

**EL ACCESO DE COLOMBIA AL FINANCIAMIENTO EXTERNO DURANTE  
EL SIGLO XX. UNA SINTESIS.**

**POR: MAURICIO AVELLA GÓMEZ<sup>1</sup>**  
**mavellgo@banrep.gov.co**

---

<sup>1/</sup> Investigador. Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Bogotá, marzo de 2006.

## **RESUMEN**

El acceso de Colombia y otros países latinoamericanos al financiamiento externo durante el siglo XX estuvo dominado por fases alternas de auge y receso en los mercados internacionales de capitales. Las relaciones entre los acreedores y los deudores fueron afectadas frecuentemente por el incumplimiento de los compromisos contractuales, incluyendo la cesación de pagos. Pero las renegociaciones, en unos casos, o los acercamientos entre acreedores y deudores, en otros, constituyeron el mecanismo mediante el cual se restableció la relación de largo plazo entre acreedores y deudores.

---

## EL ACCESO DE COLOMBIA AL FINANCIAMIENTO EXTERNO DURANTE EL SIGLO XX. UNA SINTESIS.

### Introducción

En este artículo se discute el acceso de Colombia al financiamiento externo en el siglo XX. La idea conductora de la investigación es el carácter cíclico del financiamiento internacional, el cual fue de gran utilidad en la reconstrucción de la relación de largo plazo entre Colombia y sus acreedores.

El acceso de Colombia y otros países latinoamericanos al financiamiento externo durante el período bajo escrutinio estuvo dominado por fases alternas de auge y receso en los mercados internacionales de capitales. Las relaciones entre los acreedores y los deudores fueron afectadas frecuentemente por el incumplimiento de los compromisos contractuales, incluyendo la cesación de pagos. Pero las renegociaciones, en unos casos, o los acercamientos entre acreedores y deudores, en otros, constituyeron el mecanismo mediante el cual se restableció la relación entre acreedores y deudores.

En los años veinte, Colombia hizo parte de la lista de mayores deudores internacionales durante el auge de exportaciones de capital, encabezado por los Estados Unidos. Con motivo de la crisis de Wall Street y la desaparición del crédito originado en los Estados Unidos, Colombia se integró al grupo de deudores soberanos que declararon oficialmente la moratoria sobre su deuda externa. La documentación pertinente indica que dicha moratoria fue parcial y gradual. La restauración de las relaciones entre acreedores y deudores resultó no solamente de la transacción entre dichos agentes, sino de consideraciones de diplomacia internacional de los Estados Unidos.

Con posterioridad a la segunda guerra mundial, agencias internacionales de los Estados Unidos y otros países desarrollados otorgaron préstamos y realizaron inversiones en América Latina. El crédito privado internacional renació en los años setenta, en el contexto del pujante mercado de eurodólares. La actividad bancaria internacional surgió como un fenómeno sin precedentes. De ella dependió la dinámica de un nuevo ciclo completo de exportaciones de capital, el cual encontró su fin en la crisis mejicana de 1982. Una vez más, Colombia apareció en la fila de los mayores deudores internacionales; en esta ocasión, y como caso excepcional entre los mayores deudores internacionales, el país no debió acudir a los procesos de reprogramación de la deuda que fueran característicos en los años ochenta.

La última década del siglo XX presenció un nuevo ciclo de exportaciones netas de capital privado de los Estados Unidos. A él accederían los deudores tradicionales, como Colombia, a través de nuevos instrumentos del mercado internacional de capitales, en un contexto más globalizado que en el pasado.

---

## **I. EL ACCESO DE COLOMBIA A LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES EN PERSPECTIVA HISTÓRICA**

### **A. Fases del endeudamiento internacional**

#### ***1. Los grandes movimientos del capital internacional desde 1880***

Durante el último siglo el crédito internacional se ha caracterizado por cambios notables en los niveles alcanzados por las exportaciones de capital de los países industrializados a los países en proceso de industrialización. Una primera visión panorámica de tales cambios aparece en la Tabla 1, en la cual el concepto de valor absoluto de la cuenta corriente de la balanza de pagos se aplica para ilustrar la magnitud de los flujos internacionales de capitales. Tres países –Alemania, la Gran Bretaña y los Estados Unidos– han sido seleccionados simplemente porque ellos desempeñaron un papel protagónico en el financiamiento internacional durante la centuria pasada, y porque la adición de otros países no afecta significativamente los resultados<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Fishlow (1986) basa sus “lecciones del pasado” en un examen de la experiencia de Alemania, la Gran Bretaña, y los Estados Unidos. Eichengreen (1991) considera otros seis países de rápida industrialización, a saber: Canadá, Dinamarca, Alemania, Italia, Noruega y Suecia. Aún así, las tendencias generales no se alteran.

**Tabla 1**  
**Balanza de Pagos**  
**Cuenta Corriente\***  
**Porcentaje del PNB**  
**(Promedios anuales)**  
**Períodos seleccionados entre 1880 y 2003**

Períodos	Reino Unido	Estados Unidos	Alemania	Total
<b>1. 1880-1914</b>	<b>4.50</b>	<b>0.91</b>	<b>1.82</b>	<b>2.41</b>
<b>2. 1924-1938</b>	<b>1.15</b>	<b>0.56</b>	<b>1.54</b>	<b>1.08</b>
1924-1929	1.60	0.82	1.92	1.45
1930-1938	0.85	0.39	1.22	0.82
<b>3. 1950-1985</b>	<b>1.10</b>	<b>0.57</b>	<b>1.96</b>	<b>1.21</b>
1950-1972	0.94	0.38	2.12	1.14
1973-1985	1.40	0.86	1.66	1.31
<b>4. 1990-2003</b>	<b>1.64</b>	<b>1.85</b>	<b>0.90</b>	<b>1.46</b>
1990-1997	1.63	1.23	1.13	1.33
1998-2003	1.86	3.80	1.19	2.28

Fuentes: Mitchell (1983)

IMF. International Financial Statistics.

\* Valores absolutos.

La historia de los movimientos de capitales en la centuria pasada puede dividirse en los siguientes períodos: el anterior a la primera guerra mundial desde 1880; los años que mediaron entre las dos guerras, con los eventos centrales localizados en la segunda mitad de los años veinte; el período de la segunda posguerra entre 1950 y mediados de los años ochenta; y la última década del siglo XX. La Tabla 1 muestra los promedios de los valores absolutos de la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PNB, para los períodos que acaban de mencionarse. Puede observarse cómo el promedio para los tres países cae bruscamente –de 2,41 a 1,08, es decir, el 55%– entre la primera preguerra y el período entre las dos guerras, para recuperarse parcialmente –de 1,08 a 1,21, es decir un incremento del 12%– en la segunda posguerra hasta 1985. En la última década del siglo XX los promedios se alzan por encima de los registros acumulados desde los años veinte, aunque todavía muy lejos de alcanzar las cifras de 1880-1914<sup>3</sup>. En consecuencia, las

<sup>3</sup>

En los años noventa las exportaciones medias de capital del G7 fueron del 1,67% del PIB, cifra no muy superior al 1,46% del PIB para los tres países citados en la Tabla 1.

---

magnitudes alcanzadas durante el período 1880-1914 no volverían a alcanzarse en el siglo anterior<sup>4</sup>.

Al comparar experiencias por países y al subdividir los períodos propuestos se revelan nuevos hechos; los promedios sin ponderar por países y para los tres países como un todo, indican que en relación con sus productos (PNB) los movimientos de capital a través de las fronteras nacionales del Reino Unido aventajaron ampliamente los de Alemania, y triplicaron los de los Estados Unidos. El predominio del Reino Unido se explica principalmente por sus exportaciones de capital durante el período 1880-1914 cuando en promedio representaron 4,5% del PNB; no obstante, dichas exportaciones de capital se distribuyeron desigualmente a lo largo de aquellos años. Ellas representaron cerca del 5% del PNB en las décadas de 1880 y 1900 doblando el promedio correspondiente a los años de 1890, y alcanzaron una magnitud cercana al 8% en el lustro que antecedió al estallido de la Gran Guerra.

La experiencia de los años veinte, así como la de la segunda posguerra, ofrece contrastes adicionales; los flujos de capital a través de las fronteras se expandieron en la segunda mitad de los años veinte, y retrocedieron durante los años treinta; las cifras muestran cómo en relación con el tamaño de las economías los movimientos de capital en los años treinta cayeron en más del 40% en comparación con los movimientos de la segunda mitad de la década anterior. En cuanto a la segunda posguerra, se observa cómo los guarismos alcanzados por el Reino Unido y por los Estados Unidos durante 1950-1972 son similares a los obtenidos durante los años treinta, en contraste con la cifra relativamente alta alcanzada por Alemania. Solamente hasta después de 1973 reaparecen en la escena niveles más altos en los flujos internacionales de capital. Considerando los períodos 1924-1938 y 1950-1985 en conjunto, son los altos promedios alcanzados por Alemania durante el segundo período los que elevan el resultado global de este último período. Es en el último decenio de la centuria cuando los movimientos de capital llegan a ser tan significativos como los ocurridos en la segunda mitad de los años veinte; y son los Estados Unidos quienes lideran con cifras sin precedentes el nuevo auge exportador de capital.

Tres ideas pueden derivarse de esta inspección introductoria: primera, los movimientos internacionales de capitales han experimentado fluctuaciones considerables durante los últimos cien años; segunda, en cada uno de los períodos en consideración se alternaron subperíodos de elevadas exportaciones con subperíodos de reducidas exportaciones de capital; y tercera, el período 1880-1914 sobresale en la historia reciente

---

<sup>4</sup> Esta descripción sucinta de los movimientos de capitales presenta la contrapartida financiera de los altibajos históricos en el volumen del comercio mundial. La rápida integración de la economía internacional entre 1850 y 1913 se refleja en el hecho de que para los actuales miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) sus exportaciones pasaron de representar el 5,1% al 11,9% del PIB entre las dos fechas. El cierre de las economías con motivo de las conflagraciones mundiales y la depresión universal de los años treinta se tradujeron en un retroceso del comercio internacional de modo que para 1950 las exportaciones mundiales (no sólo de la OCDE) apenas alcanzaban el 7,1% del PIB. La cifra alcanzada en vísperas de la primera guerra mundial sólo vino a recuperarse a mediados de los setenta, y para 1999 ya rebasaba el 18%. Las cifras para 1850, 1913 y 1950 se consultaron en Krugman (1995), y para 1999 en Banco Mundial (2002).

---

como aquel en el cual se hicieron las mayores exportaciones de capital<sup>5</sup>. Estas conclusiones motivan una nueva reflexión acerca del endeudamiento internacional y sus fases, destacando el papel de Gran Bretaña con anterioridad a la Primera Guerra, y el papel protagónico posterior de los Estados Unidos, así como la participación de América Latina en la asignación de las exportaciones de capital.

## **2. El legado de deudas con Gran Bretaña**

En los años veinte del siglo XIX, Colombia (por entonces la Gran Colombia) fue uno de los principales beneficiarios del primer auge moderno del crédito internacional; de hecho, fue el mayor deudor de la época<sup>6</sup>. Esta fue la única operación de endeudamiento en escala apreciable realizada por Colombia en el siglo XIX. Sucesivas interrupciones y renegociaciones del servicio de la deuda se extendieron a lo largo de dicha centuria. Entre 1905 y 1920 se celebraron cinco operaciones de financiamiento externo en el mercado británico de capitales; en dicho período Colombia ganó prestigio como deudor que honraba sus compromisos externos. En 1920 la deuda con la Gran Bretaña era de aproximadamente £4,5 millones (m) (alrededor de US\$22 m), suma equivalente al 26% de las exportaciones colombianas. En aquel momento se estaba *ad portas* de iniciar una relación crediticia de largo plazo con los Estados Unidos; a partir de entonces, el acceso de Colombia al financiamiento externo dependería en gran parte de la oferta de capitales privados y oficiales proveniente de dicho país.

