

Antecedentes históricos de la deuda colombiana.
El proceso de moratoria formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935

Por: Mauricio Avella Gómez¹

Resumen

La moratoria sobre la deuda externa de Colombia en la cuarta década del siglo XX, no fue una declaración única y tajante. Fue un proceso prolongado que se extendió entre 1931 y 1935. En este ensayo se describe el camino *gradual* seguido por la moratoria sobre la deuda externa, y se reportan las razones expuestas en las declaraciones *formales* de moratoria sobre dicha deuda. El documento otorga atención especial a la perspectiva que los inversionistas tenían acerca de Colombia, reflejada en la evolución de los precios externos de los bonos colombianos, en comparación con los precios de los títulos colocados por otros importantes deudores de América Latina.

^{1/} Investigador. Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Bogotá, Colombia. Septiembre de 2003.

Antecedentes históricos de la deuda colombiana.
El proceso de moratoria formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935

Por : Mauricio Avella Gómez²

La moratoria sobre la deuda externa del país es uno de los eventos centrales registrados por los anales históricos de los años treinta. El sector externo de la economía fue severamente afectado por el deterioro de la economía internacional durante la gran depresión³. Además del cierre del crédito externo y del colapso de las importaciones, fuente vital de recaudos tributarios, otros factores erosionaron seriamente la posición del país como deudor externo: la caída de las exportaciones que debilitó sustancialmente los indicadores más aceptados de solidez financiera, y la oleada de moratorias soberanas extendida a lo largo y ancho de América Latina desde principios de 1931, antes de involucrar también a países de Europa del Este en 1932, así como al mayor deudor internacional de la época, Alemania, en 1933.

¿De qué manera buscó Colombia satisfacer sus obligaciones internacionales con posterioridad al estallido de la gran depresión en 1928? Las autoridades siempre creyeron que mediante la preservación del patrón oro y honrando los compromisos de la deuda externa, el país recobraría el acceso al crédito externo. Para mediados de 1931, después de tres años de políticas deflacionarias, de agotamiento de las reservas internacionales, de abandono del patrón oro y moratoria sobre la deuda externa por parte de otros países, quedaban muy pocas esperanzas acerca de la normalización del financiamiento externo. Una vez la Gran Bretaña se apartó del patrón oro, el 21 de septiembre de 1931, Colombia impuso controles cambiarios (24 de septiembre) y anunció posteriores controles sobre el servicio de la deuda externa (31 de octubre).

^{2/} 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 cuarto 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.

^{3/} En el ensayo anterior de esta serie histórica sobre la deuda colombiana se describió toda una gama de choques externos sobre la economía nacional durante la gran depresión. *Antecedentes históricos de la deuda colombiana. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran depresión, 1929-1934*. Borradores de Economía. Banco de la República, 2003.

La moratoria sobre la deuda externa no fue una declaración única y tajante, sino un proceso prolongado que se extendió entre 1931 y 1935. En la primera sección de este ensayo se describe el camino *gradual* seguido por la moratoria sobre la deuda externa, mientras que en la segunda se reportan las razones expuestas en las declaraciones *formales* de moratoria sobre dicha deuda. Se insiste en la expresión *moratoria formal*, ya que como se verá en un ensayo posterior de esta serie, una fracción importante de la deuda externa fue cancelada mientras el país se encontraba oficialmente en moratoria de pagos⁴. En las dos últimas secciones se investigan las reacciones de los acreedores foráneos a los procesos de moratoria, destacando tres aspectos: el comportamiento de los precios de la deuda, las relaciones individuales entre países acreedores y países deudores, y las declaraciones oficiales de los acreedores.

A. El proceso gradual de moratoria formal sobre la deuda.

La primera medida orientada al control de los pagos sobre la deuda externa se adoptó el 31 de octubre de 1931, sólo cinco semanas después de la imposición temporal de controles sobre el cambio exterior. Bajo la nueva regulación, todas las solicitudes de permiso para transferir fondos al exterior por parte de los departamentos, municipalidades y bancos hipotecarios para el servicio de su deuda externa deberían sujetarse al *veredicto* de la Junta de Control de Cambios y Exportaciones⁵. Tal veredicto dependería de la disponibilidad de reservas internacionales. Aunque la nueva regulación abrió la posibilidad de posponer los pagos sobre la deuda externa, también se determinó que al solicitar cambios internacionales los deudores deberían efectuar depósitos en moneda local en el Banco de la República, en favor de los acreedores; la cantidad de dichos depósitos sería la requerida para financiar los pagos externos, y la transferencia efectiva de fondos al exterior sería autorizada por la Junta de Control.

Un segundo paso en el proceso de control de pagos se adoptó antes de fines de diciembre de 1931 pero sólo se oficializó dos meses después⁶. En esta oportunidad el gobierno puso en marcha un plan de acuerdo con el cual se adoptaría una *suspensión temporal de amortizaciones* sobre la deuda externa, y los intereses sobre las deudas no amparadas por garantías gubernamentales quedarían bajo la responsabilidad del gobierno nacional. Dichos intereses no se pagarían en efectivo sino por medio de certificados con una tasa de interés del 6% y un período de maduración de 3 años. El plan se presentó como aceptado por la mayoría de los acreedores, ya que aparte de la capitalización de intereses incorporada en la emisión de los certificados, los deudores efectuarían depósitos en moneda local en el Banco de la República, con el fin de asegurar la continuidad de los pagos de la deuda externa una vez la situación de cambio exterior se normalizara.

El plan enfrentó escollos difíciles de remontar. Dos deudores con gran capacidad de influencia, los departamentos y las municipalidades, responsables conjuntamente de aproximadamente el 57% de la deuda pública en dólares y de la deuda garantizada por el gobierno, desafiaron el acuerdo del gobierno nacional con los acreedores y optaron

^{4/} El próximo ensayo llevará como título, *La Renegociación de la Deuda Externa Colombiana entre 1934 y 1949*. Borradores de Economía. Banco de la República. En preparación.

^{5/} Decreto No 1951 de 1931 (octubre). Memoria de Hacienda, 1932, p.28.

^{6/} Decreto No 186 de 1932 (febrero). Memoria de Hacienda, 1932.

por suspender los depósitos en moneda nacional en el Banco de la República. Esta posición adoptada durante los meses de marzo y abril de 1932 fue equivalente a una moratoria unilateral, la cual llevó al gobierno a anunciar en mayo su incapacidad para responder tanto por el plan suscrito en febrero, como por su decisión de mantener los pagos de intereses sobre la deuda nacional y sobre la deuda pública garantizada del Banco Agrícola Hipotecario⁷.

Una medida posterior se expidió en marzo de 1933, según la cual dadas las tensiones financieras creadas por el conflicto fronterizo con el Perú, el servicio de intereses sobre la deuda nacional y sobre las obligaciones del Banco Agrícola Hipotecario tenía que ser suspendido⁸. Sin embargo, a los acreedores se les ofreció una vía alternativa para el pago de los intereses causados en 1933 y 1934. Los cupones causados en 1933 se pagarían así: una tercera parte en efectivo, y dos terceras partes en certificados de intereses diferidos que no devengaban intereses, y cuya maduración se alcanzaría el 1 de octubre de 1937. Los cupones causados en 1934 se pagarían mediante la emisión de certificados (funding certificates) del 4% a vencerse el 1 de enero de 1946⁹. Para concluir, se otorgaron autorizaciones para entrar en futuras negociaciones con acreedores externos.

El proceso gradual de moratoria en la práctica se resume en la Tabla 38. Como se puede observar, la moratoria sobre fondos de amortización o sobre intereses se extendió a lo largo de dos años entre el 31 de octubre de 1931 y el 1 de octubre de 1933. Bogotá inició la cadena de moratorias al interrumpir pagos sobre el fondo de amortización de una de sus obligaciones, el mismo día en que el gobierno nacional determinó que los pagos de deuda externa en cabeza de las municipalidades y otros deudores deberían sujetarse a los controles cambiarios. Otra municipalidad, Barranquilla, entró en moratoria sobre el fondo de amortización de todas sus obligaciones exactamente al día siguiente. Para fines de 1931, cuando el gobierno nacional negociaba un acuerdo con los acreedores con el propósito de suspender temporalmente las amortizaciones de deuda, el 70% de la deuda vigente de las municipalidades se encontraba ya en moratoria en cuanto a los fondos de amortización. Adicionalmente, el 55% de la misma deuda ya se encontraba en moratoria en cuanto a intereses¹⁰.

La moratoria se extendió a lo largo de 1932 abarcando todos los gobiernos departamentales. Nótese cómo el 46% de las deudas vigentes se encontraba ya en moratoria en cuanto a fondos de amortización cuando el gobierno nacional decretó la suspensión de amortizaciones de deuda en marzo de 1932. La moratoria también involucró a los bonos vendidos en el exterior por la banca hipotecaria; en el caso del Banco Agrícola Hipotecario (BAH), cuya deuda se encontraba garantizada por el

^{7/} Memoria de Hacienda, 1934, pp. 71-81.

^{8/} Decreto No 643 de 1933 (marzo). Esta fue la medida ya mencionada anteriormente que suspendió los pagos de amortización sobre parte de la deuda interna, a saber, sobre los bonos colombianos de la deuda interna discriminados en la Tabla 31, I.A.

^{9/} Los cupones que se vencieran entre el 1 de abril de 1933 y el 1 de enero de 1934 sobre préstamos tanto en dólares como en libras esterlinas se pagarían sobre la base de un tercio en efectivo y dos tercios en certificados de interés diferidos, y el servicio de intereses hasta el 1 de enero de 1935 se financiaría mediante certificados de financiamiento del 4%.

^{10/} Medellín, el principal centro industrial del país, y responsable por el 55% de la deuda municipal, entró en moratoria el mismo día tanto sobre fondos de amortización como sobre intereses (diciembre 31 de 1931).

gobierno, la moratoria sobre el fondo de amortización ocurrió durante los primeros cuatro meses de 1932, y sobre intereses entre abril y agosto de 1933.

