

**Antecedentes históricos de la deuda colombiana.  
El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran  
depresión, 1929-1934.**

**Por: Mauricio Avella Gómez<sup>1</sup>**

**Resumen**

En este ensayo se documenta el papel amortiguador de la deuda pública interna del gobierno nacional, durante la gran depresión de principios de los 1930. Una diversidad de choques externos, entre ellos una confrontación bélica con un país limítrofe, afectó a la economía en esa época. A través de diversos medios comentados en este documento, la deuda pública interna sirvió para absorber los choques adversos sobre la economía, provenientes del exterior.

---

<sup>1/</sup> Investigador. Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Bogotá, Colombia. Julio de 2003.

## Contenido

	<b>Página</b>
<b>Perspectiva general y resumen</b>	<b>3</b>
<b>A. Choques sobre los mercados de activos durante la gran depresión.</b>	<b>4</b>
<i>1. Choques sobre los mercados de cambios internacionales.</i>	<i>5</i>
<i>2. Choques sobre los mercados financieros internos</i>	<i>9</i>
<i>3. Choques sobre las finanzas gubernamentales y los activos de deuda pública.</i>	<i>12</i>
<i>4. El funcionamiento de los vínculos entre los mercados de activos</i>	<i>14</i>
<b>B. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran depresión.</b>	<b>16</b>
<i>1. El manejo de la deuda pública interna bajo el patrón de cambios oro, 1923-1931.</i>	<i>17</i>
<i>a. 1923-1927</i>	<i>17</i>
<i>b. 1928-1930</i>	
<i>2. El papel de la deuda interna pública en el contexto de las políticas reflacionarias de 1932-1934.</i>	<i>22</i>
<i>a. El financiamiento extraordinario del Banco de la República al gobierno.</i>	<i>23</i>
i) El contexto	23
ii) Préstamos e inversiones en bonos públicos.	24
<i>b. El rescate del sistema financiero</i>	<i>26</i>
i) Los efectos desestabilizadores de choques externos adversos sobre el sistema bancario interno.	27
ii) El papel de la deuda pública interna en el manejo del problema de los deudores bancarios.	30
<i>c. Subsidios a los productores cafeteros.</i>	<i>37</i>
<i>d. El financiamiento de la guerra.</i>	<i>39</i>
<i>e. Implicaciones monetarias de las políticas reflacionarias.</i>	<i>44</i>

## **Antecedentes históricos de la deuda colombiana. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran depresión, 1929-1934.**

**Por : Mauricio Avella Gómez<sup>2</sup>**

### **Perspectiva General y Resumen**

La crisis mundial de los treinta en América Latina ha atraído la atención de economistas internacionales y otros científicos sociales. Ejemplos de esta literatura se deben a Díaz Alejandro (1982, 1983) y Thorp (1984). En Colombia el tema de la gran depresión cautivó el interés de los investigadores en los setenta y ochenta abarcando las transformaciones económicas, sociales y políticas de la época. Ocampo (1988), Ocampo y Montenegro (1982), así como Patiño (1981) constituyen estudios generales de los aspectos económicos de la crisis. En este documento la deuda pública es el hilo común en la discusión de la gran depresión.

En este ensayo y en el inmediatamente siguiente se tratan dos tópicos centrales, a saber, los eventos que documentan el papel amortiguador de la deuda pública interna, y el proceso de moratoria sobre la deuda externa<sup>3</sup>. ¿Cómo se acomodan estos temas en el argumento general? La moratoria sobre la deuda externa es el último paso en el ciclo de auge y recesión del endeudamiento internacional de los veinte, el cual se discutió en un artículo anterior<sup>4</sup>. La adhesión de Colombia al patrón oro y el cumplimiento estricto del servicio de la deuda se sostuvieron hasta que se hizo evidente que la economía internacional se aprestaba a abandonar el estándar de oro, los controles cambiarios y la moratoria se extendían en América Latina, y las reservas internacionales del país se

---

<sup>2/</sup> Las primeras notas para este ensayo fueron escritas en 1988 en la Universidad de Glasgow a partir de discusiones con Richard Portes director del Centre for Economic Policy Research, CEPR, en Londres, y CEPREMAP en París, y David Vines de la Universidad de Glasgow y del Balliol College en Oxford. Originalmente se emplearon como parte de la argumentación histórica de los ensayos requeridos por la tesis doctoral. Este artículo es el tercero de una serie de documentos acerca de la deuda colombiana desde los 1820 hasta el año 2000. Su rescate se debió al entusiasmo de Mauricio Pérez, decano de Economía de la Universidad Externado de Colombia quien quiso que estos temas se discutieran en seminarios sobre temas financieros programados en su Facultad. Se agradece el apoyo de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República en la preparación de documentos de carácter histórico como el presente.

<sup>3/</sup> El siguiente ensayo versará acerca de la moratoria sobre la deuda externa en el período 1931-1935.

<sup>4/</sup> Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana. Borradores de Economía No. 251. Subgerencia de Estudios Económicos. Banco de la República, Bogotá, 2003.

estaban agotando. La moratoria sobre la deuda externa colombiana fue un proceso parcial y gradual iniciado a fines de 1931 tras la adopción de controles sobre los cambios internacionales. La deuda pública interna hace parte de esta historia como un mecanismo de recuperación crucial después de años de deflación, y una vez se impusieron controles cambiarios. Dicha función se cumplió a través de una diversidad de medios, tal como se explica en seguida.

Durante la gran depresión la economía fue afectada severamente por choques externos adversos. Como el sector financiero dependía sustancialmente de recursos externos, la extinción del financiamiento externo dejó al sistema bancario al borde del colapso. La caída de las importaciones debilitó radicalmente los ingresos tributarios, y para restablecer el equilibrio presupuestario las autoridades debieron aplicar un drástico recorte del gasto público. El colapso de los precios cafeteros y de otros bienes transables no sólo debilitó el sector externo sino que deprimió la actividad interna. Como la economía fue afectada por la gran depresión a través de una variedad de conductos, los mecanismos amortiguadores de la deuda pública interna se pusieron en marcha a través de una serie de opciones, de acuerdo con el canal de conexión del choque externo con la economía interna. Todo esto fue posible una vez se establecieron controles sobre los cambios internacionales y sobre los pagos de la deuda externa.

La literatura sobre la deuda pública reconoce que la guerra ha sido una de las mayores causas históricas de aumentos en la deuda pública<sup>5</sup>. En el caso de Colombia, un conflicto fronterizo con el Perú vino a requerir un aumento de la deuda pública superior al que las autoridades habrían considerado necesario para amortiguar los choques de la gran depresión. Las autoridades también incrementaron la tributación con el propósito de asegurar una rápida amortización del aumento en la deuda pública. Este es un episodio ilustrativo de cómo las autoridades consideraron menos costoso elevar la deuda pública en lugar de la tributación para amortiguar el choque de la guerra sobre el gasto público, pero también de cómo estaban dispuestas a incrementar los tributos con el propósito de reducir la carga futura de la deuda.

La exposición está organizada de la siguiente manera. En primer término se reseña la gran depresión en Colombia mediante la descripción de los canales a través de los cuales los choques externos se transmitieron a la economía interna. Y, en segundo lugar se presenta la gama de opciones a través de la cual la deuda pública interna actuó como amortiguador ante choques macroeconómicos.

#### **A. Choques sobre los mercados de activos durante la gran depresión.**

Es posible esbozar un cuadro de la gran depresión en Colombia mediante el establecimiento de vínculos cruciales entre los mercados de activos. El esquema es similar al empleado por Eichengreen y Portes (1987) para expresar la “anatomía esencial de las crisis financieras”. Se aplica una versión modificada de dicho esquema a la experiencia colombiana para mostrar cómo los choques sobre el sector externo (cuentas corriente y de capital) afectan los mercados financieros internos y las finanzas

---

<sup>5/</sup> Puede citarse a Ricardo (1951) entre los expositores de la economía política clásica, y a autores como Buchanan (1958), Barro (1979) y Modigliani (1986) entre autores representativos de la teoría de la deuda pública en la segunda mitad del siglo XX.

gubernamentales, y cómo la estabilidad de la banca interna y los prospectos de crédito externo al país son afectados por la reacción de los acreedores foráneos a las vicisitudes de la deuda a nivel internacional.

La exposición se organiza del siguiente modo. Primero se describe una variedad de choques externos, a saber, choques sobre los mercados de cambios internacionales, choques sobre los mercados financieros internos, choques sobre las finanzas públicas, y choques sobre el mercado de bonos gubernamentales. Segundo se examinan los vínculos a través de los cuales las crisis en un mercado se transmiten a otros mercados.

La discusión muestra cómo en los treinta las autoridades reaccionaron a los choques siguiendo en primer lugar la ortodoxia prescrita por el régimen monetario (patrón oro), mucho antes de adoptar controles cambiarios. Esta medida no fue impuesta hasta que las reservas internacionales se encontraron prácticamente exhaustas, el sistema financiero interno llegó al borde del colapso, y la economía mundial se alejaba del patrón oro. Una moratoria parcial sobre la deuda externa fue negociada poco después de la adopción de controles cambiarios. Las dos medidas fueron consideradas como mecanismos *temporales* para evitar el agotamiento de los cambios internacionales.

Una adición crucial al esquema anterior consiste en que la deuda pública interna actúa como un cojín para asimilar los choques externos, de modos diferentes según los canales de conexión entre las perturbaciones externas y la economía interna. Este rol de la deuda pública interna se introduce en la descripción de los choques macroeconómicos, pero es en la parte B de este ensayo en donde se trata detalladamente la experiencia con la deuda pública interna durante la gran depresión.

### ***1. Choques sobre los mercados de cambios internacionales.***

Los países periféricos experimentaron choques negativos sobre sus mercados externos de bienes y capitales durante la gran depresión. La fortuna de Colombia estuvo atada a la suerte de los precios del café (Tabla 26).

**Tabla 26**  
**Colombia**  
**Principales Indicadores Macroeconómicos**  
**1925 - 1938**

<b>Años</b>	<b>PIB 1/</b>	<b>Inflación 2/</b>	<b>Precio del Café 3/</b>	<b>Tasa de Cambio Nominal 4/</b>	<b>Tasa de Cambio Real 5/ (1935 = 100)</b>
1925		1.1	27.6	1.01	74.9
1926	8.6	22.7	28.5	1.03	62.2
1927	7.8	-10.4	25.1	1.02	69.0
1928	7.5	0.4	27.3	1.02	65.7
1929	2.1	-0.4	22.8	1.03	67.6

1930	-0.8	-20.7	17.2	1.03	70.9
1931	-1.6	-13.5	15.6	1.03	75.0
1932	6.6	-23.3	11.4	1.05	89.5
1933	5.6	5.0	10.5	1.25	96.2
1934	6.3	38.8	13.7	1.63	93.4
1935	2.4	4.3	10.3	1.78	100.0
1936	5.3	6.0	11.3	1.75	93.2
1937	1.6	3.3	11.6	1.77	95.4
1938	6.5	12.6	11.0	1.79	84.0

## NOTAS

1/ Tasa anual de crecimiento del PIB.

2/ Promedio anual de las tasas mensuales de inflación.

3/ Promedio de las cotizaciones mensuales del café colombiano en Nueva York.

4/ Promedio de las cotizaciones de fin de mes del dólar de los Estados Unidos en términos de pesos colombianos.

5/ Cálculos basados en el Índice de Precios al Consumidor tanto de Colombia como de los Estados Unidos.

## Fuentes:

Para el PIB, CEPAL (1957). Para las tasas de inflación, Mitchell (1993). Para los precios del café y las tasas de cambio nominales, Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, varios años. Para el IPC de los Estados Unidos, Department of Commerce (1976).

Colombia disfrutó de precios cafeteros elevados y sin precedentes durante el período 1925-1928 cuando las cotizaciones internacionales alcanzaron niveles que eran 50% más altas que las obtenidas durante la primera mitad de la década; en promedio, estos precios se ubicaron por encima de US27¢/lb alcanzando su pico más elevado en 1926 con US28.5¢/lb. Estos logros fueron cosa del pasado una vez fracasaron las políticas brasileras de valorización, y el mercado accionario neoyorquino se vino a pique a fines de 1929. Los precios cafeteros se habían deteriorado desde principios de 1929, pero su caída vertiginosa se produjo después de aquellos eventos. A fines de 1933 el precio promedio del café fue de sólo US10.5¢/lb. Pero como se vio en el ensayo anterior de esta serie, el impacto negativo de la caída de precios fue en gran medida absorbido por los niveles sostenidos de las exportaciones reales entre 1929 y 1933. En la experiencia colombiana, el mayor choque adverso fue la reducción drástica del crédito externo, la cual desencadenó una salida masiva de reservas internacionales entre 1929 y 1931.

Tabla 27  
Colombia  
Balance Comercial y Financiamiento Externo  
1923-1938

Millones de US\$

Año	(1) Exportaciones (FOB)	(2) Ingresos por Exportaciones	(3) Importaciones (CIF)	(4) Balance Comercial  (1)-(3)	(5) Ingresos Netos de Exportaciones  (2)-(3)	(6) Reservas Internacionales	(7) Variación en las Reservas Internacionales	(8) Financiamiento Externo Neto  (7)-(2)+(3)
1923	57.8	51.5	64.5	-6.7	-13	7.4		
1924	85.5	79.8	61.8	23.7	18	23.1	15.7	-2.3
1925	83.5	77.8	95.7	-12.2	-17.9	36.3	13.2	31.1
1926	109.9	96.3	121.9	-12	-25.6	43	6.7	32.3
1927	106.4	83.5	135.9	-29.5	-52.4	44.2	1.2	53.6
1928	130.8	103.7	158.9	-28.1	-55.2	64.7	20.5	75.7
1929	122.8	93.6	136.9	-14.1	-43.3	37.7	-27	16.3
1930	109.5	78.6	68	41.5	10.6	27.4	-10.3	-20.9
1931	94.4	75.6	44.4	50	31.2	13.8	-13.6	-44.8
1932	66.9	50.9	32.7	34.2	18.2	17.2	3.4	-14.8
1933	58.9	47.2	44.7	14.2	2.5	16.8	-0.4	-2.9
1934	93.7	67.3	60.3	33.4	7	13.7	-3.1	-10.1
1935	80.1	57.4	67.1	13	-9.7	18.4	4.7	14.4
1936	89.9	66.5	76.7	13.2	-10.2	24.1	5.7	15.9
1937	104.1	74.5	95.9	8.2	-21.4	20	-4.1	17.3
1938	91.3	65.3	89.1	2.2	-23.8	27	7	30.8

Notas.

La columna (2) es igual a la columna (1) pero excluyendo el 80% del petróleo, el 60% del oro y el platino, y el 50% de los bananos. Ocampo (1987)

Fuentes: Informe del Gerente del Banco de la República (1964)

La Tabla 27 ilustra las experiencias contrastantes del sector externo durante la segunda mitad de los veinte y la primera de los treinta. Como puede observarse, un balance comercial negativo domina durante los últimos años veinte. Una descripción más dramática la ofrece la evolución adversa de los ingresos derivados de las exportaciones netas (columna 5) hasta 1929<sup>6</sup>. De hecho, entre 1924 y 1928 el 70% de la entrada neta de fondos externos (columna 7) fue a financiar el acervo continuamente creciente de las reservas internacionales (columna 6). Este proceso tocaría a su fin con motivo de la paralización súbita del crédito externo en 1928. Las cifras muestran cómo la salida neta de fondos externos fue primeramente financiada por una pérdida sustancial de reservas internacionales, y posteriormente por una entrada neta de ingresos por exportaciones. Durante el período 1929-1931 las reservas internacionales prácticamente se agotaron, y el superávit comercial reapareció sólo después de una disminución sustancial de las importaciones, la cual llegó a ser del 50% en 1930.

Tanto la enorme entrada de fondos externos a fines de los veinte como el drenaje masivo de activos extranjeros durante la gran depresión ocurrieron bajo las denominadas “reglas de juego” del patrón de cambios oro. Las autoridades fueron extremadamente reacias a abandonar estas reglas aún bajo las precarias condiciones de cambios internacionales de 1931. Fue necesario que ocurrieran eventos exógenos a la economía colombiana, y de repercusiones universales, para convencer a las autoridades del desencanto internacional con el patrón oro. Sólo así se adoptaron medidas para evitar el agotamiento completo de las reservas, y para poner en marcha medidas reflacionarias. La devaluación de la libra esterlina en 1931 (21 de septiembre) y la

<sup>6/</sup> El concepto de ingresos por exportaciones en la columna (2) es igual al de exportaciones FOB en la columna (1) pero excluyendo el 80% de las exportaciones petroleras, el 60% de las exportaciones de oro y platino, y el 50% de las exportaciones de banano. Estas exclusiones corresponden a ingresos de compañías extranjeras que explotaban dichas actividades económicas. Ocampo (1988, p.212).

devaluación del dólar de los Estados Unidos en 1933 (20 de abril) fueron los episodios que quebraron la resistencia de los países que aún se movían bajo la égida del patrón oro.

Con el propósito de estabilizar la tasa de cambio (la cantidad de pesos colombianos por un dólar) alrededor de los niveles de paridad, el Banco de la República definió una banda más angosta que la correspondiente a los puntos de exportación e importación del oro. El Banco no encontró mayores obstáculos para estabilizar la tasa de cambio dentro de los límites que se había impuesto a sí mismo durante el período 1926-1928. Empero, la desaparición del financiamiento externo desde 1928 y el colapso de los precios cafeteros en 1929 complicaron la estabilización cambiaria. En noviembre de 1928 la tasa de cambio había alcanzado el límite más alto que se había impuesto el Banco, y para abril de 1929 había alcanzado exactamente el punto de exportación del oro. El Banco logró sostener este nivel bajo el marco del patrón oro hasta septiembre de 1931 cuando se adoptaron controles cambiarios para evitar lo que parecía ser un desangre masivo de las reservas internacionales. Es ilustrativo mencionar que en los 28 meses durante los cuales el Banco estuvo vendiendo oro y cambios internacionales al punto de exportación de oro, las reservas internacionales cayeron en 72%, y 46% solamente en los primeros tres trimestres de 1931<sup>7</sup>.