## **3 Las exportaciones de capital de los Estados Unidos**

En relación con la experiencia de los Estados Unidos, la evolución de la inversión privada en el exterior -como porcentaje del PNB- a lo largo del período 1904-2003 se presenta en la Gráfica 1. La serie ha sido suavizada mediante promedios móviles de cinco años. Como se ve, la magnitud de las salidas de capital durante la Primera Guerra Mundial y durante el período 1924-1928 no se repetiría sino hasta mediados de los setenta. La

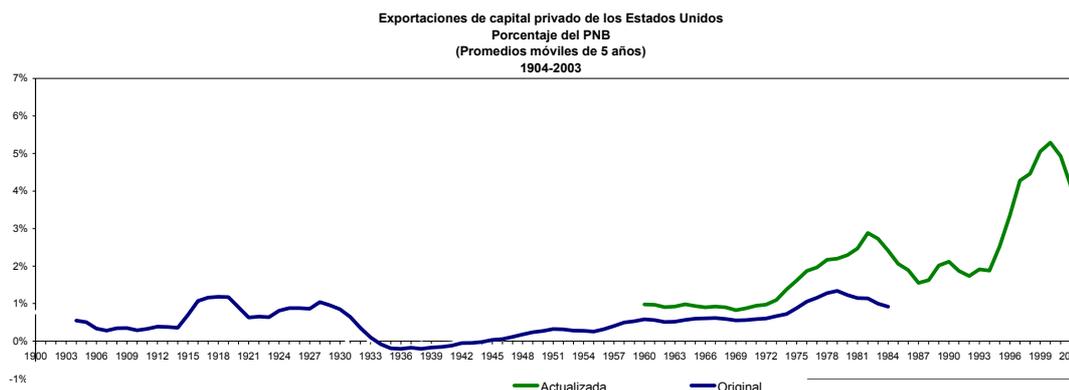
---

<sup>5</sup> Eichengreen (1991) ha examinado los méritos relativos de tres hipótesis acerca de los cambios en la extensión del flujo de capitales. Una escuela de pensamiento explica los flujos de capitales como una función directa de la estabilidad monetaria internacional; en este caso, un sistema financiero más estable estimula una mayor expansión de los flujos de capital. Otra escuela de pensamiento sugiere la existencia de un proceso por etapas, a través del cual los países pasarían de deudores a acreedores. El ejemplo clásico sería el de los Estados Unidos desde mediados del siglo XIX. Finalmente, la tercera escuela se enfoca en los ciclos de endeudamiento internacional; en este caso, los períodos de auge en el crédito internacional son reemplazados por períodos de parálisis en el financiamiento externo. Algunos ejemplos históricos son los ciclos del crédito internacional de los años veinte y treinta, así como de los años setenta y ochenta en el siglo XX.

<sup>6</sup> Entre 1822 y 1825, las exportaciones de capital británico sumaron £43,6 millones, de los cuales £6,8 millones, o sea el 15,5%, les fueron otorgados a la Gran Colombia. Gayer, Rostow y Schwartz (1953, p. 189); Rippy (1950, p. 20).

marcada tendencia de las exportaciones de capital a rebotar tras la crisis financiera en los Estados Unidos en 1928, estuvo seguida por una larga inactividad que se extendió hasta principios de los años cuarenta.

**Gráfica 1**



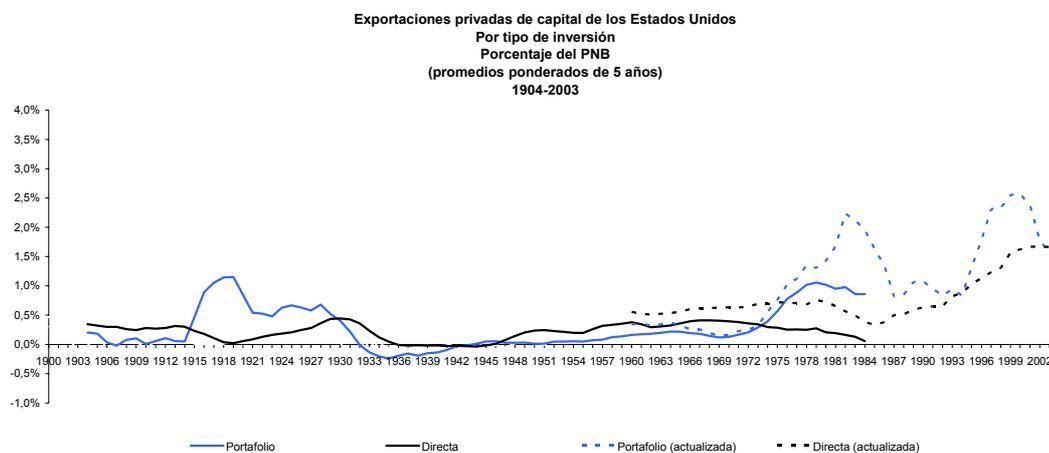
Fuentes: Los datos de exportaciones privadas de capital originadas en los Estados Unidos para el período 1900 – 1984 (línea azul) se tomaron de Stallings (1987). La línea verde (exportaciones privadas de capital de los Estados Unidos para el período 1960 – 2003) es una actualización de la serie de Stallings a partir de información del *Survey of Current Business* del Bureau of Economic Analysis. De acuerdo con los apéndices publicados en Stallings (1987), las exportaciones de capital privado se obtuvieron a partir de la suma de la inversión de portafolio, la inversión directa y el crédito de proveedores. La información para la serie actualizada se obtuvo de las estadísticas sobre flujos netos de activos privados de los Estados Unidos (Tabla XX:U.S. International Transactions) publicadas en las ediciones de agosto del *Survey*. La inversión directa se tomó de la línea 51, el crédito de proveedores de la línea 53, y la inversión de portafolio de la suma de las líneas 52 y 54 respectivamente. Este procedimiento es consistente con la metodología de Stallings para el período posterior a 1960. Las series no coinciden porque Stallings excluye operaciones de inversión de corto plazo. Dicha exclusión no es posible con posterioridad a 1980. La información sobre el PNB se obtuvo de la información en red publicada por el Bureau of Economic Analysis.

Un nuevo ciclo completo de exportaciones netas de capital privado en manos de los Estados Unidos ocurrió entre 1974 y 1988. Su despegue fue alimentado en el mercado de eurodólares y en las primeras experiencias de la banca comercial internacional desde fines de los años sesenta. El reciclaje de los fondos depositados en la banca internacional tras el primer choque alcista de los precios del petróleo nutrió la oferta de préstamos internacionales; la oleada de préstamos encontró su fin a fines de 1982 cuando México declaró la moratoria sobre el servicio de sus obligaciones financieras. El mundo financiero de la época creyó inicialmente que se trataba de un problema de *liquidez* externa de México y otros deudores soberanos, de modo que se pusieron en práctica diversas modalidades de *alivio de la deuda externa*.

Hacia fines de los años ochenta, en la antesala del llamado Plan Brady, la banca internacional reconoció que la reducción de las viejas deudas de países era inevitable; a partir de 1991, con la titularización de la cartera soberana mediante la acogida del Plan Brady, la banca internacional comenzó a prestar de nuevo, aunque con cierta cautela. Para 1994 era ya un hecho que se iniciaba otro ciclo de exportaciones de capital (gráficas 1 y 2), y también que sería Asia y no América Latina la primera preferencia de los banqueros (Gráfica 3). Las crisis del Asia emergente y de Rusia a fines de los años noventa marcarían el fin del último ciclo de exportaciones de capital de los Estados Unidos en el siglo XX.

Una descripción más explícita aparece en la Gráfica 2 la cual discrimina la inversión en sus componentes directo y de portafolio. Pueden distinguirse seis períodos principales. El primer período que comprende la década que precedió a la primera guerra mundial, durante la cual las inversiones directas representaron una proporción relativamente constante del PNB (alrededor del 0,3%), y triplicaron las inversiones de portafolio. Posteriormente, el período transcurrido entre el estallido de la primera guerra mundial y el advenimiento de la gran depresión, durante el cual pueden observarse dos fases: la primera, entre 1913 y 1918, dominada por un incremento vertical en las inversiones de portafolio, las cuales aventajaron notablemente a las directas; y la segunda, entre 1919 y 1928, caracterizada por una recuperación continua de la inversión directa y el declive relativo de la inversión de portafolio. Para la totalidad del período, la inversión de portafolio llegó a representar el 0,7% del PNB, y la inversión directa, el 0,16%, respectivamente.

**Gráfica 2**



Fuentes. Igual que para la Gráfica 1.

En tercer lugar el intervalo comprendido entre 1929 y 1942 durante el cual los dos tipos de inversión experimentaron una caída dramática –aunque la inversión directa a una tasa inferior– antes de desaparecer. Durante los años treinta los Estados Unidos se convirtieron en un importador neto de capitales mediante la recepción del servicio de la

---

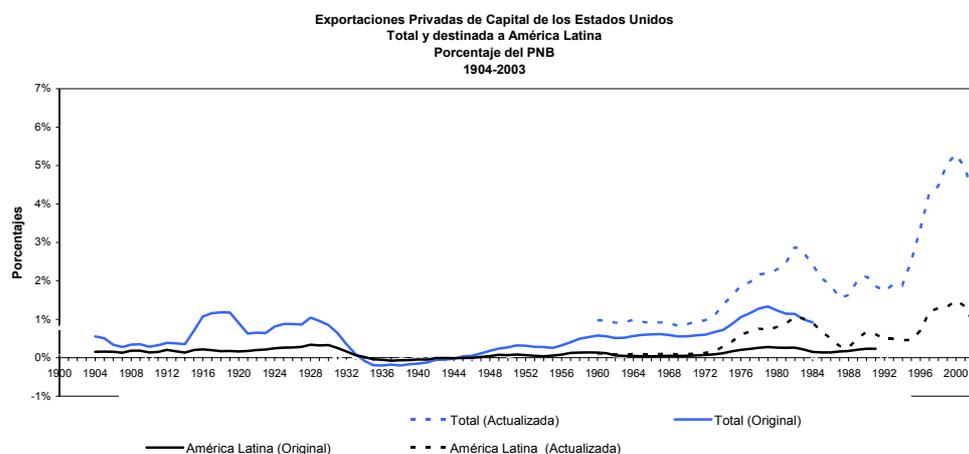
deuda y de los dividendos sobre sus inversiones externas. En cuarto lugar, el renacimiento de la inversión extranjera, la cual ofreció indicios de recuperación hacia la segunda mitad de la Guerra, antes de restablecerse plenamente después de 1945. Con un liderazgo claro de la inversión directa, este período se extendió hasta fines de los sesenta. Puede observarse cómo aún en sus puntos más elevados hacia mediados de los años sesenta, la inversión directa no logró las alturas alcanzadas a finales de los años veinte. En cuanto a la inversión de portafolio, los niveles alcanzados durante los años cuarenta y la primera mitad de los cincuenta fueron prácticamente inexistentes, y en todo caso los más bajos si se les compara con los valores netos positivos de toda la serie. Los primeros signos de recuperación sostenida de la inversión de portafolio desde su colapso en 1928 se advirtieron a mediados de los cincuenta cuando de un porcentaje del PNB tan bajo como 0,05 en 1954, la participación se elevó al 0,20% en 1964, antes de un ligero declive el cual se extendió hasta 1967.

