,1	178,8	206,3	210,2	190,35
	-	7,6	15,4	1,9	8,3
Tributación externa (porcentaje)	77,6	79,9	94	106,6	89,525
	-	3,0	17,6	13,4	11,3

Fuente: Cepal (1957, Cuadro 56).

El buen ritmo de crecimiento de los ingresos del Gobierno era un tema que despertaba especial entusiasmo en los funcionarios del Ministerio de Hacienda. En las *Memorias del Ministerio al Congreso* de 1926 se señalaba que el crecimiento de las rentas públicas nacionales venía en un constante ascenso, fenómeno que solo podría verse afectado por agudísimos trastornos de la economía nacional. El papel de las aduanas no pasaba desapercibido dentro de las finanzas públicas y su fuerte crecimiento y alta participación dentro de los ingresos era destacado por los funcionarios. Para 1928 Esteban Jaramillo, ministro de Hacienda del presidente Abadía Méndez, describía la importancia de los ingresos por aduanas de la siguiente forma:

Como se dijo ya, esta renta es la que muestra más claramente el desarrollo económico del país y el aumento de la capacidad de consumo del pueblo. Ella constituye el fuerte de los ingresos públicos al Erario colombiano, como ocurre en muchos otros países, y demanda, por consiguiente, un gran cuidado y diligencia en su organización y recaudo. (*Memorias de Hacienda al Congreso*, 1928)

El crecimiento acelerado de los ingresos vino acompañado también de una fuerte alza en los gastos del Gobierno nacional. Los planes de obras públicas que se habían iniciado, generaban grandes presiones sobre el gasto público, lo que derivó en que inclusive en un contexto de fuerte crecimiento de los ingresos del Gobierno nacional se presentaran déficits fiscales en 1927 y 1928 (Gráfico 14).

Los déficits fiscales de 1927 y 1928 fueron financiados con deuda como se hacía explícito en las *Memorias del Ministerio de Hacienda al Congreso* de 1928,

Dentro de ese gran sistema de vías férreas se ha venido moviendo últimamente la política del Gobierno, procurando intensificar los trabajos

en aquellos trayectos de más urgente ejecución. A esas obras y a esos trayectos se han destinado los fondos obtenidos con la venta de bonos de deuda pública nacional. Algo semejante ha empezado a hacerse en el ramo de carreteras. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1928*)

Gráfico 14
Balance fiscal primario del GNC como proporción del PIB



Fuente: Junguito y Rincón (2007).

El período de 1923 hasta 1928 fue entonces de fuerte crecimiento económico, en un contexto altamente favorable para las exportaciones colombianas y para los ingresos del Gobierno nacional. El auge del endeudamiento externo en Nueva York marcó un hito en la historia económica del país ofreciendo los recursos necesarios para la ampliación del sistema de transporte nacional y dejando al país en condiciones de vulnerabilidad frente a la Gran Depresión que se desarrollaría en los años venideros.

5. La banca privada

La modernización del sector bancario fue también una de las recomendaciones de la Misión Kemmerer. La Ley 45 de 1923 estableció una regulación moderna para este sector (Triffin, 1944), pues la estabilización del sector

privado era también un objetivo en línea con el propósito de atraer capitales extranjeros al país.

En general, el período de la ‘danza de los millones’ se caracterizó por una fuerte expansión del sector bancario; sin embargo, este proceso de expansión vino acompañado de una concentración de la actividad bancaria en un número pequeño de instituciones con respecto a las que existían en el país para los primeros años de la década de 1920. Dentro de las actividades en las que los bancos podían participar, el negocio hipotecario fue el que lideró el crecimiento del sector, con un papel preponderante del Banco Hipotecario de Bogotá, Banco Hipotecario de Colombia y el Banco Agrícola Hipotecario.

En esta sección, se describirá el comportamiento del sector bancario durante el período de la ‘danza de los millones’. En primer lugar se resaltarán las principales limitaciones que la Misión Kemmerer identificó dentro del sector y las recomendaciones que fueron incluidas posteriormente en la Ley 45 de 1923; además, se presentará evidencia de su proceso de expansión y de su concentración en un número pequeño de instituciones.

5.1 Ley 45 de 1923

Dentro de la exposición de motivos de la Ley 45, la importancia de tener un sector bancario sólido y organizado se asociaba directamente con el progreso económico y la posibilidad de acceder a los mercados internacionales de crédito.

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. (Exposición de motivos, Ley 45 de 1923)

Las dificultades identificadas en el sector bancario del país fueron las siguientes: (i) las facultades de los bancos eran demasiado amplias, incluyendo la participación en empresas del sector real y la posibilidad de realizar contratos de concesión para prestar servicios gubernamentales; (ii) el sistema de supervisión y control del sector bancario era desorganizado y con baja capacidad técnica; (iii) las estadísticas del sector bancario eran pobres y no ofrecían la información necesaria para hacerle un seguimiento adecuado; (iv) los activos de los bancos privados eran de baja liquidez y no existía una normatividad clara acerca de las inversiones que podían realizar los bancos; (v) las disposiciones acerca de la cantidad de capital que debían tener los bancos eran inadecuadas.

En respuesta a las dificultades anteriormente mencionadas, la Ley 45 realizó cambios profundos en la organización y regulación de la actividad bancaria en el país. Se creó la Superintendencia Bancaria y se regularizó el flujo de información al interior del sector con informes periódicos de las instituciones a la Superintendencia, además, se estableció la presentación del informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda con información detallada acerca de las actividades de cada uno de los bancos. En lo que se refiere al negocio bancario, se limitaron las actividades en las que podían participar los bancos comerciales, se definió un capital mínimo y se reguló el tipo de garantías que podían respaldar cada tipo de préstamo, también, se dieron instrucciones claras acerca del grado de liquidez de los activos en manos de los bancos.

Bajo este nuevo esquema regulatorio, el sector bancario vivió un período de gran expansión durante la segunda parte de la década de 1920, desempeñando un papel importante en la ‘danza de los millones’.

5.2 Comportamiento del sector bancario, 1924-1931

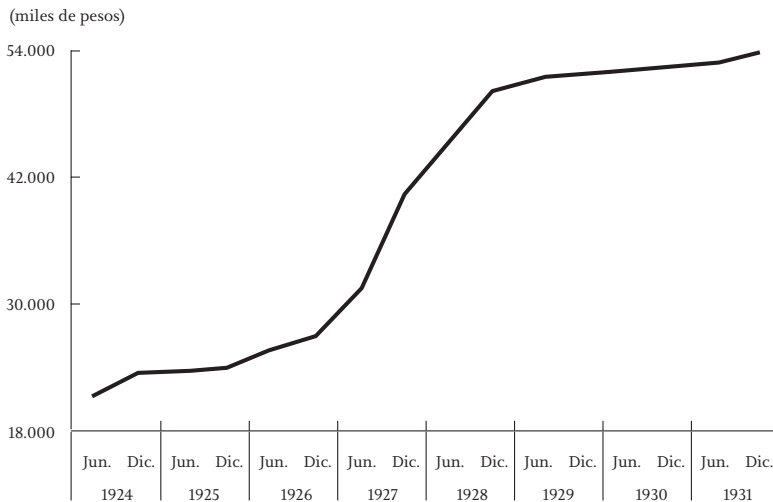
Como ya se mencionó, la década de los veinte se caracterizó también por ser un período de expansión del sector bancario. Según muestra el Gráfico 15, el capital y la reserva legal de los bancos en el país crecieron de manera consistente hasta diciembre de 1931. Aunque todo el período mostró una tendencia creciente, es claro que los mayores crecimientos del capital y la reserva legal se presentaron entre finales de 1926 y finales de 1928 con expansiones promedio de 21% semestral. De hecho, los crecimientos anuales promedio entre 1924 y 1928 se ubicaron alrededor del 28% anual, contrastando con el período 1929-1931 cuando estos fueron apenas del 2% anual.