Tabla 38

**Deuda Externa de Colombia en Bonos
Pública y garantizada públicamente**

Moratorias en el período 1931 - 1933

	Emitida	Vigente después de declarada la moratoria	Fecha y naturaleza de la moratoria	
			Fondo de Amortización	Intereses
I. Gobierno Nacional				
A. Préstamos en Libras Esterlinas				
	Libras	Libras		
1906, 5% Ferrocarril de la Sabana	300,000	79,840	Junio 1, 1932	Junio 1, 1933
1911, 6% Ferrocarril de Girardot	300,000	122,560	Marzo 1, 1932	Marzo 1, 1933
1913, 6% Ferrocarril de Girardot	1,468,958	805,790	Marzo 1, 1933	Marzo 1, 1934
1916, 5% Ferrocarril del Norte	80,000	47,350	Julio 1, 1932	Julio 1, 1933
1920, 6% Ferrocarril de Puerto Wilches	428,580	335,320	Noviembre 1, 1932	Noviembre 1, 1933
B. Préstamos en Dólares (U.S.\$)				
	Dólares	Dólares		
1927, 6% República de Colombia	25,000,000	21,205,000	Julio 1, 1933	Julio 1, 1933
1928, 6% República de Colombia	35,000,000	30,018,500	Abril 1, 1933	Octubre 1, 1933
II. Gobiernos Departamentales				
1925, 7% Antioquia (Series A,B,C,D)	20,000,000	17,172,000	Enero 1, 1932	Julio 1, 1932
1927, 7% Antioquia (Series 1,2,3)	12,350,000	11,507,000	Abril 1, 1932	Abril 1, 1932
1926, 7 1/2% Caldas	10,000,000	8,596,500	Enero 1, 1932	Julio 1, 1932
1926, 7 1/2% Valle del Cauca	4,000,000	3,408,500	Octubre 1, 1932	Octubre 1, 1932
1928, 7% Valle del Cauca	4,500,000	3,865,000	Junio 1, 1932	Junio 1, 1932
1928, 6 1/2% Cundinamarca	12,000,000	11,537,000	Mayo 1, 1932	Mayo 1, 1932
1928, 7% Santander	2,000,000	1,791,000	Abril 1, 1932	Abril 1, 1932
1927, 7% Tolima	2,500,000	2,112,000	Febrero 19, 1932	Mayo 1, 1932

III. Gobiernos Municipales

1925, 8% Barranquilla (Series A)	500,000	142,400	Noviembre 1, 1931	Diciembre 1, 1932
1925, 8% Barranquilla (Series B)	500,000	292,300	Noviembre 1, 1931	Diciembre 1, 1932
1926, 8% Barranquilla (Series C)	500,000	422,600	Noviembre 1, 1931	Diciembre 1, 1932
1928, 8% Barranquilla (Series D)	500,000	448,000	Noviembre 1, 1931	Enero 1, 1933
1929, 8% Barranquilla (Series E)	500,000	475,100	Noviembre 1, 1931	Diciembre 1, 1932
1924, 8% Bogotá	6,000,000	4,682,000	Abril 1, 1932	Abril 1, 1932
1927, 6 1/2% Bogotá	2,700,000	2,257,500	Octubre 31, 1931	Abril 1, 1932
1927, 7% Cali	2,885,000	2,408,000	Mayo 1, 1932	Mayo 1, 1932
1926, 7% Medellín	3,000,000	2,644,000	Diciembre 1, 1931	Diciembre 1, 1931
1928, 6 1/2% Medellín	9,000,000	8,378,000	Diciembre 1, 1931	Diciembre 1, 1931

IV. Corporaciones (Con garantía pública)

A. Préstamos en libras esterlinas

1929, 6.5% Banco Agrícola Hipotecario	1,200,000	1,132,800	Abril 24, 1932	Abril 24, 1933
---------------------------------------	-----------	-----------	----------------	----------------

B. Préstamos en dólares (US\$)

1926, 7% Banco Agrícola Hipotecario	3,000,000	1,796,000	Enero 1, 1932	Abril 1, 1933
1927, 7% Banco Agrícola Hipotecario	3,000,000	2,217,500	Enero 15, 1932	Julio 15, 1933
1927, 6% Banco Agrícola Hipotecario	5,000,000	2,997,000	Febrero 1, 1932	Agosto 1, 1933
1928, 6% Banco Agrícola Hipotecario	5,000,000	3,278,000	Abril 15, 1932	Abril 15, 1933

Fuentes.

Para los préstamos en libras esterlinas. Informe Financiero del Contralor, 1937, y CFB, 1938.

Para los préstamos en dólares. FBPC, 1936.

Resumen

Deuda pública vigente en moratoria

Fin de 1933

	(US\$)	(US\$)	%
I. Gobierno Nacional		57,092,929	37
A. Préstamos en Libras Esterlinas (£1 = US\$4.22)	5,869,429		
B. Préstamos en Dólares (US\$)	51,223,500		
II. Gobiernos Departamentales		59,989,000	38.9
III. Gobiernos Municipales		22,149,900	14.4
IV. Corporaciones (Con garantía pública)		15,068,916	9.7
A. Préstamos en Libras Esterlinas (£1 = US\$4.22)	4,780,416		
B. Préstamos en Dólares (US\$)	10,288,500		
Total		154,300,745	100

Como se anotó antes, el gobierno ofreció pagar parte en efectivo y parte en certificados por los intereses adeudados por el BAH en 1933; así, en Londres se emitieron certificados por la suma de £ 50,037, y en Nueva York certificados por un monto de US\$340,298. Adicionalmente, para el pago total de los cupones a vencerse entre el 2 de enero de 1934 y el 1 de enero de 1935, se emitieron certificados en Londres por £73,632 y en Nueva York por US\$666,255. Finalmente, los cupones que se vencían el 1 de julio

de 1935 quedaron pendientes de pago hasta las iniciativas de arreglo planteadas por el BAH a los acreedores en 1942. Esta negociación se discute en el siguiente documento de esta serie.

El gobierno nacional satisfizo a cabalidad sus obligaciones externas en relación con la deuda en dólares, durante buena parte de 1933. En el caso del préstamo de 1927, los pagos de intereses y amortizaciones fueron suspendidos en julio, y en relación con el préstamo de 1928, el fondo de amortización fue suspendido en abril, y los intereses se interrumpieron en octubre. Así entraron en moratoria los préstamos que representaron un tercio de la deuda pública y de la deuda garantizada por el gobierno. En cuanto a los préstamos en libras esterlinas, la evidencia sugiere que las autoridades colombianas discriminaron en su contra, ya que los fondos de amortización fueron suspendidos en 1932. Sin embargo, los pagos de intereses entraron en moratoria exactamente un año después, de acuerdo con las fechas de los cupones. El gobierno nacional emitió certificados para completar el servicio de la deuda de 1933 y para satisfacer el servicio de intereses hasta el 1 de enero de 1935. En el primer año se emitieron en Londres certificados por la suma de £36,272, y en Nueva York certificados por un monto de \$US1,448,570; en el segundo año, certificados por £82,261 en Londres, y por \$US\$3,073,410 en Nueva York. Los cupones vencidos el primero de julio de 1935, y los posteriores a dicha fecha, no fueron cancelados hasta la oferta a los acreedores de un acuerdo permanente en 1940 en relación con la deuda en dólares, y en 1941 en relación con la deuda en libras.

Para mediados de 1933 el proceso gradual de moratoria **formal** de la deuda sobre los fondos de amortización había culminado. Para entonces la deuda en dólares representaba el 93% del acervo nominal de la deuda pública y de la deuda garantizada públicamente, el cual sería objeto de futuras negociaciones. Los préstamos en libras esterlinas tenían alguna importancia relativa en el caso de la deuda corporativa garantizada por el gobierno, ya que el 32% de los préstamos al BAH fue colocado en Londres, o en otros centros financieros, pero con denominación en libras esterlinas (Tabla 38. Resumen IV). Es interesante observar cómo la deuda del gobierno nacional representaba sólo el 37% de la deuda pública y de la deuda garantizada por el gobierno; y como la deuda garantizada por el gobierno representaba el 9.7% de dicho total, sobre el gobierno nacional recaía la responsabilidad directa sobre únicamente el 46.7% de la deuda pública y de la garantizada públicamente. Los departamentos (6 entidades regionales diferentes) representaron el 38.9%, y las municipalidades (4 entidades diferentes) representaron el 14.4% de la deuda pública y de la deuda garantizada públicamente. En conjunto, el 53.3% de la deuda pública y de la garantizada públicamente se encontraba en manos de 10 entidades gubernamentales diferentes del gobierno nacional.

¿Cuál era la carga representada en el servicio de la deuda externa nominal en el momento de realizarse el último pago? Un estimativo del servicio sobre la deuda externa total (pública, garantizada públicamente, y privada) que los deudores habrían debido pagar si las obligaciones financieras de 1933 se hubieran satisfecho como estaba programado, aparece en la Tabla 39.

Tabla 39
Colombia
Carga estimada del servicio de la deuda externa
Fin de 1933

	(1) Duración media (Años)	(2) Tasa contractual media %	(3) Emisiones nominales (Millones US\$)	(4) Saldo vigente (Millones US\$)	(5 = 3/1) Carga de principal (Millones US\$)	(6 = 2x4) Carga de intereses (Millones US\$)	(7=5+6) Servicio Anual (Millones US\$)
I. Préstamos en Dólares							
Gobierno Nacional	33	6	60	51.2	1.8	3.1	4.9
Departamentos	22.2	7.05	67.4	59.9	2.7	4.2	6.9
Municipalidades	20.7	7.35	26.1	22.1	1.1	1.6	2.7
Bancos Hipotecarios	20	6.72	38	22.7	1.1	1.5	2.6
(BAH)	(20)	(6.50)	(16)	(10.3)	(0.8)	(0.7)	(1.5)
Total			191.5	155.9	6.7	10.4	17.1
II. Préstamos en Libras (£1 = US\$4.22)							
Gobierno Nacional	40.2	6	10.9	5.9	0.3	0.4	0.7
Bancos Hipotecarios	30	6.75	14.3	12.2	0.5	0.8	1.3
(BAH)	(30)	(6.5)	(5.1)	(4.8)	(0.1)	(0.3)	(0.5)
Total			25.2	18.1	0.8	1.2	2
Gran Total			216.7	174	7.5	11.6	19.1

Fuentes.

Para los préstamos en Libras Esterlinas a entidades gubernamentales, el Informe Financiero del Contralor de 1937, y CFB, 1938.

Para los préstamos en Dólares (US\$) a entidades gubernamentales, FBPC, 1936.

Para préstamos en Libras Esterlinas y en Dólares a los bancos hipotecarios, Revista del Banco de la República, enero de 1935.

Como puede observarse, el total del principal y los intereses cargados arribó a la suma de US\$19 millones por año, de los cuales el 50% provenía de deudas departamentales y municipales. De modo que, cuando después de consultar con los acreedores externos el gobierno expuso su plan de febrero de 1932 de suspender temporalmente las amortizaciones e intereses sobre las deudas no cubiertas por garantías gubernamentales, la idea fue la de reducir a la mitad los desembolsos de cambio exterior ocasionados por el servicio de la deuda externa, hasta que se alcanzara una posición de cambio exterior más satisfactoria. Como los departamentos y municipalidades rechazaron el plan gubernamental, y algunos de ellos se encontraban ya en moratoria, la reducción mencionada de los desembolsos de cambio exterior fue puesta en práctica independientemente de las negociaciones entre el gobierno nacional y los acreedores. Finalmente puede observarse cómo el esfuerzo del gobierno nacional para sostener el servicio total anual de su deuda y la carga de los intereses del BAH, tal como ocurriera entre mediados de 1932 y mediados de 1933, escasamente representó más de una tercera parte de del servicio anual de la deuda externa del país¹¹.

B. Los argumentos para la declaratoria formal de moratoria sobre la deuda externa.

Hacia fines de 1931 la situación del cambio internacional se convirtió en un poderoso argumento para la moratoria formal sobre el servicio de la deuda externa. Como puede

^{11/} A fines de 1933 la deuda vigente del BAH fue de US\$15.1 millones, de los cuales el 68% estaba representado por la deuda en dólares. A la tasa contractual de 6.5%, el servicio anual de intereses fue de cerca de US\$1 millón.

verse en la Tabla 37, el país se convirtió en exportador neto de capitales desde 1930. La carga de los pagos financieros al exterior produjo una reducción de reservas internacionales de US\$37.7 millones en 1929 a US\$27.4 millones en 1930, y a US\$13.8 millones en 1931. Sin una inyección importante de crédito externo, la cual parecía improbable a fines de 1931, el acervo existente de las reservas internacionales arriesgaba su extinción¹². Para evitar esta posibilidad, el gobierno adoptó las medidas descritas anteriormente, las cuales inicialmente sólo buscaban racionar los pagos de deuda externa de acuerdo con la disponibilidad de cambio internacional.