El quinto período cubre la década de los años setenta durante la cual la inversión de portafolio alcanzó y rebasó niveles no igualados desde los años veinte. Al tiempo que las inversiones de portafolio crecieron continuamente durante los años setenta llegando al 2% del PNB a fines de la década, la inversión directa declinó, y su participación en el PNB al final del período fue más moderada de lo que había sido a mediados de los años sesenta.

Por último, desde mediados de los años ochenta el ascenso de la inversión directa fue más estable que el de la de portafolio. Esta última estuvo sometida al auge de préstamos de fines de los años setenta y a su colapso a fines de 1982. Volvió a recuperarse en los primeros años de la década de los noventa con la acogida del Plan Brady, y la aparición de nuevas modalidades de bonos y otros instrumentos del mercado financiero.

La importancia relativa de América Latina como beneficiaria de las inversiones privadas de los Estados Unidos aparece en la Gráfica 3. Como puede observarse, los altos niveles logrados durante 1927-1930, los cuales fueron en promedio del 0,34% del PNB de los Estados Unidos, no se alcanzaron ni antes ni después, por lo menos hasta el final de los años setenta (según las series originales). No se observa una clara correlación entre las dos trayectorias en la gráfica, con excepciones como las de 1930-1943, cuando la reducción de las exportaciones de capital hacia América Latina fue menos intensa que la reducción media de los flujos de capital hacia todas las áreas, y de los años setenta, cuando el incremento de las exportaciones de capital hacia América Latina fue menos intenso que el correspondiente al resto del mundo.

### Gráfica 3



Fuentes. Igual que para la Gráfica 1

En conjunto, el financiamiento privado de los Estados Unidos hacia América Latina durante las primeras dos y media décadas del siglo XX representó alrededor del 0,17% del PNB de los Estados Unidos, o el 25% de la totalidad de las exportaciones privadas de capital originadas en dicho país; con posterioridad a la segunda guerra mundial, tales guarismos cayeron al 0,13% o al 23%, respectivamente. Estos resultados sugieren que la participación de América Latina en la inversión externa privada estadounidense durante el período estudiado fue similar a la participación en las exportaciones de capital británico mencionadas anteriormente. Adicionalmente, al reunir el breve auge crediticio de fines de los años veinte con el colapso de las inversiones externas de los Estados Unidos durante los años treinta, la participación conjunta de América Latina se eleva al 27%.

Finalmente, en contraste con los años ochenta, América Latina no fue el cliente preferido por los inversionistas y banqueros de los Estados Unidos en la última década del siglo XX.

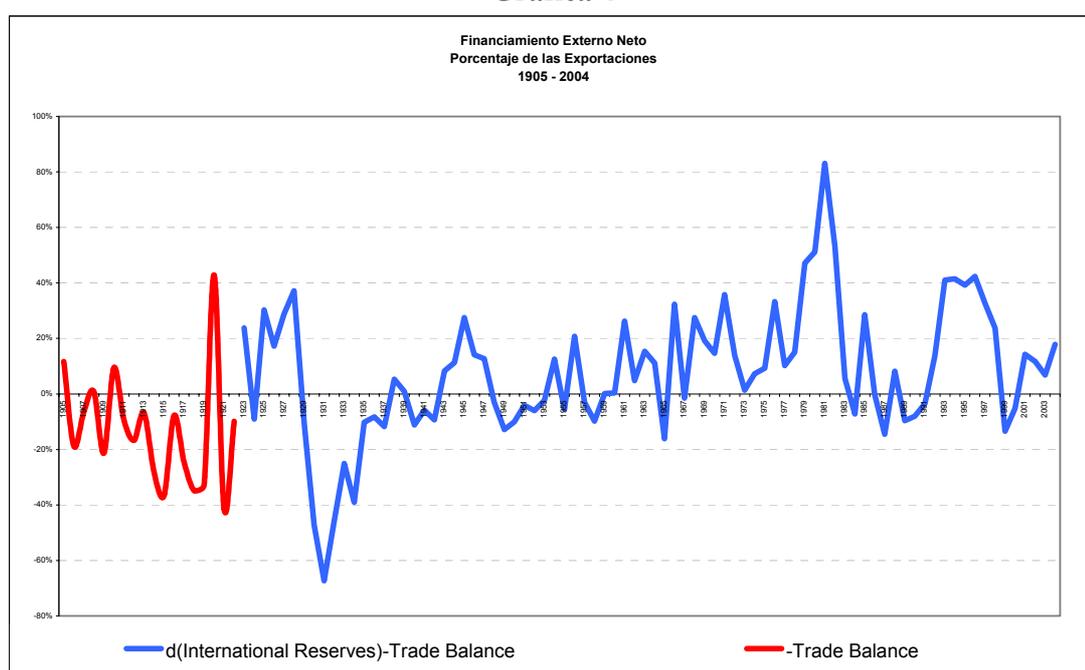
## B. Medidas alternativas del acceso de Colombia al endeudamiento externo

### 1. *Financiamiento externo neto*

La Gráfica 4 provee una descripción del financiamiento externo neto recibido por Colombia a lo largo del período 1905-2004. Esta variable incorpora no sólo el endeudamiento externo sino la inversión extranjera. Hasta 1924, la variable empleada en

sustitución por el financiamiento externo (por falta de la información requerida) es la razón del balance comercial ( $BC$ ) a las exportaciones ( $X$ ). En adelante, se emplea la razón de la diferencia entre el cambio anual en las reservas internacionales ( $\Delta IR$ ) y el balance comercial, a las exportaciones  $(\Delta IR - BC)/X$ . El valor medio de esta medida para el período 1925-2004 es 8%. Si la muestra se limita al período de posguerra (1945-2004), el promedio se eleva a 13,2%, y finalmente, si se restringe al período 1968 – 2004, la cifra relevante llega a 18,6%. Esta lectura introductoria muestra que el acceso del país al financiamiento externo neto mejoró a medida que avanzaba el siglo XX.

**Gráfica 4**



Fuente: Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República. Varias ediciones.

La Gráfica 4 ilustra la presencia de ciclos de auge y receso en el acceso al financiamiento externo; en gran medida, estos ciclos siguen los movimientos del capital internacional originados en los Estados Unidos. El primero y más extremo de los ciclos en toda la serie alude al período de auge en las exportaciones de capital de los Estados Unidos a fines de los años veinte, seguido por su colapso durante la Gran Depresión (Gráfica 1). Después de una década de acceso muy limitado a recursos externos, un nuevo ciclo del financiamiento exterior surgió durante la segunda guerra mundial. Las restricciones extremas impuestas por los Estados Unidos sobre sus exportaciones forzaron una acumulación ingente de activos externos en manos de sus socios comerciales, como Colombia. Terminada la guerra, el país enfrentó un ciclo corto de financiamiento externo con motivo de una bonanza cafetera en la primera mitad de los años cincuenta. La siguiente

década y media fue un ejemplo fiel del período llamado *estrangulamiento externo*, caracterizado por una escasez aguda y persistente de reservas internacionales. Esta fue la fase durante la cual el financiamiento externo dependió de fuentes oficiales y de la inversión privada directa.

Desde mediados de los años sesenta hasta mediados de los años setenta, Colombia acumuló reservas externas de manera permanente. Desde el punto de vista de los movimientos internacionales de capital, fue la edad de oro de los préstamos otorgados por la banca comercial internacional; cabe anotar que este era el escenario internacional cuando sobrevino la bonanza cafetera, durante la cual el país alcanzó su punto más alto de financiamiento externo neto durante la centuria. Este ciclo extraordinario estuvo seguido por una década completa (1982-1991) de acceso limitado a los recursos externos. Un nuevo ciclo de auge y receso de fondos externos predominó en los noventa, coincidiendo con el último ciclo de exportaciones de capital provenientes de los Estados Unidos (Gráfica 1).

## **2. *La deuda externa de Colombia según sus sectores público y privado***

El endeudamiento externo es una medida diferente y ampliamente difundida del acceso de un país al mercado internacional de capitales. En la literatura se emplea una variedad de indicadores de deuda; una clasificación usual incluye la deuda externa bruta, la deuda externa neta y la deuda externa bruta discriminada entre sus beneficiarios públicos y privados, en todos los casos como porcentaje o proporción de las exportaciones de bienes y servicios o del PIB. La deuda externa neta se obtiene como la diferencia entre el acervo de la deuda bruta y el acervo de las reservas internacionales.

### **a. *La deuda externa bruta y neta de Colombia (1925-2003)***

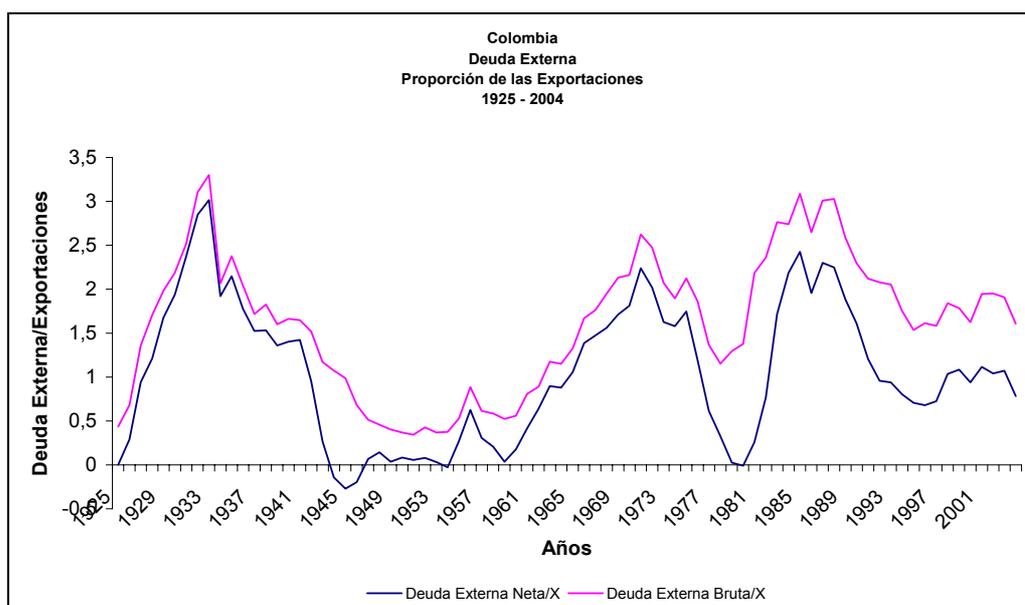
Como se observa en las gráficas 5<sup>a</sup> y 5b, la carga de la deuda externa ha evolucionado de acuerdo con una sucesión de ciclos, como podría esperarse de la descripción previa del financiamiento externo. También puede verse que el nivel promedio de los indicadores de la deuda ha sido más alto durante el último cuarto de siglo (1980-2004) alcanzando alturas de 2,8 veces el tamaño de las exportaciones, y 37% del PIB. En las cuatro y media décadas anteriores (1925-1979) las cifras relevantes fueron 1,6 veces el tamaño de las exportaciones y 16,5% del PIB. Los valores mínimos de la carga de la deuda se alcanzaron desde el estallido de la segunda guerra mundial hasta mediados de los años sesenta cuando el acervo promedio de la deuda permaneció por debajo del tamaño de las exportaciones (el indicador fue 0,84, y representó el 8,8% del PIB).