Las autoridades presentaron la imposición de los controles cambiarios como una medida temporal debida a eventos excepcionales, al tiempo que se esperaba restaurar plenamente el patrón de cambios oro una vez se recobrarla la normalidad. Para corroborar tal intención, las autoridades implementaron un sistema híbrido de acuerdo con el cual la estabilidad de la tasa de cambio dentro de los puntos del oro continuaría siendo el objetivo de la política, pero el Banco sería el único comprador y vendedor autorizado de cambios internacionales. El sistema se conoció como el *patrón oro controlado*.

En la práctica, el control de cambios escasamente evitó una nueva caída de los activos internacionales, y aún a fines del primer trimestre de 1932 el inventario de reservas fue inferior al de septiembre de 1931. Para ese momento el punto de exportación del oro había alcanzado un nivel más alto y el Banco adoptó dicho nivel para sus operaciones cambiarias<sup>8</sup>. Un año más tarde, en febrero de 1933, bajo la presión de los exportadores, las autoridades introdujeron un régimen de tasas de cambio múltiples en el cual el punto de exportación del oro fue mantenido para transacciones gubernamentales. Aunque este esquema de tasas diferenciadas fue presentado una vez más como una medida transitoria, él constituyó el primer paso en el camino de alejamiento del patrón oro<sup>9</sup>.

---

<sup>7/</sup> En agosto de 1926 las autoridades adoptaron una banda angosta para las oscilaciones de la tasa de cambio entre C\$1,0150 y C\$1,0275 por dólar. En la práctica, la tasa de cambio osciló dentro de esta banda entre agosto de 1926 y octubre de 1928. El límite más alto (C\$1,0275) fue alcanzado en noviembre de 1928 cuando se sintieron los primeros síntomas de la cesación del crédito externo. Este nivel subsistió hasta abril de 1929 cuando bajo las presiones del mercado la tasa de cambio alcanzó el punto de exportación del oro de C\$1,0350 por dólar. Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República (en adelante, IGBR). Informes anuales correspondientes a 1927 y 1929.

<sup>8/</sup> Mediante la adopción en enero de 1932 de un nuevo punto de exportación del oro –C\$1,050 por dólar– como la tasa de cambio para sus operaciones, el Banco esperó ofrecer algún estímulo a los exportadores sin desviarse de las paridades metálicas. IGBR. Informe anual de 1932.

<sup>9/</sup> Bajo el sistema diferenciado la tasa de cambio para transacciones gubernamentales fue el punto de exportación del oro, C\$1,050 por dólar, mientras a los exportadores se les asignó una tasa de C\$1,130 y a los importadores una tasa de C\$1,160 por dólar, respectivamente.



Las expectativas de restauración del patrón oro se desvanecieron con posterioridad a la devaluación del dólar de los Estados Unidos. Una legislación de emergencia autorizando el establecimiento de controles cambiarios fue aprobada por el Congreso de los Estados Unidos en marzo de 1933, y para mediados de abril el dólar había caído; en una sola semana (del 15 al 22 de abril) el dólar había descendido 11% en relación con la libra esterlina. La devaluación del dólar formó parte de las medidas reflacionistas adoptadas por la administración Roosevelt. De contera, otras economías permitieron que sus monedas se movieran hacia abajo siguiendo la trayectoria del dólar.

Para minimizar el efecto negativo de la devaluación del dólar sobre la industria cafetera, Colombia adoptó una paridad fija entre el peso y el dólar. Sin embargo, esta paridad resultó artificial, y en septiembre de 1933 el peso fue devaluado contra el dólar. Esta determinación, la primera decisión franca de devaluar después del abandono del patrón oro, fue seguida por un régimen de flotación administrada bajo el cual el peso se depreció aún más en contra del dólar. Para fines de 1935 la tasa de cambio se había estabilizado, y al nuevo nivel las autoridades restablecieron un régimen de tasa de cambio fija el cual prevaleció entre 1936 y 1948<sup>10</sup>.

## ***2. Choques sobre los mercados financieros internos.***

Con posterioridad a las reformas financieras de 1923 que crearon el Banco de la República y reorganizaron el sistema bancario, la oferta monetaria ( $M_1$ ) aumentó continuamente hasta el colapso del financiamiento externo neto en 1928 (Tabla 28).  $M_1$  creció a una tasa anual del 17.7% entre 1924 y 1928 debido a la acumulación sustancial de reservas internacionales durante el mismo período. Posteriormente  $M_1$  entró en declive al acelerarse la succión de reservas internacionales. Para fines de 1931, con las reservas al borde de la extinción,  $M_1$  había vuelto a su incipiente nivel de 1924. Fue la combinación del régimen monetario –el patrón de cambios oro- y los ciclos de auge y recesión del financiamiento externo los que causaron el alza empinada y posterior desplome de los agregados monetarios.

**Tabla 28**  
**Colombia**  
**Indicadores Monetarios**  
**1924 – 1937**

**(Millones de Pesos y Porcentajes)**

OFERTA MONETARIA

TASAS DE INTERES (%)

Largo Plazo

<sup>10/</sup> El 5 de septiembre de 1933 la tasa de cambio para exportadores pasó de C\$1,130 a C\$1,230, y la tasa para importadores de C\$1.160 a C\$1.260, o sea, una devaluación del 8%. Posteriormente, durante la flotación administrada –septiembre de 1933 a junio de 1936- la tasa de cambio se depreció en 38%. Finalmente, la tasa de cambio fue fijada en C\$1,75 por dólar en junio de 1936. IGBR. Informes anuales de 1934 a 1936.

<b>Año</b>	<b>M<sub>1</sub> (Total)</b>	<b>M<sub>1</sub> Cambio %</b>	<b>B Cambio %</b>	<b>M<sub>1</sub> Cambio %</b>	<b>Tasa de descuento del Banco Central</b>	<b>Bonos del Gobierno Nacional</b>	<b>Bonos de la Banca Hipotecaria</b>
1924	57.6				7.0	10.0	9.8
1925	73.3	27.3	14.0	11.6	7.0	10.0	9.1
1926	89.9	22.6	19.5	2.6	7.0	10.0	8.7
1927	94.5	5.1	5.7	-0.6	7.0	10.0	8.5
1928	110.6	17.0	13.5	3.1	7.0	9.4	8.0
1929	80.9	-26.9	-22.3	-5.8	9.0	9.2	8.0
1930	64.2	-20.6	-19.3	-1.7	7.0	9.1	8.0
1931	56.9	-11.4	-8.9	-2.7	7.0	9.1	8.0
1932	68.2	19.9	15.0	4.3	6.0	7.4	8.0
1933	84.6	24.0	21.8	1.9	4.0	6.0	6.2
1934	100.7	19.0	18.0	0.8	4.0	5.5	6.2
1935	103.2	2.5	12.1	-8.6	4.0	5.6	6.8
1936	124.2	20.3	17.2	2.7	4.0	5.6	6.8
1937	128.0	3.1	0.3	2.7	4.0	5.6	6.9

Fuentes:

Oferta Monetaria (M<sub>1</sub>). Informe del Gerente del Banco de la República, 1964.

Base Monetaria (B). Estimada de acuerdo con datos en Triffin (1944, pp.38-39)

Tasa de descuento del Banco Central. Tasas preferenciales de descuento al sector agrícola: 8% en 1929, 6% en 1930, 5% en 1931, 4% en 1932, y 3% en 1933. Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva. Varios años.

Tasas de interés de largo plazo. Promedios ponderados calculados de acuerdo con la información publicada en el Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1964.

Como era de esperarse bajo las “reglas de juego”, el instrumento de la política monetaria era la tasa de descuento del banco central. Bajo tales reglas las autoridades debían intervenir en el mercado monetario mediante la elevación de la tasa de descuento cuandoquiera que el banco central perdiese reservas. El Banco de la República mantuvo tasas de descuento constantes a lo largo del período de auge del endeudamiento externo, incrementándolas temporalmente en 1929 cuando la economía experimentó la más grave caída de reservas internacionales, como se observa en las tablas 27 y 28. Al iniciarse la pérdida de reservas bancarias debido al drenaje de activos internacionales, el mecanismo del redescuento fue empleado intensamente por aquellos bancos con el propósito de proteger sus posiciones de liquidez. Como el Banco buscaba controlar sus préstamos a la banca comercial más que restringirlos por completo, la tasa de redescuento fue reducida a su nivel previo cuando los préstamos volvieron a sus niveles históricos. Una vez se establecieron los controles cambiarios en 1931 y las salidas de reservas internacionales se moderaron, las presiones sobre la liquidez bancaria cedieron, y por consiguiente la dependencia de la banca comercial en relación con los créditos del Banco se redujo ostensiblemente.

Mediante el empleo de la tasa de descuento, y permitiendo que la tasa de cambio se deslizara hacia el punto de exportación del oro, el Banco logró preservar la estabilidad

cambiaría requerida por el régimen monetario durante los tres años comprendidos entre el colapso de los precios cafeteros y la extinción del crédito externo, y la imposición de los controles cambiarios. La posición de liquidez de la banca comercial bajo amenaza dada la salida masiva de activos externos fue asegurada mediante créditos de última instancia. El precio en el que se incurrió por la defensa del régimen monetario fue el virtual agotamiento de las reservas internacionales y la deflación interna resultante (como se observa en la Tabla 26, la tasa media de inflación durante 1930-1932 fue de menos 20%).

Las condiciones adversas de 1928-1931 fueron enfrentadas por el Banco de una “manera afortunada desde el punto de vista técnico” de acuerdo con un informe integral de Robert Triffin (1944). Pero como lo anotara el mismo autor, los colombianos terminaron considerando dicho logro como una “victoria insignificante” por los efectos paralizadores de la deflación sobre las estructuras crediticias internas. La reanimación de tales estructuras requirió el abandono del patrón oro y el montaje de iniciativas reflacionarias. A estas últimas contribuiría significativamente la deuda pública interna, según se verá en la parte B de este ensayo

La intermediación financiera floreció y luego se derrumbó con el ciclo de auge y recesión del crédito externo. El mercado financiero estaba segmentado institucionalmente por la existencia de bancos comerciales especializados en operaciones crediticias de corto plazo, y bancos hipotecarios especializados en la provisión de financiamiento de largo plazo a los sectores de la agricultura y la construcción. Esta estructura tuvo una importancia crítica en su época por varias razones. El mercado interno no logró proveer más de una cuarta parte de los recursos de la banca hipotecaria, y por consiguiente los préstamos de largo plazo a la agricultura y la construcción dependieron sustancialmente del acceso de la banca hipotecaria a los mercados externos. Además, para fines de 1929 la banca hipotecaria registraba el 45% del crédito bancario en la economía, corroborando tanto la importancia del crédito de largo plazo, como la dependencia notoria del crédito bancario en relación con el financiamiento externo. Finalmente, los créditos de corto plazo otorgados por la banca comercial extranjera a la banca comercial en Colombia representaron una proporción importante de los recursos disponibles para crédito.

La clara dependencia de las instituciones financieras del financiamiento externo las hizo vulnerables a choques adversos sobre la disponibilidad de dichos recursos. El financiamiento de largo plazo a la banca hipotecaria se evaporó en 1929 y los fondos de corto plazo para la banca comercial se redujeron al mínimo en 1931. Las tensiones que entonces se crearon sobre los pasivos del balance bancario se magnificaron por los procesos de deflación interna y externa. La experiencia de la banca hipotecaria es ilustrativa: sus deudores, principalmente productores de café, encontraron dificultades para servir una deuda constante en términos nominales, cuando los precios, los salarios y los beneficios estaban cayendo. La banca hipotecaria se encontró entonces en un callejón sin salida, con sus activos productivos en alto riesgo, sin acceso a recursos frescos del exterior y sin una alternativa comparable de fuentes internas de recursos, en medio de la gran depresión.

Durante los primeros tres años de la crisis la banca comercial defendió su posición de liquidez utilizando la herramienta del redescuento en el Banco, pero ya hacia fines de 1931 la inhabilidad generalizada para pagar en el lado de los deudores dejó a la banca

comercial y también a la hipotecaria al borde de la insolvencia. El mecanismo del redescuento dejó de ser una solución apropiada, de modo que la atención de las autoridades se orientó al diseño de disposiciones extraordinarias para enfrentar el denominado "problema de los deudores". Dichas medidas fueron adoptadas con posterioridad a la imposición de controles cambiarios en septiembre de 1931. Tal como se verá en la parte B de este ensayo, algunas de tales decisiones se tradujeron en *aumentos* de la deuda pública interna, y otras en cambios en su *composición*.

### ***3. Choques sobre las finanzas gubernamentales y los activos de deuda pública.***

El auge y receso de los veinte afectó dramáticamente el perfil de las finanzas públicas. Por el lado de los ingresos la dependencia característica de los tributos en relación con los impuestos sobre las importaciones (Tabla 29, columna 2) tendría una importancia definitiva. Los ingresos gubernamentales resultaron extremadamente vulnerables a la suerte del poder de compra de las exportaciones y a la disponibilidad de financiamiento externo. Los ingresos corrientes vivieron su auge entre 1924 y 1928, cayeron drásticamente en 1930, y continuaron descendiendo hasta 1932, siguiendo el ciclo descrito por las importaciones.

Por el lado del gasto, los gastos corrientes (excluyendo los pagos de intereses) siguieron el paso de los ingresos hasta 1926, antes de que las entradas de crédito externo en 1927 y 1928 (Tabla 29, columna 8) hicieran posible la extraordinaria aceleración del gasto público en esos años. Desvanecidas las esperanzas de continuidad del crédito externo, y enfrentadas al descaecimiento de los recaudos después de 1929, las autoridades dispusieron un ajuste draconiano del gasto nominal durante el período 1929-1932. Mientras en los años de clímax (1927-1928) los gastos gubernamentales alcanzaron un promedio de C\$93 millones por año, durante el período de drástico recorte (1929-1932) el promedio fue de C\$51 millones. Dada la evolución de los recaudos, la trayectoria de los gastos ajustados resultó en la alternación de pequeños déficit y superávit fiscales, e inclusive puede observarse cómo un incipiente superávit primario promedio en 1929-1931 se sumó a la políticas monetarias deflacionarias de dichos años.

TABLA 29  
COLOMBIA  
INDICADORES FISCALES  
PERIODO 1924 - 1937  
(Millones de Pesos)

AÑO	CAMBIOS EN LA DEUDA PUBLICA DEL GOBIERNO NACIONAL								
	(1) INGRESO CORRIENTE	(2) IMPUESTOS SOBRE IMPORTACIONES (% DE (1))	(3) GASTOS CORRIENTES	(4) DEFICIT PRIMARIO	(5) SERVICIO DE LA DEUDA	(6) ENDEUDAMIENTO REQUERIDO	(7) INTERNA	(8) EXTERNA	(9) TOTAL
1924	39.9								
1925	51.5		43.1	49.4	2.1		-3.7	-2.5	-6.2
1926	60.6		42.7	61	-0.4		-3.1	-1.9	-5
1927	63.4		46	78.4	-15	6	-2.9	-2.7	-5.6
1928	75.5		49.1	107.4	-31.9	7.7	-1.9	23.3	21.4
1929	75.2		47.1	73.5	1.7	9	39.6	4.2	35.5
1930	49.4		37.2	51.3	-1.9	9.6	7.3	2.4	0.5
1931	43.7		40.5	42.7	1	9.2	11.5	9.4	-3.5
1932	34.6		50.6	36.1	-1.5	10.1	8.2	11	10.7
1933	43.3		52	51.6	-8.3	11.1	10.1	11.6	-7.3
1934	52.5		46.9	54.1	-1.6	19.1	19.4	14.5	-2.9
1935	58.2		47.3	49.7	8.5	10.1	20.7	11.4	5.5
1936	73.1		41	61.9	11.2	10.6	1.6	-1	4.3
1937	86.2		39.8	72.5	13.7	11.4	-0.6	-2.2	-2.3
							-2.3	-2.1	-2.5
									-4.6

## NOTAS.

Los datos en la columna (6) no coinciden con los datos de la columna (9) debido a diferencias en las fuentes de información.

## FUENTES

La columna (2) a partir de CEPAL (1957). Las columnas (1), (3) y (5) a partir del Informe Financiero del Contralor, varios años. Los cambios en la deuda pública externa a partir de las series construidas en el capítulo posterior en el cual se estudia la renegociación de la deuda externa de Colombia entre 1934 y 1949.

Dos importantes períodos dominan la experiencia con la deuda pública en los veinte y treinta. Los créditos externos al gobierno nacional en 1927-1928, y los préstamos internos de 1932-1934. Según la Tabla 29, los cambios en la deuda interna fueron muy limitados o aún negativos cuando el gobierno nacional tuvo acceso al financiamiento externo, y ganó importancia gradualmente al paralizarse el endeudamiento externo en 1928. Pero fue en el período 1932-1934 cuando los cambios en la deuda pública interna alcanzaron su apogeo. Una vez establecidos los controles cambiarios en septiembre de 1931, una fracción importante del aumento en la deuda pública interna fue financiada por el Banco de la República como parte de políticas reflacionarias. La estrategia de acudir al Banco fue vista como una medida temporal restringida a la obtención de los objetivos reflacionarios. Más tarde, en 1935, habiendo dejado atrás los años de la gran depresión, un proceso de reforma fiscal revitalizaría los recaudos tributarios y permitiría que se iniciara la reducción del saldo de la deuda pública interna.