La moratoria fue no sólo un proceso gradual. Las autoridades capearon las presiones internas que clamaban por el cese de pagos. Las tensiones se intensificaron con motivo del plan de moratoria propuesto por Hoover para reducir las presiones financieras que enfrentaban los contendientes de la Gran Guerra¹³. A nivel nacional las autoridades fueron claramente renuentes a la interrupción de los pagos. Sin ceder en la defensa de los compromisos financieros con el exterior, también buscaron la cooperación internacional, sin la cual seguiría postrado el comercio de los Estados Unidos con las economías latinoamericanas. Así lo expresó el editorialista del Banco de la República en julio de 1931, en la misma página en la que realizaba la propuesta de Hoover por su pertinencia para aliviar la ansiedad en la banca europea:

“Hay motivos para esperar que el Gobierno y la banca de los Estados Unidos estén preocupándose de la manera de prestar ayuda a las naciones de la América Latina para el restablecimiento de su situación económica, cuya depresión está afectando tan gravemente el comercio de los Estados Unidos con estos países. Es claro que no podría aplicarse en este caso el procedimiento de moratorias para compromisos de los estados, porque éstos han sido contraídos en la forma de bonos, que se hallan en poder del público, cuyo servicio no puede suspenderse por motivo alguno. Podría sí tomar esa ayuda la forma de créditos espontáneamente ofrecidos a los gobiernos y a los bancos de las naciones que hubieran de recibirla, los que llevarían un soporte eficaz a la economía de tales pueblos. De esa manera ha venido ayudando al Gobierno de Colombia en los últimos meses, el grupo internacional de banqueros que encabeza el Nacional City Bank de Nueva York”¹⁴.

El Presidente Olaya se apresuró a ratificar a los acreedores que el servicio de la deuda no tendría solución de continuidad. Así lo aseguró ante el Congreso, destacando cómo Colombia podía y quería pagar:

“El mantenimiento del crédito de la República en un alto nivel ha sido y continuará siendo objeto de nuestros esfuerzos. Habiendo contraído, para el desarrollo del país, obligaciones financieras en el interior y en el exterior, atenderemos a ellas cuidadosamente y el servicio de los empréstitos contraídos por la Nación se efectuará por el gobierno de Colombia con toda exactitud, en forma que los acreedores no puedan tener ni la más leve inquietud sobre el cumplimiento estricto de nuestras obligaciones. Hacemos de la conservación de ese crédito la base fundamental para el progreso material de la Nación y lo cultivaremos con esmero, sabiendo que para un pueblo como para un individuo nada es más remunerador

^{12/} Como se vio en un ensayo anterior –Antecedentes Históricos de la Deuda Externa Colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana-, el último crédito significativo obtenido por el país fue negociado con un sindicato de bancos liderado por el National Citybank de Nueva York y el First National Bank de Boston, en 1931. El crédito fue desembolsado en varios instalamentos que en conjunto sumaron US\$16.7 millones, suma inferior al servicio anual de la deuda externa, que como se vio en el texto excedió los US\$19 millones.

^{13/} Avella (2003b, pp.29-31). La propuesta del presidente de los Estados Unidos Herbert Hoover consistía en suspender durante un año los pagos debidos a reparaciones y deudas de guerra. La propuesta tenía un doble objetivo: aliviar las presiones cambiarias sobre Alemania, y frenar la corrida sobre los avances de corto plazo que la banca extranjera había otorgado a la alemana. Salter (1932, p.44)

^{14/} Revista del Banco de la República. Notas Editoriales, julio de 1931, p. 237)

que el hacer honor a su palabra y a su fe, aunque ello le ocasione esfuerzos y sacrificios que a la postre tienen su compensación en la buena fama para su nombre y en el alto nivel para su reputación. Colombia tiene la capacidad material para hacerlo y la voluntad para efectuarlo”¹⁵.

A pesar de la generalización del proceso de moratoria en América Latina y en Europa, el gobierno nacional habría de sostener amortizaciones regulares hasta bien entrado el año de 1933. Y ante la tensa atmósfera reinante en el mundo financiero internacional a mediados de 1931, las autoridades manifestaron que mantener los pagos coincidía con los “intereses nacionales” y rechazaron las presiones internas que pedían la moratoria. El Gerente del Banco de la República dejó un testimonio explícito justamente dos meses antes de la adopción de la medida que determinó que los pagos ocasionados por el servicio de la deuda deberían sujetarse a la decisión de la Junta de Control. El Gerente lamentó que ante la precaria situación internacional un sentimiento de desesperanza se abriera paso en la opinión pública, comprometiendo el buen nombre y las cotizaciones de la deuda externa colombiana:

“... se ha suscitado un debate sobre si la nación puede y le conviene seguir atendiendo puntualmente, como hasta hoy, el pago del servicio de su deuda externa, o si es el caso de solicitar una moratoria de sus acreedores ... Con motivo de este debate, cuyo desastroso efecto en la cotización de los bonos colombianos se hizo sentir inmediatamente, el señor Presidente de la República y su Ministro de Hacienda han ratificado enfáticamente el resuelto propósito del gobierno de seguir atendiendo con la acostumbrada puntualidad al servicio de las deudas de Colombia, y el Senado de la República, por voto casi unánime, declaró que ‘es conveniente para los altos y permanentes intereses nacionales la decisión del gobierno de mantener un exacto cumplimiento en el servicio de las deudas del país’”¹⁶.

En el entretanto, algunos analistas internacionales todavía creían que la capacidad del país para mantenerse al día en pagos podría asegurarse mediante el ajuste fiscal ya aplicado en Colombia, y balances comerciales satisfactorios. Sin embargo, las tensiones políticas internas en relación con el servicio de la deuda externa mencionadas por el Gerente fueron vistas por los comentaristas externos como una fuente importante de incertidumbre. En un ejemplo ilustrativo, funcionarios del Banco Internacional de Pagos informaron a la secretaria del Consejo de Tenedores de Bonos (Council of Foreign Bondholders, **CFB**) que representaba los intereses de los inversionistas británicos, acerca de eventos recientes y de los prospectos de servicio de la deuda externa de Colombia¹⁷. Al discutir la posición financiera de Colombia, dichos funcionarios comentaron que ellos “no tenían razones para anticipar falla alguna de su parte para cumplir con sus obligaciones externas” aunque algunos compromisos, en especial los municipales eran considerables; sin embargo, admitía el informe citado, algunos elementos de “inestabilidad política ... pueden resultar en cambios adversos de política y en una pérdida de la confianza interna”¹⁸. ¿Cuáles eran aquellos elementos de preocupación?

^{15/} Pasaje del Discurso del Presidente de la República ante el Congreso de 1931. Citado en las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República, entrega de julio de 1931, p.227.

^{16/} Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, agosto de 1931.

^{17/} El Consejo de Tenedores de Bonos (Corporation of Foreign Bondholders o Council of Foreign Bondholders, **CFB**) fue fundado en 1868 y reconstituido en 1898 por disposición extraordinaria del parlamento británico (Special Act of Parliament). Su principal objetivo era la protección de los intereses de los tenedores de bonos emitidos por gobiernos extranjeros. CFB, Annual Report, 1938, p.6. La institución fue liquidada en 1989.

^{18/} Correspondencia. Carta del 17-9-31, enviada por funcionarios del Banco Internacional de Pagos, Basilea, a la Secretaría del CFB. CFB, Archivo No 1. Ibid. Carta del 23-9-31.

Los funcionarios mencionaron la controversia interna por parte tanto de “el público como de la prensa en cuanto a la eventualidad de una moratoria o reducción de los pagos de intereses sobre la deuda pública”, y el hecho de que el Congreso había nombrado una comisión “para discutir la posibilidad de una moratoria entre otros posibles medios para aliviar la situación”. Sin embargo, la correspondencia también destacó la posición del gobierno al señalar que “el Presidente ha intentado mermar los temores mediante un cable enviado al ministro colombiano en Washington anunciando la determinación inflexible de su gobierno para cumplir con sus obligaciones”¹⁹.

Al otro lado del Atlántico, los banqueros norteamericanos también manifestaron su inquietud ante las noticias de una posible moratoria de Colombia, las cuales ya habrían transmitido señales adversas sobre las cotizaciones de la deuda colombiana en las plazas estadounidenses. Los corresponsales advirtieron al Ministro de Hacienda acerca de “nuevos y persistentes despachos procedentes de Bogotá, por medio de los cuales se informa que en esferas no oficiales se discute la posibilidad de una moratoria. ... Desde la primera información recibida al respecto, las cotizaciones de los bonos nacionales del 6% han sufrido una baja de 10 a 12 puntos; y las cotizaciones de los bonos departamentales han declinado en una proporción igual y aún mayor, Los banqueros, después de un cuidadoso estudio de la balanza de pagos, y habiendo observado los efectos de la depresión mundial en otros países, están convencidos de que Colombia, ... será capaz de atender a sus obligaciones externas ... ”²⁰.

El gobierno no sólo se mostraba adverso a incurrir en una moratoria sobre su deuda externa en bonos, sino que exploró alternativas diferentes de financiamiento externo una vez se consideró improbable la consecución de recursos frescos con la banca internacional²¹. En particular, el gobierno buscó organizar contratos de monopolio con firmas extranjeras a cambio de nuevos préstamos. Existía un precedente reciente en el Ecuador, en donde una empresa fosforera de origen sueco, la Swedish Match Company extendió al gobierno el único empréstito externo público negociado por dicho país durante el apogeo crediticio de los veinte²². Aunque al final de cuentas dicho contrato resultó de corta vida, sirvió de referencia para la iniciativa colombiana²³.

A principios de 1931 el gobierno de Colombia solicitó al Congreso autorizar el otorgamiento de un monopolio manufacturero para la producción de fósforos como contrapartida de un avance de regalías por la suma de US\$10 millones. Aunque inicialmente se pensó que la Swedish Match Co. sería la beneficiaria del monopolio, posteriores especulaciones mencionaron el nombre de Kreuger y Toll la cual emitiría un préstamo por US\$20 millones a cambio del monopolio²⁴. Finalmente, cuando en septiembre de 1931 el Congreso facultó al gobierno nacional para adoptar medidas

^{19/} Ibid. Carta del 24-9-31.

^{20/} Cablegrama de los banqueros oficiales de Colombia en los Estados Unidos (The National City Bank of New York, The First National Bank of Boston, Lazard Brothers and Co. Ltd., London, y Lazard Freres and Co., París) al Ministro de Hacienda, de septiembre 11 de 1931. Revista del Banco de la República, septiembre de 1931, p.312.

^{21/} Recientemente se ha mencionado cómo después del préstamo de 1930-1931, el gobierno mantuvo la esperanza de que nuevos créditos serían posibles con la intervención directa de E. W. Kemmerer para convencer a los banqueros de los Estados Unidos. Drake (1989, p.67)

^{22/} Drake (1989, p.164)

^{23/} El monopolio fue cancelado en 1931 y finalmente redimido en 1935 mediante un pago en efectivo del 22%. CFB, Annual Report, 1938, p.220.