La serie comienza con un aumento sustancial de la deuda bruta, llegando a representar 3,3 veces el tamaño de las exportaciones, y el 44% del PIB. Estos fueron los niveles más altos alcanzados con anterioridad al colapso del financiamiento externo y el comienzo de la gran depresión. Indicadores similares no volverían a alcanzarse sino hasta

principios de los años ochenta, tanto en relación con las exportaciones como con el PIB; fue precisamente en esa década cuando la serie de la deuda bruta conquistó sus más altos niveles, a saber: 3,7 veces el tamaño de las exportaciones en 1985, y 50% del PIB en 1987.

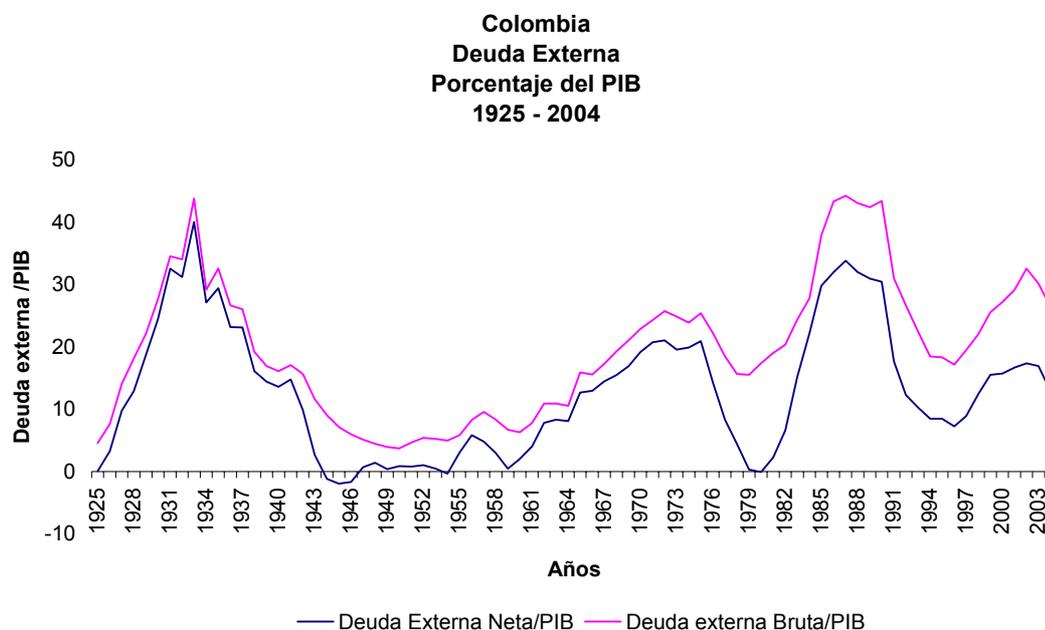
En cuanto a la carga de la deuda, las reservas internacionales constituyeron una diferencia importante durante la segunda guerra mundial, durante la bonanza cafetera de los años setenta, y en la primera mitad de los años noventa. El perfil de las razones de la deuda externa ha dependido críticamente del comportamiento de las exportaciones. Tanto a fines de los años veinte como a principios de los ochenta, las exportaciones cayeron, contribuyendo al aumento empinado de la serie en dichas décadas. En la segunda mitad de los años sesenta las exportaciones se paralizaron, al tiempo que el endeudamiento del país con acreedores oficiales se incrementó. En los años noventa la deuda bruta creció a una tasa anual del 6,3%, escasamente rebasada por el 6,6% del crecimiento de las exportaciones. Como resultado, a pesar del sustancial endeudamiento de la década, los indicadores de la deuda externa no fueron tan altos como en los años ochenta.

Gráfica 5a



Fuentes: La deuda externa se obtiene de Avella (2004) y de bases estadísticas del Banco de la República. Las Exportaciones se tomaron directamente de las series estadísticas del Banco de la República.

Gráfica 5b



Fuentes: La Deuda Externa como en la Gráfica 5 a. El PIB según las bases estadísticas del Banco de la República.

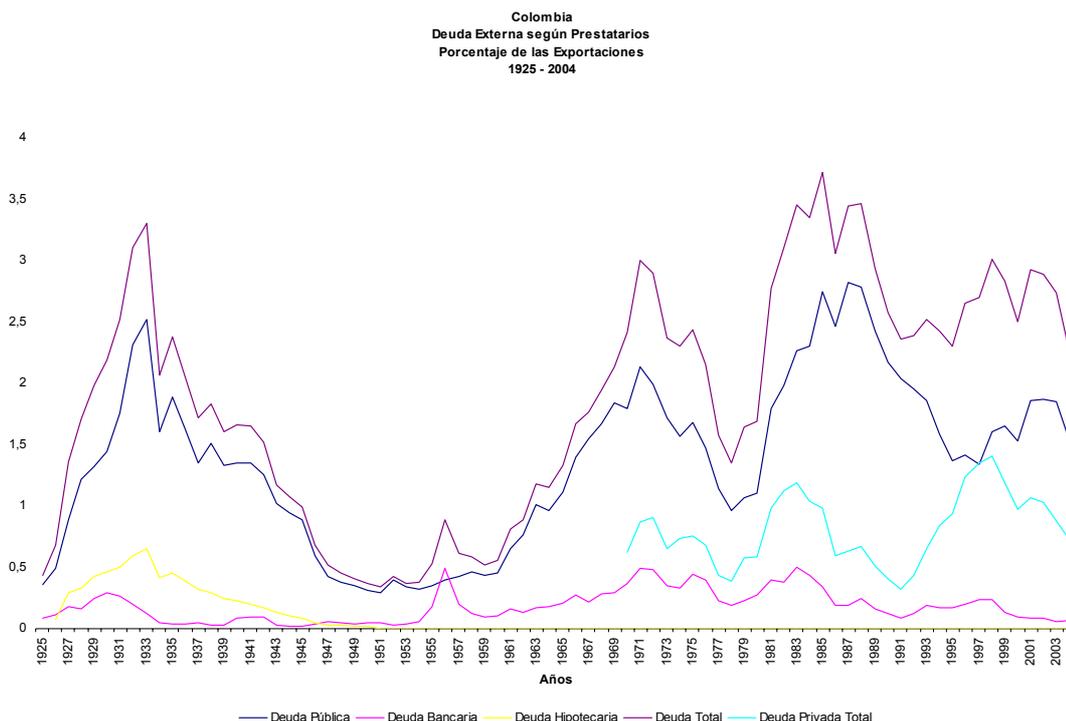
#### **b. Participación de los agentes públicos y privados en la deuda externa de Colombia, 1925-2003**

Como puede apreciarse en la Gráfica 6, la deuda externa de Colombia ha sido predominantemente pública. En promedio, el 75% de la deuda externa del país ha sido una obligación del sector público. Hasta fines de los años sesenta, la mayor parte del acceso de Colombia al endeudamiento externo se consumió a través del gobierno. De 1925 a 1969, el 84% del endeudamiento externo estuvo en manos públicas; y en períodos específicos como de 1935 a 1945, el 98% de la deuda externa estuvo registrado a cargo del gobierno. La participación exigua de los agentes privados se logró mediante el endeudamiento externo de la banca comercial.

Durante las primeras cuatro décadas de la serie se presentó una coyuntura crucial durante la cual la banca ganó acceso a montos considerables de endeudamiento externo. Dichos episodios se presentaron durante el auge de préstamos de los Estados Unidos a fines de los años veinte. La banca comercial mediante líneas de crédito de corto plazo, y la hipotecaria a través de la flotación de bonos de largo plazo abrieron la puerta del crédito foráneo a la banca colombiana. La banca hipotecaria disfrutó de una vida exitosa pero corta, ligada a la suerte del auge de préstamos externos de los Estados Unidos. En su punto

más álgido, los hipotecarios acumularon una deuda externa de largo plazo de US\$51,7 m, los cuales representaron 21,2% de la deuda externa total del país. Ello ocurrió en la víspera de la gran depresión. El colapso del endeudamiento externo condenó a la banca hipotecaria a su liquidación.

Gráfica 6



Fuentes: Como en la Gráfica 5a.

Desde principios de los años sesenta la deuda pública comenzó a crecer a tasas suficientemente altas como para dejar atrás los bajos indicadores de la deuda que predominaron desde la segunda guerra mundial hasta fines de los años cincuenta. Con el renacimiento de los mercados externos privados en los años setenta, bajo el liderazgo de la banca internacional, la deuda bruta alcanzó niveles que sobrepasaron los de fines de los años veinte y principios de los treinta. Si las razones de deuda bruta y deuda pública en relación con las exportaciones declinaron durante la segunda mitad de los setenta se debió al crecimiento más vigoroso de estas últimas en dicho período. Es de notarse que para entonces la deuda pública ya aparecía acompañada por la deuda privada desde principios de los años setenta, como lo revela la gráfica 6.

Desde comienzos de los años setenta la deuda privada aparece representando una porción considerable de la deuda bruta. Dicha importancia reaparecerá en los años ochenta, y con renovada fuerza en los noventa. En efecto, la deuda externa privada (la suma del

endeudamiento bancario más el endeudamiento directo) representó el 31% de la deuda bruta en los años setenta, el 26% en los ochenta, y el 34% en los noventa y primer lustro del nuevo siglo. En el quinquenio 1995-1999, el endeudamiento privado significó el 45% de la deuda bruta. La relevancia reciente del endeudamiento privado directo se revela en el hecho según el cual desde 1990 hasta 2003 representó el 29% de la deuda bruta, y en el lustro 1995-1999 el 38% de la deuda bruta. Para resaltar la importancia reciente de los deudores privados, la gráfica 6 muestra cómo en 1997 la deuda privada alcanzó el mismo tamaño de la deuda pública.

## II. EL CICLO DE AUJE Y RECESO DEL CRÉDITO INTERNACIONAL DE LOS ESTADOS UNIDOS EN LOS AÑOS VEINTE

En la década siguiente a la primera guerra mundial ocurrieron cambios importantes en la posición de los centros financieros internacionales y en la estructura de la intermediación financiera. La nueva oleada de financiamiento internacional fue acompañada por un cambio crucial en la identidad de los inversionistas; cerca de US\$16.000 m en emisiones nuevas de capital (o sea, excluyendo operaciones de refinanciamiento) sobre inversiones foráneas fueron ofrecidos públicamente en Londres y Nueva York entre 1920 y 1930. La redistribución de los préstamos internacionales se revela en el hecho según el cual más del 60% de dichas emisiones fue colocado en Nueva York; y durante el auge de préstamos de 1924-1928 la participación de dicho centro excedió los dos tercios de las nuevas emisiones en los dos mercados. Con el colapso del financiamiento internacional en 1928 y 1929 las emisiones de capital en los dos centros se desvanecieron aunque no al mismo ritmo. Los dos mercados reaccionaron positivamente en 1930 con posterioridad a la caída de 1929, la cual fue mucho más severa en Nueva York que en Londres. Las ofertas públicas cayeron de nuevo en 1931, y desde entonces hasta 1935 prácticamente se evaporaron en Nueva York y lánguidamente sobrevivieron en Londres<sup>7</sup>.