En su calidad de activos financieros, los bonos gubernamentales tenían que competir internamente con los bonos privados (cédulas) emitidos por la banca hipotecaria. Aunque durante los veinte la banca hipotecaria vendió cerca del 65% de sus bonos en mercados internacionales, las cédulas llegaron a ser el activo de largo plazo dominante. Los bonos gubernamentales representaron aproximadamente el 60% del tamaño de las cédulas vendidas internamente en el período 1923-1930. Las tasas de interés sobre los bonos tanto hipotecarios como del gobierno fueron siempre altas según estándares internacionales aunque la banca hipotecaria redujo progresivamente sus tasas en los últimos años veinte (Tabla 28). En 1929 la tasa de interés sobre los bonos hipotecarios internos fue del 8%, todavía más alta que el 6.7% pagado sobre los bonos hipotecarios

flotados en el exterior (Tabla 19)<sup>11</sup>. En la misma fecha, la tasa de interés del 9.2% pagada sobre los bonos gubernamentales internos fue bastante más alta que el 6.5% pagado sobre los bonos vendidos en los Estados Unidos. La discrepancia entre las tasas internas pagadas sobre los bonos gubernamentales en comparación con los hipotecarios fue tema de controversia. La reducción de las tasas de interés sobre los bonos gubernamentales durante los últimos años veinte fue realizada mediante la emisión de bonos de menores tasas de interés (bonos de 8% y de 5%) mientras las emisiones de bonos de tasas más altas (10%) fueron suspendidas.

En cuanto a los precios de mercado de los bonos, las cotizaciones internacionales crecieron durante el auge crediticio, llegaron a su punto más alto en 1928 precisamente en vísperas del colapso financiero internacional, y se desplomaron con el retroceso del mercado internacional de capitales. Por ejemplo, los bonos del gobierno nacional vendidos en la bolsa de valores de Nueva York (considerando únicamente las emisiones de 1927 y 1928) se cotizaron a 91 en 1928, 78 en 1931, 40 en 1932 y 36 en 1935. La empinada caída en los precios de mercado de los bonos se debió no sólo a la desaparición del crédito externo. Una cadena de eventos como la oleada de moratorias soberanas que afectó varias naciones de América del Sur durante 1931, y la adopción de controles cambiarios en Colombia a fines de 1931 pudo haber contribuido al declive de las cotizaciones de la deuda, independientemente de la continuidad en los pagos del servicio de la deuda. En el caso de los bonos que acaban de mencionarse, los cuales constituyeron las dos mayores emisiones de los veinte, aunque los intereses y el fondo de amortización fueron cancelados en su totalidad hasta mediados de 1933, la cotización internacional en 1932 había caído al 40% de su valor a la par. Los precios de los bonos internos debieron enfrentar un destino similar, alcanzando cotizaciones superiores al 90% en 1928, y apenas el 50% del valor a la par a fines de 1931.

#### ***4. El funcionamiento de los vínculos entre los mercados de activos.***

Las descripciones anteriores de mercados individuales de activos revelaron diversos efectos de la depresión mundial de los treinta sobre cada mercado. Ellas también sugirieron la existencia de *vínculos* entre las crisis en los mercados individuales. En relación con la crisis del sistema bancario pueden definirse dos vínculos cruciales. El primero actúa entre choques sobre el mercado cambiario y su efecto sobre la estabilidad bancaria. El segundo opera entre el surgimiento de problemas con la deuda externa y su impacto sobre la estabilidad de la banca. Otros dos vínculos significativos destacan la crisis de las finanzas gubernamentales así como la credibilidad internacional. Ellos también se originan en choques sobre el mercado cambiario, así como en el deterioro a escala internacional de la deuda de los países.

El *primer vínculo* reúne los efectos devastadores de los choques sobre los mercados externos de bienes y capitales sobre los mercados financieros internos. Como se vio antes, las reservas internacionales y los principales agregados monetarios cayeron radicalmente, retornando a los valores nominales alcanzados alrededor de 1924 antes de la iniciación del auge crediticio internacional. El sistema bancario perdió un tercio de

---

<sup>11/</sup> La Tabla 19 se encuentra en el ensayo anterior de esta serie histórica sobre la deuda. Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana. Borradores de Economía No 251. Banco de la República, Bogotá, 2003.

sus reservas entre 1928 y 1931. El problema no fue únicamente la caída de los recursos financieros. El colapso de los términos de intercambio y la deflación general del período 1929-1932 minaron gravemente la capacidad de pago de los exportadores y otros deudores comerciales, elevando el riesgo de no recuperación de la cartera bancaria. Para fines de 1931, el “problema de los deudores” era tan profundo que la parálisis del sistema bancario sólo podría haberse evitado mediante medidas extraordinarias de intervención gubernamental.

El *segundo vínculo* indica cómo la estabilidad bancaria es debilitada por tensiones surgidas entre los acreedores extranjeros y sus deudores. Un ejemplo derivado de la experiencia tanto de los treinta como de los ochenta es el de la interrupción de los préstamos de corto plazo por la banca internacional. En los treinta se trató de un fenómeno universal que golpeó a los deudores europeos y latinoamericanos, y Colombia no fue la excepción. Observadores y autoridades de la época consideraron el repliegue de los préstamos de corto plazo como una de las mayores pruebas recibidas de los acreedores internacionales. Estas presiones externas fueron particularmente intensas durante los primeros tres trimestres de 1931, en momentos en los que la deuda externa colombiana estaba siendo plenamente servida por deudores privados y públicos. Desde el punto de vista de los bancos la reducción de los préstamos de corto plazo causó nuevas tensiones en su ya deteriorada situación financiera y dificultó el financiamiento de las operaciones normales de comercio internacional.

El *tercer vínculo* resalta los efectos demoledores que choques desfavorables sobre el sector externo pueden tener sobre las finanzas públicas. La reducción drástica de las importaciones debida al colapso del crédito internacional provocó una reducción severa de los recaudos (derechos aduaneros). Con el fin de equilibrar el presupuesto, las autoridades fiscales impusieron un recorte radical del gasto público, en especial de los gastos en inversión. Fue una política aplicada bajo el marco ortodoxo del régimen monetario, cuyos efectos recesivos vinieron a sumarse a las fuerzas deflacionarias surgidas de choques negativos sobre el sector externo. Pero hubo más implicaciones. La percepción en el exterior acerca de la solidez financiera del sector público y de la nación fue afectada adversamente por el deterioro de los términos de intercambio. Como las exportaciones cayeron verticalmente entre 1928 y 1933, y el crédito externo de largo plazo había sido suspendido desde 1929, los índices convencionales de endeudamiento reflejaban una proporción rápidamente creciente de la deuda por unidad de exportaciones. Estos resultados de por sí debilitaban la reputación de solidez financiera entre los acreedores extranjeros. Mientras la deuda externa del sector público colombiano representaba 1.23 veces el valor de las exportaciones en 1928, la figura relevante para 1931 era 1.77, después de una reducción del 28% en el valor de las exportaciones. Todo esto ocurrió mientras las obligaciones de la deuda externa de Colombia estaban siendo puntual y enteramente satisfechas.

El *cuarto vínculo* dirige la atención hacia cómo los problemas de la deuda en las economías vecinas afectan el crédito externo al país. Al respecto es importante tener en cuenta que en ciertos aspectos críticos Colombia siguió un camino distinto del de otros deudores en la región. El país sobresalió en América Latina por su persistente resistencia a abandonar el patrón de cambios oro y por su compromiso con el servicio de la deuda externa. Colombia evitó figurar en la lista de quienes depreciaron sus monedas con anterioridad a la depreciación de la libra esterlina. Entre estos países figuraron deudores prominentes como Argentina y Brasil quienes depreciaron sus

monedas en 1929, y Chile en 1930. Colombia adoptó un sistema de controles cambiarios en septiembre de 1931, “forzada” por el agotamiento inminente de sus reservas, y en un contexto internacional en plan de abandonar el patrón oro. El deterioro de las reservas internacionales llevó las autoridades a anunciar una suspensión parcial y “temporal” del servicio de la deuda en febrero de 1932. La moratoria se produjo primeramente como un proceso parcial, gradual e intermitente, y luego como un proceso más definido a partir de 1935, aunque aún en este caso algunos pagos específicos se mantuvieron.

El hecho de que Colombia no sólo se mantuvo dentro del patrón oro por un tiempo más amplio que otros deudores sobresalientes en Suramérica, sino que honró sus obligaciones externas más persistentemente que ellos (con la excepción conspicua de la Argentina quien en esta época no entró en moratoria), no le garantizó al país un tratamiento más favorable de parte de los acreedores externos. La oleada de depreciaciones del circulante extendida a lo largo y ancho de América Latina desde 1929, el estallido de moratorias soberanas que sólo en los primeros tres trimestres de 1931 abarcó cinco países suramericanos, y la efervescencia política frecuentemente asociada con decisiones de moratoria, hicieron de la región una opción nada atractiva para los acreedores potenciales.

¿Cómo podrían las autoridades bloquear los resultados funestos de estos vínculos sobre la estructura crediticia interna y sobre las finanzas gubernamentales? Por tres años, 1928-1931, las autoridades siguieron prescripciones ortodoxas bajo el supuesto de que la cooperación internacional restablecería finalmente un equilibrio estable bajo el patrón oro. Los esfuerzos individuales realizados en la periferia para evitar la inestabilidad financiera y la recesión resultaron inocuos bajo el patrón oro, y las medidas reflacionarias, fiscales o monetarias, fueron descartadas por incompatibles con el mantenimiento de la convertibilidad del oro. Al final, una medida crucial fue el establecimiento de controles cambiarios en septiembre de 1931. A pesar de su importancia, esta medida no fue designada para restablecer la estructura crediticia interna e iniciar la restauración económica. Este sería el rol de la deuda pública interna, tal como se verá en la siguiente sección.

## **B. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran depresión.**

En la evolución de la deuda pública interna (DPI) durante los veinte y treinta pueden distinguirse tres períodos (Tabla 30). El primero entre 1923 y 1927, durante el cual el acervo nominal de la DPI estuvo cayendo continuamente y representó no más del 1.3% del PIB. El segundo entre 1928 y 1934 durante el cual la DPI creció a la tasa exponencial anual del 36% y representó aproximadamente el 5.5% del PIB. A lo largo de este segundo período pueden distinguirse dos fases: los años de 1928 a 1930 durante los cuales la DPI representó alrededor del 1.8% del PIB, y los años de 1931 a 1934 durante los cuales la cifra comparable fue del 8.2%. Finalmente, un período de declinación ligera de la DPI nominal después de 1935, aunque representando todavía alrededor del 7% del PIB.



Tabla 30

Deuda Pública Interna  
1923 -1937

(Millones de Pesos y Porcentajes)

## Composición de la Deuda Pública Interna

Años	Total (Pesos colom- bianos)	Porcentaje del PIB	Total Porcentaje	Bonos	Pagarés	Libranzas	Préstamos del Sistema Financiero	Deuda Flotante
1923	21.2	n.a.	100	79.4	0.4	17.6	2.6	-
1924	17.4	n.a.	100	80.8	0.5	18.7	-	-
1925	14.3	1.76	100	79.1	-	13.9	7	-
1926	11.4	1.14	100	83.4	-	16.6	-	-
1927	9.5	0.9	100	88.9	-	0.6	10.5	-
1928	13.7	1.08	100	85.1	-	0.3	14.6	-
1929	16	1.39	100	90.5	-	0.2	9.3	-
1930	25.4	2.81	100	58.5	23.6	0.1	17.8	-
1931	37.6	5.25	100	46	15.9	0.1	34.8	3.2
1932	57.4	8.94	100	52	9.6	-	34.7	3.7
1933	74.3	10.66	100	51	7.8	-	35.1	6.1
1934	82.3	7.99	100	52.8	11.2	1.9	32.6	1.5
1935	81.4	7.96	100	51.7	11.2	3.3	32.2	1.6
1936	79	6.5	100	52.1	9.8	3.2	33.5	1.4
1937	77.5	6.09	100	50.4	8.4	2.4	36.6	2.2

## Fuentes

Informe Financiero del Contralor. Varios años.  
CEPAL (1957)

Los bonos constituyeron el instrumento preponderante de la DPI durante el período, aunque su importancia declinó de un predominante 84% hasta 1929 a 52% durante el resto del período. Como se observa en la Tabla 30, este cambio se debió principalmente a la significación alcanzada por el crédito extendido por el sistema financiero al gobierno; en promedio, una tercera parte del acervo de la deuda se encontraba en manos de dicho sector. Como se verá más adelante, la mayor parte de dicha fracción estaba en poder del Banco de la República.

La exposición se organiza de la siguiente manera. En primer lugar se examina la experiencia con la DPI durante el período del patrón oro entre 1923 y 1931. Posteriormente se explora la posición de liderazgo de la DPI en las políticas de recuperación implementadas durante el período 1932-1933. También se discute la importancia de la DPI durante el conflicto armado con el Perú (1932-1933) y cómo las autoridades combinaron deuda pública interna y tributación para financiar la guerra. Finalmente, ya que una parte importante del aumento de la DPI ocurrió en la forma de créditos del Banco al gobierno, también se revisan los reflejos de este proceso sobre los agregados monetarios.

### ***1. El manejo de la deuda pública interna bajo el patrón de cambios oro, 1923-1931.***

#### *a. 1923-1927.*

El acervo nominal de la DPI cayó en más de la mitad entre 1923 y 1927. Una serie de causas interactuaron para llegarse a este resultado. Un motivo interno importante fue la

unificación del circulante nacional con posterioridad a la fundación del Banco de la República en 1923. Como algunos títulos gubernamentales estaban siendo empleados por el público como dinero, el retiro de circulación de dichos títulos fue considerado como un prerrequisito para el éxito del Banco. Ya para fines de 1927 sólo una cantidad mínima de aquellos instrumentos de deuda (Bonos de la Tesorería de 1922 y Certificados de la Tesorería de 1919) estaba todavía en circulación. Este proceso de unificación monetaria representó alrededor de dos terceras partes de la reducción de la DPI entre 1923 y 1927. El otro tercio resultó de la casi completa liquidación de Notas de la Tesorería, y una exigua reducción de Bonos Colombianos de la Deuda Interna (el principal instrumento de deuda interna de la época)<sup>12</sup>.

La necesidad de mejorar la imagen externa de las finanzas gubernamentales fue otro motivo para reducir la DPI. Ya que la permanencia del patrón oro que se adoptaría en 1923 podría requerir el acceso al financiamiento externo, la legislación de la época (Ley 102 de 1922) había autorizado al gobierno para negociar préstamos externos. Además, una legislación expedida a fines de 1922 (Ley 116) determinó la conversión y reducción de la DPI, al tiempo que autorizó aumentos en las tarifas aduaneras específicamente destinados a dicho fin.

Existen indicaciones basadas en correspondencia privada según las cuales la necesidad de mejorar la posición crediticia del gobierno pudo haber sido sugerida por banqueros extranjeros como condición para negociar nuevos préstamos. Por ejemplo, en una comunicación enviada al Consejo (Británico) de Tenedores de Bonos Extranjeros adjuntando una copia de la Ley 116 de 1922 que se acaba de citar, el Departamento Británico de Comercio de Ultramar observó: “La cuestión acerca de la consolidación de la deuda interna ha sido urgida al gobierno colombiano desde hace algún tiempo por financistas foráneos casi como una condición precedente para el otorgamiento de préstamos en términos satisfactorios”<sup>13</sup>.

Como la inactividad del mercado externo de capitales después de la primera guerra mundial no pudo superarse hasta el lanzamiento del préstamo Dawes en 1924, la reducción de la DPI no podía tener implicaciones prácticas para el acceso del gobierno nacional a créditos frescos del exterior. Las series estadísticas revelan que tanto la deuda externa como la deuda interna del gobierno nacional cayeron ininterrumpidamente entre 1922 y 1926 como se pudo apreciar en la Tabla 29. En conjunto, esta declinación paralela implicó una reducción del 40% del total de la deuda nacional entre 1923 y 1926. Esta tendencia se quebró en 1927 cuando un préstamo colocado por el gobierno nacional en los mercados estadounidenses estuvo a punto de triplicar el acervo de la deuda externa. En cuanto a la deuda interna, su descenso continuó hasta fines de 1927.

En la medida en la que la política de reducción de la deuda interna siguió su camino, el endeudamiento del gobierno con el Banco de la República fue esporádico. Desde su fundación, el Banco fue autorizado para hacer préstamos al gobierno y para invertir en bonos gubernamentales por una suma no mayor del 30% del capital y las reservas del

<sup>12/</sup> Entre 1923 y 1927 el acervo de la DPI se redujo de C\$21.1 millones a C\$9.5 millones. El 63% de esta sustancial reducción nominal fue explicado por el retiro de circulación de Certificados de la Tesorería (C\$2.6 millones) y Bonos de la Tesorería (C\$4.7 millones)

<sup>13/</sup> Departamento de Comercio de Ultramar (Department of Overseas Trade). Servicio de registro especial de información, con fecha 23 de marzo de 1923. Consejo de Tenedores de Bonos Extranjeros (Council of Foreign Bondholders), Londres. Extracts, volume II. Las citas del Consejo se harán en adelante con la sigla **CFB**.

Banco. Los préstamos fueron ocasionales representando apenas el 6% del capital y las reservas del Banco durante el período 1923-1927 y fueron rápidamente liquidados<sup>14</sup>.

#### *b. 1928-1930*

En 1928 una selección de indicadores macroeconómicos claves alcanzó su punto de retorno (Tablas 26, 27, 29). Fue el último año de elevadas cotizaciones cafeteras antes de precipitarse su caída, la cual se extendería a lo largo del período 1929-1933. Fue también el año en el cual el financiamiento externo neto al país alcanzó su máximo antes del colapso de 1929, y antes de reducirse a guarismos negativos en 1930. Los recaudos de la Tesorería que también alcanzaron su mayor altura en 1928, pasaron a ser un tercio más bajos en 1930, y aunque el gasto público se redujo a la mitad entre 1928 y 1930, la Tesorería experimentó tensiones financieras durante dichos años. En gran medida estas dificultades se originaron en deudas flotantes que el gobierno nacional había acumulado con gobiernos regionales. Como estas obligaciones se financiaron mediante la emisión de deuda interna, el rol anticíclico de la DPI se inició desde fines de 1928. Como resultado de estos eventos el acervo nominal de la DPI se incrementó en 1.7 veces en el período 1928-1930.