^{24/} The Times, 16-2-31. The News, 14-7-31. CFB, Colombia, Extracts, Vol II.

extraordinarias, explícitamente excluyó de dichas autorizaciones el establecimiento de monopolios²⁵. Este fue el fin de la iniciativa de contratar un monopolio como medio de financiamiento.

Habiendo perdido el acceso al crédito privado de largo plazo desde el colapso del mercado estadounidense de bonos extranjeros, sabiendo que la posibilidad de obtener préstamos significativos de corto plazo de la banca internacional era prácticamente nula, e impedido para negociar contratos de monopolio a cambio de financiamiento externo, la eventualidad de incurrir en moratoria sobre el servicio de la deuda externa debía ser considerada por el gobierno, dada la extremadamente frágil situación de cambio exterior. Excepcionalmente, el gobierno obtuvo préstamos en 1933 para la construcción de ferrocarriles con compañías belgas y francesas. El monto total de los préstamos llegó a US\$3.2 millones, el cual se amortizó por completo antes de fines de 1935.

La moratoria se consideró como una opción temporal y de última instancia. Al adoptarse las primeras medidas en octubre de 1931, las autoridades diseñaron un esquema para los bonos externos de las entidades territoriales de acuerdo con el cual dichas entidades deberían depositar en pesos en el Banco de la República los montos requeridos para el servicio de la deuda. Como se mencionó anteriormente, dicho acuerdo debió ser abandonado una vez los departamentos y las municipalidades interrumpieron los depósitos. La reacción del gobierno nacional fue transmitida a los acreedores en un anuncio público del 25 de mayo de 1932 cuyos términos fueron los siguientes:

“El gobierno lamenta esta decisión, pero no existe alternativa bajo la actual Constitución colombiana la cual otorga un grado considerable de autonomía a los departamentos y municipalidades en el manejo de sus propios negocios”²⁶.

El fracaso del arreglo para la deuda de las subdivisiones políticas implicaba que el 47% de la deuda externa *total* del país, o de manera equivalente el 57% del total de la deuda denominada en dólares, pública y garantizada por el sector público, entró en moratoria, no de acuerdo con el esquema temporal acordado con los acreedores sino de una manera más permanente e incierta. Lo cierto es que los departamentos y las municipalidades habían encontrado dicho acuerdo inconsistente con la precariedad de su situación fiscal, y tanto de manera individual como en términos de grupo lo habían rechazado abiertamente²⁷. Considerando la posición de las subdivisiones políticas como una realidad irreversible, el gobierno optó por abandonar la oferta inicialmente presentada a los acreedores, consistente en pagar mediante certificados (scrips) a los tenedores de bonos departamentales y municipales sobre los cuales se habían suspendido las amortizaciones de capital. Bajo estas nuevas circunstancias, el gobierno se limitó al pago de los intereses y amortizaciones del principal de la deuda nacional, y de los intereses sobre la deuda pública garantizada. Esta fue una decisión deliberada, orientada a realzar el crédito del gobierno nacional, con vistas a futuras posibilidades de financiamiento externo²⁸.

^{25/} Ley 99 de 1931, Artículo 4. Foreign Bondholders Protective Council, **FBPC** (Consejo Protector de los Tenedores de Bonos Extranjeros). Annual Report, 1941 a 1944, p. 316. El FBPC fue en los Estados Unidos la entidad que cumplió labores similares a las desempeñadas por el CFB en la Gran Bretaña.

^{26/} FBPC, Informe Annual, 1945, p.57.

^{27/} Lleras Restrepo (1983), Tomo 1, p.36.

^{28/} The News, 23-5-32. Extracts Vol II.

La persistencia del gobierno nacional en el cumplimiento de sus obligaciones externas se resquebrajó ante las exigencias financieras del conflicto fronterizo con el Perú. Lazard Brothers y Compañía Ltda., la casa bancaria que emitió los préstamos en libras esterlinas al gobierno nacional y a los bancos hipotecarios recibió la siguiente declaración del ministro de hacienda de Colombia:

“A pesar de la profunda crisis financiera ... el gobierno ha estado satisfaciendo puntualmente hasta el presente los pagos de intereses sobre la deuda nacional y sobre los bonos del Banco Agrícola Hipotecario garantizados por el gobierno. Con el propósito de sacar adelante esta política, el país ha tenido que soportar restricciones sobre las importaciones, regulaciones sobre las transacciones cambiarias, y reducciones en el gasto público ... de más del cincuenta por ciento. Desafortunadamente, una agresión injusta ... requiere economizar las reservas nacionales de oro, así como recursos de la Tesorería para atender a los gastos ...

La suspensión de pagos tiene un carácter temporal, y su duración depende de la duración y magnitud del conflicto con el Perú ...”²⁹.

Como se anotó anteriormente, las autoridades trataron de mantener la corriente de pagos correspondiente al servicio de intereses, combinando pagos en efectivo y en certificados (scrip) a los tenedores de bonos del gobierno nacional y del BAH. Dicha oferta sirvió para satisfacer los cupones de intereses que se vencieron entre el 1 de abril de 1933 y el 1 de enero de 1935, inclusive. El gobierno no presentó una oferta similar o alternativa a principios de 1935. Dicha decisión gubernamental fue comunicada a los acreedores. Así, en un mensaje lacónico, el Ministro de Hacienda anunció a Lazard Brothers y Compañía que no se habían presupuestado partidas para el pago de cupones con vencimiento en 1935:

“El gobierno no ha sido autorizado por el Congreso para emitir scrip con el propósito de pagar los cupones que se vencen durante el presente año, y por lo tanto no se emitirán scrip . La cuestión de la deuda externa ocupa una posición primordial entre las preocupaciones del gobierno y espera discutirla con los tenedores de sus bonos en el futuro cercano”³⁰.

Esta declaración y otros mensajes similares enviados a los representantes de los tenedores de préstamos en dólares, cerró el proceso intermitente y formal a través del cual el gobierno trató de evitar o de posponer una moratoria completa. Aunque las medidas que consecutivamente adoptó el gobierno se presentaron como restricciones “temporales” sobre las transferencias de pagos sobre la deuda, con el tiempo resultó claro que el gobierno nacional había perdido gradualmente el control sobre la deuda externa del país, y que progresivamente se había inhabilitado para honrar los contratos nominales con sus acreedores, desembocando en la moratoria formal y completa en 1935.

C. La perspectiva de los inversionistas. Los precios de la deuda colombiana en el contexto de América Latina.

En la descripción de nexos en el mercado de activos durante la gran depresión se resaltaron los efectos adversos de los problemas de la deuda externa en países vecinos sobre el crédito externo otorgado a Colombia. En esta sección se sigue la suerte de los precios de la deuda colombiana, y se observa cómo tales precios se derrumbaron antes

^{29/} The Times, 10-4-33. Extracts Vol II.

^{30/} Financial Times, 4-3-35. Extracts Vol II.

de que ocurriera la moratoria. Se encuentran posibles explicaciones de este desarrollo en la crisis internacional de deudas soberanas de la época. También advertimos cómo a nivel individual los países se comportaron de distintas maneras de acuerdo con consideraciones de política internacional. Dichas realidades políticas se reflejaron en el comportamiento de los precios de la deuda.

Las declaraciones oficiales no fueron la única información recibida por los acreedores acerca del curso futuro de los pagos de la deuda externa de Colombia. Las cotizaciones de los bonos colombianos en los mercados bursátiles de Londres y Nueva York reflejaron las expectativas de los inversionistas acerca de la calidad de la deuda externa del país. Una idea de cómo cambiaron estas expectativas en el tiempo puede obtenerse a partir de la lectura de la evolución de los precios de los bonos colombianos en la bolsa londinense³¹. La Tabla 40 muestra las cotizaciones de fin de año para el período 1925-1935, y la Gráfica 7 describe una perspectiva aún mayor para el crédito en libras esterlinas de 1920³².

Tabla 40
Precios de los Bonos Colombianos
Bolsa de Valores de Londres
1925 - 1935
%

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
I. Gobierno Nacional											
1906, 5% República de Colombia	83	*	*	81	*	68 1/2	70-80	40-50	*	*	20
1911, 6% República de Colombia	84 1/2	82 1/2	91 1/2	93 1/4	82 7/8	93 7/8	*	40-50	*	*	29
1913, 6% República de Colombia	86	86	92	95	84 1/2	86	72 1/2	47 1/2	60-28	46-28	44 - 18
1916, 5% República de Colombia	65	67	72 1/2	76	70	62	50-60	40-50	*	*	21 1/2
1920, 6% República de Colombia	82	82	91	93	83	86	71 1/2	47 1/2	58-28	45-28	40 - 18
II. Bancos Hipotecarios											
1928/29, 7% Banco Hipotecario de Bogotá				98	89	78 1/2	51 1/2	42.00	45-22 1/2	*	21 - 13
1929, 6.5% Banco Agrícola Hipotecario					80	80	72 1/2	49 1/2	58 1/2 - 34	45 1/2 - 31	39 - 18

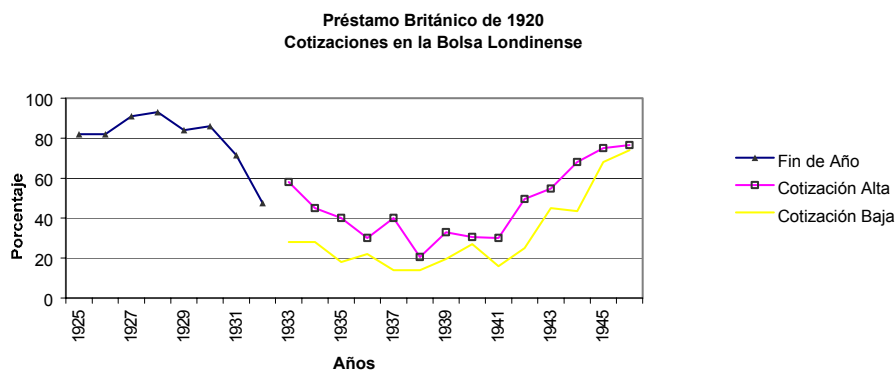
Notas:
Precios de fin de año, si no se especifica un rango
(*) No disponible.

Fuentes:
The Stock Exchange Yearbook (London). Annual Issues.
The South American Journal (London). Diciembre, 1935.

Gráfica 7

^{31/} La Deuda Externa Consolidada de 1896 no se considera en las siguientes descripciones. Su redención final ocurrió en julio de 1931.

^{32/} Se grafica la evolución de los precios del préstamo británico de 1920 ya que en este caso la disponibilidad de información es más completa. La fuente principal de información es la edición anual del Stock Exchange Yearbook publicado en Londres.



Fuente: The Stock Exchange Yearbook.

Como puede observarse, los precios de la deuda colombiana en Londres fueron altos y crecientes en la medida en la que el país ganó acceso al crédito externo estadounidense en auge durante el período 1925-1928. En su punto más alto en 1928, el precio medio ponderado fue de 95.8%. Posteriormente las cotizaciones declinaron, y para 1931 la cotización media ponderada había caído al 62.5%. Una buena parte de las más altas y de las más bajas cotizaciones se explica por los precios alcanzados por el préstamo al Banco Hipotecario de Bogotá, el único crédito en libras esterlinas colocado por el sector *privado*; si dicho crédito se excluye de las ponderaciones, los promedios ponderados relevantes son del 93.7% para 1928 y del 72% para 1931. Téngase en cuenta que para fines de 1931 tanto el gobierno como los bancos habían honrado enteramente sus obligaciones financieras con los inversionistas británicos; en consecuencia, la caída de más de veinte puntos porcentuales en la cotización media tendría que ser explicada por razones diferentes a la puntualidad en el servicio de los pagos de la deuda.