Vale la pena mencionar que el crecimiento del sector bancario en la época, estuvo liderado principalmente por bancos nacionales, los cuales nunca dieron cuenta por menos del 70% de los activos del sector. De hecho, luego de la entrada en funcionamiento del Banco Agrícola Hipotecario en la segunda mitad de la década, los activos de los bancos nacionales pasaron a representar más del 80% del total de las instituciones con operaciones en el país.

La Ley 45 estableció que los bancos podían dedicarse a actividades de préstamos comerciales, hipotecarios, tener secciones de ahorros y además realizar actividades fiduciarias. Aunque las diferentes actividades en las que los bancos podían participar crecieron durante el período, los préstamos hipotecarios fueron los que crecieron de forma más acelerada dentro del sector. Desde junio de 1924 hasta diciembre de 1929 los préstamos hipotecarios crecieron a una tasa de 43% semestral; posteriormente, empezaron a decrecer a una tasa de

1,6% semestral hasta el final del período de estudio (Gráfico 16). En el informe al ministro de Hacienda de 1932, el superintendente bancario resaltaba el fuerte crecimiento de los préstamos hipotecarios entre 1926 y 1929 aduciendo la facilidad en la colocación de cédulas hipotecarias en el país y en el exterior, pero destacaba que la desaceleración que había iniciado en 1929 se mantenía y que para 1932 se podía hablar de “una parálisis total de esta forma de crédito”.

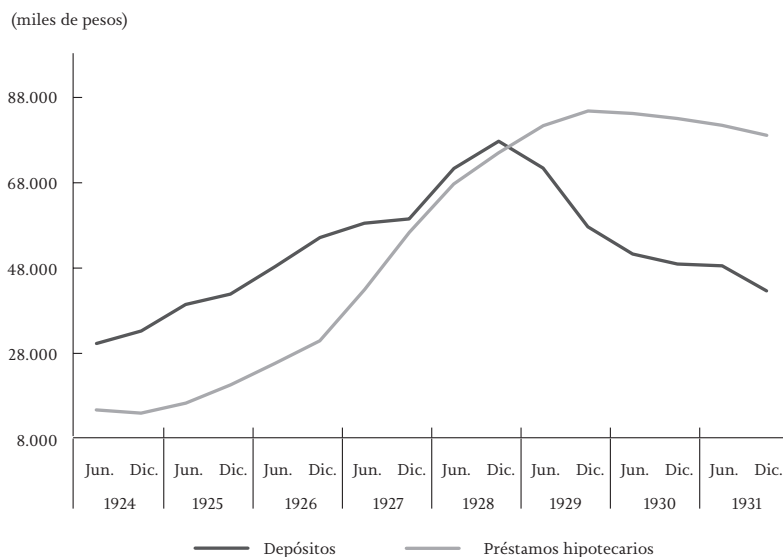
Gráfico 15
Capital y reserva legal del sector bancario (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

Como se observa en el Gráfico 16, los depósitos de corto plazo reaccionaron mucho más rápido al deterioro de las condiciones económicas internacionales que los préstamos hipotecarios. Para finales de 1928, los depósitos de ahorro en los bancos del país habían alcanzado su máximo y empezaron una caída de 7,5% semestral que derivó en que el monto de depósitos de ahorro para finales de 1931 se acercaba a los valores de finales de 1925. Es importante resaltar que el crecimiento de los bancos privados en el país no fue únicamente a nivel de activos y pasivos, de hecho, el período trajo también una expansión geográfica de la actividad bancaria en comparación con el panorama que se observaba a inicios de la década de los veinte.

Gráfico 16
Depósitos y préstamos hipotecarios (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

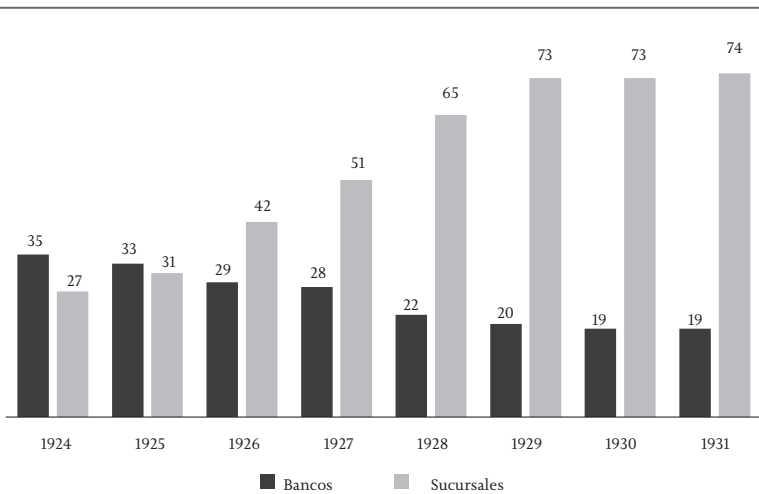
En 1931, 35 municipios del país tenían presencia directa de las instituciones bancarias del sector privado, ya fuera por medio de sedes, sucursales o agencias. En 1924 los municipios con presencia eran 26; entre los nuevos municipios que recibieron la presencia del sector bancario durante la segunda parte de la década de los veinte se incluye a Buga, Buenaventura y Tuluá, en la región Pacífica, además de Fredonia en Antioquia y Líbano en Tolima. Como se puede observar, todos estos municipios estaban asociados con actividades cafeteras o comerciales, lo que los hicieron atractivos para la llegada del sector financiero.

El proceso de crecimiento del sector bancario durante los años veinte vino acompañado de un aumento en la concentración de la actividad. Luego de la introducción de la Ley 45, un número importante de instituciones bancarias en el país desaparecieron o fueron absorbidas por otras. Como lo muestra el Gráfico 17, el número de bancos en 1924 era 35, el cual se fue reduciendo paulatinamente hasta llegar a 19 entidades bancarias entre nacionales y extranjeras

en el país para 1930 y 1931. En compás con la reducción en el número de instituciones, el proceso de crecimiento y expansión geográfica se apoyó en la apertura de sucursales y agencias en diferentes municipios del país.

El Gráfico 17 muestra cómo el número de sucursales se duplicó entre 1925 y 1928, al pasar de 31 a 65. Este proceso continuó hasta 1931, cuando el número de sucursales llegó a 74. Uno de los casos emblemáticos en esta dinámica de expansión a través de sucursales fue el Banco de Bogotá. En 1924 esta institución solo tenía presencia en la capital del país y en Girardot; en contraste, en 1931 el Banco de Bogotá tenía presencia en Bogotá, Girardot, Barranquilla, Barrancabermeja, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Honda, Ibagué, Medellín, Neiva, Pamplona, Pereira y Tunja.

Gráfico 17
Número de bancos y sucursales (1924-1931)

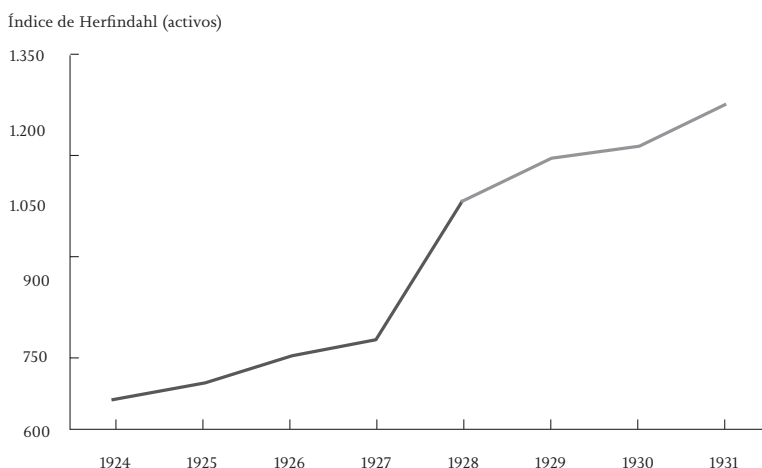


Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

La caída en el número de entidades y el proceso de expansión del sector bancario a través de sucursales y agencias, derivó en un incremento progresivo de la concentración del sector durante el período de estudio. El Gráfico 18 muestra el índice de Herfindahl con base en activos para el período 1924-1931. Se observa que aunque el sector jamás alcanzó niveles de un sector

altamente concentrado³⁶, en el transcurso del período pasó de ser un sector desconcentrado a uno con un nivel medio de concentración. Por lo menos dos fenómenos aportaron a que el sector tuviera un fuerte cambio en su nivel de concentración en 1927. El primero fue la desaparición de seis entidades bancarias entre 1927 y 1928, lo que incrementó la participación relativa de otras instituciones; el segundo fue el fuerte incremento de los activos de los bancos hipotecarios con operaciones en el país.