Con antelación al punto de retorno a fines de 1928 las autoridades estuvieron considerando una reducción de las tasas de interés sobre la DPI. Los Bonos Colombianos de la Deuda Pública Interna del 10% fueron la única posibilidad ofrecida a los inversionistas potenciales entre 1918 y 1927 (Tabla 31, I.A.), y se pensó que el 10% era un rendimiento interno excesivamente alto en comparación con la tasa media del 6.5% que se pagaba sobre bonos vendidos en los Estados Unidos. Algunos sectores cercanos a los intereses agrícolas denunciaron lo que ellos juzgaban ser inversiones “especulativas” las cuales discriminarían en contra de la agricultura, la que también sería según ellos, “la verdadera fuente de riqueza”<sup>15</sup>.

La banca hipotecaria que también estaba vendiendo bonos hipotecarios del 10% reemplazó dichos títulos por nuevas emisiones del 8%. El gobierno intentó seguir el mismo procedimiento emitiendo bonos del 8.5% y del 8%, pero su aspiración resultó fallida. ¿Por qué? Primero, porque la Tesorería se vio obligada a vender bonos del 8% por motivos financieros acuciantes (principalmente las deudas a los gobiernos regionales) al tiempo que satisfacía su idea original de conversión de los títulos; y segundo, porque sobre el mercado interno de títulos se volcaron bonos gubernamentales tanto del 10% como del 8% luego del auge accionario en Nueva York, el cual dejó sin recursos a los mercados en los cuales se venían colocando los bonos hipotecarios extranjeros. Como desenlace, las cotizaciones de los bonos hipotecarios tanto internos como externos se deprimieron. Estas dos razones explican el aumento de los Bonos Colombianos de la Deuda Interna y la distribución proporcional de las emisiones del 8% y del 10% en 1930<sup>16</sup>.

<sup>14/</sup> En relación con las inversiones del Banco en bonos del gobierno, el único episodio notable fue el de la adquisición de Certificados de Tesorería durante 1923 como parte del proceso de unificación monetaria.

<sup>15/</sup> Revista del Banco de la República, página editorial. Mayo de 1928.

<sup>16/</sup> La Ley 12 de 1928 autorizó al gobierno para cambiar los bonos del 10% en circulación por nuevos bonos del 8%, o alternativamente, para comprar aquellos títulos por su valor a la par. Diario Oficial No 20830 de 1928. Posteriormente, la Ley 20 del mismo año autorizó al gobierno nacional para

Tabla 31  
Deuda Interna Pública  
1927 - 1937  
(Millones de Pesos)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
<b>I. BONOS</b>											
<b>A. Bonos Colombianos</b>											
10% Leyes 23 y 58 de 1918	7.3	7.1	7	6.8	6.7	6.5	1	0.7	0.7	0.6	0.5
8, 8 1/2% Leyes 12 y 20 de 1928		3.4	6.1	6.5	6.5	6.4	1	0.5	0.4	0.4	0.3
7% Decreto 711 de 1932						2.6	14.5	13.7	13.8	13.9	14.1
6% Decreto 711 de 1932							4.6	7.2	7.2	7.2	7.2
3.5% Decreto 2028 de 1933							1	7	6.8	6.7	6.4
<b>B. 4% Empréstito Patriótico. Ley 12, 1932</b>						6.3	9.8	9	8.2	7.3	6.1
<b>C. 6% Bonos de Prima Cafetera 1932</b>						4	4	3.6	3.6	3.5	3.4
<b>D. 6% Bonos para Subsidio de Ferrocarriles</b>	0.2	0.2	1.3	1.5	4.1	4	1.8	1.8	1.4	1.5	1
<b>E. Otros Bonos</b>	1.1	0.9	0.1	0.1	-	-	0.1	-	-	0.1	-
<b>F. Total de Bonos</b>	<b>8.6</b>	<b>11.6</b>	<b>14.5</b>	<b>14.9</b>	<b>17.3</b>	<b>29.8</b>	<b>37.8</b>	<b>43.5</b>	<b>42.1</b>	<b>41.2</b>	<b>39</b>
<b>II. PAGARES</b>											
<b>A. Pagarés de la Tesorería</b>											
8% Leyes 20 y 56 de 1930				6	6	5.5	5.5				
6% Leyes 20 y 56 de 1930								4.8	3.9	3.2	2.7
3% Decreto 851 de 1933							0.3	0.2	0.1	-	-
<b>B. Cia. Belga Ferrocarrilera, 1933 - 1935</b>									2.2	2.2	2.2
<b>C. Defensa Nacional</b>											
3% Pagarés de 1934								3.2	2.9	2.3	1.6
Decreto 746 de 1934								1			
<b>D. Total de Pagarés.</b>				<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.8</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>7.7</b>	<b>6.5</b>
<b>III. LIBRANZAS</b>											
<b>A. 6 y 3% Defensa Nacional, 1934</b>								1.5	1.7	1.6	1.4
<b>B. 6% Acueducto de Bogotá, 1935</b>									0.9	0.9	0.4
<b>C. Libranzas Totales</b>								1.5	2.6	2.5	1.8
<b>IV. PRESTAMOS DEL SECTOR FINANCIERO</b>											
<b>A. Banco de la República</b>											
Cupo de crédito al Gobierno	1	2	1.5	4	3.6	4.6	3.2	-	-	-	-
Concesión de las Minas de Sal, 1931					9	14.8	16.7	17.6	18.3	18.56	19.3
Préstamo de la Cuota Militar, 1933							4.9	0.6	0.4	0.3	0.2
Defensa Nacional, Decreto 2028 de 1933								4.8	4.8	4.8	4.8
Defensa Nacional, Decreto 578 de 1934								2.9	2.5	2.5	2.5
Otros préstamos							1	0.7	-	-	-
Total de préstamos del Banco de la República	1	2	1.5	4	12.6	19.4	25.8	26.6	26	26.2	26.8
<b>B. Otros Bancos</b>				0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	1.5
<b>C. Total de Préstamos del Sector Financiero</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1.5</b>	<b>4.5</b>	<b>13.1</b>	<b>19.9</b>	<b>26.1</b>	<b>26.8</b>	<b>26.2</b>	<b>26.4</b>	<b>28.3</b>
<b>V. DEUDA FLOTANTE</b>	<b>-</b>				1.2	2.2	4.6	1.3	1.3	1.2	1.8
<b>VI. TOTAL (I+II+III+IV+V)</b>	<b>9.6</b>	<b>13.6</b>	<b>16</b>	<b>25.4</b>	<b>37.6</b>	<b>57.4</b>	<b>74.3</b>	<b>82.3</b>	<b>81.3</b>	<b>79</b>	<b>77.5</b>

Fuentes:  
Informe Financiero del Contralor. Varios años.

El colapso del endeudamiento externo no tardó en afectar los precios de mercado de la deuda interna. Los Bonos Colombianos de la Deuda Interna cuyas cotizaciones habían permanecido cerca de sus valores a la par entre 1923 y 1928, llegaron a cotizarse al 50% durante el primer trimestre de 1930, y las autoridades optaron por buscar nuevas fuentes de financiamiento por fuera del mercado abierto. Una iniciativa importante fue la emisión de Pagarés de la Tesorería del 8% (Ley 20 de 1930) destinados a financiar la participación de los gobiernos regionales (Departamentos) en los recaudos nacionales,

pagar sus deudas a los gobiernos departamentales mediante la flotación de bonos del 8%. La emisión correspondiente alcanzó la suma de C\$6.5 millones, tal como se muestra en la Tabla 31. A fines de 1930 el Contralor General de la República decidió no aprobar nuevas emisiones de bonos del 8%. Pérez (1990, Parte II, p. 83).

así como los bonos de los ferrocarriles que se vencían durante el año fiscal<sup>17</sup>. Bajo las condiciones de depresión del momento, las autoridades encontraron tres potenciales compradores, a saber, las firmas extranjeras (la Tropical Oil Company y la Andian National Corporation), los bancos comerciales, y el propio Banco de la República. Cada comprador adquirió un tercio de los Pagarés por C\$6 millones emitidos por la Tesorería (Tabla 31, II, A). La tasa contractual del 8%, aunque igual a la establecida sobre recientes emisiones de bonos gubernamentales e hipotecarios resultó demasiado alta en relación con los declinantes niveles de la tasa de interés internacional y la deflación internacional que para 1930 era ya del 20%. Posteriormente la tasa contractual se redujo al 6% (Ley 56 de 1930)<sup>18</sup>.

La venta de la tercera parte de los Pagarés de la Tesorería al Banco no fue un asunto fácil. Como se vio antes, existía un límite a las operaciones de crédito del Banco al gobierno y a las inversiones que dicha institución podría realizar en bonos gubernamentales; dicho límite era del 30% del capital y las reservas legales del Banco. En 1928 y 1929 el promedio de los créditos bancarios al gobierno fue de C\$1.7 millones y el promedio de las inversiones en Bonos Colombianos de la Deuda Interna C\$0.4 millones, equivalentes en conjunto al 16% del capital y las reservas del Banco. Bajo las presiones financieras de 1930 el gobierno decidió emplear la totalidad de su cuota en el Banco la cual sumaba C\$4.2 millones. Para alcanzar dicho fin el Banco vendió el 90% de sus inversiones en bonos gubernamentales con descuento en el mercado, y extendió créditos al gobierno hasta el límite legal (Tabla 31, IV, A). En estas condiciones, el gobierno se vio en la incapacidad de vender los Pagarés al Banco, y para lograrlo se requería un cambio legal.

El gobierno propuso la ampliación de su cuota crediticia en el Banco del 30 al 45% del capital y reservas legales de la institución, como parte de una amplia gama de reformas al Banco. La mayoría de estas reformas se inspiró en la idea de hacer más flexible el patrón de cambios oro; la iniciativa coincidió con un movimiento internacional orientado a reducir la severidad del régimen monetario. Se pensó en el momento que podría sobrevenir un problema internacional de liquidez debido a la escasez universal de oro, y en consecuencia surgieron iniciativas para paliar las demandas de oro con fines monetarios<sup>19</sup>.

El Congreso fue urgido para la aprobación (Ley 73 de 1930) de dos puntos del paquete de reformas, a saber, la reducción del mínimo de reservas requeridas al Banco sobre sus billetes y depósitos a la vista (del 60% al 50%, todavía muy por encima del rango requerido internacionalmente, el cual variaba entre el 29% y el 34% dependiendo de la cantidad de cambio extranjero en poder de los bancos centrales), y el incremento mencionado de la cuota de crédito al gobierno en el Banco. Con la primera medida las autoridades buscaban prever posibles deficiencias de las reservas metálicas dado el declive continuo de las reservas internacionales desde 1928. Con la segunda se buscaba

<sup>17/</sup> Pérez (1990, Parte II, p.7). Como se ve en la Tabla 41, I.D., el subsidio fiscal de los ferrocarriles creció notablemente entre 1928 y 1931. Mientras en la primera fecha los bonos de los ferrocarriles representaron sólo el 2% del total de bonos en circulación, en la última representaron el 24%.

<sup>18/</sup> Pérez (1990, Parte II, p.7).

<sup>19/</sup> La Delegación del Oro de la Liga de Naciones encontró en 1930 que las razones observadas de cobertura en oro eran del orden del 40%, por encima de la mínima cobertura de un tercio, de modo que para entonces no se apreciaban problemas de cobertura. Sin embargo, se percibió que en la medida en la cual se acumularan reservas internacionales en los bancos centrales se podría producir una escasez de oro en el futuro. Eichengreen (1992, pp. 198-203)

que el Banco pudiera adquirir su parte de los Pagarés de la Tesorería de 1930; el aumento de la cuota crediticia le permitía al Banco efectuar exactamente dicha inversión.

Para recapitular, dos fases diferentes caracterizaron el comportamiento de la DPI bajo el patrón de cambios oro. Su acervo nominal declinó continuamente a lo largo del próspero período 1923-1928 durante el cual tuvo lugar el proceso de unificación monetaria. Posteriormente se elevó durante el período recesivo que siguió al colapso del endeudamiento externo y de los precios del café en 1928, alcanzando la cifra de 2.8% del PIB en 1930. Durante la segunda fase, las autoridades terminaron incrementando la cuota crediticia del gobierno en el Banco para financiar requerimientos urgentes de la Tesorería. Las instituciones ortodoxas del patrón oro cedieron terreno a puntos de vista más elásticos en el ámbito internacional, los cuales respaldaban un régimen monetario más flexible ante la depresión económica generalizada. Tales opiniones surgieron de las presiones económicas de la época, aunque todavía representaban modificaciones ligeras del régimen monetario. Sin embargo, tales decisiones constituían el primer paso en el alejamiento de la ortodoxia original, el cual precedería cambios más sustanciales en los años por venir.

## ***2. El papel de la deuda interna pública en el contexto de las políticas reflacionarias de 1932-1934.***

Para fines de septiembre de 1931, tres años completos de depresión habían debilitado críticamente la economía. El producto había estado cayendo desde 1930, y los precios habían seguido una espiral bajista desde 1929 (Tabla 26). En la medida en la que la situación se deterioraba, las autoridades obedecieron las prescripciones del patrón oro, a saber, cambios en la tasa de descuento del banco central con el propósito de reducir el crédito de la banca comercial, y control del gasto público para equilibrar el presupuesto. Como se vio antes, la medicina más drástica aplicada por las autoridades fue una severa restricción del gasto público que condujo a una reducción del 60% en el gasto corriente nominal (excluyendo el servicio de la deuda) entre 1928 y 1931. El caso es que, a pesar de estas medidas deflacionarias, para fines del tercer trimestre de 1931 las reservas internacionales estaban a punto de extinción, y de contera, la parálisis de las instituciones crediticias ya estaba bien avanzada.

Aunque el comportamiento anticíclico de la DPI había sido observado desde fines de 1928, tal conducta sería crucial entre 1932 y 1934, con posterioridad a la imposición de controles cambiarios y la moratoria parcial sobre la deuda externa a fines de 1931. Fue en el período 1932-1934 que el papel amortiguador de la deuda pública hizo su entrada plena en el escenario de la política económica. La experiencia completa puede resumirse así. Inicialmente la DPI fue un instrumento importante de reflación a través de la aplicación de créditos del Banco al financiamiento del déficit de la Tesorería, así como de programas de obras públicas orientados a acelerar la recuperación; este es el tema de la sección 2a, más adelante. En segundo lugar, la DPI fue un instrumento crítico para evitar el colapso del sistema bancario y restablecer relaciones normales entre acreedores y deudores en la economía; esta experiencia se discute en la sección 2b. Tercero, la DPI se empleó para subsidiar sectores vitales de la economía adversamente afectados por los choques externos negativos de fines de los veinte; el caso de los cultivadores del café se presenta en la sección 2c. Finalmente, la DPI fue la principal

fuerza de financiamiento del conflicto armado con el Perú en 1932-1933; este episodio se examina separadamente en la sección 3.

*a. El financiamiento extraordinario del Banco de la República al gobierno.*

En esta sección se destacan los siguientes puntos. Existía una fuerte oposición en el gobierno y en el sector privado al incremento de la DPI mediante el expediente de acudir al crédito del Banco. Se defendía al patrón oro como garantía de disciplina en las decisiones fiscales y monetarias, así como de solidez financiera ante los observadores externos. Sin embargo, una vez la economía internacional comenzó a alejarse del oro, las autoridades impusieron controles cambiarios, y se autorizaron préstamos extraordinarios aunque limitados del Banco al gobierno.

i) El contexto.

La reforma de la ley original del Banco en 1930 con el propósito de incrementar la cuota crediticia del gobierno, no significó que los viejos antagonistas del financiamiento monetario del déficit fiscal hubieran cedido terreno en la controversia con los entusiastas defensores de políticas reflacionarias activas. En marzo de 1931 una comisión parlamentaria propuso crear en el Banco una cuota crediticia adicional y transitoria; dada la magnitud de los recursos en discusión, si la proposición hubiese sido aceptada, la cuota crediticia del gobierno en el Banco se habría elevado del 45% al 80% del capital y las reservas. El gobierno así como el Banco se opusieron firmemente a la iniciativa parlamentaria. El ministro de Hacienda arguyó que una nueva cuota crediticia fijaría “el derrotero para todas las crisis fiscales futuras” y señalaría “el recurso único: acudir al Banco de la República”<sup>20</sup>. El presidente Olaya y su gabinete respaldaron al ministro indicando que se oponían a cualquier medida que pudiese “comprometer la solidez del Banco de la República, poner en riesgo nuestra estabilidad monetaria y quebrantar el crédito de la Nación en el exterior ...”<sup>21</sup>.

Fue necesario esperar hasta el último trimestre de 1931, cuando habiendo impuesto controles cambiarios (septiembre 24) y habiendo acordado con los acreedores extranjeros una moratoria parcial sobre la deuda externa, se abrió la posibilidad de que una iniciativa de financiamiento extraordinario al gobierno pudiera ser aprobada. La presencia de controles fue interpretada como el marco para iniciar políticas reflacionarias financiadas por el banco central sin tener que abandonar el patrón oro. El ministro de hacienda calificó el nuevo régimen como de “patrón oro controlado” presentándolo como una “base espléndida de recuperación y equilibrio financiero”<sup>22</sup>.

Representantes del sector privado denunciaron los riesgos inflacionarios de abandonar el patrón oro. Influyentes comerciantes de Medellín se expresaron así:

---

<sup>20/</sup> Revista del Banco de la República, abril de 1931, pp.124-127.

<sup>21/</sup> Ibid.

<sup>22/</sup> Memoria de Hacienda, 1932, p.23

“La moneda sana no se opone en manera alguna al progreso y al bienestar públicos, sino que antes los impulsa y sostiene. Atribuir la causa de la crisis al patrón oro y pedir como remedio emisiones de papel moneda, es algo ... absurdo y que en la práctica resultaría nocivo y ruinoso para la comunidad”<sup>23</sup>.