La Tabla 2 revela la evolución de nuevas emisiones de capital extranjero en el mercado neoyorquino, y su origen geográfico durante el período 1920-1935. Aquí, pueden distinguirse claramente tres subperíodos; el primero, transcurrido entre 1920 y 1923, manifiesta una tendencia alcista de las emisiones foráneas bruscamente interrumpidas en 1923 después de la ocupación francesa del Ruhr<sup>8</sup>. Durante estos años no existió un claro

---

<sup>7</sup> Estos cálculos se basan en series de nuevas emisiones de capital en Londres sobre inversiones foráneas publicadas por el Royal Institute of International Affairs (1937, p.134) y las series de bonos de ultramar ofrecidas en Nueva York, también publicadas por el Royal Institute (1937, pp. 171 y 182) y por Naciones Unidas (1964, p. 20).

<sup>8</sup> Tropas francesas y belgas invadieron la provincia industrial del Ruhr en enero de 1923 sobre la base de que los pagos correspondientes a las reparaciones alemanas habían incurrido en moratoria. Se suponía que Alemania debería estar satisfaciendo su “acuerdo” con los Aliados de mayo de 1921, de acuerdo con el cual las reparaciones de guerra se elevarían a 132.000 millones de marcos oro (aproximadamente US\$33.000 millones) más un impuesto del 26% sobre las

---

predominio por el lado de los principales deudores, Europa, Canadá y América Latina. Los bonos extranjeros se elevaron sustancialmente durante el segundo subperíodo (1924-1928), cuando se colocó el 60% de las emisiones de la totalidad del período. El crédito Dawes tuvo un efecto catalizador en el auge de dichas emisiones, y la mitad de las mismas fue colocada en Europa. América Latina ocupó la segunda posición con cerca de un cuarto de los fondos, y puede observarse cómo su posición se fortaleció progresivamente, al tiempo que los títulos europeos se debilitaron.

El subperíodo (1929-1935) revela el proceso de estancamiento del financiamiento externo otorgado por los Estados Unidos, el cual se evidenció primero, una reducción abrupta en 1929 cuando las nuevas emisiones de capital representaron el 58% del promedio anual de los cinco años anteriores; segundo, una recuperación transitoria en 1930 que coincidió con la flotación del crédito Young, y tercero, la desaparición después de 1931 del crédito privado de largo plazo originado en los Estados Unidos. Mientras Canadá fue el beneficiario de los descaecidos préstamos flotados en Nueva York entre 1932 y 1935, el acceso de Europa y América Latina al exiguo mercado de capitales fue mínimo<sup>9</sup>.

---

exportaciones durante 42 años. El reconocimiento del fracaso de la intervención militar para restaurar los pagos condujo a los Aliados al diseño del Plan Dawes del cual formó parte principal el crédito Dawes. Moulton y Pasvolsky (1932, pp. 270-272), Kindleberger (1984, pp. 298-301).

<sup>9</sup> El plan Young firmado en 1930 logró un “acuerdo final y definitivo” a partir del cual la cuenta total de reparaciones ascendía a 121 millones de marcos oro y debía ser pagada en un período de 59 años. Debido a las necesidades de crédito externo de Alemania, se flotó un crédito de US\$300 millones en junio de 1930. Dos terceras partes del préstamo fueron distribuidas entre los acreedores beneficiarios de las reparaciones, y un tercio fue invertido en Alemania. Moulton y Pasvolsky (1932, capítulos 10 y 12).

**Tabla 2**  
**Oferta Pública de Bonos Externos en los Estados Unidos**  
**1920 – 1935**

**(Millones de dólares y porcentajes)**

Años	Valor nominal neto <sup>1/</sup> Millones de dólares.	Europa %	Canadá %	América Latina %	Resto del Mundo %
1920	497	49.7	37.0	9.9	3.4
1921	623	25.1	31.0	36.8	7.1
1922	764	27.7	22.0	29.3	21.0
1923	421	25.7	28.5	27.2	18.6
1924	969	54.3	15.7	19.3	10.7
1925	1076	58.5	12.7	14.7	14.1
1926	1125	43.0	20.1	32.7	4.2
1927	1337	43.2	17.7	25.4	13.7
1928	1251	47.8	14.8	26.4	11.0
1929	671	21.1	43.1	26.1	9.7
1930	905	40.1	30.8	22.0	7.1
1931	229	34.0	54.8	1.4	10.1
1932	29	--	100.0	--	--
1933	11	32.3	50.4	17.3	--
1934	--	--	--	--	--
1935	45	--	94.2	0.4	5.4

Fuentes: United Nations (1964, p.20)

Royal Institute (1937, p. 171 y 182).

<sup>1/</sup> El concepto de valor nominal neto corresponde al valor de las emisiones anuales descontando aquellas efectuadas con propósitos de refinanciamiento.

La distribución de los préstamos de los Estados Unidos a la América del Sur durante el período 1921-1931 aparece en la Tabla 3. Argentina fue la gran beneficiaria con el 42% del endeudamiento bruto total, seguida por Brasil con el 19%, Chile con el 16% y Colombia con el 10%.

Tabla 3  
América del Sur  
Entradas brutas de fondos privados de los Estados Unidos

1921 - 1931

(Millones de L.S.\$)

Países Prestatarios	1921 - 1931							Flujo Total 1921-1931	Participación de los países en el flujo total (%)
	1921-1922	1923	1924-1925	1926-1928	1929	1930	1931		
Argentina	96.3	55.1	257.3	263.2	1.5	145.3	23.9	842.6	42
Bolivia	34.3	-	5.1	32	-	-	-	71.4	3.6
Brasil	136.5	2	8.7	197.5	10.9	30	-	385.6	19.2
Chile	62	-	18.3	177.6	42.4	21.4	-	321.7	16
Colombia	6.8	-	13	183.3	1.8	0.5	-	205.4	10.3
Perú	2.5	-	14.5	94.2	2	-	-	113.2	5.6
Uruguay	15.8	-	-	31.7	-	8.3	-	55.8	2.8
Venezuela	-	-	-	10	-	-	-	10	0.5
Flujo bruto por período	354.2	57.1	316.9	989.5	58.6	205.5	23.9	2005.7	
Porcentaje del flujo total	17.8	2.8	15.8	49.3	2.9	10.2	1.2		100

Fuente: Basado en Lewis (1938, Apéndice E).

Como se aprecia en la Tabla 3, el flujo de los préstamos no fue ni continuo ni regular. Dos terceras partes del flujo de los préstamos totales se concentraron en el auge crediticio de 1924-1928. Y lo que es más significativo, la mitad del flujo de préstamos fue desembolsada durante los años 1926-1928, período durante el cual recibieron préstamos cada uno de los países suramericanos que tuvieron acceso a los mercados de capitales en los Estados Unidos en los veinte<sup>10</sup>.

En los primeros años veinte se vivió una corta experiencia de elevada expansión seguida por el repliegue del financiamiento externo. La llegada de los préstamos norteamericanos en 1921-1922 no tuvo precedentes, ya que los préstamos acumulados desde el estallido de la guerra hasta 1920 escasamente excedieron la mitad de los recibidos entre 1921 y 1922<sup>11</sup>. Los préstamos de los Estados Unidos prácticamente se paralizaron por un año antes del florecimiento crediticio de 1924-1928. La reacción observada en 1930 se debió básicamente a un crédito ingente contratado por la Argentina, y únicamente un tercio de los préstamos del año se negoció a largo plazo. En 1931, un crédito de corto plazo también extendido a la Argentina fue el único vestigio del gran ciclo de créditos privados estadounidenses a la América del Sur en los años veinte.

<sup>10</sup> Paraguay y Ecuador no participaron en el auge crediticio de los Estados Unidos en los años veinte. Más aún, Paraguay no tuvo acceso alguno al crédito externo durante el período. El único préstamo extranjero al Ecuador en los años veinte fue obtenido de un acreedor europeo, la Swedish Match Company en 1927. El crédito de 10 millones de sucres se destinó a financiar el capital inicial de un banco hipotecario, de acuerdo con recomendaciones de la misión Kemmerer, la cual visitó al país entre 1926 y 1927. El préstamo fue otorgado a cambio del monopolio sobre la producción de fósforos durante veinticinco años. The Council of Foreign Bondholders (CFB) (1938 pp. 220 y 358).

<sup>11</sup> Durante 1915-1919 América del Sur recibió alrededor de US\$195 millones de los cuales cerca del 70% se enrumbo a la Argentina. Al menos una sexta parte de estos recursos se destinó a retirar la deuda argentina contraída en Londres (Lewis, 1938, p. 356 y apéndice E1).

## **A. El acceso de Colombia al endeudamiento externo durante los veinte.**

### **1. *El destino de las inversiones de los Estados Unidos. La perspectiva de los deudores***

Para fines de 1923, las reformas fiscales y financieras ya se habían instaurado. Tales cambios mejoraron los prospectos de acceso a los mercados de crédito externo. Internamente ocurrieron intentos explícitos para estimular el endeudamiento externo en gran escala. Por ejemplo, una legislación de fines de 1922 (Ley 122) autorizó al gobierno nacional para flotar bonos de endeudamiento externo hasta el límite de US\$100 m destinados a financiar puertos y ferrocarriles. Posteriormente, en 1924, uno de los objetivos del nuevo Banco Agrícola Hipotecario fue la flotación de créditos externos destinados a la agricultura. Estas ambiciones financieras se materializaron parcialmente cuando el auge crediticio externo de los Estados Unidos arribó a las costas suramericanas entre 1925 y 1928.

El acceso de Colombia al crédito externo durante los años veinte puede describirse al responder a dos preguntas. La primera es quiénes fueron los deudores, y la segunda, cuáles fueron las condiciones financieras bajo las cuales se contrataron dichos créditos. El endeudamiento total alcanzó la suma de US\$236 m entre 1920 y 1929. La gran mayoría de los bonos colombianos –el 92%– fue colocada en los Estados Unidos. El 8% restante fue adquirido por inversionistas británicos. Los préstamos de los Estados Unidos fueron negociados principalmente durante el período 1926-1928, mientras los contados préstamos británicos fueron colocados en los extremos del período: uno de ellos en 1920 cuando el auge crediticio norteamericano de fines de la década difícilmente se habría podido imaginar, y tres préstamos entre 1928 y 1929, los cuales coincidieron con el estancamiento de los préstamos originados en los Estados Unidos.

Una descripción global de los deudores aparece en la Tabla 4. Tres entidades gubernamentales diferentes –Nación, departamentos y municipios– y los bancos hipotecarios, flotaron bonos en los Estados Unidos. Como puede observarse, la Nación tenía el control directo y la responsabilidad únicamente sobre el 35% de los préstamos contratados. Los departamentos alcanzaron una participación en el endeudamiento similar a la de la Nación. Conjuntamente, los departamentos y las municipalidades fueron responsables por cerca de la mitad –48%– del endeudamiento total en los Estados Unidos. Adicionalmente, los bancos hipotecarios colocaron bonos por una cantidad equivalente al 17% del endeudamiento total; uno de estos bancos –el Banco Agrícola Hipotecario (BAH)–, ofreció sus bonos con el respaldo de la garantía del gobierno nacional. Estos bonos representaron el 42% del total ofrecido por los bancos. Como la garantía implicaba un pasivo contingente sobre el presupuesto nacional, la responsabilidad del gobierno nacional pasaría de cubrir el 35% al 42% de los préstamos contratados si el BAH fuera incapaz de satisfacer sus obligaciones de servicio de la deuda. Finalmente debe notarse que los bancos hipotecarios diferentes del BAH colocaron el 10% de los préstamos totales; esta cifra

representó la participación del sector privado en el valor total de los títulos colombianos ofrecidos públicamente en los Estados Unidos durante los años veinte.