Gráfico 18
Índice concentración del sector bancario (activos, 1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

El Gráfico 19 muestra cómo la participación de los activos de los bancos hipotecarios dentro de los activos totales del sector, se duplicó entre 1926 y 1927. En particular, el Banco Agrícola Hipotecario y el Banco Hipotecario de Colombia aumentaron bastante sus activos, al pasar de representar el 4,3% y 5,7% del mercado en 1926 al 8,6% y 11,6% en 1927 respectivamente. De hecho, para

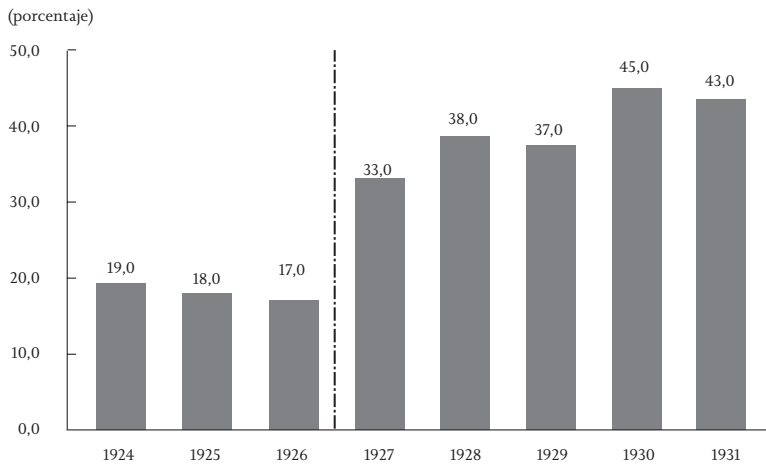
³⁶ Se entiende como sectores altamente concentrados aquellos con índices por encima de 2.500, valores entre 1.000 y 2.499 se consideran sectores de concentración media, y aquellos por debajo de 1.000 se consideran sectores desconcentrados.

finales del período de estudio, los activos de los bancos dedicados al negocio hipotecario ya alcanzaban valores cercanos a la mitad de los activos totales del sector.

En resumen, el período de la ‘danza de los millones’ fue también un período de crecimiento del negocio bancario en el país. En conjunto con la creación del Banco de la República se introdujo la Ley 45 de 1923, la cual modernizó la actividad. Aunque las diferentes actividades del sector tuvieron tendencias crecientes durante la década de los veinte, el segmento hipotecario fue el que lideró el crecimiento; así mismo, este proceso de crecimiento vino acompañado de una concentración de la actividad en un número pequeño de bancos con participación mayoritaria de los bancos hipotecarios.

El período de expansión que caracterizó gran parte de la segunda mitad de la década de los veinte, y en el que el influjo de los recursos de capital tuvo un papel fundamental, se debilitó en 1929. La complicación de las condiciones macroeconómicas globales y el inicio de la Gran Depresión afectaron al país e impusieron nuevos retos luego de un período de abundancia.

Gráfico 19
Activos bancos hipotecarios/activos totales sector bancario (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

6. La desaceleración y la Gran Depresión, 1929-1931

La depresión global ocurrida durante los primeros años de la década de los treinta fue sin duda uno de los eventos históricos más importante del siglo XX. La deflación generalizada en compás con la contracción en la producción global, marcó el fin de una época de expansión económica que se había extendido alrededor del globo en la segunda mitad de la década de los veinte.

Entre 1929 y 1933 la producción industrial de los Estados Unidos cayó 37%, los precios 33% y el PIB real 30%. Además, el desempleo alcanzó el 25% y se mantuvo por encima de 15% el resto de la década (Temin, 1994). Aunque las explicaciones de los detonantes de la Gran Depresión han pasado por el manejo de la política monetaria, la caída de la Bolsa de Nueva York en 1929, el manejo del restablecido patrón oro, entre otros (Klinderberger, 1973), las consecuencias económicas globales fueron de proporciones escandalosas y América Latina no estuvo a salvo de ellas.

Desde 1929, las economías de la región vieron una fuerte desaceleración de su actividad con contracciones en los niveles de producto que se consolidarían entre 1930 y 1932. La caída en los precios mundiales de los bienes básicos de los que dependía una gran proporción de las exportaciones de la región, frenaron de manera súbita el ingreso de divisas que había caracterizado la segunda mitad de la década de los veinte, afectando además, los ingresos por aduanas que habían sido importantes en algunos países de la región como Colombia³⁷. Los mercados de crédito globales se fueron cerrando para los países latinoamericanos y la capacidad de pago se redujo de forma significativa dando inicio a una ola de incumplimiento de las obligaciones adquiridas durante la década previa.

El Cuadro 7 muestra el crecimiento promedio para un conjunto de países de América Latina, así como la fecha inicial de incumplimiento en los compromisos de deuda. Un primer hecho importante a resaltar es que Argentina no entró en incumplimiento en ningún momento durante el período; de hecho, Jorgensen y Sachs (1988) señalan que para 1934 solo Argentina³⁸, Haití y República Dominicana no habían dejado de cumplir sus compromisos de deuda. En contraste, los otros cuatro países incluidos cayeron en el incumplimiento de sus obligaciones entre 1931 y 1932.

³⁷ Jorgensen y Sachs (1988) resaltan que las caídas de entre 30% y 40% de los precios del café, el petróleo, trigo, entre otros, crearon serias dificultades para Colombia, Perú, Argentina y Bolivia.

³⁸ Los mismos autores se preguntan si el cumplimiento de las obligaciones por parte del Gobierno argentino tuvo como consecuencia un trato favorable en comparación a los otros países de la región en las décadas de los cincuenta y sesenta. No se encuentra evidencia de que los mercados internacionales de crédito hayan premiado el comportamiento de buen pago por parte del Gobierno argentino.

Cuadro 7
Crecimientos promedio y fecha inicial de incumplimiento

País	Crecimiento promedio 1929-1931	Fecha inicial de incumplimiento
Argentina	-4,73	No entró en impago
Brasil	-3,11	Octubre 1931 (moratoria parcial)
Chile	-6,86	Julio 1931
Colombia	0,38	Febrero 1932 (moratoria parcial)
Perú	-5,86	Mayo 1931

Fuente: fechas iniciales de incumplimiento (Marichal, 1989) y crecimiento promedio; cálculos de los autores con base en Maddison (2001).

En las fechas señaladas, Chile y Perú incumplieron el pago de intereses y amortización de la deuda, lo que fue seguido por otros incumplimientos en créditos de municipios y departamentos (provincias). Así mismo, Colombia y Brasil realizaron pagos parciales hasta 1935 y 1933 respectivamente, período durante el cual también se presentaron incumplimientos de municipios y departamentos.