El propio presidente Olaya en su respuesta a los citados comerciantes no dudó en identificar el papel moneda como una causa de miseria y descrédito:

“Coincido enteramente con la opinión de ustedes sobre la necesidad fundamental de conservar la moneda sana y mantener el patrón de oro. Todo sacrificio es poco si con él evitamos volver al régimen del papel moneda que junto con las guerras civiles significó para el país la miseria y el descrédito”<sup>24</sup>.

El Banco de la República también intervino en la controversia, pero para explicar que la adopción de controles cambiarios no implicaba necesariamente una ruptura con el patrón oro:

“Colombia continúa bajo el régimen de ese sistema monetario, gozando de las ventajas de un cambio estable y de una moneda sana y segura, y constituye en ese particular un caso único entre las naciones latinoamericanas”<sup>25</sup>

En relación con las citas precedentes deberían mencionarse dos puntos. Primero, la coincidencia de diferentes sectores de la opinión pública acerca de la importancia de mantener el patrón oro para evitar la reproducción de experiencias inflacionarias del pasado. Existió una suerte de “ethos” en cuanto al patrón oro, siguiendo una discusión de Eichengreen (1992, p.292), quien encontró que los países de Europa Oriental se mostraron dubitativos acerca de expandir sus ofertas monetarias después de imponer controles cambiarios en los treinta. Estos países habían vivido experiencias recientes de inflación alta e inestabilidad política, lo cual pudo prevenirlos para no embarcarse en nuevas políticas expansionarias. Aunque las instituciones del patrón oro se habían quedado sin vigencia, las autoridades optaron por la fidelidad a la ortodoxia que ellas habían practicado bajo el patrón oro.

Segundo, el Banco de la República resalta la adhesión de Colombia al patrón oro como “única” en la región. ¿Cuál fue el significado práctico de esta afirmación? Colombia no participó en el grupo de países que depreciaron su moneda con antelación a la depreciación de la libra esterlina. Además, mantuvo la tasa de cambio dentro de las paridades metálicas después de imponer controles cambiarios, hasta principios de 1933. En el primer trimestre de este año se adoptó un sistema provisional de tasas de cambio múltiples, antes de permitírsele al peso flotar con el dólar, a partir de la devaluación de éste último (abril de 1933). Lo que debe señalarse aquí es que gran parte de la expansión monetaria que siguió a la adopción de controles cambiarios se ejecutó mientras la tasa de cambio se encontraba todavía dentro de los límites del patrón oro. De hecho, cerca del 60% de los préstamos del Banco de la República al gobierno, y de las inversiones del Banco en bonos gubernamentales en 1932-1934, fueron realizadas durante 1932 cuando las autoridades lograron mantener la tasa de cambio en el punto de exportación del oro.

## ii) Préstamos e inversiones en bonos públicos.

<sup>23/</sup> Revista del Banco de la República, octubre de 1931, p.347.

<sup>24/</sup> Ibid.

<sup>25/</sup> IGBR (1932, p.13)



Los préstamos extendidos por el Banco de la República al gobierno se publican en la Tabla 31, IV, A. Su total aumentó cerca de seis veces entre fines de 1930 y fines de 1934. Este cambio sin precedentes representó el 40% del aumento de la DPI durante el mismo período. Pero a pesar de su importancia, los préstamos no constituyeron la única forma de financiamiento del Banco al gobierno. Las inversiones en títulos gubernamentales constituyeron un mecanismo expedito para proveer de fondos adicionales al gobierno; por cada \$2 en préstamos al gobierno, el Banco invirtió \$1 en bonos gubernamentales durante el período 1930-1934. Un método menos ortodoxo pero efectivo consistió en que el Banco se convirtiera en accionista de instituciones que jugaran un papel clave en la recuperación del sistema financiero. Aunque este método se aplicó solamente en un caso, su magnitud fue apenas un poco menos que aquella de las inversiones en bonos gubernamentales, con el resultado de que durante el período 1930-1934 las inversiones totales –bonos y acciones- del Banco rebasaron la suma de los préstamos reflacionarios al gobierno.

Mediante el empleo de inversiones del Banco en bonos y acciones, las autoridades evitaron tener que aumentar la deuda gubernamental con aquel, por la magnitud de la política reflacionaria financiada por el propio Banco. De hecho, los préstamos al gobierno representaron la mitad de dicha magnitud. Este comportamiento fue consistente con la idea establecida de restringir el aumento de la DPI financiado con préstamos del Banco.

Tres cuartas partes de los préstamos al gobierno durante el período 1930-1934 se explican por una única negociación. Al gobierno no se le dio un cheque en blanco en el banco central. El préstamo principal se negoció como un anticipo de rendimientos esperados sobre activos del gobierno; el Banco recibió en concesión los bienes representados por algunas minas de sal, dando a cambio un avance sobre los retornos esperados de dicha explotación. Si bien esta fue una operación heterodoxa para un banco central, el contrato dejó en claro que no existía tal cosa como un acceso libre del gobierno al crédito del banco central. La tasa de interés del 3% que el Banco cargara sobre el avance fue menor que las tasas de descuento preferenciales aplicadas por el Banco, y mucho menor que las tasas medias de la deuda pública hacia 1931 al aprobarse la concesión (Tabla 28). La razón del más bajo nivel fue no sólo la garantía ofrecida al Banco por la concesión; ocurrió que en contraste con la mayoría de los bonos públicos, la nueva tasa fue negociada en plena deflación y a un nivel más cercano a las tasas internacionales de descuento<sup>26</sup>.

El préstamo comentado recibió el nombre de préstamo sobre la concesión de las minas de sal. Aprobado a fines de 1931 (Decreto 2214) sus principales desarrollos ocurrieron en 1932. El contrato estipuló un avance de \$15.5 millones con la opción de futuros aumentos, y ya en 1932 los préstamos efectuados alcanzaron la suma de \$14.8 millones (Tabla 31,IV,A).

**Tabla 32**  
**Préstamo sobre la concesión de las Minas de Sal**

<sup>26/</sup> A mediados de 1930, las tasas de descuento en Londres y Nueva York eran del 3%. Hawtrey ([1939], 1951, p.120).

1932

(Millones de Pesos)

Pesos Colombianos	Propósito
6.0	Liquidación del rezago en pagos de la Tesorería en la forma de $\zeta$ y deudas con otros entes gubernamentales como los Departamentos.
3.5	Participación del Gobierno en el capital inicial de la Caja Agraria y de la Caja Colombiana de Ahorros.
1.0	Depósitos gubernamentales libres de intereses en los bancos hipotecarios para facilitar el arreglo de la deuda privada.
4.3	Obras públicas.
Total 14.8	

Fuentes:

Memoria de Hacienda, 1934, pp. 36 - 55

La Tabla 32 muestra la distribución del préstamo a fines de 1932, de acuerdo con la cual \$10.3 millones, equivalentes al 70% del préstamo fueron empleados para financiar cuentas atrasadas de la Tesorería así como obras públicas realizadas por el gobierno nacional; parte de las cuentas apiladas estaba representada por pagos debidos a los gobiernos regionales (Departamentos) los cuales destinaron los nuevos recursos a programas provinciales de obras públicas. El préstamo de salinas fue incrementado en los años siguientes alcanzando un máximo de \$20.3 millones en 1938, y los recursos se orientaron al financiamiento de programas de obras públicas. En conjunto, el 78% del crédito de salinas se empleó para financiar saldos deficitarios de la Tesorería y obras públicas; el resto se orientó a facilitar la recuperación del sistema financiero como se verá en seguida.

*b. El rescate del sistema financiero.*

Al discutir los vínculos entre mercados de activos durante la gran depresión (en la sección A.4.) se observaba cómo los choques externos afectaron adversamente los mercados financieros externos, al punto que para fines de 1931 el sistema bancario estaba a punto de sucumbir. En esta sección se explica cómo la DPI fue un instrumento

vital en el rescate de las instituciones financieras. En primer término se encontrará una descripción de la magnitud de la crisis bancaria. En segundo lugar se ofrecerá una detallada presentación de las medidas de rescate que involucraron a la DPI. Debe mencionarse desde el principio que, mientras algunas medidas implicaron un *aumento* en el acervo nominal de la deuda pública, otras medidas implicaron únicamente un cambio en su *composición*. Adicionalmente, algunas acciones de política implicaron una sustitución de deuda externa por deuda interna. En conjunto, las autoridades buscaron restaurar la operación del sistema financiero ofreciendo a los deudores bancarios un subsidio financiado con DPI como compensación por pérdidas de riqueza durante la gran depresión.

i) Los efectos desestabilizadores de choques externos adversos sobre el sistema bancario interno.

Para mediados de 1931 la estructura del crédito doméstico se encontraba al borde del colapso. Los choques adversos de la gran depresión terminaron minando los dos lados del balance bancario. Los bancos enfrentaban un problema que no podía solucionarse mediante el mecanismo de financiamiento de última instancia en el banco central. Tanto las fuentes de fondos de corto plazo como las de largo plazo fueron extensamente erosionadas por el cierre del crédito externo, así como por el debilitamiento de los recursos internos después de tres años de caída continua de las reservas internacionales. De otra parte, la capacidad de pago de los clientes desmejoró significativamente no sólo por obra del empeoramiento de los términos de intercambio, sino por una profunda deflación interna y externa. Lejos de ser un problema de liquidez, la situación a mediados de 1931 ofrecía la perspectiva de un creciente problema de insolvencia<sup>27</sup>.

Los aprietos financieros del sistema bancario no constituyeron un hecho aislado. El año de 1931 ilustró dramáticamente los vínculos entre sistemas financieros nacionales e internacionales. Las crisis financieras se extendieron a lo largo y ancho de Europa en el verano de 1931. Los créditos internacionales de corto plazo se tradujeron en un factor crucial de inestabilidad financiera. Alemania, Gran Bretaña, Hungría y Austria, en dicho orden, fueron los mayores deudores de corto plazo. Alemania, Hungría y Austria terminaron alejándose del patrón oro e imponiendo controles cambiarios con posterioridad a los retiros en gran escala de créditos de corto plazo por parte de bancos extranjeros. Gran Bretaña también se vio forzada a abandonar el oro, pero en esta ocasión el sistema bancario no corrió riesgos de manera directa; las ya debilitadas cuentas externas en 1930 se agravaron a lo largo de 1931 en la medida en la que las ganancias de ultramar declinaron con motivo de la recesión internacional y la oleada de moratorias soberanas. Esta condición se agravó por las medidas defensivas adoptadas en Alemania, Hungría y Austria las cuales restringieron la repatriación de intereses ganados así como los créditos de corto plazo a Gran Bretaña<sup>28</sup>.

En el caso colombiano, el retiro de los créditos externos de corto plazo también jugó un papel en la crisis del sistema bancario y ofreció razones poderosas para la imposición de controles cambiarios. Pero existieron diferencias particulares derivadas de la estructura

<sup>27/</sup> El Índice de Términos de Intercambio para Colombia cayó de 100.0 en 1929 a 83.6 en 1931 y a 63.6 en 1933. Tabla 22 en Avella (2003b).

<sup>28/</sup> Eichengreen (1992, p.264)

distintiva del sistema bancario colombiano, dividido en dos clases de instituciones: la banca comercial especializada en préstamos de corto plazo, y los bancos hipotecarios especializados en créditos de largo plazo.

Los bancos hipotecarios fueron de capital importancia no sólo por su acceso significativo al financiamiento externo de largo plazo (18% del total de bonos colombianos vendidos en el exterior durante los veinte) sino por sus implicaciones macroeconómicas. Los bancos hipotecarios actuaron como intermediarios entre los mercados financieros externos de largo plazo, y los agricultores y urbanizadores locales. El desplome de los bancos hipotecarios se inició en la segunda mitad de 1929 cuando dichas instituciones fueron incapaces de flotar sus bonos en el exterior, y empeoró posteriormente en la medida en la que su clientela no logró sostener la continuidad de sus pagos. La crisis de los bancos comerciales se produjo de una manera diferente. Aunque la posición de liquidez pudo protegerse mediante el acceso al crédito del banco central, la calidad de los préstamos se deterioró en la medida en la que la recesión con deflación se hizo más profunda en 1931. Fue precisamente durante este año cuando la virtual desaparición de los créditos externos de corto plazo vino a sumarse a las tensiones financieras que ya agobiaban los balances de la banca comercial.

Algunos conceptos claves del balance consolidado aparecen en la Tabla 33. La importancia de los recursos externos en las fuentes y usos de fondos hasta 1929 es evidente. Así, mientras en 1925 sólo el 2% de los recursos totales era de origen foráneo, la cifra relevante para 1929 era del 48%<sup>29</sup>. Por el lado de los activos, los créditos hipotecarios pasaron de representar el 25% de los préstamos totales en 1925 al 46% en 1929. En 1925 la totalidad de los bonos hipotecarios se colocó *internamente*, contrastando con lo ocurrido en 1929 cuando el 72% del acervo de bonos hipotecarios se vendió en mercados *externos*. Finalmente puede observarse cómo la importancia de los créditos externos de corto plazo como proporción del total de fondos de corto plazo varió con el tiempo, pasando de 2% en 1925 a 26% en 1929, y a 15% en 1931. Puede apreciarse cómo los créditos externos de corto plazo cayeron en 61% durante 1931, el año crítico a nivel internacional de esta suerte de créditos.

---

<sup>29/</sup> Los redescuentos otorgados por el banco central no están incluidos en estos cálculos.

TABLA 33

SISTEMA BANCARIO  
Balance Consolidado  
Cuentas Seleccionadas

1925 - 1938  
(Millones de Pesos)

Años	ACTIVOS			Créditos de Corto Plazo de la Banca Extranjera	Depósitos Internos	PASIVOS		Total de Cédulas Hipotecarias
	Depósitos en Bancos Extranjeros	Préstamos de Corto Plazo	Préstamos Hipotecarios			Cédulas Hipotecarias Mercado Interno	Mercado Externo	
1925	3.24	49.05	15.97	0.8	34.4	13	-	13
1926	4.25	46.9	25.5	7	44.1	14.87	5.03	19.9
1927	6	66	42.7	10.3	53.8	18.04	20.36	38.4
1928	8.9	85.01	67.5	16.1	65.4	20.2	41.3	61.5
1929	8.9	93.6	81.15	24.2	69	21.6	54.3	75.9
1930	7.9	79.88	83.98	22.5	49.6	23.24	54.16	77.4
1931	8.52	72.31	81.23	8.8	49.7	21.41	54.95	76.36
1932	3.07	59.78	73.41	7.3	53.7	15	53.86	68.86
1933	3.86	55.73	61.54	8.3	60.9	8.03	40.72	48.75
1934	5.6	46.54	43.68	5.2	66.1	5.83	37.21	43.04
1935	4.85	50.31	41.71	3.3	67.5	13.13	30.66	43.79
1936	5.1	66.59	43.69	7.6	75.7	13.63	35.84	49.47
1937	3.9	85.63	47.7	1.6	87.1	16.42	35.79	52.21
1938	1.03	87.34	50.23	2.7	88.4	21.59	34.88	56.47

Fuente.  
Informe del Superintendente Bancario. Varios años.

Con posterioridad a sus colocaciones excepcionales en Londres y otras plazas europeas, los bancos hipotecarios trataron de expandir su mercado interno con resultados muy modestos en 1930. Entre 1929 y 1931 los balances nominales de los bonos hipotecarios y de los préstamos fueron prácticamente constantes. Pero más que una situación de estancamiento, los bancos hipotecarios enfrentaron un colapso financiero en los dos lados del balance. Después de dos años de deflación continua, y sin prospecto alguno de recuperar el acceso al crédito externo, los bonos hipotecarios se cotizaron en el mercado interno por la mitad de su valor a la par<sup>30</sup>. Simultáneamente, los deudores tuvieron que confrontar el prospecto de pagar obligaciones fijas nominales a los bancos al tiempo que el valor de sus activos y productos era horadado por la deflación. En este contexto, la viabilidad futura de la banca hipotecaria en Colombia quedaba en entredicho a no ser que se adoptaran medidas radicales para evitarlo.

Las condiciones de la banca se agravaron a lo largo 1931 en la medida en la que los bancos extranjeros retiraron sus créditos de corto plazo de la banca colombiana. Este desarrollo adverso se agravó con la reducción de los depósitos en moneda extranjera de empresas estrechamente vinculadas al comercio exterior. La reducción del crédito externo de corto plazo tuvo importancia definitiva no sólo por sus efectos adversos en el sector bancario sino por sus implicaciones sobre el inventario de reservas internacionales. En efecto, el declive de los créditos de corto plazo a los bancos entre mediados de 1930 y fines de 1931 fue equivalente a un drenaje del 58% de las reservas totales de oro y cambio exterior del banco central. Lo que los banqueros extranjeros dejaron al borde del colapso no fue el sistema financiero sino el régimen monetario basado en el patrón oro.

<sup>30/</sup> En febrero de 1932 la cotización ponderada promedia de los Bonos Colombianos de la Deuda Interna fue del 53% del valor a la par, mientras los bonos hipotecarios se cotizaron justamente al 50% de su valor a la par. Revista del Banco de la República, marzo de 1932.

Los observadores contemporáneos no ahorraron críticas al comportamiento de los banqueros extranjeros. Comentando audiencias ante el Senado de los Estados Unidos en relación con las inversiones de dicho país en Colombia, Lewis (1938, p.406) señaló que “la causa inmediata de la quiebra del sistema cambiario en Colombia y la imposición de controles cambiarios en 1931 fue el retiro de los fondos de corto plazo del país por parte de varios inversionistas americanos”. A su turno, el Banco de la República acentuó el sabor crítico de los comentarios al destacar el comportamiento inestable de la banca extranjera y cómo el retiro de los créditos había agravado la debilitada capacidad de pago de los países deudores: “La política de crédito seguida por la banca extranjera con las naciones latinoamericanas adoleció también de ese criterio de corto alcance. Fue ella extremadamente amplia en las épocas prósperas, y al llegar las horas difíciles se tornó implacable en el cobro, sin considerar que así empeoraba la precaria situación de los países deudores suyos ...”<sup>31</sup>. Más aún fue el propio Presidente Olaya quien dejó una descripción dramática de la forma como los banqueros extranjeros retiraron sus créditos de la banca colombiana:

“Nuestro sistema bancario, , tenía que someterse a los ataques más violentos que se pueda imaginar ... Saber que súbitamente se retiraba ese apoyo del exterior, trastornando así las bases de las instituciones bancarias, daba una sensación casi imposible de dominar ... Recuerdo que llegaban diariamente noticias del retiro de los grandes créditos bancarios de que nuestros bancos gozaban en el exterior, no en forma considerada que diera espera a las entidades deudoras para hacer frente con calma a sus compromisos, sino con apremio aterrador. Por cable se pedía el reembolso inmediato de considerables sumas que nuestros bancos adeudaban ... Supe entonces que esas instituciones bancarias pedían el reembolso de sus cuentas y en muchos momentos llegaron a considerar que la banca colombiana sería incapaz de defenderse de la ráfaga de tempestad que se cernía sobre ella”<sup>32</sup>.