La experiencia de 1932 fue diferente a la que acaba de citarse. Las cotizaciones cayeron abruptamente después de la suspensión de los pagos a los fondos de amortización de todos los préstamos con excepción de los créditos al gobierno nacional (tabla 48), y a los bancos hipotecarios. Una recuperación temporal parece haberse presentado en 1933, de acuerdo con la escasa información revelada en la Tabla 40; de acuerdo con las razones ofrecidas en el siguiente ensayo de esta serie (La Renegociación de la Deuda Externa Colombiana entre 1934 y 1949) acerca de repatriaciones de deuda, la compra de bonos por parte del gobierno y de los bancos en mercado abierto en las plazas extranjeras, pudo haber provocado la corta reanimación observada en 1933. Finalmente, una secuencia de cotizaciones deprimidas dominó el resto de la década y los primeros años cuarenta, cuando la deuda en libras esterlinas fue renegociada. La recuperación final desde 1941 que se observa en la Gráfica 31 refleja la normalización de los pagos de la deuda.

Algunas hipótesis pueden aventurarse para explicar la declinación temprana de los precios de los bonos mucho antes de que la primera suspensión del servicio de la deuda ocurriera en 1932. Tal como se discutió previamente (en el ensayo Antecedentes Históricos de la Deuda Externa Colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana), los indicadores de solidez financiera de los países periféricos fueron afectados adversamente por la crisis económica mundial. Al tiempo que el valor real de las deudas

externas se elevó debido a la deflación de precios, la capacidad de pago de los deudores se debilitó por la caída de los términos de intercambio. En la medida en la que estos procesos se acentuaron, los mercados tenían que reflejar su impacto negativo sobre la calidad de las deudas externas. Por ser uno de los principales deudores en América Latina, Colombia quedó expuesta a los efectos adversos de la crisis mundial, independientemente de su puntualidad en el cumplimiento de los pagos. Los mercados también tenían que reflejar el proceso a través del cual las economías en los diferentes continentes estaban abandonando el patrón de oro e imponiendo controles cambiarios. Finalmente, los mercados tenían que reflejar la oleada de moratorias que envolvió cinco países latinoamericanos en 1931, se extendió a Europa Oriental en 1932, y afectó en 1933 a Alemania, el mayor beneficiario del auge de préstamos de los Estados Unidos en los años veinte.

Una idea más completa de la experiencia colombiana puede apreciarse en la evolución de los precios de los bonos denominados en dólares. Las series presentadas en la Tabla 41 describen el rango entre las cotizaciones más bajas y las más altas para cada año en lugar de las cotizaciones de final de año. Para comenzar con el año de 1930, puede observarse cómo las cotizaciones más altas para los bonos departamentales, municipales y de la banca hipotecaria, en la mayoría de los casos excedieron las cotizaciones más altas de los bonos del gobierno nacional; sin embargo, los títulos colocados por el gobierno nacional se distinguieron por un rango de fluctuación de sus precios menor que los rangos de fluctuación de las cotizaciones de otros bonos.

Tabla 41
Rangos de precios de los bonos colombianos en oro (%)
Públicos y con garantía pública

New York Stock Exchange
Bolsa de Valores de Nueva York

1930 - 1936 and 1939 - 1944
1930 - 1936 y 1939 - 1944

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1939	1940	1941	1942	1943	1944
I. Gobierno Nacional													
1927, 6% República de Colombia	83	78	40	49 1/2	40 1/2	37	31 1/2	34 5/8	34	43 1/2	52	64	69 1/2
	55	19	13 7/8	16 1/4	21	17 7/8	19	19 3/4	15 3/4	30	37 3/4	52	57 1/4
1928, 6% República de Colombia	81 7/8	78	40	49	39 5/8	36 1/2	31 1/2	34 5/8	34 1/4	43 1/4	52	64	69 1/2
	55 1/4	19	13 1/2	16 1/2	21 1/2	18	19	19 3/4	15 3/4	30	39 3/4	52	57 1/4
1934, 4% Certificados de financiamiento					56 1/2	54 1/2	54	80	80	88	89 1/2	90	90
					24	35	40	51	66	76	84	87	87
1940, 3% República de Colombia										35 1/8	39 1/4	48 3/4	51 1/4
										28	29 1/2	38 1/2	39 3/4
II. Gobiernos Departamentales													
1925, 7% Antioquia (Serie A)	87 3/4	69	16 7/8	20 5/8	17 3/4	11 3/4	22	17 1/4	15 3/4	11 3/4	15 1/2	24	36 1/2
	53	10	3	7	8 1/8	6 3/4	7 3/4	10 1/2	7 5/8	7 1/4	10 1/8	15 1/2	17
1927, 7% Antioquia (Primera Serie)	89	67 3/8	15	18	14 3/4	10 1/4	18	16 1/4	14 3/8	11 1/2	15 1/8	25 5/8	32
	41 3/4	8 1/4	4	4 5/8	7 7/8	6 1/4	7 1/2	9 1/4	7 1/4	6 7/8	10 5/8	15 1/4	16 5/8
1926, 7 1/2% Caldas	93 1/2	76	22	24	18 3/4	14	13 1/8	19 1/4	17	13 3/8	15 1/2	24	32 1/2
	56	14	8	11	10 3/8	8 5/8	9 7/8	12 1/2	8	7 1/2	9 1/2	15 1/4	16 1/2
1926, 7 1/2% Valle del Cauca	95	77 1/8	19 1/2	21 7/8	19	13 1/2	12 1/2	19 3/4	17	13 1/8	15 1/2	24	31 1/2
	52 3/4	10	5 1/8	8 1/2	10 1/4	7 3/4	9	13	8	7 1/2	9 1/2	15 1/4	16
1928, 7% Valle del Cauca	89	75	15 7/8	19 3/4	16	11	18	18	15	11 3/4	15 1/8	23 1/2	30 3/8
	51	10	3	7	8	6	7 5/8	10	7	6 1/2	9 1/8	14 1/4	16 1/8
1928, 6 1/2% Cundinamarca	84	69 1/2	17	22 3/4	19 3/4	14 3/8	15 1/4	18 1/4	18	12 1/4	15	23	30
	42	13	5	10 1/8	10 1/8	8 1/2	10	11	7	6 1/2	9	14 1/4	15
1928, 7% Santander	78	67	20	16 1/4	16 1/2	13 1/4	17 1/2	21 1/2	18	16	17 1/2	25	46
	50	21	5	8	11	7	9 1/2	15 1/2	11	10 1/2	12 1/2	17 1/2	21
1927, 7% Tolima	87	69	18	18	17	12 1/4	11 7/8	21	18	20	18 1/2	26	46
	44	14 7/8	5 1/2	8	10 1/2	8 1/2	9 1/8	14 1/4	11	17	14 1/2	18 1/2	21

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1939	1940	1941	1942	1943	1944
III. Gobiernos Municipales													
1925, 8% Barranquilla (Series A)					20	15 7/8	25						
1939, 4% Barranquilla					15	10 3/4	15			36	34 1/2	45 1/2	67
1924, 8% Bogotá	99 1/2	92	22	30	24	18	21 1/2	20	20 1/2	26	31	31 1/2	45 1/2
	71	13	6 3/4	15	17 1/8	9 1/2	13	12 1/2	11 1/2	14	14	22	31
1927, 6 1/2% Bogotá	78	78	19	25 1/4	20 1/2	16 1/2	22	21 1/2	20 1/2	20	24	37	49
	70	15	7	15	16 1/2	9	13	16	13	14	15	23	33
1927, 7% Cali	81	65	14	18 1/2	17	13	18	28	27	20	23	32	45
	49	14	4 1/2	6 1/2	9	6 3/4	10	19	15	14 1/2	16	23	30
1926, 7% Medellín	92 1/2	79	19	23	20 1/8	13	19 1/2	18	15	11 1/2	15 1/2	24 3/4	34 3/8
	65	15	9 3/4	10	10 3/4	8 1/2	9 1/8	11	7 5/8	7	9 3/4	16 1/4	18
1928, 6 1/2% Medellín	80	75	18 1/2	23	16 3/8	10 1/4	17 1/4	16 1/4	14 1/2	11	15 1/2	23 1/4	34
	39	9 1/2	7	7 5/8	8 1/4	6 1/4	7 1/4	10	7	6 1/8	8	15 3/8	16 3/4
IV. Corporaciones (Con garantía gubernamental)													
1926, 7% Banco Agrícola Hipotecario	95	88 1/2	39	41	37 1/2	38	23 7/8	28 1/4	29	28 1/2	44	54 1/2	62
	60 1/2	17	22	17 1/2	18 1/4	15	17 1/8	23 1/2	20 1/8	21 3/4	25	52	51 1/2
1927, 7% Banco Agrícola Hipotecario	89 1/2	79 5/8	39 1/2	40 1/8	37	35 1/2	22 1/2	27 1/4	28 1/2	28 1/2	44	54 3/4	61 1/4
	60	15	21	16	19 1/4	15 1/4	17 1/2	26	20	22 1/2	25	46	54
1927, 6% Banco Agrícola Hipotecario	86	73	41	37 1/4	35	33 1/2	26	28	28 7/8	28 1/2	44	55	60
	49 3/4	14	22	17 1/8	18 3/4	14 1/4	17 1/8	22 1/4	20	23	25	44	53
1928, 6% Banco Agrícola Hipotecario	80 1/2	73 1/2	41	36 3/8	38	32	25 1/2	28	29	28	44	54 1/2	61 1/2
	48 1/2	15 1/8	22 1/2	17 1/8	15 3/8	16	17 7/8	24	20	22 1/8	25 1/2	46	50 1/2

Fuentes:
FBPC, Informe Anual, 1936 y 1944

Puede observarse cómo a pesar de mantenerse dentro del marco del patrón de oro, de estar ejecutando un ajuste macroeconómico fiel a la ortodoxia, y de estar sirviendo puntualmente la deuda externa, los precios de los bonos no fueron precisamente alentadores. Así, dos tercios de las cotizaciones más bajas de todos los títulos eran ya iguales o inferiores al 55%, y quizás más diciente, las cotizaciones de los bonos del gobierno nacional resultaban inferiores a las obtenidas por otros países de la región con elevado endeudamiento externo. Para el caso de préstamos contratados al mismo tiempo que Colombia negoció los préstamos a la Nación de 1927 y 1928, y para cantidades comparables, Chile alcanzó un rango de precios de 94-70, Brasil obtuvo 87 7/8 – 47 1/2, y Argentina logró 98 1/2 - 82 1/2. Argentina y Chile ya habían experimentado un deterioro leve y similar de sus términos de intercambio, mientras Colombia y Brasil ya habían sufrido una pérdida en sus términos de intercambio del 26% y del 38% respectivamente (Tabla 22. Indicadores de Comercio Exterior. En el ensayo Antecedentes Históricos de la Deuda Externa Colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana.)³³.