Europa también vivió una ola de incumplimientos arrancando en 1932 con moratorias por parte de Hungría, Grecia, Bulgaria, y luego Alemania en 1933. La Gran Depresión, la caída en los precios de los bienes básicos y la contracción en los volúmenes globales de comercio, aumentaron el peso de las obligaciones adquiridas durante la década previa, generalizando los incumplimientos en América Latina y Europa (Lewis, 1938).

6.1 Colombia: finales de los años veinte e inicio de los años treinta

En 1929 las condiciones macroeconómicas globales empezaron a afectar a la economía colombiana. Los flujos de capitales hacia el país se detuvieron de manera súbita, situación que se complicó aún más en los años posteriores con la caída de los precios mundiales del café³⁹.

Desde 1928, el Gobierno nacional, en cabeza del ministro de Hacienda, había expresado su preocupación por la cantidad y eficiencia del gasto de los

³⁹ Ocampo (1994) señala que aunque se presentaron caídas en los precios internacionales de los bienes manufacturados que componían el grueso de las importaciones del país, los términos de intercambio se deterioraron ampliamente para el país.

recursos que estaban llegando a manos de departamentos y municipios. Como producto de estas preocupaciones, el Congreso aprobó la Ley 6 de 1928 con la cual se pretendía imponer una supervisión del Gobierno nacional sobre los propósitos de los créditos que los departamentos y municipios negociaran en el futuro.

Rippy (1931) señala que la ley generó serias reservas dentro de las autoridades norteamericanas, quienes por medio de una circular especial emitida a finales de 1928 criticaron las medidas tomadas. Esta circular, lanzó una señal de alarma frente a la capacidad de pago sobre la deuda adquirida no solo por los municipios y departamentos, sino también por el Gobierno nacional. El aumento de las dudas sobre la solvencia financiera del país para cumplir con sus obligaciones, en adición a la estruendosa caída de la Bolsa de Nueva York en 1929, fueron los eventos que marcaron el cierre de los mercados financieros internacionales para el país. Los presidentes Abadía Méndez y Olaya Herrera trataron de conseguir recursos de largo plazo entre finales de los veinte y principios de los treinta en los Estados Unidos; sin embargo, estos esfuerzos fueron infructuosos (Ocampo, 1994).

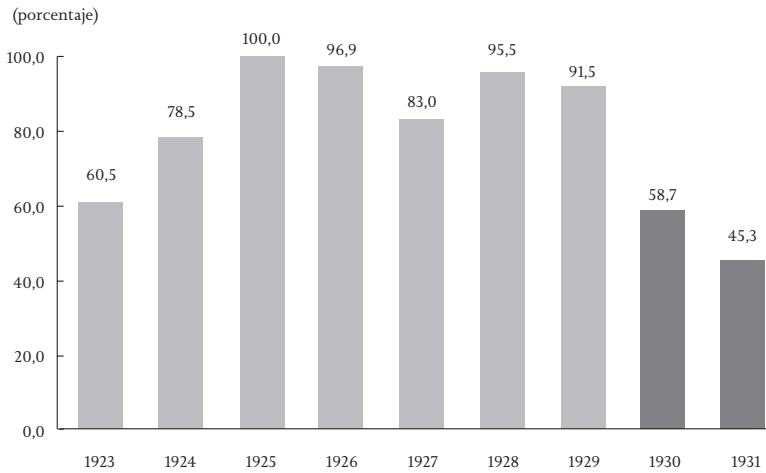
La otra gran fuente de recursos del país para cumplir con sus obligaciones de deuda y realizar las compras externas eran los ingresos cafeteros. Con las exportaciones cafeteras representando en promedio alrededor del 75 % de las exportaciones totales del país en la década de los veinte y con un nivel de precios que alcanzó su promedio máximo anual en 1925 (22,3 centavos de dólar por libra), el boom cafetero de los años veinte había trazado otra fuente fundamental de recursos para la expansión de la economía colombiana. En 1929, el estado de São Paulo no contó con los recursos para continuar con el plan de intervención del precio del café, hecho que en conjunto con la depresión global derivó en una caída estruendosa de los precios internacionales del producto. En promedio, para 1930 y 1931 los precios de la libra de café de Colombia se encontraban un 52 % por debajo de los que se habían observado en los años de *boom* (Gráfico 20) disminuyendo los ingresos del país. Este efecto se extendió a la caída de las importaciones, y por tanto, de los ingresos producto de la tributación externa, que habían representado una de las principales fuentes de recursos fiscales durante gran parte de la década de los veinte.

Para 1930 y 1931 los ingresos de tributación externa se redujeron de forma significativa, cayendo a valores que estaban un 32 % por debajo de los ingresos máximos que se habían obtenido entre 1928 y 1929. Como se observa en el Cuadro 8, el valor de las importaciones había crecido 27,7 % promedio anual entre 1925 y 1928, al alcanzar valores promedio de USD 207,5 millones⁴⁰, no

⁴⁰ Precios de 1950.

obstante este valor se vio reducido a USD 150,2 millones entre 1929 y 1931, lo que representó una caída promedio anual de 27%.

Gráfico 20
Índice de precios del café



Fuente: con base en Greco (2002), año base 1925.

Cuadro 8
Importaciones

	1925-1928	1929-1931
Valor de las importaciones (millones de dólares)	207,5	150,2
Crecimiento anual (porcentaje)	27,7	-27,0
Quantum de importaciones (1925 = 100)	141,0	102,1

Fuente: cálculos de los autores con base en Greco (2002), Cuadro 12.3.

Los primeros años de la Gran Depresión dieron por terminada la ‘danza de los millones’ y el boom económico en que se había visto envuelto el país durante gran parte de la década de los veinte. En una perspectiva regional, las complicaciones no fueron exclusivas del país e inclusive en términos de crecimiento económico las contracciones del producto colombiano fueron mínimas en contraste con algunas caídas estruendosas en otros países de la región. Sin

embargo, Colombia fue el país que vio el crecimiento más acelerado de los recursos de crédito provenientes de los Estados Unidos durante la década de los veinte y el cambio de las condiciones globales marcó también que los montos de deuda acumulada como proporción de algunas variables macroeconómicas, se disparara.

El Cuadro 9 muestra el promedio entre el monto total de deuda externa y el PIB, las exportaciones de bienes y los ingresos tributarios totales para los períodos 1925-1928 y 1929-1931. El cambio en estas razones para los dos subperíodos es dramático, la deuda pasó a representar más del doble de lo que representaba con respecto al PIB y los ingresos tributarios totales, poco menos que el doble sobre las exportaciones de bienes.

Cuadro 9
Deuda externa total sobre algunos indicadores

	1925-1928 (porcentaje)	1929-1931 (porcentaje)
Deuda/PIB	15,6	37,4
Deuda/Exportaciones	118	234
Deuda/Ingresos tributarios	198	454

Fuente: PIB, Cepal (1957, Cuadro 1). Deuda (Echavarría, 1982). La deuda total incluye las obligaciones con todos los acreedores y se suma la de municipios, departamentos, bancos y Gobierno nacional.

Los números contenidos en el Cuadro 9 comprueban las dificultades macroeconómicas a las que se enfrentó el país luego del fuerte endeudamiento de los años veinte. Los primeros años de la Gran Depresión llevaron los montos de deuda totales a proporciones altas con respecto a los ingresos del país; sin embargo, aún bajo este escenario adverso el país tardó en entrar en moratoria y fue solo hasta los primeros meses de 1932⁴¹ cuando el Gobierno colombiano informó que solo seguiría pagando los intereses sobre la deuda garantizada por el Gobierno nacional⁴².

⁴¹ Echavarría (1982) discute cuáles pudieron ser las razones que retardaron la moratoria total para el país en los primeros años de la Gran Depresión.

⁴² Ocampo (1994) resalta cómo solo hasta 1935 Colombia suspendió todos los pagos asociados con la deuda de largo plazo.