Los créditos externos de corto plazo se desvanecieron hasta el punto de escasamente permitir el financiamiento de transacciones comerciales externas. Dichos créditos se mantuvieron al mínimo a lo largo de una década, y a través de sucursales de la banca foránea; sólo excepcionalmente algunos de los mayores bancos nacionales registraron la disponibilidad de créditos de corto plazo. Estos hechos indican que la repatriación de créditos externos de corto plazo involucró un gesto discriminatorio en contra de los bancos de origen doméstico.

ii) El papel de la deuda pública interna en el manejo del problema de los deudores bancarios.

Para fines de 1931, los efectos de tres años de deflación habrían erosionado el valor de la propiedades inmobiliarias en un 38% de acuerdo con los datos de inflación reportados en la Tabla 26. No es de sorprenderse entonces que los deudores solicitaran un ajuste de sus deudas nominales de acuerdo con el ritmo de deflación. El ambiente de presión social fue descrito por el Superintendente Bancario en los siguientes términos:

“ ... existía una corriente de opinión, organizada en el país entero, tendiente a fomentar una especie de huelga de deudores hipotecarios; en todos los centros de alguna importancia comercial, constituyéronse juntas o comités que se proponían obtener para los deudores una reducción en la cuantía de sus obligaciones que, hasta donde fuera posible, guardara proporción con la desvalorización de la propiedad

<sup>31/</sup> Revista del Banco de la República. Notas Editoriales, febrero de 1932.

<sup>32/</sup> Revista del Banco de la República, agosto de 1932, pp.262-263.

raíz, con la disminución en la capacidad de lucro de las empresas agrícolas e industriales, y con el aumento en el poder de compra de la moneda...<sup>33</sup>.

En la medida en la que las condiciones adversas enfrentadas por los deudores hipotecarios reflejaban la situación general de los deudores en la economía, surgió un problema de deudores el cual se convirtió en un reto crucial para las autoridades. El ministro de Hacienda reconoció la prioridad alcanzada por el problema de deudores:

“El problema de las deudas de toda clase constituye el punto céntrico de la crisis actual... Ello proviene de que la cuantía numérica de esas deudas, expresada casi siempre en monedas de las más altas cotizaciones, continúa siendo la misma, ... a tiempo que las cosas que han de destinarse para pagarlas, disminuyen incesantemente de valor en proporciones extraordinarias”<sup>34</sup>.

Como la agricultura contribuía con más de la mitad del producto interno, y dado el predominio de las exportaciones agrícolas, no era de extrañar que el problema de los deudores resultara especialmente agudo en dicho sector. Como los cultivadores de café se encontraban en el centro de los intereses agrícolas y de exportación, la Federación Nacional de Cafeteros lideró una intensa campaña demandando medidas extraordinarias de rescate. Desde 1930 la Federación propuso una diversidad de políticas de salvamento. Ellas cubrieron un amplio rango, desde medidas generales como reducciones administrativas de la tasa de interés y suspensión de pagos a lo bancos, hasta propuestas específicas como la creación de instituciones *oficiales* de crédito en favor de los productores agrícolas, especialmente de los pequeños productores cafetaleros.

La campaña en pro de bancos oficiales triunfó por primera vez en 1931 (Ley 51), con la fundación de la Caja de Crédito Agrario. Como el capital oficial de esta institución se financió con fondos provenientes del crédito de salinas (Tabla 32), el aumento correspondiente en la DPI quedó vinculado al propósito general de restauración del crédito, y al objetivo particular de rescatar pequeños deudores cafeteros.

La fundación de la Caja de Crédito Agrario no fue un logro aislado de los agricultores durante la deflación de 1930-1931. Por esta época el Congreso aprobó una reforma de la composición de la junta directiva del Banco de la República para aceptar nuevos miembros entre los cuales estarían la Federación Nacional de Cafeteros y la Sociedad de Agricultores. Estas reformas (Ley 82 de 1931) dieron influencia directa a los intereses agrícolas en la confección de políticas financieras, aunque todavía de manera restringida ya que el patrón oro se encontraba todavía vigente. Sin embargo, en cosa de dos meses se adoptaron controles cambiarios (septiembre de 1931), y por consiguiente las autoridades encontraron un nuevo espacio para implementar políticas financieras autónomas. El problema de los deudores monopolizó una porción significativa de las decisiones gubernamentales, y la DPI actuó como un factor crucial en su solución.

Durante el primer trimestre de 1932 las autoridades fueron prolíficas en la expedición de medidas para enfrentar el problema de los deudores. Se adoptaron dos tipos de decisiones. En primer término, medidas de cobertura general tales como la extensión de los términos de todas las deudas comerciales (la moratoria de un año en el caso de las deudas bancarias), y la determinación de niveles máximos de las tasas de interés. En segundo lugar, acciones específicas en favor de la banca comercial y de la hipotecaria.

<sup>33/</sup> Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda, 1932, p.12.

<sup>34/</sup> Memoria de Hacienda, 1932, p.65.

Como la mayoría de estas acciones repercutieron en aumentos o cambios en la composición de la DPI, a continuación se describen dichas medidas.

En cuanto a la *banca hipotecaria* puede recordarse que el crédito de salinas ya contenía una contribución a su recuperación, en la forma de depósitos sin interés en los bancos hipotecarios (Tabla 32); en retribución, los bancos hipotecarios aceptaron recibir sus propios bonos, ya fueran internos o externos, como parte de pago, en una proporción de al menos el 50% de los instalamentos por pagar. Los bancos se comprometieron a recibir bonos hipotecarios internos por el valor a la par, y bonos externos con un descuento del 20%<sup>35</sup>.

Como desde 1928 los precios de mercado tanto internos como externos de los bonos hipotecarios habían estado cayendo, la operación mencionada resultó beneficiosa tanto para los deudores como para los bancos. A fines de 1931 los bonos hipotecarios internos estaban siendo cotizados por el 50% de su valor a la par, y los externos por el 40% de su valor a la par. En estas condiciones los deudores podrían obtener una reducción real de alrededor del 20% de su deuda, y los bancos podrían reducir sus pasivos sin tener que amortizar sus valores nominales. En el caso de los bonos hipotecarios externos el procedimiento terminó propiciando una repatriación de deuda a los descaecidos precios de mercado, por fuera del mecanismo usual de pago a las casas emisoras. Aunque los contratos de préstamo originalmente aceptaban la destinación de recursos en los fondos de amortización para la realización de compras a la par, la operación constituyó un tema altamente controvertido, ya que como se verá en un ensayo posterior de esta serie, las repatriaciones se hicieron después de que el gobierno de Colombia expresara a los acreedores su incapacidad para satisfacer a cabalidad sus obligaciones sobre la deuda externa.

En relación con la *banca comercial*, las disposiciones más importantes se aprobaron en abril (Decreto 711 de 1932). Parte de ellas implicó el empleo de bonos públicos como medio de redención de deudas con la banca comercial. Otro grupo de medidas autorizó la creación de una nueva institución hipotecaria, el Banco Central Hipotecario (BCH), con el propósito original de participar en la recuperación de cartera de la banca privada. En el primer caso estuvieron involucrados los deudores, los bancos, el banco central y el gobierno, lo cual en algunas ocasiones condujo a un *aumento* en el acervo de la DPI y en otras a un *cambio* en su composición. El segundo caso se refiere a la operación mediante la cual el banco central compró acciones en el BCH. Tal operación no implicó cambio alguno en el acervo de la DPI.

Las principales medidas de rescate de la banca comercial que involucraron deuda pública fueron las siguientes:

Primera, los bancos aceptarían bonos de la DPI del 10% y el 8% hasta por el 50% de los pagos de deuda siempre y cuando el resto se cancelara en efectivo. Esta medida presuponía que los deudores comprarían bonos en el mercado abierto con un descuento que inicialmente podría ser del 50% del valor facial, y ofrecerlos a los bancos por una cantidad no superior a la mitad de los pagos de deuda. Analíticamente, esta acción no implicaba cambios ni en la oferta monetaria ni en la cantidad de bonos.

---

<sup>35/</sup> Decreto 280 de 1932. Diario Oficial No 21918 de febrero de 1932. El descuento del 20% sobre bonos externos se creó como una prima en favor de la Tesorería.



Segunda, los bonos del 10% y del 8%, recogidos por los bancos en las operaciones comentadas serían intercambiados por nuevos bonos de la Tesorería del 7%. Esta acción implicaba un cambio en la composición de la DPI con una obvia reducción de la carga de la deuda para el gobierno.

Tercera, los bancos también fueron autorizados para recibir bonos gubernamentales de deuda externa como pago de créditos privados en la misma proporción determinada para los bonos internos. Los bonos externos *repatriados* de esta manera también serían intercambiados por los nuevos bonos del 7% de la DPI, y como en el caso de la banca hipotecaria, los bancos comerciales los aceptarían con un descuento del 20%. Analíticamente, esta fue una clase de operación de mercado abierto en la cual la oferta monetaria fue reducida para repatriar bonos de la deuda externa los cuales fueron intercambiados más tarde por el gobierno por bonos de la DPI. Como resultado de este tipo de operaciones el acervo de la DPI aumentó.

¿Cuáles fueron los resultados de estas políticas tanto para la banca hipotecaria como para la comercial?

En cuanto a la *hipotecaria*, la Tabla 33 muestra que entre fines de 1931 y fines de 1933, tanto el acervo de préstamos hipotecarios como el de bonos vendidos en el exterior cayeron en 25%, y el acervo de bonos vendidos internamente declinó en cerca del 65%. Si la medición se hace en dólares, el descenso del valor de los bonos hipotecarios vendidos en el exterior es aún mayor, alcanzando la cifra del 38%<sup>36</sup>. Aunque estas cifras indican que el proceso de ajuste del balance marchaba según lo deseado por las autoridades, una solución rápida y completa del problema de los deudores no podría alcanzarse bajo el marco existente por dos razones al menos: Primera, dos tercios de los bonos hipotecarios internos disponibles cuando las políticas se pusieron en marcha (febrero de 1932), ya habían sido empleados en pagos a los bancos. El tercio restante resultaba demasiado pequeño en términos del tamaño de los préstamos hipotecarios vigentes por liquidar, y los atractivos descuentos que inicialmente pudieron disfrutar los deudores se desvanecieron al elevarse la demanda por los bonos existentes. Segunda, la posibilidad de nuevas y significativas repatriaciones de bonos hipotecarios estaba constreñida por las reducidas disponibilidades de reservas internacionales, las cuales estaban también sujetas a controles cambiarios.

Dadas estas dificultades, y la creciente presión por parte de los deudores hipotecarios, las autoridades optaron por una medida radical que resolviera prontamente el problema de las deudas de largo plazo. Se decidió que los activos hipotecarios de los bancos hipotecarios privados serían tomados por el único banco hipotecario de origen oficial, a saber, el Banco Agrícola Hipotecario (BAH), el cual asumió los pasivos correspondientes a los bonos situados en el exterior<sup>37</sup>. Una vez efectuado el control, el

<sup>36/</sup> Como se muestra en la Tabla 33 el acervo de bonos hipotecarios vendidos en el exterior cayó de \$54.9 millones en 1931 a \$40.7 millones en 1933. En dólares, el mismo acervo cayó de \$52.8 millones en 1931 a \$25.9 millones en 1933. La diferencia se explica por la depreciación del peso colombiano el cual pasó de \$1.035 por dólar en diciembre de 1931 (la tasa de cambio promedio para el año fue la misma) a \$1.57 por dólar en diciembre de 1933 (el promedio para el año fue de \$1.24 por dólar).

<sup>37/</sup> El BAH adquirió los activos hipotecarios de los bancos privados y asumió las obligaciones derivadas de sus bonos externos en la medida en la que su servicio podía ser satisfecho con los activos existentes. Cualquier diferencia entre el valor de los bonos externos y el valor de los activos transferidos al BAH se pagó por el 50% de su valor nominal en bonos internos del 6% del BAH. The Stock Exchange Yearbook, Londres, 1971, p.305

gobierno decretó una reducción del 40% en todas las deudas hipotecarias, satisfaciendo así el reclamo permanente de los deudores de largo plazo, especialmente de los cultivadores de café. Dos razones relacionadas entre sí pudieron haber llevado las autoridades a adoptar dicha decisión: primera, la cotización media alta de los bonos externos del BAH durante 1932 había sido sólo del 39% (Tabla 41 en el próximo ensayo de esta serie); y segunda, la posibilidad de repatriar la deuda externa del BAH a cotizaciones depreciadas. El ajuste de los activos hipotecarios en el balance bancario entre 1933 y 1934 refleja el impacto de esta medida (Tabla 33).

En cuanto a la banca *comercial*, las políticas de recuperación implicaron cambios en el tamaño y/o la composición de la DPI. Pueden ofrecerse dos razones principales para estos cambios. De una parte, la *repatriación* de bonos externos del gobierno nacional y su reemplazo por bonos gubernamentales de la deuda interna. Este proceso de “internalización” de deudas externas obviamente condujo al incremento de la deuda interna. De otra parte, como las autoridades decidieron cambiar los bonos recibidos por los bancos por nuevos bonos con tasas de interés más bajas, la composición de la deuda interna cambió en la medida en la que los deudores emplearon aquellos bonos en sus pagos a la banca comercial. En la Tabla 31, I. A. puede apreciarse el cambio sustancial en tamaño y composición de los Bonos Colombianos de la Deuda Interna entre 1931 y 1934. Su tamaño se incrementó en un 120%, y su composición original basada en bonos del 10% y del 8% fue reemplazada por bonos del 7%, 6% y 3.5%.

Los cambios en los Bonos Colombianos de la Deuda Interna pueden resumirse así: Primero, el incremento en bonos del 7% durante 1932 (\$2.6 millones) no parece haber implicado un intercambio significativo por bonos internos previamente existentes; en su lugar, como las repatriaciones se iniciaron activamente en 1932, el incremento en aquellos bonos podría verse como el resultado de su intercambio por bonos externos. Dichas repatriaciones involucraron bonos colocados por el gobierno nacional en mercados de los Estados Unidos durante 1927 y 1928<sup>38</sup>. Segundo, en 1933, aparte de las repatriaciones, se presentó un intercambio sustancial de antiguos bonos internos por nuevos bonos del 7%. En conjunto, estos intercambios representaron alrededor de \$14.8 millones<sup>39</sup>. Adicionalmente, durante 1933 el gobierno emitió nuevos bonos del 6% para ser también ofrecidos en intercambio tanto por repatriaciones como por antiguas emisiones de bonos internos. Tal decisión se adoptó después de un acuerdo entre el gobierno y los banqueros el cual extendió por un año más la moratoria de la redención de las deudas privadas con los bancos<sup>40</sup>.

<sup>38/</sup> En cumplimiento de las disposiciones del Decreto No 711 de 1932, las repatriaciones de bonos correspondientes a los créditos de 1927 y 1928 al gobierno nacional totalizaron US\$6 millones. FBPC (1944, p.321). La emisión de bonos internos del 7% por la suma de \$2.6 millones habría sido intercambiada por alrededor de US\$2.4 millones durante 1932 (para entonces la tasa de cambio oficial era de \$1.05 por dólar). Los restantes US\$3.6 millones habrían sido repatriados en 1933.

<sup>39/</sup> Se intercambiaron antiguos bonos de la deuda interna por un monto de \$10.9 millones (\$5.5 millones en bonos del 10% y \$5.4 millones en bonos del 8% de acuerdo con la Tabla 31) por nuevos bonos del 7%. También se intercambiaron bonos de la deuda externa por la suma de US\$3.6 millones (o \$3.9 millones a la tasa oficial de \$1.09 por dólar) por bonos internos del 7%.

<sup>40/</sup> Los banqueros acogieron la extensión de la moratoria de la redención de las deudas privadas a cambio del pago de los intereses y de una amortización de capital siquiera del 5%. Para estimular dichos pagos el gobierno renunció a la prima del 20% hasta entonces obtenida de la aplicación de bonos externos al pago de créditos privados a los bancos. Para compensar los costos fiscales de esta decisión gubernamental, los bancos aceptaron que a partir de agosto de 1933 los bonos de la DPI recibidos en pago por las deudas privadas, recibieran un interés del 6%.

Tercero, la reducción del acervo de reservas internacionales se convirtió en un obstáculo para futuras repatriaciones. La escasez de cambio exterior llevó a las autoridades a ofrecer a los tenedores de bonos extranjeros un nuevo bono por el 50% de su valor nominal, el cual sería recibido por los bancos a la par. Como estos bonos deberían ser recibidos por la mitad del valor de los pagos de deuda, los deudores obtendrían al final una reducción de un cuarto de sus deudas. El nuevo bono fue emitido al 3.5%, una tasa sustancialmente más baja que las existentes en el mercado, pero en línea con las tasas internacionales del momento. Analíticamente, esta medida semejó una operación de mercado abierto en la cual el gobierno ofreció un subsidio del 50% a los oferentes de bonos extranjeros. En 1934 el aumento neto de los Bonos Colombianos de la Deuda Interna se explicó completamente por las acrecentadas colocaciones de bonos del 3.5% seguidas por bonos del 6% (Tabla 31, I.A.).