Para fines de 1931 una drástica caída en las cotizaciones más bajas había afectado todos los bonos colombianos denominados en dólares, ya que con una sólo excepción enfrentaban precios por debajo del 20%. El rango de variación de los precios sobre los bonos nacionales fue de 60 puntos porcentuales, y tendió a ser mayor para otros deudores. Las cotizaciones de fin de año de los bonos del gobierno nacional ofrecen información adicional acerca de las tendencias declinantes. El préstamo de 1927 se cotizó a sólo el 31%, cuando un año antes lo había hecho al 67 1/8%; y el préstamo de 1928 se cotizó al 30 1/4% en comparación con el 68 1/2 % de un año antes³⁴.

1931 fue el año en el cual Colombia estableció controles cambiarios sin abandonar las paridades del oro (24 de septiembre), y adoptó las primeras medidas de acuerdo con las cuales las transferencias para el servicio de la deuda externa serían reguladas por una Junta de Control de Cambios (31 de octubre). Considerados aisladamente, estos episodios pudieron haber afectado adversamente las expectativas de los inversionistas, y haber propiciado la caída de los precios de los bonos. Pero 1931 fue también un año de crisis de envergadura del régimen monetario internacional. Severas crisis bancarias en Austria y Alemania desembocaron en la introducción de controles cambiarios en estos países. Gran Bretaña suspendió oficialmente el patrón oro (21 de septiembre), episodio que señaló el fin del patrón de cambios oro. Una oleada de suspensiones de la

^{33/} Los rangos de precios se tomaron de FBPC (1936).

^{34/} Stock Exchange Yearbook (1932).

convertibilidad en Europa y otros continentes no tardó en sobrevenir³⁵. Finalmente, 1931 fue también el año en el cual surgieron las moratorias sobre la deuda externa, extendiéndose rápidamente en América del Sur. Bolivia entró en moratoria tempranamente (enero), y en orden cronológico le siguieron Perú (abril), Chile (agosto) y Brasil (octubre)³⁶. La crisis de un régimen monetario internacional que había sido adoptado como símbolo de estabilidad financiera, y una vecindad en deterioro en Suramérica no podría favorecer optimismo alguno en el lado de los inversionistas.

Para fines de 1932 todos los departamentos y municipalidades habían entrado en moratoria tanto sobre los fondos de amortización como sobre los intereses. Los bancos hipotecarios también habían incurrido en moratoria sobre los fondos de amortización, pero los intereses sobre la deuda del BAH todavía estaban siendo pagados puntualmente. El gobierno nacional se encontraba en moratoria de pagos sobre los principales de los créditos británicos con excepción de uno de ellos, pero estaba satisfaciendo los pagos de sus intereses. En cuanto a los préstamos en dólares, tanto las amortizaciones como los intereses habían sido completamente cancelados por el gobierno nacional. Como resultado de este proceso de moratoria, los más altos precios de los bonos departamentales y municipales cayeron a menos del 20% en la mayoría de los casos, y los más altos precios de los bonos del BAH, garantizados por el gobierno, cayeron a niveles alrededor del 40%. Pero también los bonos del gobierno nacional cuyo servicio estaba siendo entera y puntualmente satisfecho vieron desplomarse sus más altas cotizaciones del 78% al 40%. De hecho, las cotizaciones de fin de año sobre los créditos de 1927 y 1928 fueron sólo del 28 7/8% y del 29% respectivamente³⁷.

Una suerte de recuperación de los precios pudo observarse en 1933. La deuda en dólares del gobierno nacional, de algunos departamentos –particularmente Cundinamarca y Antioquia-, de ciertos municipios como Bogotá, Cali y Medellín, y de determinados préstamos al BAH, alcanzó precios más altos aunque todavía muy deprimidos. Como se explicara antes en relación con la deuda británica, la repatriación de bonos por algunas entidades gubernamentales y bancos pudo haber ocasionado la reacción positiva de los precios. Sin embargo, esta reacción ascendente de las cotizaciones fue temporal ya que el resto de la década estuvo dominado por muy bajos precios. La negociación de acuerdos permanentes sobre la deuda en dólares del gobierno nacional y del BAH durante los primeros años cuarenta indujo la recuperación continua de las cotizaciones, como puede observarse en las últimas columnas de la Tabla 41.

¿Qué podría decirse acerca de la evolución de los precios internacionales de la deuda colombiana en relación con otros destacados deudores en América Latina? Puede intentarse un bosquejo general recordando las experiencias de Argentina, Brasil, Chile, Cuba y México. Estos países ofrecen una variedad de experiencias contrastantes en relación con la trayectoria de los precios de los bonos, la cual fue ampliamente influida por factores de política internacional. En este contexto, la experiencia colombiana podría interpretarse como intermedia en el marco de las tensiones internacionales y de los conflictos políticos internos que afectaron otras regiones.

^{35/} Para fines de 1931 una variedad de países había abandonado el patrón oro tras la decisión británica. En Europa los países escandinavos, además de Austria y Portugal; en América Latina, Bolivia y El Salvador; en África, Egipto; y en Asia, la India y el Japón.

^{36/} FBPC (1936)

^{37/} Las cotizaciones de fin de año fueron tomadas de la publicación anual Stock Exchange Yearbook (1933).

Dos casos extremos: México y Cuba.

Considérese primero el caso extremo de México, país que no participó en el gran endeudamiento de América Latina de fines de los veinte. El país inició la década renegociando su deuda en 1922 con un Comité de Banqueros Internacionales sobre México que representó a los tenedores de bonos mejicanos en los Estados Unidos y en Europa. Después de una corta reanudación de pagos el servicio de la deuda fue suspendido en 1924, haciéndose necesaria la formalización de un nuevo acuerdo en 1925. Posteriormente, los pagos se suspendieron de nuevo en 1927, y un nuevo acuerdo con los banqueros alcanzado en 1930 no fue aprobado por el Congreso. Así las cosas, México inició una década y media de moratoria completa durante la cual el promedio de las cotizaciones de su deuda osciló entre el 4% y el 8% del valor facial³⁸.

El ejemplo cubano ilustra no sólo la evolución opuesta de los precios de los bonos sino también un contraste en las relaciones entre gobiernos nacionales y banqueros internacionales. Mientras en el caso mejicano la moratoria se produjo como reacción en contra de las deudas prerrevolucionarias, y largas negociaciones con los banqueros fueron acompañadas por fuertes sentimientos nacionalistas, Cuba había sido el objetivo de diferentes formas de intervención de los Estados Unidos³⁹. A principios de los años veinte se emprendieron reformas políticas y financieras bajo la influencia de los Estados Unidos. El principal préstamo contratado durante los veinte (un préstamo de 1923 por la suma de US\$50 millones al 5 ½%) estuvo acompañado por un precedente de *condicionalidad* financiera. Con antelación a la flotación del crédito, banqueros y funcionarios estadounidenses requirieron de la administración cubana la imposición de reformas financieras. Hacia fines de la década no se presenciaban manifestaciones explícitas de intervención militar o política de los Estados Unidos en la isla, pero los intereses económicos de los Estados Unidos eran notables y bien cimentados, representando las mayores inversiones de los Estados Unidos en el extranjero después de Canadá y Alemania. Con tales precedentes y contexto económico, los inversionistas podían esperar confiadamente la continuidad de muy altas cotizaciones sobre los préstamos a Cuba, aunque algunas suspensiones temporales afectaron dichos créditos a mediados de los treinta. Durante el período 1930-1945 la media de las elevadas cotizaciones de los bonos cubanos alcanzó el 100% y la media de las bajas cotizaciones el 87% del valor facial respectivamente⁴⁰.

Chile.

En Chile, la drástica caída de los términos de intercambio y del volumen de las exportaciones entre 1929 y 1932 condujo a la declinación más pronunciada en el poder de compra de las exportaciones –85% de acuerdo con la Tabla 32- experimentada por un país en América Latina durante la gran depresión. En una experiencia similar a la de Colombia, Chile expresó su renuencia tanto a abandonar el patrón oro como a suspender el servicio de la deuda. Sin embargo, las autoridades adoptaron las dos medidas en julio

^{38/} Aggarwal (1989, pp. 146-148)

^{39/} “Los Estados Unidos mantuvieron un gobierno militar en Cuba entre 1898 y 1902; impusieron una administración civil estadounidense, con fuerte apoyo militar entre 1906 y 1909; desembarcaron tropas anfibas en 1912 y de nuevo en 1917; y enviaron una misión civil en 1921, bajo el mando del General Crowder, con el propósito de diseñar reformas internas políticas y financieras”. Angell (1933, p.14).

^{40/} Angell (1933, p.18). Marichal (1989, p.191).

de 1931, en calidad de instrumentos temporales para evitar el desangre de activos internacionales; pero en la medida en la que dichas medidas resultaron insuficientes para frenar el drenaje del cambio extranjero, el patrón oro fue abandonado definitivamente en abril de 1932⁴¹. Todas estas decisiones se adoptaron en un contexto de inestabilidad política y gobiernos interinos.

La moratoria sobre los préstamos a Chile –al gobierno nacional, a los gobiernos municipales, a entidades bancarias- fue declarada tanto sobre los fondos de amortización como sobre los intereses entre agosto de 1931 y marzo de 1932. En el caso del préstamo nacional de mayor envergadura colocado durante el auge crediticio externo de los Estados Unidos por la suma de US\$45.9 millones al 6% en 1928, las cotizaciones más bajas de los bonos cayeron desde 1931 del 70% al 7%, y las más altas desde 1932 del 87% al 15% del valor facial. Estos valores continuaron igualmente deprimidos el resto de la década y durante la mayor parte de los cuarenta. Un plan unilateral para el restablecimiento del servicio de la deuda fue acogido por el gobierno desde enero de 1935; según dicho plan, algunos recaudos específicos fueron destinados al servicio de la deuda, la mitad como amortizaciones y la mitad como intereses. Sin embargo, un arreglo definitivo de la deuda con los acreedores no se alcanzó sino hasta 1948⁴².

Brasil.

En Brasil, una serie de negociaciones con los acreedores externos se efectuó desde la suspensión de pagos en septiembre de 1931, hasta la consecución de un arreglo definitivo en 1943. Como Brasil era el mayor deudor en América Latina, con deudas que llegaban a los US\$1200 millones en 1930, y como aproximadamente dos tercios de dichas deudas se encontraban en manos británicas, tanto los banqueros como los asesores británicos fueron muy influyentes especialmente en las negociaciones más tempranas. Como la primera negociación a fines de 1931 resultara ventajosa para los inversionistas europeos, sus bonos fueron remunerados con precios altos y sostenidos, mientras que las más altas cotizaciones de los bonos colocados en los Estados Unidos cayeron abruptamente en 1932. En efecto, los precios del préstamo de 1927 por US\$41.5 millones al 6 ½% cayeron del 70% al 26% del valor facial⁴³. Un nuevo arreglo se alcanzó en 1934 mediante el cual el servicio de la deuda continuaría sobre la base de la capacidad de pago del Brasil y una cierta discriminación de los préstamos⁴⁴.

^{41/} Drake (1989, pp.115-120).

^{42/} FBPC (1949, pp.103-108).