6.2 La segunda Misión Kemmerer

En un contexto global complicado, con los primeros efectos de la Gran Depresión haciéndose sentir en la región, el recién elegido presidente Olaya Herrera contactó al profesor Kemmerer para llevar a cabo una segunda misión en el país. La decisión de contratar una nueva misión, y en particular de encargar al profesor Kemmerer de la misma, fue incentivada y aplaudida por diferentes sectores e instituciones nacionales. El Banco de la República, a través de su gerente Julio Caro, se mostró complacido con la venida de una nueva misión y destacó el perfil de Kemmerer como la persona idónea para liderarla.

Como lo señalan Ibáñez y Meisel (1990), los primeros contactos del presidente Olaya con Kemmerer no fueron muy exitosos ya que este insistía en que los temas que aquejaban la administración pública colombiana no eran su especialidad, sin embargo, terminó por aceptar la conformación de la misión y su participación como director de la misma.

La Misión llegó al país en el segundo semestre de 1930 y luego de algunos meses de trabajo, presentó sus propuestas. En general, se sugerían cambios leves sobre las instituciones que se habían creado como consecuencia de la primera misión en 1923. Sánchez (1994) señala que aunque había diferentes puntos de vista sobre las reformas que se requerían para superar las dificultades económicas en las que se encontraba el país, existía cierto consenso en que era necesario ampliar la capacidad de emisión del Banco de la República y de los bancos privados, pero manteniéndose dentro del patrón oro.

Las principales reformas relacionadas con el Banco de la República que se derivaron de las recomendaciones de la misión fueron las leyes 73 de 1930, 57 de 1931 y 80 de 1931. La Ley 73 de 1930 se concentró en una serie de medidas que pretendían aumentar la capacidad de emisión del banco y la liquidez del mercado para enfrentar el proceso de caída generalizada de los precios que había iniciado en 1929. Dentro de los cambios más llamativos, se incluyó la reducción del 60 % al 50 % de la reserva de oro de los billetes del Banco de la República; asimismo, los requisitos de encaje de los bancos privados se redujeron del 50 % al 40 % para cuentas corrientes y del 25 % al 20 % para depósitos a término, además los bancos miembros del Banco de la República estaban facultados a mantener solo la mitad de este requisito. Finalmente, se aprobó que el Banco de la República pudiera realizar préstamos con vencimientos no mayores a noventa días a los bancos miembros por un máximo de 15 % sobre su capital y reservas. Esto último, en adición al 30 % que había quedado establecido en la Ley 25 de 1923.

Por otro lado, la Ley 82 de 1931 reformó la Ley Orgánica del Banco de la República de 1923 e incrementó en dos el número de miembros de la Junta Directiva del Banco, pasando de diez a doce. Los nuevos representantes serían miembros de los sectores agrícolas y comerciales y además el ministro de Hacienda pasó a ser miembro pleno de la Junta. Estos cambios no pasaron desapercibidos e inclusive tuvieron oposición por parte del gerente del Banco

de ese momento, quien señaló que estas modificaciones a la Ley 25 de 1923 debían contar con el consentimiento de la Junta ya que modificaban el contrato original de fundación del Banco.

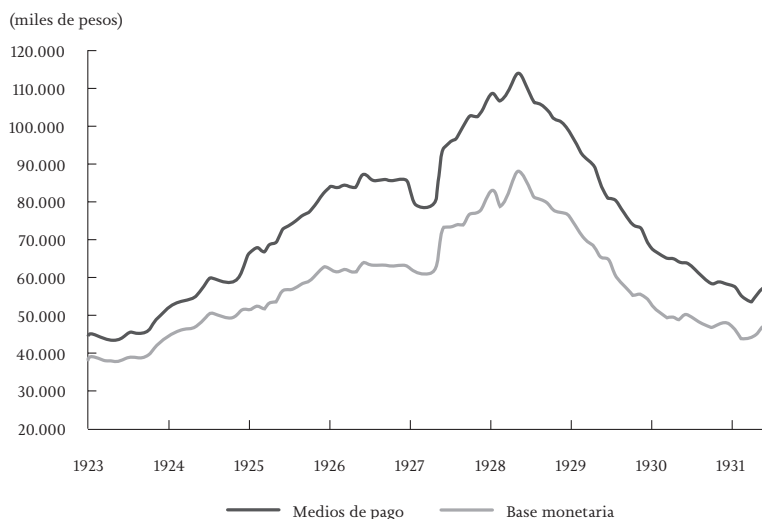
El incremento de la participación del Gobierno en la Junta Directiva del Banco de la República fue sustentado por la Misión, dado que esta institución era de gran interés público y como depositario de la confianza nacional debía tener en su Junta Directiva representantes de los intereses nacionales, quienes estaban representados de la mejor manera en el Gobierno nacional.

7. Política monetaria e inflación entre 1923 y 1931

Durante los primeros años de funcionamiento del Banco de la República, los medios de pago (M) presentaron una tendencia creciente hasta alcanzar su máximo en noviembre de 1928, al sumar COP 114,2 millones. La tasa de crecimiento mensual promedio de M entre 1923 y 1928 se ubicó en 1,45 %, con una fuerte aceleración desde octubre de 1927 hasta finales de 1928.

Como se observa en el Gráfico 21, el comportamiento de M estuvo guiado especialmente por la base monetaria (BM), la cual también presentó una

Gráfico 21
Medios de pago y base monetaria

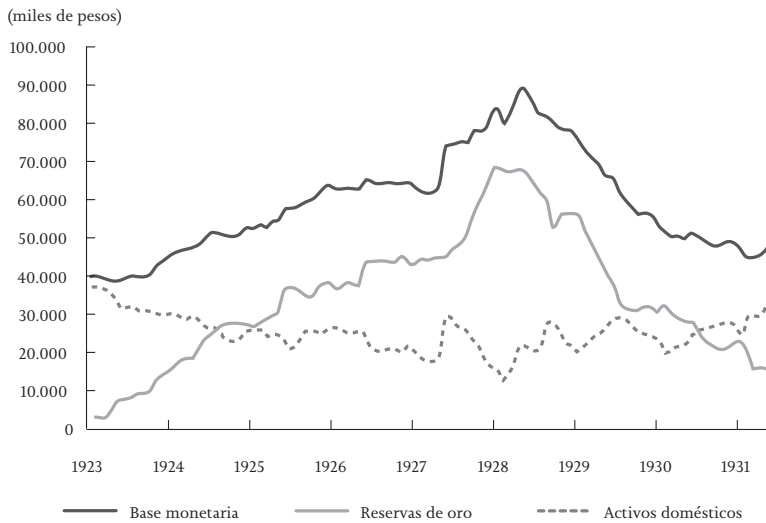


Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

tendencia creciente hasta finales de 1928. Por otro lado, el período observado evidenció un leve crecimiento en el multiplicador monetario (m), el cual pasó de 1,14 promedio en los primeros meses posteriores a la creación del Banco de la República a 1,32 en 1928, cuando los medios de pago alcanzaron su máximo en el período. Bajo el esquema del patrón oro que estableció la Misión Kemmerer, el rol de la política monetaria era eminentemente pasivo y la cantidad de dinero circulante estaba atada al comportamiento de las reservas de oro.

El boom de los precios internacionales del café, sumado al fuerte endeudamiento externo que llegó al país entre 1923 y 1928 y la compensación pagada por los Estados Unidos asociada a la separación de Panamá en 1903, dieron un fuerte impulso a las reservas de oro. Entre 1923 y 1928 estas reservas crecieron de forma acelerada, pasando de 2,6 millones a 66,7 millones, con un crecimiento promedio mensual de 5,7% entre julio de 1923 y noviembre de 1928 (Gráfico 22).

Gráfico 22
Base monetaria, reservas de oro y activos domésticos



Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

Por otro lado, los activos domésticos que componen la otra fuente de la base monetaria presentaron una tendencia decreciente hasta finales de 1928.