Tabla 4

Colombia  
Préstamos contratados en los Estados Unidos  
Por prestatarios  
1920-1929

(Millones de US\$)

Años	Gobierno Nacional	Departamento	Municipalidad	Bancos Hipotecarios	Total
1920	0.45	-	2.5	-	2.95
1921	-	-	-	-	-
1922	5	1.4	-	-	6.4
1923	-	-	-	-	-
1924	-	-	9	-	9
1925	-	3	1	-	4
1926	10	24.5	3.5	9	47
1927	25	12.2	4.7	23.06	64.96
1928	35	29.85	10.14	6.05	81.04
1929	-	1.75	0.75	-	2.5
Contratos totales en el período 1920	75.45	72.7	31.59	38.11	217.85
Participación de los deudores en el total con	34.6	33.4	14.5	17.5	100

Fuente: Basado en Lewis (1938)

La Tabla 4 muestra cómo la mayoría de los préstamos fueron negociados durante 1926-1928. En términos de valor, nueve de diez préstamos fueron contratados durante estos tres años. La Nación, seis departamentos, cuatro municipalidades –las ciudades más importantes del país–, el BAH, y tres bancos hipotecarios privados se financiaron en mercados de bonos de los Estados Unidos. Tales fondos no se distribuyeron proporcionalmente entre los deudores. Como lo revela la Tabla 5, un departamento, el de Antioquia, colocó el 15% de los préstamos totales, o el 45% de los fondos obtenidos por los seis departamentos; igualmente una municipalidad (Medellín) flotó el 8% de los préstamos

totales, o el 55% de los fondos recibidos por las cuatro municipalidades. Siendo Medellín la capital de Antioquia, se concluye que una sólo región recibió el 48% de los créditos captados por los gobiernos regionales, y el 23% de los créditos totales al país.

Tabla 5  
Colombia  
Préstamos totales colocados en los Estados Unidos  
Por prestatarios  
1920 – 1929

(Millones de US\$ y porcentajes)

	US\$	%
<b>A. Gobierno Nacional</b>	75.45	34.6
<b>B. Departamentos</b>	72.40	33.4
Antioquia	32.35	14.8
Caldas	10.20	4.7
Valle del Cauca	9.90	4.5
Cundinamarca	15.75	7.3
Santander	2.0	0.9
Tolima	2.50	1.2
<b>C. Municipalidades</b>	31.59	14.5
Barranquilla	2.50	1.2
Bogotá	8.70	4.0
Cali	2.89	1.3
Medellín	17.50	8.0
<b>D. Bancos Hipotecarios</b>	38.11	17.5
1. Con garantía gubernamental		
Banco Agrícola Hipotecario	16.0	7.3
2. Sin garantía gubernamental		
Banco de Colombia	3.05	1.4
Banco Hipotecario de Bogotá	6.00	2.8
Banco Hipotecario de Colombia	13.06	6.0
<b>E. Total</b>	217.85	100.0

Fuentes: Rippy (1931), Lewis(1938).

---

Debe anotarse que los préstamos de Antioquia y Medellín no resultaron de unas pocas y grandes contrataciones, tal como ocurrió con los créditos al gobierno nacional de 1927 y 1928. Al contrario, su acceso a los recursos externos se logró a través de contratos pequeños y relativamente frecuentes. Antioquia y Medellín contabilizaron cerca de la mitad –48%– de los intentos exitosos de los gobiernos regionales para colocar bonos en el exterior. La posición sobresaliente de Antioquia no es sorprendente dado su papel histórico de región líder en la industrialización, y el segundo centro más importante de la producción cafetera en el país<sup>12</sup>.

## 2. *Las condiciones financieras*

El segundo interrogante se refiere a las condiciones financieras de los préstamos a Colombia en el contexto internacional, y de acuerdo con la identificación de los prestatarios particulares –entidades gubernamentales y corporaciones–. La Tabla 6 presenta información acerca de los dos mayores deudores internacionales –Alemania y Canadá–, así como de los deudores suramericanos más importantes.

---

<sup>12</sup> Hacia fines de 1925, el 23% del total de sacos de 60 kg era producido en Antioquia, el segundo productor más grande después de Caldas con el 27%. Como se observa, estas dos regiones fronterizas concentraban la mitad de la producción cafetalera. Ocampo (1988), p. 178.

Tabla 6

Estados Unidos  
Tasas de interés sobre préstamos de largo plazo  
Países deudores seleccionados  
1924 - 1929  
Porcentajes

Países	Tasas Contractuales	Rendimientos a los inversionistas	Rendimientos a los banqueros
<b>A. Gobiernos nacionales y provinciales.</b>			
Alemania	6,54	6,94	7,28
Canadá	4,56	4,65	4,73
Argentina	6,18	6,36	6,68
Brasil	6,8	7,22	7,74
Chile	6	6,4	6,75
Colombia*	6,53	6,94	7,34
<b>B. Gobiernos municipales</b>			
Alemania	6,6	6,92	7,32
Canadá	4,7	4,83	4,95
Argentina	6,6	6,8	7,13
Brasil	6,9	7,13	7,6
Chile	7,33	7,36	7,66
Colombia*	7,35	7,68	8,55
<b>C. Empresas</b>			
Alemania	6,38	6,78	7,1
Canadá	5,05	5,2	5,35
Chile	6,32	6,58	7,13
Colombia*	6,72	7,12	7,75

Fuentes: Lewis (1938, Appendix E3)

\* Los cálculos para Colombia corresponden al período 1920 - 1929. Como el 95% de los préstamos de los Estados Unidos a Colombia fue contratado entre 1924 y 1929, las cifras para los dos períodos (1920 - 1924 y 1924 - 1929) son prácticamente las mismas.

Un primer punto es el de que en casi todos los casos, las tasas sobre los créditos municipales fueron mayores que las obtenidas sobre los préstamos nacionales y provinciales. Una segunda observación que corrobora descripciones previas es la de la situación privilegiada de Canadá, el segundo entre los deudores más grandes de los años

---

veinte, el cual aseguró las tasas de interés más bajas, tanto en términos contractuales como de rendimientos al vencimiento de los títulos.

En la muestra de países de la Tabla 6, Colombia presenta las tasas de interés más elevadas sobre créditos municipales y corporativos, y comparte con Alemania las segundas más altas sobre préstamos nacionales y provinciales. En el caso de los préstamos municipales, Colombia carga con la tasa contractual más alta apenas por encima de Chile, pero, en comparación con los inversionistas de este último país, los inversionistas demandaron un rendimiento más alto de las ciudades colombianas. Una discriminación aún más fuerte provino de los banqueros quienes derivaron sus tasas efectivas máximas de la intermediación crediticia a los municipios colombianos. La experiencia se repite en el caso de los préstamos corporativos, aunque menos marcadamente que en el caso de los préstamos municipales; una vez más, los banqueros obtuvieron sus rendimientos más altos a partir de la intermediación de créditos a Colombia, pero la diferencia con el rendimiento pagado a los inversionistas apenas aventajó la alcanzada en la intermediación de préstamos a Chile. Finalmente, y de acuerdo con estas cifras, las tasas pagadas por Colombia sobre los préstamos nacionales y provinciales fueron sobrepasadas únicamente por aquellas pagadas por Brasil. Las tasas contractuales, así como las tasas efectivas demandadas por los inversionistas, fueron similares en Alemania y en Colombia, pero una vez más la comisión de los banqueros fue más remunerativa en el caso de Colombia.

La Tabla 7 exhibe las condiciones financieras de los créditos aprobados a los deudores colombianos durante los años veinte. La primera columna presenta la duración promedio de los bonos emitidos por cada deudor. Como puede observarse, mientras en el caso de los préstamos británicos la extensión media de vida excedía los treinta años, el término medio de los norteamericanos era de 24 años. Los dos grandes créditos extendidos por los Estados Unidos al gobierno nacional en 1927 y 1928 fueron por 33 años, pero la mayoría de los préstamos se otorgó a 20 años. La segunda columna exhibe los valores medios de las tasas de interés que los beneficiarios del crédito ofrecieron pagar sobre el valor facial de los bonos; los contratos aceptaron como regla general que los intereses se pagarían dos veces al año. De acuerdo con los guarismos, el gobierno nacional obtuvo la tasa contractual más baja de la época —6%—, tanto sobre los préstamos de los Estados Unidos como sobre el solitario préstamo británico de 1920. Los préstamos departamentales se contrataron a tasas que en promedio excedieron en un punto porcentual a las asignadas a los créditos al gobierno nacional, y los préstamos municipales se contrataron a tasas medias aún más altas. Finalmente, los préstamos a la banca hipotecaria se colocaron a tasas medias similares o inferiores a las de los préstamos departamentales.

Tabla 7  
Colombia  
Tasas contractuales y rendimientos  
finales para banqueros e inversionistas.  
Sobre préstamos otorgados por la Gran Bretaña  
y los Estados Unidos.  
1920-1929

	1	2	3	4	5
	Término de los préstamos	Tasa de interés contractual	Rendimiento para los inversionistas 1/	Rendimiento para los banqueros 2/	Comisión recibida por los banqueros
	(Años)	(%)	(%)	(%)	(%)
A. Préstamos de los Estados Unidos	24	6.78	7.18	7.75	0.57
1. Al Gobierno Nacional 3/	33	6	6.39	6.55	0.16
2. A los Departamentos	22.2	7.05	7.48	8.13	0.65
Antioquia	23.4	7	7.46	7.91	0.45
Caldas 4/	20	7.5	7.79	9	1.21
Valle del Cauca 5/	20	7.3	7.61	8.45	0.84
Cundinamarca 6/	30	6.5	6.94	7.34	0.4
Santander	20	7	7.53	8.02	0.49
Tolima	20	7	7.57	8.04	0.47
3. A los Municipios	20.7	7.35	7.68	8.55	0.87
Barranquilla	17	8	7.98	9.31	1.33
Bogotá	20.5	7.25	7.73	8.51	0.78
Cali	20	7	7.44	8.25	0.81
Medellín 7/	25.3	7.16	7.56	8.12	0.56
4. A la Banca Hipotecaria	20	6.72	7.18	7.75	0.57
Banco Agrícola Hipotecario	20	6.5	6.98	7.51	0.53
Bancos Privados:	20	6.94	7.38	7.99	0.61
Banco de Colombia	20	7	7.38	8.01	0.63
Banco Hip. de Bogotá	20	7	7.38	8.05	0.67
Banco Hip. de Colombia	20	6.83	7.38	7.91	0.53
B. Préstamos Británicos	32	6.38		7.78	
1. Al Gobierno Nacional 8/	34	6	N.D.	8.1	N.D.
2. A la Banca Hipotecaria	30	6.75	7.22	7.46	0.24
Banco Agrícola Hipotecario	30	6.5	7.06	7.27	0.21
Banco Hip. de Bogotá	30	7	7.38	7.64	0.26

Fuentes: Lewis (1938)

Notas:

1/ La tasa de rendimiento nominal convertida semianualmente está dada por  $i = (r + 2d/n) / (2 - d)$  en donde  $i$ , es la tasa de rendimiento de los inversionistas por año,  $r$  es la tasa de interés pagada sobre los bonos por año,  $d$  es el descuento, y  $n$  es el número de períodos de conversión del interés.

2/ Tasa de rendimiento de final de período obtenida por los banqueros, equivalente a la tasa pagada por los prestatarios.