^{43/} Siguiendo una propuesta de los banqueros británicos Rothschilds en 1931, se acordó que el servicio de las deudas consolidadas y otros créditos obtenidos antes de 1914 sería satisfecho en su totalidad, mientras que los pagos a los fondos de amortización de créditos más recientes y los correspondientes intereses se pagarían mediante certificados scrip. Como las deudas consolidadas habían sido financiadas exclusivamente por inversionistas británicos y franceses, el acuerdo resultó obrando en contra de los inversionistas estadounidenses quienes debieron enfrentar en 1932 el colapso de las hasta entonces elevadas cotizaciones de sus bonos, mientras las deudas consolidadas europeas recibieron altos precios.

^{44/} El arreglo se conoció como el Plan Aranha. Los bonos fueron discriminados en siete grados. Los *funding loans* y el préstamo conocido como Préstamo de Realización Cafetera del 7% de 1930 recibirían la *totalidad de los intereses*, algunos préstamos federales, estatales y municipales recibirían intereses *parciales*, y algunos otros préstamos a estados y municipalidades, *ningún interés*. La versión original del Plan se discutió con representantes de los tenedores de bonos británicos, y cambios posteriores que resultaron beneficiosos para los tenedores de bonos en dólares resultaron de discusiones con representantes de los inversionistas estadounidenses. Se anunció originalmente que el Plan tendría una

En 1937 la crisis mundial de los precios cafeteros debilitó la capacidad de pago del país, sobre cuya base se estaba sirviendo la deuda externa, de modo que las autoridades decidieron suspender los pagos correspondientes. En esta ocasión la suspensión de pagos no estuvo seguida por nuevos acuerdos entre acreedores y deudores como ocurriera fácilmente en 1931, sino que por el contrario algunos acreedores reaccionaron agriamente⁴⁵. Los precios de los bonos se precipitaron llegando a los niveles más bajos experimentados durante la década. Las cotizaciones más altas del crédito de 1927 del 6 ½% descendieron a niveles promedios del 20% durante el período 1939-1941. Igualmente, las más bajas cayeron a niveles del 10.8% en el mismo lapso. La recuperación sostenida de los precios fue posible sólo después de la firma de un arreglo definitivo en 1943.

Argentina.

Argentina fue el único entre los mayores deudores en América Latina que mantuvo el servicio de su deuda externa en los treinta sin solución de continuidad. Algunas provincias y municipalidades incurrieron en interrupciones de pagos que fueron rápidamente resueltas. Como en el caso del Brasil, más de la mitad de la deuda argentina estaba en manos británicas; pero mientras Brasil registraba un excedente de importaciones con la Gran Bretaña, Argentina exhibía un excedente de exportaciones. Siendo la Gran Bretaña el mercado de exportación más importante para Argentina, el poder negociador de los británicos tenía implicaciones para la continuidad de los pagos sobre la deuda externa⁴⁶. Estas “implicaciones” se registraron oficialmente en el Tratado Roca-Runciman de 1933 de acuerdo con el cual “el Reino Unido ... no impondrá restricción alguna sobre las importaciones de carne en canal procedentes de Argentina y con destino al Reino Unido ... por debajo de la cantidad importada en ... 1932, ... [A cambio de lo cual] se dispondrá, con el propósito cubrir los pagos corrientes de la Argentina al Reino Unido, de la cantidad completa de cambio extranjero en libras esterlinas originada en la venta de productos argentinos en el Reino Unido ...”⁴⁷.

El Tratado contribuyó a la reanimación de las expectativas de los inversionistas acerca de la calidad de los bonos argentinos. Las más altas cotizaciones de los bonos (como ocurriera con el préstamo de 1927 por US\$40 millones al 6%) que alcanzaran cerca del 100% en 1930 cayeron al 68% en 1932 a pesar del estricto cumplimiento en los pagos del servicio de la deuda externa. Con posterioridad al Tratado, una recuperación consistente de las expectativas llevó las cotizaciones más altas por encima del 100%, y aún las cotizaciones más bajas alcanzaron niveles cercanos al 100%. En 1936 Argentina transformó cerca de la mitad de su deuda nacional en dólares en deuda interna, al tiempo que la otra mitad fue convertida en nuevos préstamos con períodos de más amplia madurez y tasas de interés más bajas. Este fue el antecedente que precediera a la operación de 1946 mediante la cual se redimió toda la deuda nacional vigente en dólares. Para fines de 1949 todos los bonos en dólares ofrecidos públicamente habían

duración de cuatro años, pero se presentaron moratorias en el servicio de algunos préstamos antes de la fecha de terminación. FBPC (1944, pp.141-142).

^{45/} La conocida revista *The Economist* del 13 de noviembre de 1937 expresó: “La moratoria (del Brasil) se ubica entre las más cínicas que recuerde el mercado londinense”. Citada por Abreu (1978, p.119).

^{46/} Díaz Alejandro (1983, pp. 25-31)

^{47/} Artículos I y II del Tratado de Roca-Runciman de 1933. Citado por Jorgensen y Sachs (1988, p.43).

sido redimidos y sólo una pequeña cantidad de deuda en libras esterlinas estaba todavía vigente⁴⁸.

Estos casos individuales muestran cómo dentro del marco común de la recesión mundial, el servicio de la deuda así como los precios de mercado de las deudas de los países dependieron no sólo de factores financieros sino de consideraciones de política internacional. Colombia no parece haber sobrellevado situaciones de presión externa. En algunos casos como el de Argentina, la depresión de los precios de los bonos a principios de los treinta pudo revertirse gracias a la implementación de un tratado bilateral que explícitamente impuso la continuidad del servicio de la deuda. También existieron otras influencias políticas. Una importante estrategia política de la época fue la conocida Política del Buen Vecino implementada por la administración Roosevelt la cual vino a sumarse a las relaciones comerciales multilaterales auspiciadas por funcionarios estadounidenses. El proceso de moratorias y los intentos posteriores de normalización del servicio de la deuda en varios países latinoamericanos fueron influenciados por dicha estrategia política. Precisamente, en el caso de Colombia cumplió un papel explícito, como podrá observarse en la discusión correspondiente en el próximo ensayo de esta serie.

D. La reacción de los acreedores a la moratoria de Colombia.

¿Quiénes fueron los acreedores en última instancia? ¿Quiénes los representaron y cuál fue la autoridad de dichos representantes? Esta última sección reúne las reacciones iniciales de las instituciones que posteriormente obrarían como negociadoras de los arreglos de la deuda en nombre de los inversionistas británicos y estadounidenses. A dichos acuerdos se dedicará el próximo documento de esta serie.

Los bonos de la deuda externa se distribuyeron ampliamente entre inversionistas relativamente pequeños⁴⁹. El Consejo de Tenedores de Bonos (Council of Foreign Bondholders, CFB) representó los intereses de los inversionistas británicos, y una función similar fue desempeñada por el Consejo Protector de Tenedores de Bonos Extranjeros (Foreign Bondholders Protective Council, FBPC) en los Estados Unidos desde 1933. Con anterioridad a la creación del FBPC se organizaron algunos comités independientes para negociar con cada país beneficiario de créditos. En Gran Bretaña el gobierno aceptó y respaldó enteramente la autoridad del CFB para representar los intereses de los tenedores de bonos. A principios de 1938 el Primer Ministro reiteró el papel del CFB y añadió una frase final relacionada con la posibilidad de intervención gubernamental si no se llegara a acuerdos aceptables con la mediación del CFB. Aunque la declaración fue emitida en medio de reacciones amargas con posterioridad a la moratoria del Brasil en 1937, quedó claro que la intervención gubernamental no debería descartarse:

“... El gobierno reconoce al Consejo de la Corporación de Tenedores Extranjeros como al cuerpo al cual el Parlamento ha encomendado el deber de representar los intereses de los Tenedores de Bonos en todos los asuntos relacionados con moratorias o inminentes moratorias por parte de gobiernos extranjeros, estados o municipalidades ... En el caso de moratoria, o inminente moratoria, el gobierno de Su Majestad

^{48/} FBPC (1944, 1949).

^{49/} Se estimó que en promedio la tenencia de cada emisión de bonos estaba alrededor de US\$3000. FBPC (1936).

espera que el gobierno extranjero o autoridad concerniente entre en negociaciones con el Consejo. El gobierno de Su Majestad siempre sigue tales negociaciones muy de cerca y ofrece al Consejo su entero respaldo. De no llegarse a arreglos aceptables, el gobierno estará siempre preparado para considerar qué pasos deban darse”⁵⁰.

En los Estados Unidos el FBPC fue creado a instancias del Secretario de Estado. La protección de los inversionistas estadounidenses en bonos extranjeros se consideró de “tal significación pública que a su manejo adecuado se le consideró un servicio público”. Sin embargo, se aclaró que la obtención de arreglos satisfactorios en relación con la deuda era un asunto concerniente al sector privado: “La política tradicional del gobierno de los Estados Unidos ha sido que tales transacciones de crédito e inversión fueron originalmente acciones del sector privado, para ser manejadas por las partes directamente comprometidas. El gobierno cumple con un deber, dentro de los límites propios de la ley internacional y de la amistad internacional, al defender los intereses de los Estados Unidos en el exterior. Sin embargo, no sería sabio que el gobierno emprendiera directamente el arreglo de situaciones de la deuda privada”⁵¹.

Los consejos de las dos instituciones citadas produjeron reacciones oficiales en relación con el proceso gradual de moratoria formal de Colombia. También se produjeron reacciones de parte de comités ad-hoc de acreedores, formados en los Estados Unidos, aunque con menos frecuencia que en el caso de los comités que contaron con el respaldo oficial.

En 1932 el CFB dio un ejemplo de reacción moderada al anuncio del gobierno (febrero 12) de suspender amortizaciones sobre la deuda externa. En una breve declaración publicada en su informe anual el CFB expresó: “El gobierno anunció en febrero de 1932 que había sido obligado a suspender los fondos de amortización sobre los créditos del exterior. Sin embargo, el Consejo expresa su beneplácito al poder informar que el servicio de intereses se ha mantenido durante 1932”⁵². El CFB consideró que los tenedores de bonos británicos habían aceptado las razones dadas por el gobierno para suspender las amortizaciones. Habiéndosele preguntado si la Corporación “había planteado o intentaba plantear algún reclamo al gobierno en relación con el incumplimiento [la suspensión de pagos sobre los fondos de amortización]” el CFB respondió: “No hemos recibido representación de los tenedores de bonos en esta materia y como Colombia ha continuado pagando regularmente el interés debido sobre los préstamos en cuestión, presumimos ... que se encuentran satisfechos con la explicación publicada por el gobierno colombiano el 12 de febrero de 1932”⁵³.

Nuevas reacciones de carácter mixto se oyeron con posterioridad a los anuncios del gobierno de pagar las obligaciones financieras correspondientes a los cupones de la deuda nacional y del BAH, dos tercios en certificados scrip durante 1933, y sólomente en scrip durante 1934. Uno de los comités independientes de los Estados Unidos alegó que los planes de pago con certificados scrip eran intentos “de engaño a los tenedores estadounidenses de bonos colombianos en dólares, con un sustituto insatisfactorio de los

^{50/} Declaración del Primer Ministro Británico (Mr. Chamberlain) en la Cámara de los Comunes el 14 de febrero de 1938. CFB (1938, p.9).

^{51/} Anuncio de prensa de la Casa Blanca, del 20 de octubre de 1933. FBPC (1944, p.XIV)

^{52/} CFB (1932).