Para fines de 1933 ya habían sido aplicadas las medidas centrales de recuperación de los préstamos bancarios, y los prospectos de colapso bancario habían sido erradicados. El paquete completo de medidas implementado entre 1932 y 1934 bordeó los \$42 millones. Esta suma resultó equivalente al 20% del valor medio de los activos *totales*, y al 40% del valor medio de los activos de *riesgo* del sistema bancario (excluyendo el banco central) durante el mismo período. Alrededor de \$30 millones, o sea, el 70% de todo el paquete, correspondió a cambios en el tamaño o en la composición de la DPI. Más precisamente, el 43% de todo el paquete correspondió a aumentos en la deuda pública (Tabla 34).

**Tabla 34**  
**Medidas para el restablecimiento del sector financiero**  
**1932 – 1934**

(Millones de Pesos)

	Pesos	Explicación
A. DEUDA PUBLICA		
1. Préstamo de Salinas	4.5	<u>Aumento</u> en la deuda interna. Tabla 32.
2. Repatriaciones	6.4	<u>Aumento</u> en la deuda interna. Bonos de la deuda externa del Gobierno Nacional (1927 y 1928) repatriados e intercambiados por Bonos colombianos de la deuda interna del 7%.
3. Sustituciones	11.7	<u>Cambio</u> en la <u>composición</u> de la deuda interna.
4. Otros	7.0	<u>Aumento</u> en la deuda interna.

En lugar de cambio extranjero para las repatriaciones, los solicitantes recibieron Bonos colombianos de la deuda interna, los cuales fueron aceptados por los bancos como pago parcial de las deudas vigentes.

Total 29.6

B. INVERSIONES DEL  
BANCO CENTRAL \*

Participación en el  
capital inicial del BCH 12.0

C. GRAN TOTAL 41.6

Fuentes.

Tablas 31 y 32, y discusiones en el texto.

\* Se consideran únicamente las inversiones en acciones.

Debe notarse que como resultado del proceso de rescate, el sistema bancario (excluyendo el banco central) acrecentó notablemente sus inversiones en valores. Mientras a fines de 1931 estas inversiones representaron no más del 7% del total de activos, dos años más tarde la cifra correspondiente fue del 17%. Al término de 1933, por cada peso invertido en préstamos, el sistema bancario había asignado \$0.35 en títulos de inversión<sup>41</sup>. La mayor acumulación de bonos gubernamentales por parte del sistema bancario ocurrió en 1933, cuando se verificó el cambio de los antiguos bonos del 8% y del 10%.

En términos abstractos los bancos enfrentaron la alternativa de emplear los bonos acumulados como garantía para redescuentos en el banco central, o guardarlos como inversión para ser servida y amortizada por el gobierno. En la práctica, las cosas fueron distintas. En primer lugar la posición de liquidez del sistema bancario había estado mejorando con la puesta en marcha de políticas expansionistas. Los bancos habían reducido sus redescuentos en el banco central y comenzado a acumular reservas excesivas. En este contexto, el redescuento no fue una opción para la banca comercial<sup>42</sup>. La alternativa no fue una elección enteramente libre; en marzo de 1933, y bajo la presión de un conflicto fronterizo con el Perú, el gobierno colombiano suspendió los fondos de amortización sobre sus bonos internos. Esta fue una moratoria parcial ya que los pagos de intereses continuaron. Una vez tomada esta decisión, las inversiones de los bancos en bonos gubernamentales se transformaron en un crédito forzoso al gobierno. Las amortizaciones no vendrían a restablecerse sino hasta los años cuarenta.

<sup>41/</sup> Triffin (1944, Tabla VIIa)

<sup>42/</sup> La razón de reservas excesivas a depósitos totales alcanzó el valor de 14%, doblando el promedio de los cinco años precedentes. Informe del Superintendente Bancario al Ministro de Hacienda. Informes anuales entre 1927 y 1933.

El propio Banco de la República multiplicó sus inversiones en bonos gubernamentales durante el período de recuperación financiera. A fines de 1931 los únicos bonos gubernamentales en poder del Banco fueron los Pagarés de la Tesorería mencionados atrás, y un saldo exiguo de Bonos Colombianos de la Deuda Interna; estas tenencias decayeron a sólo \$2.2 millones, equivalentes al 4% de los activos totales del Banco. A fines de 1934 tales tenencias alcanzaron los \$13.2 millones, equivalentes al 15% de los activos totales del Banco. Pero como se mencionara anteriormente, además de incorporar la deuda pública, las políticas de recuperación incluyeron la fundación de un banco hipotecario, el BCH, con la intención original de apoyar la liquidación de activos de riesgo de la banca privada. El Banco de la República se convirtió en el accionista predominante con una inversión total de \$12 millones (Tabla 34). En conjunto, las inversiones en bonos y acciones representaron el 28% de los activos totales del Banco a fines de 1934<sup>43</sup>.

Para resumir, la DPI jugó un papel clave aunque transitorio en el contexto de las políticas de recuperación del sector financiero entre 1932 y 1934. Ya en la forma de créditos del banco central (préstamo de salinas), o a través de la internalización de deudas externas, o mediante el intercambio de antiguas emisiones de bonos depreciados presentados en forma de pago a las instituciones financieras, o finalmente, por medio de nuevas emisiones para subsidiar pagos a los bancos, la deuda interna contribuyó a la solución del problema de los deudores. Otras medidas como las relacionadas con la creación de nuevas instituciones tuvieron un carácter más permanente. Aunque concebidas para remontar la parálisis crediticia de la época, dichas instituciones se convirtieron en parte integral del sistema financiero, permaneciendo a lo largo del siglo XX.

### *c. Subsidios a los productores cafeteros.*

Hasta ahora se han encontrado varios ejemplos en los cuales los cultivadores del café aparecen recibiendo el beneficio de medidas de política económica. En esta sección se muestra cómo las autoridades ofrecieron un subsidio fiscal financiado con DPI a un grupo de presión tan importante como el de los cafeteros, con el propósito de defender el régimen cambiario. La medida hizo parte del paquete reflacionario adoptado a principios de 1932. La DPI se incrementó para financiar un subsidio a un sector vital de la economía afectado por el colapso de los precios internacionales de las mercancías y el cierre del crédito externo.

La intensa presión de los productores cafeteros para resolver el problema de los deudores no se limitó al cabildeo necesario para obtener la reducción de las deudas de largo plazo, la fundación de instituciones crediticias, o el uso de la DPI para liquidar deudas acumuladas con los bancos. Existió otro tema acerca del cual se expresaron con ahínco. Con posterioridad a la imposición de controles cambiarios a fines de 1931, los cultivadores cafeteros presionaron duramente por una devaluación sin alterar los controles cambiarios, o alternativamente un régimen de tasa de cambio libre. Habiendo experimentado el aumento de sus deudas reales debido a la deflación, los cafetaleros se colocaron al frente de quienes buscaban la depreciación de la tasa de cambio.

<sup>43</sup>/ Triffin (1944, Tabla IV)

Además de consideraciones financieras, los cultivadores del grano arguyeron razones de competitividad en favor de la depreciación de la tasa de cambio. Otros productores cafeteros habían abandonado el patrón oro y depreciado sus monedas; Brasil, el mayor productor cafetero depreció tempranamente su moneda (1929), y México y otros productores centroamericanos optaron por el camino de las depreciaciones en 1931. Los cafeteros también arguyeron que como la tasa de cambio en el mercado paralelo había excedido la tasa de cambio oficial desde la adopción de controles cambiarios, sus ingresos habrían sido mayores si ellos hubieran sido autorizados a vender sus ingresos en moneda extranjera en el mercado libre de divisas.

Tal como se advirtió anteriormente, en Colombia no existía un ambiente propicio para la devaluación. La suspensión de la convertibilidad y la adopción de controles cambiarios en septiembre de 1931 se presentó como una medida temporal, y las autoridades persistieron en sostener la tasa de cambio dentro de los puntos del oro. Cuando en enero de 1932 las autoridades fijaron la tasa de cambio exactamente en el punto de exportación del oro, la presión política de los cafeteros en pro de la devaluación se hizo más intensa. El gobierno rechazó la idea de permitir la depreciación de la tasa de cambio, ya que según él tal medida “si transitoriamente aprovecha a los exportadores, por otro lado quebranta la estabilidad monetaria [y] acaba con el patrón oro”<sup>44</sup>. De acuerdo con el gerente del banco central, las autoridades se encontraron en la posición de sacrificar intereses de grupo con el propósito de salvar “los intereses de la generalidad de la Nación”<sup>45</sup>. Sin embargo, tanto el banco central como el gobierno finalmente acordaron que existiría un “fondo de razón” en los reclamos de los productores de café<sup>46</sup>.

Dicha “aspiración genuina” condujo a un acuerdo entre la Federación Nacional de Cafeteros, el Banco de la República y el gobierno, de acuerdo con el cual se pagaría una prima del 10% sobre los reintegros cafeteros por el término de un año (marzo 15 de 1932 a marzo 15 de 1933). Dicha prima sería financiada mediante la emisión de un bono de la DPI con una tasa de interés del 6%. De acuerdo con la Tabla 31 el monto de dicha emisión arribó a \$4 millones, cifra equivalente al 7% del acervo de la DPI en 1932. El Banco de la República fue autorizado a comprar los nuevos bonos hasta el límite del 15% de su capital y reservas. Hacia el final de la década el Banco aparecía como tenedor del 85% de los bonos que todavía circulaban<sup>47</sup>.

Antes de la expiración del subsidio (marzo 15 de 1933), los productores cafeteros solicitaron la extensión de la prima. Para entonces el contexto había cambiado. Una buena cantidad de medidas reflacionarias se había puesto en marcha –por ejemplo, tres cuartas partes del crédito de salinas utilizado durante la década ya habían sido desembolsadas-, y aumentos extraordinarios en la DPI estaban siendo empleados para financiar el conflicto armado con el Perú iniciado en septiembre de 1932. En estas nuevas circunstancias las autoridades decidieron no incrementar la deuda pública una

<sup>44/</sup> Revista del Banco de la República, marzo de 1932, pp.79-80

<sup>45/</sup> Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, marzo de 1932.

<sup>46/</sup> Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1932, p.29.

<sup>47/</sup> La emisión del nuevo bono fue autorizada mediante el Decreto 422 de 1932, el cual estableció también que los bancos de ahorro (como la Caja Colombiana de Ahorros) deberían invertir parte de sus reservas en los nuevos bonos. A mediados de 1940 el Banco de la República tenía en su haber \$2.8 millones de dichos bonos, cifra equivalente al 85% de los valores en circulación.

vez más. En su lugar optaron por medidas sin precedentes en relación con la tasa de cambio.

Se montó un sistema de tasas de cambio múltiples sin alterar los controles cambiarios. Por primera vez desde la adopción del patrón oro en 1923, el gobierno fijó tasas de cambio más allá del punto de exportación del oro. Bajo el nuevo sistema el punto de exportación del oro fue escogido como la tasa de cambio para los pagos gubernamentales en moneda extranjera, y tasas de cambio más altas y diferenciadas fueron asignadas a las exportaciones y las importaciones. Para determinar el diferencial, las autoridades buscaron no sólo satisfacer las aspiraciones de los cultivadores cafeteros sino extender iguales beneficios al resto de los exportadores. En esta ocasión fueron los importadores, y no el presupuesto nacional, quienes asumieron la carga por dicho diferencial, tal como ocurriría bajo tasas de cambio libremente flotantes.

Lo ocurrido en Colombia con la presión de los cafetaleros por la devaluación, fue la versión local de lo que entonces apareció como un comportamiento corriente en países dependientes de sus exportaciones primarias. Pero igualmente en economías industrializadas, los agricultores que producían bienes comercializados internacionalmente presionaron duramente por la depreciación del circulante interno. Los productores de trigo en los Estados Unidos protagonizaron un caso sobresaliente<sup>48</sup>. En general, los países periféricos tanto en el área de la libra esterlina como del dólar, y que no pertenecieron al grupo de quienes depreciaron sus monedas antes de la caída de la libra esterlina, reaccionaron rápidamente a la experiencia de devaluación en el centro, permitiendo que sus monedas se movieran paralelamente con la libra después de septiembre de 1931, y con el dólar después de abril de 1933<sup>49</sup>.

El abandono del patrón oro por parte de los Estados Unidos en 1933 tuvo implicaciones definitivas para la posición colombiana en relación con el régimen de tasa de cambio. Tal como se ha destacado a lo largo de esta exposición, Colombia resistió con denuedo el abandono del patrón oro; la tasa de cambio se mantuvo dentro de los puntos del oro durante 18 meses después del establecimiento de controles cambiarios, y aún la implementación de un sistema de tasas de cambio múltiples en marzo de 1933 se presentó como una medida temporal mientras el patrón oro podía ser reinstalado. Tal persistencia se mantuvo hasta la devaluación del dólar estadounidense, momento a partir del cual el gobierno permitió que el peso flotara con el dólar.

#### *d. El financiamiento de la guerra.*

A mediados de 1932 las autoridades no podían prever que un hecho no relacionado directamente con la gran depresión pudiera demandar una expansión sustancial de la DPI. La ingente expansión de gasto gubernamental reclamada por la guerra con un país vecino se financió con *aumentos* en la DPI. Como se ilustra a lo largo de esta sección, las autoridades combinaron deuda interna y tributación con el propósito de asegurar una rápida amortización de los costos de la guerra. Este es un ejemplo de cómo las autoridades encontraron menos costoso incrementar la deuda que la tributación pero al mismo tiempo desearon limitar la expansión de la deuda.

<sup>48/</sup> Eichengreen (1992, p.288)

<sup>49/</sup> Eichengreen y Sachs (1990, p.218)

El primero de septiembre de 1932 estalló un conflicto fronterizo con el Perú. Las exigencias de acondicionamiento militar a las nuevas circunstancias dispararon los gastos en defensa y cambiaron significativamente la composición del gasto gubernamental. Los desembolsos del Ministerio de Guerra pasaron de \$3.8 millones en 1932 a \$16.8 millones en 1933 y a \$24.6 millones en 1934. Estos cambios explicaron el 75% del aumento en los gastos totales del gobierno entre 1932 y 1934<sup>50</sup>. En relación con el destino de los gastos gubernamentales, la Tabla 35 muestra cómo se alteró sustancialmente por tercera vez en menos de una década. Durante el auge de los préstamos internacionales entre 1926 y 1928 las obras públicas absorbieron la mitad del gasto total. En seguida, durante el período de ajuste entre 1929 y 1932, las obras públicas requirieron menos de la cuarta parte de los gastos oficiales mientras que el Ministerio de Hacienda se convirtió en la mayor fuente de gasto gubernamental, acaparando la tercera parte del gasto. Durante estos períodos la defensa (o la guerra) demandaron menos del 8% de los gastos oficiales, muy por debajo de las participaciones de los ministerios de obras públicas y hacienda. El conflicto armado con el Perú alteraría sustancialmente estas participaciones entre 1933 y 1935.

**Tabla 35**  
**Colombia**  
**Gasto del Gobierno**  
**Principales destinos**  
**1926 – 1940**  
**(Porcentajes)**

Períodos	Hacienda	Defensa Nacional	Obras Públicas	Otros	Total
1926-1928	15.0	7.2	50.5	27.3	100.0
1929-1932	32.9	7.8	23.2	36.1	100.0
1933-1935	26.2	27.8	15.8	30.2	100.0
1936-1940	19.5	14.2	31.3	35.0	100.0

Fuente.

Informe Financiero del Contralor. Varios años.

Aunque el estado de guerra entre los dos beligerantes cesó en mayo de 1933, los gastos en defensa nacional continuaron en gran escala por algunos años más. Así, en los años de 1933 a 1935 dominó una estructura de gasto en la cual el presupuesto de guerra prevaleció. La participación del Ministerio de Hacienda fue muy cercana a la del de Guerra habida cuenta del peso adquirido por el servicio de la deuda pública; los pagos correspondientes representaron el 80% de las erogaciones de dicho ministerio. Como era de esperarse, la importancia de la defensa nacional declinó sustancialmente durante

<sup>50/</sup> Informe Financiero del Contralor. Informes anuales de 1932 a 1935.



la segunda mitad de la década, pero sin retornar a los mucho más bajos niveles de los veinte.

¿Cómo pagar por la guerra? (parodiando la pregunta que haría Keynes en noviembre de 1939 en dos contribuciones para *The Times*, a saber, *How to pay for the War?*). Las autoridades concibieron un esquema en el cual los recursos serían provistos tanto por endeudamiento interno como por tributación. De acuerdo con él, el incrementado gasto militar se financiaría *inmediatamente* mediante la emisión de bonos o con préstamos del banco central, y el aumento resultante del acervo de la deuda se amortizaría *gradualmente* con impuestos creados para tal efecto. La confección de esta política financiera obedeció a razones prácticas pero también a guías de comportamiento. Era más fácil aumentar la deuda pero las autoridades deseaban evitar una excesiva carga de intereses en el futuro. Así lo señaló el ministro de Hacienda:

“... el Gobierno, siguiendo las normas indicadas por una sana política financiera, ha adoptado el sistema de combinar los empréstitos con los impuestos para atender a las necesidades del conflicto internacional, pues la apelación exclusiva al empréstito crearía irremisiblemente en un futuro próximo un déficit fiscal de grandes proporciones, y los sólo impuestos no podrían recaudarse en la cuantía necesaria para atender a los gastos urgentes de tan grande emergencia”<sup>51</sup>.

Además de controlar el tamaño de los déficit fiscales futuros, las autoridades expresaron la idea según la cual la generación del momento debería contribuir al pago de la guerra. No sólo por razones fiscales, sino por consideraciones de justicia, el ciudadano común debería aportar al sostenimiento de los ciudadanos en el frente. O sea, la generación del momento debería pagar la guerra, o al menos la mayor parte de su costo.