3/ Únicamente los préstamos de 1927 y 1928.

4/ Únicamente los préstamos de 1926.

5/ El préstamo de 1922 no se incluye en los cálculos.

6/ Únicamente el préstamo de 1926.

7/ El préstamo de 1920 no se incluye en los cálculos.

8/ Únicamente el préstamo de 1920.

N.D. No disponible.

La tercera columna revela las tasas de interés equivalentes al retorno que los inversionistas esperaban ganar al comprar los bonos colombianos. La cuarta columna presenta las tasas de interés requeridas por los banqueros, las cuales son equivalentes a las tasas efectivas pagadas por los deudores. La última columna reporta las comisiones alcanzadas en la práctica por los banqueros, medidas como la diferencia entre los rendimientos recibidos por los inversionistas (columna 3) y los pagados por los deudores finales (columna 4). Las comisiones obtenidas por los banqueros variaron desde menos de un sexto de un punto porcentual para créditos al Gobierno nacional, a dos tercios de un punto porcentual para créditos a los departamentos, y hasta cerca de un punto porcentual completo para créditos a las municipalidades. Desde las perspectiva de los deudores puede observarse cómo a medida que las tasas contractuales se elevaban, mayores eran las comisiones exigidas por los banqueros; así, mientras estos demandaban una comisión de 0,87 de un punto porcentual sobre los bonos municipales cuya tasa de interés nominal era del 7,4%, únicamente requirieron 0,16 de un punto porcentual sobre los bonos nacionales cuya tasa era del 6%.

Para explicar la discriminación ejercida por los banqueros entre sus deudores se pueden enunciar algunas conjeturas. A primera vista las cifras parecen sugerir una relación inversa entre el tamaño de los préstamos y las comisiones bancarias; esta es la impresión que se obtiene al comparar comisiones menores sobre créditos grandes a la Nación, con comisiones superiores sobre pequeños créditos individuales a los departamentos y municipios. Entonces podría argumentarse, hipotéticamente, que economías de escala en el mercadeo de préstamos grandes redundarían en comisiones bajas. Sin embargo, dicha hipótesis no parece aplicable cuando se comparan créditos de diferentes tamaños a los departamentos y a los municipios. Una hipótesis alternativa sugeriría que consideraciones de reputación y de política, como la cercanía de las regiones a los centros de las decisiones políticas, podría haber influido en los criterios de los inversionistas. Medellín, “la capital industrial de Colombia”, y Bogotá, “la capital política”, enfrentaron las comisiones más pequeñas, y lo mismo ocurrió con sus correspondientes ubicaciones geográficas, Antioquia y Cundinamarca.

Los criterios de los inversionistas parecen haber sido diferentes a los de los banqueros, según se desprende de la información en Lewis (1938, apéndices estadísticos); aquellos cargaron descuentos más altos sobre los préstamos al gobierno nacional, y descuentos más bajos sobre los préstamos departamentales y municipales. En promedio, los inversionistas demandaron un descuento del 6,2% sobre los valores a la par de los préstamos al gobierno nacional; uno, del 5,2% sobre los valores a la par de los préstamos a los departamentos, y uno, del 3,9%, sobre los valores a la par de los préstamos municipales. La información sugiere que las tasas contractuales y el término de los préstamos constituyeron el principal atractivo para los inversionistas. Así, a los departamentos que ofrecieron tasas contractuales por encima del 7% los inversionistas les reconocieron los menores descuentos, al tiempo que los banqueros les exigieron los más altos. El caso del departamento de Caldas es ilustrativo: dada una tasa contractual alta del 7,5%, y un tiempo de maduración de 20 años, los inversionistas norteamericanos pagaron un precio de 96,8% del valor a la par, mientras que el precio pagado por los banqueros fue sólo del 84,3% del valor a la par. Con las municipalidades ocurrieron experiencias similares: la de Barranquilla

es la más dramática; dada la más alta tasa contractual promedio del período (8%) y una madurez de 17 años, los inversionistas norteamericanos pagaron un precio de 100,2% (¡con prima!), al tiempo que los banqueros demandaron la comisión más elevada del período, al pagar solamente el 87,6%.

Finalmente, Colombia también participó en el fenómeno universal de excesos tanto por parte de los deudores como de los acreedores. Durante el auge crediticio, banqueros provenientes de los Estados Unidos recorrieron Colombia en búsqueda de oportunidades de inversión. Los departamentos y los municipios constituyeron un objetivo fácil para los acuciosos colocadores de títulos crediticios. Algunos testimonios de la época son ilustrativos:

“En cierto momento, [...] se contaban 29 representantes de casas financieras de los Estados Unidos únicamente en Colombia tratando de negociar préstamos para el gobierno nacional, para los departamentos, y para otros posibles deudores”<sup>13</sup>.

Hacia fines de 1928, cuando el colapso del crédito externo de los Estados Unidos ya se había iniciado, el líder de la Legación de los Estados Unidos en Colombia expidió el siguiente planteamiento crítico:

“La Legación ha expresado frecuentemente en el pasado su sólida convicción acerca de que las varias casas bancarias de origen estadounidense que durante los tres últimos años han flotado varios préstamos externos en favor de la Nación, los Departamentos y los Municipios no ejercieron el debido cuidado en la protección de los intereses del tenedor norteamericano de los bonos e igualmente no asumieron aquel grado de responsabilidad moral hacia sus clientes que hace parte de una política sólida de financiamiento externo”<sup>14</sup>.

La legación norteamericana en Bogotá también describió el entusiasmo desbordado en Colombia por las obras públicas financiadas con crédito externo. Escribiendo al Departamento de Comercio a fines de 1928, el agregado comercial en Bogotá se expresó así:

“Yo creo que Colombia está perdiendo el control en materia de endeudamiento. Se ha embarcado en demasiadas carreteras y vías troncales, sin idea alguna acerca de la procedencia del financiamiento, excepto que dicha financiación llegará sin obstáculos, al punto que ella cree poder endeudarse *ad infinitum*”<sup>15</sup>.

Ya para entonces, el entusiasmo desmedido tocaba a su fin con la desaparición de la oleada crediticia de origen estadounidense. Toda una cadena de eventos iniciada con el

<sup>13</sup> Testimonio rendido en 1932 ante el Comité de Finanzas del Senado encargado de investigar la venta de bonos extranjeros en los Estados Unidos. Citado por Lewis (1938), Apéndice E, pp. 623 y 629.

<sup>14</sup> Planteamiento citado por Drake (1989), p. 58.

<sup>15</sup> Lewis (1938), p. 381.

---

auge en 1928 y la posterior caída en 1929 de Wall Street, seguida por la gran depresión, desembocó en el desplome del crédito internacional otorgado por los Estados Unidos en los años veinte.

## **B. El desplome del crédito externo otorgado por los Estados Unidos**

Una serie de choques adversos condujo al colapso del auge del crédito externo norteamericano; dichos choques no sólo redujeron las salidas de capital de los Estados Unidos, sino que minaron la capacidad de pago de los países deudores. Algunos choques se originaron principalmente en el centro, como ocurriera con el auge de Wall Street en 1928, y con la caída del ciclo de los negocios, mientras que otros choques se derivaron de políticas adoptadas en la periferia. La suerte de los diferentes deudores quedó a merced de la lotería de los bienes primarios en los mercados internacionales, de la caída relativa de las exportaciones reales, y de las relaciones específicas con economías industrializadas.

Si el desplome de los precios de las mercancías debilitó la capacidad de servicio de la deuda de las economías prestatarias, la reducción del quantum de las exportaciones actuó como un nuevo choque adverso sobre la posición financiera de los deudores. La relación entre el centro y la periferia fue crucial. El predominio de los Estados Unidos en el centro hacia fines de los años veinte era manifiesto: hacia 1929 más del 50% del producto industrial de los 15 países de mayor industrialización tuvo su origen en dicho país. Y la vulnerabilidad de la periferia en relación con el ciclo de negocios de los Estados Unidos aparece en el hecho de que también en 1929 los Estados Unidos representaron alrededor del 40% del consumo de bienes primarios en aquellos países industrializados<sup>16</sup>.

La fase depresiva en las economías avanzadas y su reflejo sobre América Latina aparece en la Tabla 8. Partiendo del pico más alto de los negocios en las economías centrales en 1929, la depresión alcanzó sus puntos más bajos en 1932-1933, pero los niveles de actividad que precedieron a la crisis no se recuperaron hasta la segunda mitad de los años treinta. Puede apreciarse cómo los volúmenes de importaciones en las economías centrales cayeron más profundamente que la actividad, y cómo ellas reaccionaron lentamente a la recuperación de dichas economías. Los analistas del período han interpretado esta letárgica recuperación de las importaciones como resultado de medidas proteccionistas en el centro<sup>17</sup>. Finalmente, entre 1929 y 1933 aconteció un cambio drástico en los precios relativos en favor de las economías centrales; este desarrollo adverso para la periferia se revirtió entre 1934 y 1936, pero reapareció a fines de la década con motivo de la recesión estadounidense de 1937-1938.

---

<sup>16</sup> Eichengreen y Portes (1986, p. 612).

<sup>17</sup> Díaz-Alejandro (1984, p. 21) fue particularmente enfático en este punto: “El surgimiento de un centro proteccionista y nacionalista fue el mayor choque sobre las economías latinoamericanas durante los treinta, más allá de los impactos negativos directos sobre los términos de intercambio en la región”. Las medidas proteccionistas centrales fueron el sistema de tarifas establecido en los Estados Unidos en 1930 y conocido como de Smoot-Hawley, y el sistema británico puesto en marcha en 1931 con el nombre de British Abnormal Importations Act.

Tabla 8

Indicadores del Ciclo Económico  
Países Industrializados y América Latina  
1929-1938  
Año de referencia: 1929 (=100)

	Países Industrializados 1/			América Latina 2/			
	Producto Bruto	Volumen de Importaciones	Términos de Intercambio	Producto Bruto	Volumen de Importaciones	Términos de Intercambio	Volumen de Exportaciones
1929	100	100	100	100	100	100	100
1930	94.6	94.8	106.1	96.1	77.4	81.5	81.2
1931	89.3	89.5	111.8	90	51.9	67.9	90
1932	83	76.5	113.7	86.7	39.5	71.4	73
1933	84	78.4	114.8	93.2	45.5	68.8	75.7
1934	89.2	79.6	111.1	101	52.5	76.5	85.4
1935	94.3	81.8	108	106.3	56.4	75.2	91.9
1936	101.6	85.7	100.6	113.4	61.7	80.6	93.3
1937	107	97.4	103.9	120.8	76.8	89.1	101.8
1938	109.3	87	108.3	121.4	70.9*	84.9*	81.4*

Notas:

1/ El producto bruto, el volumen de importaciones y los términos de intercambio son los promedios ponderados para 16 países.

2/ Promedios ponderados para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Cuba y México.

\* Excluye Cuba debido a la falta de información.

Fuente: Maddison (1985, pp.13 - 14)

### III. EL COLAPSO DEL FINANCIAMIENTO PRIVADO INTERNACIONAL, 1930-1970

#### A. Moratoria y renegociaciones

##### 1. *La moratoria como fenómeno internacional*

Para fines de 1935, la propagación internacional de moratorias sobre la deuda externa había alcanzado una etapa crucial. La cadena de moratorias en América Latina se extendió a los países de Europa del Este –Hungría en enero de 1932, seguida en rápida secuencia por Bulgaria y Grecia en mayo, y por Yugoslavia en noviembre—. El proceso de moratoria incluyó finalmente a Alemania, el mayor beneficiario del auge crediticio estadounidense de los años veinte. Considerando únicamente el saldo vigente de la deuda en dólares, un porcentaje significativo (38,5%) estaba de hecho en moratoria. Agrupando, de acuerdo con las regiones, los porcentajes de las deudas en dólares vigentes y en moratoria eran los

siguientes: América Latina 75,8%; Europa 49,8%; Lejano Oriente y África 2,4%; y Canadá 3,8%<sup>18</sup>.