Así pues, el fuerte crecimiento de los medios de pago entre la fundación del Banco y el nivel máximo alcanzado en noviembre de 1928 estuvo impulsado por el crecimiento de la base monetaria, la cual se vio impulsada de manera determinante por la acumulación de reservas de oro. La pasividad de la política monetaria bajo el patrón oro aseguró que la fuerte acumulación de reservas se reflejara en el crecimiento de los medios de pago durante el *boom* que vivió el país en gran parte de la década de los veinte.

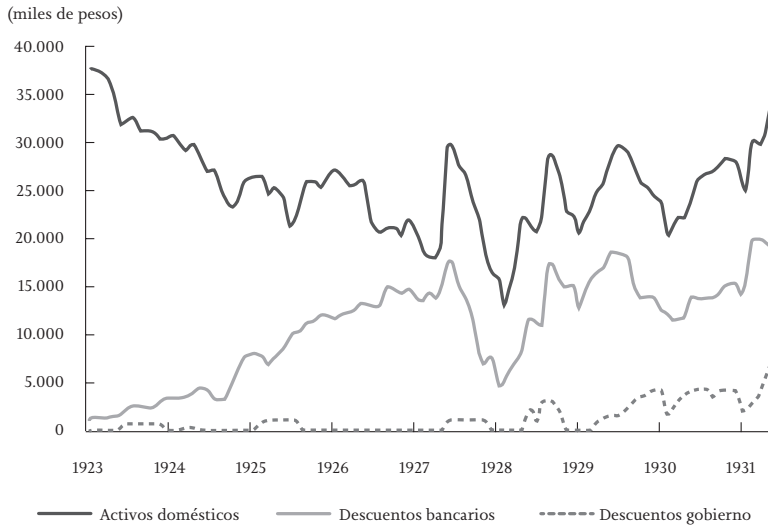
Por el lado de los activos domésticos, estos estaban compuestos principalmente por los descuentos a los bancos privados, los pasivos no monetarios y la moneda de tesorería compuesta por las cédulas y notas del Gobierno que existían antes de la fundación del Banco. En primer lugar, es importante señalar que los activos asociados con el Gobierno nacional se contrajeron durante todo el período, pasaron de 36,9 millones en julio de 1923 a 20 millones a finales de 1928. Por el contrario, el crecimiento de los descuentos a los bancos privados fue muy importante hasta principios de 1927, cuando alcanzó su pico de 14,6 millones en marzo de 1927, hecho que fue seguido por una contracción hasta finales de 1928. El Gráfico 23 muestra entonces que la participación de los bancos privados en el recién creado Banco de la República fue importante; asimismo, la poca participación de los descuentos al Gobierno en el período revela que la idea de Kemmerer de un banco con baja intervención del Gobierno fue un hecho que se mantuvo hasta 1931⁴³.

El cierre de los mercados internacionales de crédito para el país en 1929, además de la fuerte contracción de los precios internacionales del café, causó dificultades macroeconómicas. En términos monetarios, el fuerte impacto que las reservas de oro habían tenido sobre la expansión de los medios de pago hasta finales de 1928 se revertió, ya que entre enero de 1929 y diciembre de 1931 estas pasaron de USD 61,4 millones a USD 13,7 millones, fenómeno que se trasladó a una fuerte contracción de la base monetaria y por tanto de los medios de pago.

Los gráficos 21 y 22 (pp. 76 y 77) muestran cómo luego de la gran expansión de las reservas, la base y los medios de pago que se habían observado hasta finales de 1928, la contracción producida por el cambio en las condiciones económicas globales fue dramática. El patrón oro probó ser un perfecto transmisor de las deterioradas condiciones globales y el país sufrió un fuerte choque monetario negativo que en conjunto con las dificultades de índole fiscal, dieron por terminado el auge que el país había atravesado en la segunda parte de la década.

⁴³ Ocampo (1994) señala que la rigidez del patrón oro y su poca flexibilidad en el otorgamiento de créditos al Gobierno manifestaba claramente el deseo de no volver a repetir las experiencias desafortunadas en términos monetarios del pasado.

Gráfico 23
Activos domésticos, descuentos a bancos y Gobierno



Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

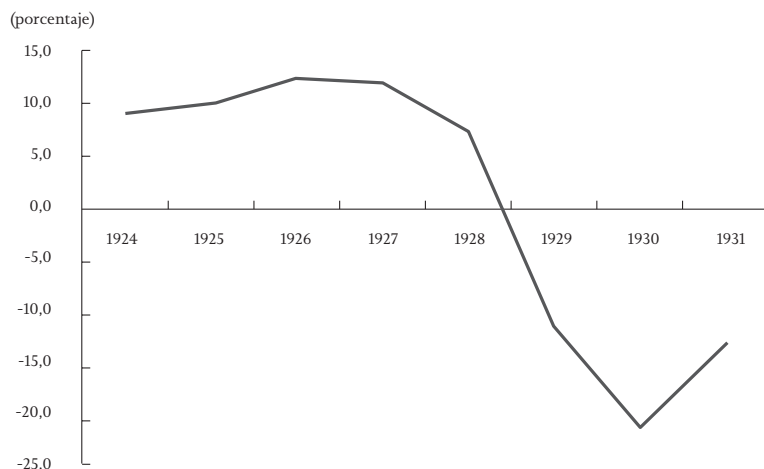
7.1 Inflación

El Gráfico 24 presenta las variaciones del índice de precios de materiales de construcción para el período 1924-1931. En promedio, los precios aumentaron 10 % anual entre 1924 y 1928, para luego contraerse por tres años consecutivos entre 1929 y 1931, cayendo 15 % promedio anual.

El crecimiento de los precios durante el boom que vivió el país no pasaba desapercibido para el Gobierno nacional. En la *Memoria de Hacienda al Congreso* de 1928 se hacía referencia al comportamiento de los precios como una consecuencia natural de la fuerte expansión de los medios de pago que se había vivido desde la creación del Banco de la República.

¿Cómo pretender que no haya inflación monetaria en un país que, de un momento a otro, pasa de una circulación exigua a una abundante provisión de numerario, y de un estado de crédito casi insignificante a otro de recursos prácticamente ilimitados? (*Memoria de Hacienda al Congreso*, 1928).

Gráfico 24 Variaciones del índice de precios de materiales de construcción

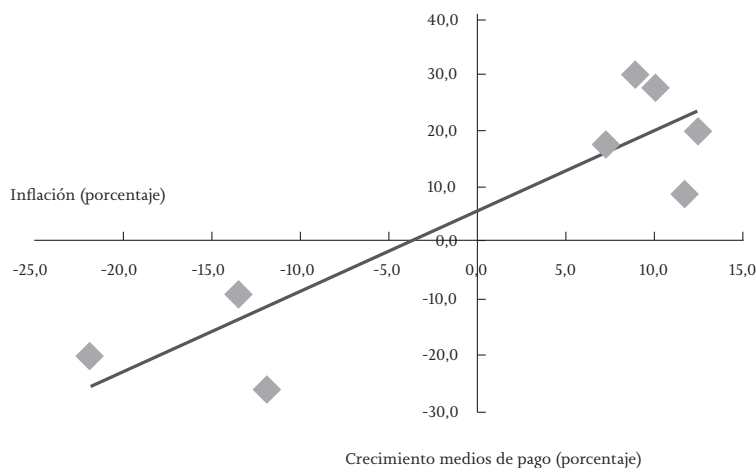


Fuente: Greco (2002).