^{53/} Correspondencia. Carta de Camilo Torres Elicechea a la Secretaría del CFB. París, 2-5-32. Respuesta del Secretario del CFB, D. Reid. Londres, 11-5-32. CFB, Archivo No 1.

pagos de intereses que ellos tienen el derecho de recibir”⁵⁴. Algunos periodistas expresaron su insatisfacción con el plan de certificados scrip para 1934 y lo interpretaron como contrario a la reputación de Colombia en los círculos financieros internacionales. Una corresponsalía en The Times analizó la decisión colombiana en términos de la reciente experiencia del país como deudor internacional:

“La decisión colombiana de pagar los cupones sobre sus préstamos durante 1934 solamente con certificados scrip no es una sorpresa ... pero sí una frustración. Desde 1905, cuando se alcanzó un acuerdo sobre antiguas deudas [británicas] de la República, Colombia ha estado forjando un nombre de buen deudor mediante el pago oportuno de los intereses y amortizaciones periódicas. En 1931 se vio obligada a introducir un control cambiario riguroso el cual fue incapaz de proveer divisas para el servicio de la deuda de las provincias y de los municipios. En 1933, las importaciones de equipamiento y municiones con motivo del conflicto fronterizo con el Perú crearon nuevas tensiones sobre la disponibilidad de divisas. Para fines de junio de dicho año ... Colombia anunció que estaría en capacidad de pagar un tercio de los intereses en efectivo, y dos tercios en scrip. Teniendo en cuenta las dificultades enfrentadas, ésta no es una evidencia desfavorable a Colombia. Sin embargo, la moratoria de 1934 debe considerarse como una mancha sobre el crédito de Colombia. ... parecería que Colombia podría, con un esfuerzo, haber mantenido los muy pequeños pagos requeridos por un tercio de su deuda externa ...”⁵⁵.

Esta es, de nuevo, una reacción intermedia ante un evento que no sorprendió a los observadores financieros que habían entendido las dificultades de cambio extranjero enfrentadas por Colombia desde 1930. Algunos comités estadounidenses de tenedores de bonos plantearon reclamos adicionales en relación con las obligaciones de los departamentos y los municipios; en este aspecto el tema fue no sólo la moratoria sobre dichas obligaciones, sino la discriminación resultante del hecho de que las deudas nacionales estaban siendo al menos parcialmente servidas mientras que no se asignaba cambio extranjero para el servicio de las deudas departamentales y municipales⁵⁶. También se afirmó que las deudas en dólares de los departamentos y municipios estaban aseguradas por activos e ingresos, y por consiguiente estos préstamos tenían derechos prioritarios sobre otras obligaciones gubernamentales no aseguradas⁵⁷. Desde la perspectiva de los acreedores estadounidenses la cuestión del servicio de la deuda externa de los departamentos y los municipios era crucial ya que, como se vio antes, ellas representaban el 57% del total de la deuda pública y de la deuda pública garantizada, denominada en dólares.

El argumento central del gobierno colombiano para suspender las amortizaciones sobre la deuda *nacional* en 1933 fue el gasto demandado por el conflicto fronterizo con el Perú. Aunque las hostilidades cesaron en mayo de 1933, el tratado de paz fue firmado sólo un año más tarde y se hizo efectivo a partir de septiembre de 1935. A fines de 1935, el Instituto de Finanzas Internacionales, una institución liderada por la Asociación de Banqueros de Inversión de los Estados Unidos en cooperación con la Universidad de Nueva York emitió un boletín en relación con Colombia. El foco de atención del boletín

^{54/} Comunicado de prensa del Comité para los bonos en dólares de la República de Colombia liderado por Richard Washburn Child. The Times, 8-3-34. Extracts, Vol II.

^{55/} The Times, 27-2-34. Extracts, Vol II.

^{56/} Comunicado de prensa de Lawrence Hoover, secretario del Comité de Tenedores Independientes para Colombia. The Times, 5-10-34. Extracts, Vol II

^{57/} Comentario a la prensa del senador Robert L. Owen líder del Comité de Tenedores Independientes de bonos de departamentos y municipios colombianos. The New York Times, 15-4-35. Extracts, Vol II.

fue el hecho de que el gobierno había fallado hasta el momento para tomar pasos efectivos para corregir el estado de moratoria de su deuda vigente⁵⁸.

¿Podría el gobierno haber continuado cumpliendo sus obligaciones durante la guerra y durante el interregno hasta la ratificación del tratado de paz? ¿Estaba el gobierno en la posición de reasumir el servicio normal de su deuda externa? La Tabla 42 basada en información publicada por la Junta de Control de Cambios fue una referencia simple pero crucial para las conclusiones del Instituto.

Tabla 42
Entradas y desembolsos de cambio exterior
1932 – 1935

(Millones de US\$)

	Marzo 7 – Diciembre 31, 1932	12 meses 1933	12 meses 1934	Primeros ocho meses 1935	Primeros ocho meses 1934
Entradas	53.1	56.2	76.5	39.6	53.1
Desembolsos	53.6	63.5	77.9	42.1	52.9
Para importaciones	29.9	39.1	50.7	33.7	34.3
A residentes en el exterior	5.5	3.7	2.3	1.3	3.6
Para compras del gobierno nacional	9.8	11.2	21.3	4.8	14.4
Pagos de deuda externa	4.3	5.7
Otros	4.2	3.8	3.7	2.3	2.6

Fuente.

Institute of International Finance (1935)

Como puede observarse, el gobierno nacional apareció como un comprador destacado de cambio internacional, y la causa principal de escasez del mismo durante el período. Aunque no se revela la destinación del cambio adquirido por el gobierno, de acuerdo con el Instituto “se reveló de manera no oficial que la mayor porción se gasta en el exterior en armamentos”. La hipótesis del gobierno convertido en un comprador importante de cambio internacional destinado a gastos en defensa es consistente con la discusión esbozada en relación con la Tabla 35; en ella los gastos en defensa aparecen como la mayor causa de gastos gubernamentales en 1933-1934 antes de perder importancia desde 1935.

Para fines de 1933 el servicio de la deuda externa total de Colombia arribó a US\$19 millones por año (Tabla 39). Estimaciones del Instituto fueron del mismo orden de

^{58/} El Instituto fue creado en interés de la inversión extranjera de los Estados Unidos. Una de sus funciones fue la de preparar boletines periódicos para el análisis de la posición crediticia de países específicos.

magnitud. Combinando la información de la Tabla 42 y las cifras acerca del servicio de la deuda externa, las respuestas del Instituto a las dos preguntas anteriores obtienen respuesta inmediata:

“Es obvio que, bajo las condiciones presentes, la carga del servicio total de la deuda no podría ser satisfecha, pero en vista del hecho de que el tratado de paz entre Colombia y Perú finalmente se hizo realidad en septiembre 27 de 1935, se espera que los requerimientos de cambio exterior del gobierno para armamentos decrecerán y que los pagos sobre el servicio de la deuda externa podrán reasumirse, al menos parcialmente”⁵⁹.

El Instituto aparece reconociendo las razones ofrecidas por el gobierno de Colombia para suspender los pagos sobre la deuda externa, pero también encuentra que para fines de 1935 el gobierno parecería estar en capacidad suficiente de reiniciar los pagos del servicio sobre dicha deuda al menos de manera parcial.

E. Mirando hacia atrás y hacia adelante.

En los primeros dos ensayos de esta serie acerca de los antecedentes históricos de la deuda colombiana, se examinó el ciclo exportador de capitales de los Estados Unidos en los 1920. Igualmente se estudiaron los choques adversos del ciclo económico internacional en la periferia, especialmente en los cuatro principales deudores latinoamericanos, Argentina, Brasil, Chile y Colombia⁶⁰.

En el tercer ensayo se estudió cómo fueron afectados los mercados de activos en la economía colombiana por choques externos específicos durante la gran depresión. Se vio cómo las autoridades siguieron a pié juntillas la ortodoxia del patrón oro hasta que Gran Bretaña y luego los Estados Unidos abandonaron dicho patrón monetario, y las reservas internacionales del país corrieron el riesgo de extinguirse. Las autoridades impusieron controles cambiarios y negociaron suspensiones temporales y parciales del servicio de la deuda externa para evitar el agotamiento de los activos internacionales del Banco de la República. Con el propósito de combatir los efectos adversos de la deflación sobre la estructura crediticia interna y prevenir el colapso del sistema financiero, las autoridades expandieron la deuda pública interna. No se trató de un programa típico de obras públicas financiado con endeudamiento interno, sino de una estrategia para rescatar el sistema financiero y otros sectores económicos cruciales golpeados por la crisis internacional. Posteriores aumentos del endeudamiento interno gubernamental fueron requeridos para financiar un conflicto bélico con un país vecino.

En el siguiente ensayo se sigue el proceso mediante el cual se renegociaron los contratos de deuda firmados con inversionistas británicos y estadounidenses, y sobre los cuales se incurrió en moratoria durante la gran depresión⁶¹. La renegociación fue un proceso complejo y prolijo (de aproximadamente quince años), el cual involucró una variedad de formas (tales como la recompra de bonos, la reducción de la tasa de interés y la reprogramación del plan de pagos), así como una diversidad de estrategias adoptadas

^{59/} Instituto de Finanzas Internacionales. Bulletin. Edición No 82, Nueva York, noviembre 15 de 1935, p.11.

^{60/} Avella (2003a) y Avella (2003b).

^{61/} Avella, M. “La Renegociación de la Deuda Externa Colombiana entre 1934 y 1949” Borradores de Economía. Banco de la República. En preparación.

tanto por los acreedores como por los deudores. En perspectiva, las renegociaciones fueron el mecanismo mediante el cual se restableció la relación de largo plazo (descrita en los dos primeros ensayos de esta serie) entre los acreedores externos y los deudores colombianos.

Referencias

I. Publicaciones periódicas, documentos oficiales y archivos privados.

- Foreign Bondholders Protective Council. Annual Report. New York.
 Institute of International Finance. Bulletin. (Various years) New York.
 Memoria de Hacienda. Publicación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Varios años). Bogotá.
 Revista del Banco de la República. (1927-1950) Mensual. Publicación del Banco de la República. 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 South American Journal (Various issues), Buenos Aires.
 The Stock Exchange Yearbook. (Various years) London.

II. Artículos y libros.

- Abreu, M. (1978) "Brazilian public foreign debt policy, 1931-1943" *Brazilian Economic Studies*, 4.
 Aggarwal, V. (1989) "Interpreting the history of Mexico's external debt crises", in *The international debt crisis in historical perspective* edited by Eichengreen and Lindert, MIT (1989).
 Angell, J. (1933) *Foreign financial policy of the United States*. Council of Foreign Relations, New York.
 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.
 Diaz-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.
 Drake, P. (1989) *The money doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*. Duke University Press, Durham and London.

- Eichengreen, B. and Lindert, P. (editors) (1989) *The international debt crisis in historical perspective*. MIT Press, Cambridge Mass.
- Jorgensen, E. and Sachs, J. (1988) "Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period" NBER. Working Paper No 2636.
- Lleras Restrepo, Carlos. (1983) *Crónica de mi propia vida*. Stamato Editores. Bogotá.
- Marichal, C. (1989) *A century of debt crises in Latin America. From independence to the great depression, 1820-1930*. Princeton, University Press, Princeton.
- Salter, A. (1932). *Recovery. The second effort*. Bell & Sons, London.