La primera medida importante para financiar la guerra fue la emisión del Empréstito Patriótico de Defensa Nacional del 4% en 1932. La emisión total sumó \$10 millones y fue enteramente vendida antes de mediados de 1933. A finales del año, los nuevos bonos representaban el 26% del total de bonos gubernamentales en el mercado (Tabla 31). El 42% de la emisión total fue adquirida por el público, 31% por la banca comercial, y el 27% restante por otras entidades gubernamentales. Un nuevo impuesto, el Impuesto de la Defensa Nacional, fue creado con el propósito de financiar la amortización de los bonos<sup>52</sup>.

En la medida en la que avanzaba el conflicto, y los fondos del Empréstito Patriótico resultaron insuficientes, las autoridades optaron por el crédito del banco central. En primer lugar el gobierno contrató con el Banco de la República un crédito por la suma de \$5 millones al 3%, y creó una contribución extraordinaria, denominada Cuota Militar, para financiar su amortización<sup>53</sup>. Este no fue el fin de la historia. El gobierno debió acudir en dos ocasiones más al crédito del banco central, la primera en 1933 por un préstamo de \$5 millones, y la segunda en 1934 por un préstamo de \$3 millones. Además, el gobierno se vio en la necesidad de emitir Pagarés por \$5 millones, y Libranzas por \$2 millones en 1934. La Tabla 31 muestra el incremento de la deuda interna con el banco central en alrededor del 30% debido a los préstamos de defensa entre 1932 y 1933-34, y las fuentes adicionales de financiamiento a través de Pagarés y Libranzas.

<sup>51/</sup> Memoria de Hacienda, 1933, p.23.

<sup>52/</sup> La emisión de los bonos y el nuevo impuesto fueron autorizados por la Ley 12 de 1932. Memoria de Hacienda, 1933, p.16-20.

<sup>53/</sup> Memoria de Hacienda, 1934, pp. 55-60.

En la Tabla 36 se presenta un resumen de las cantidades contractuales y de los acreedores de los préstamos de guerra. Obsérvese primero cómo cinco de los seis préstamos fueron financiados por el banco central; tres de ellos fueron operaciones crediticias directas, y los otros dos, compras de pagarés y libranzas. En cuanto al monto de los créditos, el 67% de los recursos tomados en préstamo por el gobierno se originó en el banco central. En segundo lugar, nótese cómo sólo el 14% de los bonos gubernamentales para la defensa quedó finalmente en manos del público. En tercer término, se impusieron gravámenes específicos para financiar la amortización de los dos primeros préstamos los cuales representaron el 50% de la totalidad de los créditos. Finalmente, con el propósito de ilustrar la importancia relativa de las medidas de defensa nacional en el contexto de las políticas reflacionarias de la época, una comparación de las tablas 34 y 36 revela que los recursos involucrados en las medidas de rescate del sector financiero que implicaron un aumento de la deuda pública representaron sólo un 60% de aquellos requeridos por las medidas de defensa nacional.

**Tabla 36**

**Financiamiento de las Deudas de Guerra  
(Conflicto entre Colombia y el Perú)  
Período 1932 – 1934**

**(Millones de Pesos)**

Fecha	Préstamos	Valor	Acreedor
1932	4%, Bonos del Empréstito Patriótico.	10.0	Gobiernos Locales, Bancos y Público
1933	3%, Préstamo sobre la Cuota Militar	5.0	Banco de la República
1933	Decreto No 2028 de 1933	5.0	Banco de la República
1934	Decreto No 578 de 1934	3.0	Banco de la República
1934	3%, Pagarés de la Defensa Nacional	5.0	Banco de la República
1934	3% y 6%, Libranzas para las compras de guerra.	2.0	Banco de la República
	Total	30.0	

Fuente.

Informe Financiero del Contralor. Varios años.

Para fines de 1939 la amortización de los préstamos de defensa nacional estaba prácticamente fenecida. El Préstamo de Defensa Patriótica y el Préstamo de la Cuota

Militar habían sido amortizados mediante impuestos específicos creados para ese fin<sup>54</sup>. La amortización de los demás créditos se adelantó de una manera diferente. A fines de 1934 el gobierno encontró dificultades para satisfacer sus obligaciones financieras con el Banco de la República, y por consiguiente se convino un nuevo arreglo entre las dos partes<sup>55</sup>. Considerando únicamente los préstamos de la defensa nacional se acordó que ellos serían amortizados durante los siguientes cinco años, y que el gobierno recibiría y aplicaría a la reducción de su deuda algunos de los beneficios resultantes de la revaluación de las reservas de oro del Banco habida cuenta de la devaluación de la moneda nacional. El Banco fue autorizado para revaluar sus tenencias de oro de acuerdo con el precio mundial del oro, pero el contenido de oro del peso colombiano no fue redefinido sino hasta 1938<sup>56</sup>. Una vez alcanzada esta redefinición, los saldos adeudados en relación con los préstamos autorizados por los Decretos 2028 de 1933 y 578 de 1934, así como los Pagarés del 3% de 1934 fueron cancelados con parte de los beneficios obtenidos por el gobierno de la revaluación de sus reservas de oro<sup>57</sup>.

En resumen, el crecimiento inesperado de los gastos en defensa nacional después del estallido del conflicto fronterizo con el Perú el 1 de septiembre de 1932, constituyó un factor crucial en la recuperación del gasto gubernamental después de la fuerte contracción del gasto nominal oficial que prevaleció entre 1929 y 1931. Aunque las hostilidades entre los combatientes no se extendieron más allá de nueve meses, los gastos en defensa predominaron en la ejecución presupuestal durante el período 1933-1935, y mantuvieron una participación sin precedentes en los gastos totales durante la segunda mitad de la década. Esta experiencia sugiere que al menos parte del aumento *temporal* de los gastos requeridos por la guerra, terminó adquiriendo carácter *permanente*. El financiamiento de la guerra implicó un acrecentamiento de la DPI que no podía haber sido previsto por las autoridades al ejecutar otras políticas reflacionarias. Un aspecto de interés en todo este proceso es que las autoridades insistieron en que la generación del momento debería contribuir al pago de la guerra, y efectivamente nuevos

<sup>54/</sup> La amortización del Préstamo Patriótico de la Defensa quedó prácticamente terminada en 1940, y sólo un saldo muy bajo se registró en la contabilidad oficial durante los cuarenta. El Préstamo de la Cuota Militar de 1933 fue amortizado de una manera diferente. Se autorizó que los contribuyentes que desearan pagar sus contribuciones por adelantado podrían hacerlo empleando bonos del Préstamo Patriótico de la Defensa al hacer sus pagos. En la medida en la que el Banco recibía los bonos, el préstamo se transformaba gradualmente en una inversión del Banco en bonos gubernamentales. Memoria de Hacienda, 1933, pp.20-21.

<sup>55/</sup> Tal como se discutió anteriormente, el préstamo de la Concesión de Salinas debía liquidarse con los ingresos obtenidos por el Banco de la República de la administración de las minas de sal de propiedad del gobierno. Un nuevo arreglo fue acordado para los años de 1935 y 1936, según el cual los ingresos derivados de las propiedades de sal durante 1935 se tratarían enteramente como ingresos del gobierno, y los devengados durante 1936 se dividirían por mitades entre el gobierno y el Banco. El nuevo arreglo fue legalizado mediante la Ley 7 de 1935. Diario Oficial No 22809 de febrero de 1935.

<sup>56/</sup> Los beneficios obtenidos de la revaluación de las tenencias de oro fueron registrados en una Cuenta Especial de Cambios en el balance del Banco desde 1935. La redefinición legal del contenido de oro del peso colombiano tuvo lugar con la expedición de la Ley 167 de 1938. Memoria de Hacienda, 1939, p.101.

<sup>57/</sup> A partir de un beneficio de aproximadamente \$17.3 millones, \$8 millones fueron aplicados a la amortización de saldos vigentes de los préstamos de defensa nacional así: \$4.8 millones al préstamo del Decreto No 2028 de 1933; \$1.6 millones al préstamo del Decreto No 578 de 1934; y \$1.6 millones correspondientes a los Pagarés del 3% de 1934. El primero y tercero de estos créditos fueron completamente amortizados. Del segundo quedó un saldo de \$0.94 millones para amortizarse posteriormente en 1941. Los \$9.3 millones restantes se distribuyeron así: \$5 millones quedaron a discreción de la Tesorería, \$3 millones se destinaron a la formación de un Fondo de Estabilización autorizado desde 1935 (Ley 7) para la estabilización de los precios de mercado de los bonos gubernamentales, y \$1.3 millones se depositaron en la Cuenta Especial de Cambios.

impuestos se crearon para amortizar la mitad del incremento de la DPI requerido por la guerra.

e. Implicaciones monetarias de las políticas reflacionarias.

Como las secciones precedentes mostraron que una parte muy notable del aumento en la DPI se efectuó en la forma de préstamos del banco central al gobierno, se cierran estas discusiones relacionadas con el rol amortiguador de la DPI durante la gran depresión se cierran con una breve discusión acerca de los efectos correspondientes sobre los agregados monetarios. El énfasis recae en los efectos sobre la base monetaria. Se intenta destacar el carácter temporal de los préstamos del banco central al gobierno mediante la comparación de la experiencia de 1932-1934 con otros períodos.

A través de préstamos al gobierno, inversiones en títulos gubernamentales y la adquisición de acciones del BCH, el Banco de la República expandió la base monetaria en cerca de \$48 millones entre 1931 y 1934. Esta cifra es altamente significativa ya que ella representó el 93% de los cambios expansionistas de la base monetaria en dicho período. Los préstamos y las inversiones resultaron igualmente importantes en relación con sus implicaciones monetarias: el 48% de los \$48 millones estuvo representado por préstamos, el 27% por inversiones en bonos de la deuda pública, y el 25% por inversiones en acciones del BCH.

Una perspectiva más amplia de las implicaciones monetarias de las políticas de recuperación se ofrece en la Tabla 37, la cual describe las principales fuentes de expansión y contracción de la base monetaria desde mediados de los veinte. El contraste entre el período de *activismo* monetario (1931-1934) y el período de acomodamiento *pasivo* a las reglas del patrón oro es claro. Coincidiendo con el ciclo de auge y receso del sector externo (1924-1931) el factor predominante de la expansión (1924-1928) y de la contracción (1929-1931) de la base monetaria fue el aumento y posterior caída de las reservas internacionales. A lo largo de este ciclo externo el crédito neto al sector privado fue expansionista aunque en magnitudes modestas si se le compara con los relativamente elevados cambios en las reservas internacionales; además, el crédito neto al gobierno, el cual apenas originó alguna expansión durante 1924-1928, se hizo más relevante, aunque todavía en cantidades menores durante 1928-1931.

Tabla 37  
COLOMBIA  
FUENTES DE LA BASE MONETARIA  
1924-1937

(Millones de Pesos y Porcentajes)

	1924-1925	%	1925-1926	%	1926-1927	%	1927-1928	%	1928-1929	%	1929-1930	%	1930-1931	%	
Reservas Internacionales	13.2		74.6	6.7	42.9	1.2	14	20.5	100	-27	95.7	-10.3	68.7	-13.6	83.4
Crédito Neto al Gobierno	-6.7		63.8	5.1	32.7	3.4	39.5	-0.8	7.6	2.5	26.3	1.6	67	4.5	38.8
Crédito Neto al Sector Privado	4.5		25.4	3.8	24.4	4	46.5	-6.4	61	7	73.7	-4.3	28.7	4.9	42.2
Inversiones Financieras	-0.2		1.9	-0.6	14.3	-0.9	19.6	-0.7	6.7			-0.4	2.6	2.2	19
Otros Activos Netos	-3.6		34.3	-3.6	85.7	-3.7	80.4	-2.6	24.7	-1.2	4.3	0.8	33	-2.7	16.6
Cambios expansionistas	17.7		100	15.6	100	8.6	100	20.5	100	9.5	100	2.4	100	11.6	100
Cambios contraccionistas	10.5		100	4.2	100	4.6	100	10.5	100	28.2	100	15	100	16.3	100
Cambios en la Base Monetaria	7.2			11.4		4		10		-18.7		-12.6		-4.7	
	1931-1932	%	1932-1933	%	1933-1934	%	1934-1935	%	1935-1936	%	1936-1937	%			
Reservas Internacionales	3.4		18.6	-0.4	4.7	-0.7	100	16.1	78.2	9.8	59	-5.6	51.4		
Crédito Neto al Gobierno	8.2		44.8	7.4	36.1	1.3	10.2	-3.2	29.1	-0.8	61.5	0.2	1.8		
Crédito Neto al Sector Privado	-11.1		100	-4.5	52.9	3.6	28.1	-3.2	29.1	6.2	37.3	10.4	92		
Inversiones Financieras	6.1		33.3	13.1	63.9	3.8	29.7	4.5	21.8	-0.5	38.5	0.7	6.2		
Otros Activos Netos	0.6		3.3	-3.6	42.4	4.1	32	-4.6	41.8	0.6	3.7	-5.3	48.6		
Cambios expansionistas	18.3		100	20.5	100	12.8	100	20.6	100	16.6	100	11.3	100		
Cambios contraccionistas	11.1		100	8.5	100	0.7	100	11	100	1.3	100	10.9	100		
Cambios en la Base Monetaria	7.2			12		12.1			15.3		0.4				

Fuentes:  
Cálculos con base en Triffin (1944).

Con posterioridad a la imposición de controles cambiarios, la adopción de medidas reflacionarias, y los préstamos extraordinarios para la defensa nacional, la expansión de la base monetaria fue liderada por las inversiones (en bonos gubernamentales y acciones del BCH) y préstamos del Banco de la República al gobierno. Estas operaciones sin precedentes compensaron ampliamente la influencia contraccionista del crédito neto al sector privado, y excedieron sustancialmente la contribución expansionista incipiente de las reservas internacionales.

Finalmente puede observarse cómo surge un cuadro diferente de la experiencia del período 1935-1937. De nuevo, las reservas internacionales aparecen con el liderazgo de la expansión de la base, seguidas por el crédito al sector privado, y el crédito al gobierno se convirtió en fuente de contracción de la base monetaria. El contraste entre los períodos de 1932-1934 y 1935-1937, o alternativamente, la similitud entre las experiencias de los veinte y después de 1935, destaca el carácter transitorio del financiamiento extraordinario otorgado por el Banco al gobierno durante 1932-1934.

## Bibliografía.

### Publicaciones periódicas y documentos oficiales.

Cepal (1957). Análisis y proyecciones del desarrollo económico: El desarrollo económico de Colombia. México.

Diario Oficial. Imprenta de la Nación. Bogotá.

Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República. (1923-1950) Anual. Bogotá.

Informe del Superintendente Bancario. Publicación Anual. Varios Años. Bogotá.

Informe Financiero del Contralor. (1927-1986) Edición Anual. Bogotá.

Memoria de Hacienda. Imprenta de la Nación. Varios Años. Bogotá.

Mitchell, B. (1993) *International historical statistics: the Americas and Australasia*. Detroit.

Revista del Banco de la República.(1927-1950) Mensual. Bogotá.

The Council of Foreign Bondholders. Annual Report. London.

The Council of Foreign Bondholders. Correspondence files on Colombia (Unpublished) London.

The Council of Foreign Bondholders. Extracts from newspapers. Colombia.

The Council of Foreign Bondholders. Minutes (Unpublished) London.

The Stock Exchange Yearbook.(Various years) London.

U.S. Department of Commerce (1976). *Historical Statistics of the United States*. Washington.

### **Artículos y libros.**

Avella, M. (2003a). "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. La Paz Británica". Borradores de Economía, No 239. Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República, Bogotá.

Avella, M. (2003b). "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana". Borradores de Economía, No 251. Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República, Bogotá.

Barro, R. (1979) "On the determination of the public debt" *Journal of Political Economy*, 87.

Buchanan, J. (1958) *Public principles of public debt*. Richard Irwin, Illinois.

Díaz Alejandro, C. (1983) "Stories of the 1930s for the 1980s" in Aspe Armella, P., Dornbusch, R., and Obstfeld, M. (eds) *Financial policies and the world capital market. The problem of Latin American countries*. NBER, Chicago Press, Chicago.

Díaz-Alejandro, C. (1982)"Latin America in depression, 1929 1939" in Gersovitz, M. et. al. *The theory and experience of economic development*. George Allen and Unwin, 1982

Eichengreen, B. (1992). *Golden fetters. The gold standard and the great depression, 1919-1939*. Oxford University Press, New York.

Eichengreen, B. (ed) (1990) *Elusive stability. Essays on the history of international finance, 1919-1939*. Cambridge, University Press, Cambridge, Massachusetts.

Eichengreen, B. and Portes, R. (1987) "The anatomy of financial crises" in *Threats to international financial stability* edited by Portes, R. and Swoboda, A. Cambridge University Press, Cambridge.

Eichengreen, B. and Sachs, J. (1990) "Exchange rates and economic recovery in the 1930s" in Eichengreen, B. (1990).

Modigliani, F. (1986) "Comment on R. J. Barro 'U.S. deficits since World War I'".*Scandinavian Journal of Economics*, 88

Ocampo, J. A. (1988) *Historia Económica de Colombia*. Fedesarrollo, Tercer Mundo.

Ocampo, J. A. y Montenegro, S. (1982) "La crisis mundial de los años treinta en Colombia" in *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, Bogota.

Patiño Roselli, A. (1981) *La prosperidad a debe y la gran crisis, 1925-1935*. Banco de la Republica, Bogotá.

Pérez, Francisco de Paula (1990) *Memorias de Hacienda*, Banco de la República, Bogotá.

- Ricardo, D. (1951). *The Works and Correspondence of David Ricardo*. Edited by Piero Sraffa. Cambridge University Press, Cambridge. Vol.I. Principles of Political Economy and Taxation [1817] Vol.IV. Pamphlets and Papers, 1815-1823. (Includes 'Funding System' [1820]).
- Thorp, R. y Londoño, C. (1984) "The effect of the great depression on the economies of Peru and Colombia" in Thorp, R. (ed) *Latin America in the 1930s*, Macmillan, London.
- Triffin, R. (1944) "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia" *Revista del Banco de la República*. Suplemento. Bogotá.