No hay duda que el crecimiento de M fue un factor fundamental en el crecimiento de los precios entre 1923 y 1928. Pasar de 44,5 millones a 114,2 millones en solo cinco años en una economía como la colombiana generaba presiones de demanda que se verían reflejadas en los precios. El Gráfico 25 muestra un diagrama de dispersión entre las tasas de inflación y el crecimiento porcentual interanual de los medios de pago entre 1924 y 1931. Se observa claramente que aquellos años con mayores expansiones de M estuvieron también acompañados de las mayores variaciones de precios, además, se observa que la fuerte contracción producida a finales de 1929 en M se acompañó de caídas significativas en el nivel de precios⁴⁴.

⁴⁴ Bernanke y James (1990) muestran que aquellos países que se encontraban bajo el patrón oro fueron los que sufrieron las mayores contracciones de precios durante la 'deflación global'.

Gráfico 25
Inflación vs. crecimiento de los medios de pago



Fuentes: Inflación (Greco, 2002) y crecimiento de M1 (Sánchez, 1994).

La explicación de la inflación como un fenómeno que estuvo ligado al crecimiento de los medios de pago bajo el patrón oro, no es la única que se ha considerado. De hecho, durante la época se presentó un debate acerca de los orígenes del incremento en los precios. Mientras Carlos Uribe señalaba el origen monetario del crecimiento de los precios y acusaba al Banco de la República de hacer un mal manejo de los asuntos monetarios, Alfonso López exponía la inflación como el producto natural de un fuerte crecimiento de la demanda efectiva y una alta inelasticidad de la agricultura para responder a este fenómeno.

Como lo señala Meisel (1990b), la endogeneidad de la oferta monetaria bajo el patrón oro dejaba poco margen de acción al Banco de la República. El comportamiento de las reservas y por ende de la base y de los medios de pago, estaba determinado por el sector externo. En un período de *boom* externo, era inevitable para el país, el crecimiento de M y por tanto de la inflación.

8. Conclusiones

El período de la 'danza de los millones' es sin duda uno de los más interesantes y atractivos de la historia económica de Colombia en el siglo XX. La coin-

cidencia de eventos que marcaron la historia económica mundial, con una época de expansión económica y modernización de las instituciones económicas del país, hacen de este, un momento de vital importancia para comprender el devenir económico colombiano.

Un contexto macroeconómico global caracterizado por la recuperación de las economías desarrolladas luego de la Primera Guerra Mundial, y el levantamiento y consolidación de los Estados Unidos como el nuevo líder en los mercados globales de capital, marcaron la primera parte del período de estudio. La necesidad de Colombia de modernizar su infraestructura de transporte y de poder participar activamente en la revitalizada economía global, requirió que el país llevara a cabo reformas a sus finanzas públicas y estabilizara su sistema monetario. En este marco, la llegada de la Misión Kemmerer y la posterior fundación del Banco de la República, fueron un paso fundamental para que el país pudiera acceder a los mercados globales de capital.

El crecimiento económico entre 1923 y 1927 fue uno de los más altos del siglo en el país y estuvo acompañado de un ambicioso proceso de expansión de la infraestructura de transporte, en especial ferrocarriles. Este proceso absorbió una parte importante de los recursos que ingresaron al país por cuenta del endeudamiento externo y de la indemnización americana y derivó en la extensión en más de 1.000 km de la red ferroviaria nacional. El auge terminó en 1929 y la desaceleración económica global y la posterior Gran Depresión tuvieron sus consecuencias en el país.

Entre 1929 y 1931 el crecimiento económico del país se revirtió luego de los excelentes números mostrados durante gran parte de la década de los veinte; asimismo, los precios se contrajeron fuertemente mientras los mercados globales de capital se cerraron para el país. Aunque Colombia se vio en dificultades, los efectos de la Gran Depresión fueron relativamente pequeños en contraste con otras economías de la región, y el país que había sido uno en los que el crecimiento del endeudamiento había sido extraordinario, logró salir relativamente ileso del colapso de la economía global.

El período de la ‘danza de los millones’ fue, por lo tanto, una época en la que el país se vio envuelto en los vaivenes de la economía mundial, experimentó el nacimiento de muchas de las instituciones que han sido protagonistas del desempeño económico del último siglo y vivió los beneficios y consecuencias de una bonanza de recursos.

Referencias

Aldcroft, D. H. (1977). *From Versailles to Wall Street*. London: Allan Lane.

- Avella, M. (2004). “Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana”, en *Revista de Economía Institucional*, núm. 11, pp. 157-206.
- Banco Mundial (2002). “Private Capital Flows in Historical Perspective”, en *Global Development Finance*, pp. 119-139.
- Bejarano, J. A. (1994). “El despegue cafetero 1900-1928”, en Ocampo, J. A. (ed.), *Historia económica de Colombia*, pp. 173-207.
- Bernal, J. (1984). “Las finanzas del sector público central en los años veinte y treinta en Colombia”, en *Coyuntura Económica*, vol. XIV, núm. 2, junio, 1984, pp. 129-167.
- Bernanke, B.; James, H. (1990). “The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison”, NBER Working Papers 3488, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bloomfield, A. (1963). “Short-Term Capital Movements under the Pre-1914 Gold Standard”, en *Princeton Studies in International Finance*, núm. 11. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, N. J.
- Caballero, L. “El Banco de la República”, en *El Tiempo*, 23 de julio (1923).
- Cepal (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico. III El desarrollo económico de Colombia. Anexo estadístico*, México.
- Dalgaard, B. (1980). “Monetary Reform, 1923-1930: A Prelude to Colombia’s Economic Development”, en *The Journal of Economic History*, vol. 40, núm. 1, pp. 98-104.
- Drake, P. W. (1989). *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Durham and London: Duke University Press
- Drake, P. W. (2013). “Kemmerer y la creación de los bancos centrales en los países andinos”, en *Banco de la República: 90 años de la Banca Central en Colombia*, Bogotá, Banco de la República.
- Echavarría, J. J. (1982). “La deuda externa colombiana durante los 20’s y 30’s: Algunas enseñanzas para el presente”, *Coyuntura Económica*, junio.
- Eichengreen, B. (2003). *Capital Flows and Crisis*. Cambridge: MIT Press.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2da. ed., Princeton University Press.
- Feinstein, C. H.; Temin, P.; Toniolo, G., (2008). “The World Economy between the World Wars”, OUP Catalogue, Oxford University Press.
- Greco (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá, Banco de la República.
- Herranz-Loncán, A., (2014). “Transport Technology and Economic Expansion: The Growth Contribution of Railways in Latin America Before 1914”, en *Revista de Historia Económica*, Cambridge University Press, vol. 32, núm. 1, pp. 13-45, marzo.

- Ibáñez, J. E.; Meisel, A. (1990). “La segunda misión Kemmerer”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República.
- Jorgensen E.; Sachs, J. (1988). “Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period”, en Eichengreen, B. y Lindert, P. H. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. MA: MIT Press.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). “La política fiscal en el siglo XX en Colombia”, en *Economía colombiana del siglo XX. Un análisis cuantitativo*. Banco de la República y Fondo de Cultura Económica, Bogotá.
- Klinderberger, C. (1973). *The World In Depression, 1929-1939*, Berkeley, CA: University of California Press.
- Lewis, C. (1938). *America's Stake in International Investments*. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Maddison, A. (2001). *The World Economy: A Millennial Perspective*. Paris, OCDE.
- Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression, 1820-1930*. Princeton: Princeton University Press.
- Meisel, A. (1990). “La creación del Banco de la República y las teorías sobre banca central. ¿Por qué 1923?”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República.
- Meisel, A. (1990b). “La creación del Banco de la República y sus primeras reformas”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República.
- Meisel, A.; Ramírez, M. T.; Jaramillo, J. (2014). “Too Late but Profitable: Railroads in Colombia during 1920-1950”, en *Borradores de Economía*, núm. 838, Bogotá, Banco de la República.
- Meltzer, A. H. (2003). *A History of the Federal Reserve*, vol. 1, 1913-1951 Chicago: University of Chicago Press.
- Ministerio de Hacienda. *Memorias del Ministerio de Hacienda al Congreso, 1923-1931*.
- Ocampo, J. A. (1994). “Crisis mundial y cambio estructural 1929-1945”, en Ocampo, J. A. (ed.). *Historia económica de Colombia*, pp. 209-242.
- Pachón, A.; Ramírez, M. T. (2006). *La infraestructura de transporte en Colombia durante el siglo XX*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica.
- Palyi, M. (1972). *The Twilight of Gold, 1914-1936*. Chicago: Regnery.
- Patiño Roselli, A. (1981). *La prosperidad a debe y la Gran Crisis, 1915-1935*. Banco de la República, Bogotá.
- Rippy, F. (1931). *The Capitalists and Colombia*. Nueva York, The Vanguard Press.
- Ritschl, A. (2012). “Reparations, Deficits, and Debt Default: The Great Depression in Germany”, CEP Discussion Papers No. 1149, Centre for Economic Performance, LSE.

- Sánchez, F. (1994). "Moneda y política monetaria en Colombia 1920-1939", en Sánchez, F. (comp.). *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*. Tercer Mundo Editores y Fedesarrollo.
- Seidel, R. N. (1972). "American Reformers Abroad: The Kemmerer Missions in South America, 1923-1931", en *The Journal of Economic History*, vol 32, núm. 2, pp. 520-545.
- Superintendencia Bancaria. *Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, números de 1924 a 1932.
- Temin, P. (1994). "The Great Depression", NBER Historical Working Papers 0062, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Triffin, R. (1944). *Money and Banking in Colombia's Federal Reserve System*, Federal Reserve System
- Twomey, M. (1983). "The 1930's Depression in Latin America: A Macro Analysis", *Explorations in Economic History*, vol. 20, pp. 221-247.

Anexos

Cuadro A1
Ingresos por aduanas

Aduanas	1925	1926
Arauca	26,55 0,0%	58,88 0,1%
Barranquilla	33.125,07 51,6%	42.853,45 54,2%
Buenaventura	9.930,20 15,5%	12.828,65 16,2%
Cartagena	11.624,60 18,1%	13.887,35 17,6%
Cúcuta	1.645,88 2,6%	1.750,48 2,2%
Ipiales	9,44 0,0%	7,71 0,0%
Orocué	1,77 0,0%	2,33 0,0%
Puerto Asís	0,27 0,0%	0,28 0,0%
Puerto Córdoba	0,15 0,0%	0,68 0,0%
Riohacha	184,06 0,3%	114,65 0,1%
Santa Marta	2.092,73 3,3%	1.774,23 2,2%
Tumaco	666,19 1,0%	1.080,62 1,4%
Oficinas de encomiendas postales	4.846,10 7,6%	4.703,97 5,9%

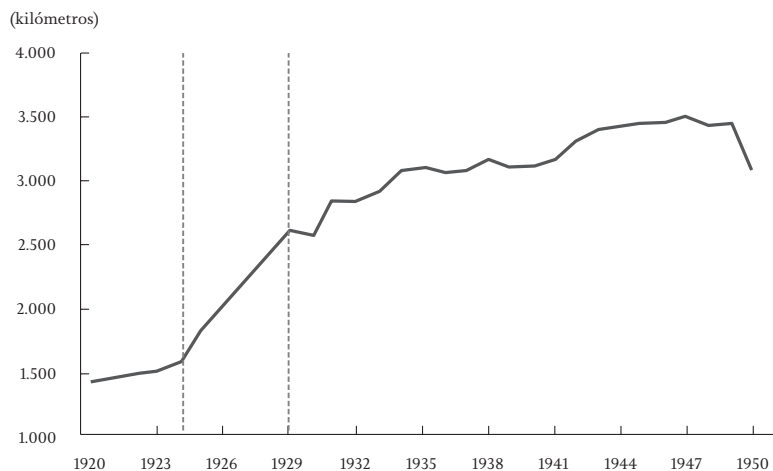
Fuente: Memoria del Ministerio de Hacienda al Congreso, 1926.

Cuadro A2
Préstamos obtenidos en el período 1923-1929
(millones de pesos de 1950)

Prestatario	Cuantía	Fecha	Plazo (años)	Interés
	10.000.000	Ago. 1926	..	5,5
República de Colombia	25.000.000	Sep. 1927	33	6
	35.000.000	Mar. 1928	33	6
	3.000.000	May. 1926	20	7
Banco Agrícola Hipotecario	3.000.000	Feb. 1927	20	7
	5.000.000	Oct. 1927	20	6
	5.000.000	Abr. 1928	20	6
	3.000.000	Oct. 1925	20	7
	6.000.000	Abr. 1926	20	7
Departamento de Antioquia	3.000.000	Oct. 1926	20	7
	820.250	Nov. 1926	20	8
	2.500.000	Feb. 1927	20	7
	4.000.000	Jul. 1927	30.5	7
	4.000.000	Nov. 1927	30.5	7
	3.750.000	Feb. 1928	20	7
	4.350.000	Jun. 1928	30	7
	6.000.000	Mar. 1926	20	7,5
	4.000.000	Nov. 1926	20	7,5
200.000	Ago. 1927	19	6	
Departamento del Valle	4.500.000	Sep. 1928	20	7
	2.500.000	Oct. 1926	20	7,5
	1.500.000	Jul. 1927	20	7,5
Departamento de Cundinamarca	3.000.000	Dic. 1926	20	7
	750.000	Inicios 1928
	12.000.000	Jun. 1928	30	6,5
Departamento del Tolima	2.500.000	Ene. 1928	20	7
	500.000	Ago. 1925	10	7
	500.000	Dic. 1925	15	8
Barranquilla	500.000	Ene. 1927	20	8
	6.000.000	Oct. 1924	31	8
	2.700.000	Jul. 1927	20	6,5
Bogotá	2.000.000	Jul. 1927	20	7
	635.000	May. 1927	20	7
	3.000.000	Jun. 1924	25	8
Cali	3.000.000	Ene. 1927	25	7
	9.000.000	Jun. 1928	26	6,5
	3.000.000	Jun. 1924	25	8
Medellín	3.000.000	Ene. 1927	25	7
	9.000.000	Jun. 1928	26	6,5
	3.000.000	Jun. 1924	25	8

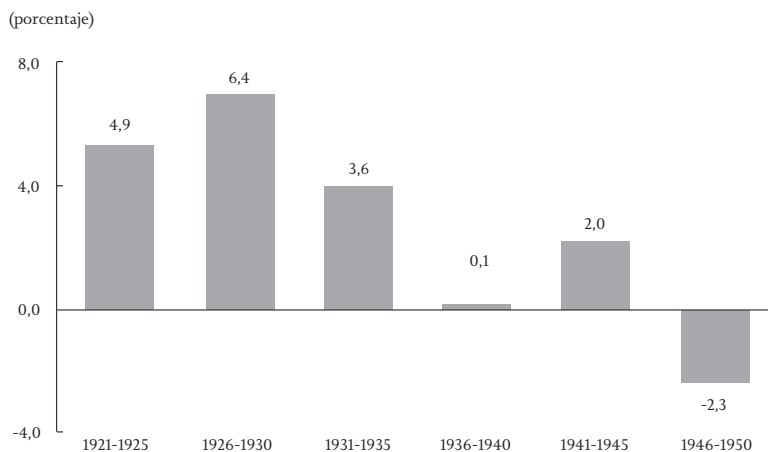
Fuente: tomado de Rippy (1931).

Gráfico A1 Longitud de los ferrocarriles en Colombia: 1920-1950



Fuente: Pachón y Ramírez (2006), Cuadro I.2A.

Gráfico A2 Tasa promedio de crecimiento de la red colombiana de ferrocarriles: 1920-1950



Fuente: cálculos con base en Pachón y Ramírez (2006).