El escenario internacional de deudas externas empeoró aún más con las moratorias sobre los préstamos que durante la primera guerra mundial otorgara el gobierno de los Estados Unidos a los aliados. Como se explicara en un ensayo anterior, estas deudas fueron consolidadas en 1922, arribando a la suma de US\$11,6 billones (b)<sup>19</sup>. Los primeros años de la década de 1930 testimoniaron aplazamientos y concesiones a los deudores: la moratoria de Hoover propuesta en junio de 1931 para posponer por un año todos los pagos sobre las deudas entre los contendientes de la Gran Guerra; el aplazamiento de diciembre de 1931 de los montos que debían pagarse al Gobierno de los Estados Unidos durante 1932, y su pago diferido a lo largo de diez años, y la aceptación en mayo de 1933 de pagos en *plata* por parte de los gobiernos extranjeros. Sin embargo, estas concesiones fueron seguidas por la controvertida ley de abril de 1934 (Johnson Act) que prohibió las “transacciones financieras con cualquier gobierno extranjero en moratoria de sus obligaciones con los Estados Unidos”<sup>20</sup>. En Europa se reaccionó sin dilación con respecto a dicha medida. En junio de 1934 Gran Bretaña suspendió unilateralmente los pagos futuros sobre las deudas de guerra, y Francia, Italia y Bélgica la siguieron. En estos cuatro países se concentraba el 90% de las deudas de guerra consolidadas de 15 naciones europeas; para fines de 1936 todas ellas se encontraban en moratoria, con excepción de Finlandia<sup>21</sup>.

## 2. *La adopción de la moratoria sobre la deuda externa entre 1931 y 1935*

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. El

<sup>18</sup> El saldo vigente de la deuda en dólares a fines de 1936 era de US\$5,37 b (aproximadamente el 7% del PNB de los Estados Unidos en 1936), repartido de la siguiente manera: América Latina, US\$1,54 b; Europa, US\$1,66 b; Lejano Este y África US\$0,53 b; y, Canadá, US\$1,65 b.

<sup>19</sup> Avella (2003b, p. 3).

<sup>20</sup> Foreign Bondholders Protective Council [FBPC] (1936, p. 857).

<sup>21</sup> *Ibid.*, p. 860.

21 de septiembre de 1931, una vez la Gran Bretaña se apartó del patrón oro, días después Colombia impuso controles cambiarios (24 de septiembre) y anunció posteriores controles sobre el servicio de la deuda externa (el 31 de octubre).

La moratoria sobre la deuda externa no fue una declaración única y tajante, sino un proceso prolongado que se extendió entre 1931 y 1935. 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.

Un segundo paso se adoptó antes de fines de 1931; en esta oportunidad el Gobierno acordó con los acreedores una suspensión temporal de amortizaciones sobre la deuda externa, y ofreció que los intereses sobre las deudas no amparadas por garantías gubernamentales quedarían bajo la responsabilidad del gobierno nacional. El plan enfrentó escollos difíciles de remontar: dos deudores con gran capacidad de influencia, los departamentos y las municipalidades, responsables, en conjunto 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.

La moratoria se extendió a lo largo de dos años entre el 31 de octubre de 1931 y el 1 de octubre de 1933. Bogotá y Barranquilla iniciaron la cadena de moratorias al interrumpir pagos sobre sus fondos de amortización. Para fines de 1931 el 70% de la deuda vigente de las municipalidades se encontraba ya en moratoria en cuanto a los fondos de amortización, y para fines de 1932, la moratoria abarcaba todos los gobiernos departamentales. A su turno, el Gobierno nacional satisfizo a cabalidad sus obligaciones externas en relación con la deuda en dólares, durante parte de 1933; y para mediados de dicho año, el proceso gradual de moratoria formal de la deuda sobre los fondos de amortización había culminado.

En última instancia, ¿quiénes fueron los acreedores? ¿Quiénes los representaron y cuál fue la autoridad de dichos representantes? Los bonos de la deuda externa se distribuyeron ampliamente entre inversionistas relativamente pequeños<sup>22</sup>. El Consejo de Tenedores de Bonos (Council of Foreign Bondholders, [CFB]) representó los intereses de los inversionistas británicos, y una función similar fue desempeñada desde 1933 por el Consejo Protector de Tenedores de Bonos Extranjeros (Foreign Bondholders Protective Council [FBPC]) en los Estados Unidos. En este último país, el FBPC se formó a instancias del Secretario de Estado.

### **3. Rondas negociadoras de la deuda externa**

La renegociación de la deuda puede organizarse de acuerdo con tres rondas. La primera tuvo lugar entre 1934 y 1937. En estos años, tanto Colombia como sus acreedores expresaron sus preferencias acerca del resultado de potenciales negociaciones. Colombia expresó su voluntad de pagar de acuerdo con su capacidad de pago. Uno de sus argumentos sostenía que los contratos nominales de deuda con tasas fijas de interés firmados en los

<sup>22</sup> Se estimó que en promedio la tenencia de cada emisión de bonos estaba alrededor de US\$3.000. FBPC (1936).

años veinte no deberían ser exigibles en los treinta debido a la deflación global de la década. Los acreedores defendieron la integridad de los contratos originales, y en función de dicho objetivo se mostraron abiertos a la negociación de acuerdos temporales, esperando suscribir futuros acuerdos permanentes cuando la economía internacional saliera de la recesión. Mientras tanto, se inició un proceso de recompra de bonos externos a precios depreciados, contribuyendo a forjar una solución de mercado en ausencia de algún arreglo entre las partes.

Los comités (CFB y FBPC) defendieron algunos principios comunes durante las negociaciones. En relación con los principales de las deudas se buscó su pago completo de acuerdo con los contratos nominales; igualmente los intereses en mora deberían pagarse enteramente. En cuanto a las tasas de interés y las cuotas de amortización existió una actitud más flexible, admitiendo rebajas moderadas de acuerdo con las circunstancias del país deudor o de la economía mundial. Por su lado, los deudores insistieron en que el valor real de los contratos había llegado a ser demasiado alto después de la deflación de los años treinta, y en que los niveles mundiales de las tasas de interés se encontraban muy por debajo de los alcanzados en los veinte cuando se contrataron los créditos.

Las repatriaciones constituyeron un tema de enfrentamiento en el caso colombiano, ya que dichas recompras ocurrieron a precios muy inferiores a la par<sup>23</sup>. En ciertos casos, los contratos admitían que los deudores efectuaran compras en mercado abierto de sus propios bonos con el propósito de estabilizar las cotizaciones. Adicionalmente, los comités representativos de los acreedores consideraron legítimas dichas recompras aún a precios sustancialmente por debajo de la par, cuando los bonos estaban siendo puntualmente servidos, pero condenaron ahincadamente las compras de bonos en moratoria.

El caso colombiano es ilustrativo de recompras a bajos precios tanto de bonos oportunamente servidos como de bonos en moratoria: Colombia inició la repatriación de bonos a precios por debajo de la par al menos desde principios de 1932. Aunque el servicio de amortización de la deuda externa fue suspendido en febrero de 1932, se le continuó hasta 1933 en relación con las obligaciones del gobierno nacional. Durante estos dos años el gobierno nacional estuvo repatriando bonos externos después de expedirse la legislación que autorizó el pago de deudas bancarias internas por medio de bonos externos; así, el gobierno intercambió los bonos externos efectivamente repatriados por bonos de la deuda interna<sup>24</sup>.

¿Cuáles fueron las preferencias de Colombia durante la primera ronda de negociaciones? Al tiempo que expresaba su voluntad de pagar, el país declaraba que los pagos serían restablecidos sólo de acuerdo con la capacidad de pago, sin imponer restricciones excesivas sobre los programas económicos de los gobiernos, y sólo cuando los prestamistas aceptaran que los contratos nominales firmados en los veinte no podrían exigirse en la realidad económica de los años treinta. Al otro lado de la mesa de negociaciones, el mejor resultado esperado por los prestamistas habría sido el restablecimiento inmediato de los pagos de acuerdo con los contratos nominales, sin

---

<sup>23</sup> Avella (2003d, sección C).

<sup>24</sup> Avella (2003c, sección B).

concesiones; pero en la práctica los acreedores optaron por no exigir acuerdos inmediatos y permanentes, lo cual no fue óbice para que en el caso colombiano se presentaran episodios de negociación en los cuales drásticamente se excluyeran las concesiones.

La segunda ronda del proceso de renegociación de la deuda externa de Colombia se abrió con *iniciativas* para resolver la cuestión de la deuda. En relación con la deuda en dólares, los acreedores urgieron la reanudación de las discusiones. En abril de 1938 el presidente del FBPC se dirigió al embajador de Colombia en Washington en los términos siguientes: “Lo importante es estar negociando. La promesa de tales negociaciones se nos ha sido sostenida como una posibilidad durante los últimos cuatro años [...] Estamos a su disposición”<sup>25</sup>.

Colombia dio sus primeros pasos en la segunda ronda solicitando concesiones adicionales; y la concesión de créditos frescos fue vista como un componente deseable de un arreglo de la deuda en moratoria. Por el lado de los acreedores, un cambio crucial fue la intervención decisiva del gobierno de los Estados Unidos y el desplazamiento del FBPC. Las ofertas de acuerdo, en relación con la deuda en dólares planteadas por las autoridades colombianas, fueron respaldadas oficialmente por el gobierno de los Estados Unidos pero contaron con la franca oposición del FBPC; en última instancia, fueron los tenedores de bonos quienes decidieron el éxito de las ofertas colombianas.

Los prestamistas británicos adoptaron la estrategia de lograr un acuerdo cuyos términos no fueran inferiores a los negociados con los tenedores de bonos colombianos en los Estados Unidos. De hecho, los créditos otorgados a Colombia por la Gran Bretaña representaban una suma menor en comparación con los contratados por otros países en América Latina. Se pensó que una posición beligerante de los negociadores británicos en el caso de Colombia podría exacerbar las aspiraciones de los negociadores estadounidenses en casos como el de Brasil, en los cuales los intereses británicos eran sustanciales. Sin embargo, la estrategia cambió cuando los británicos encontraron que su actitud moderada no tendría los efectos deseados sobre otras negociaciones. A partir de entonces, la Gran Bretaña se embarcó en un proceso independiente de negociaciones con Colombia pretendiendo un arreglo similar al alcanzado con los americanos, pero sin renunciar al tratamiento preferencial que caracterizaba la mayoría de los préstamos británicos. En contraste con los acuerdos relacionados con la deuda en dólares, las negociaciones de la deuda en libras esterlinas se adelantaron directamente entre las autoridades colombianas y los representantes de los tenedores de bonos colombianos en la Gran Bretaña.

Al finalizar la segunda ronda, Colombia había regularizado el servicio de cerca del 55% del total de su deuda externa; pero sería necesaria una tercera ronda para normalizar el servicio de la otra mitad.

La tercera ronda de renegociaciones (1944-1949) se caracterizó por ser un período de rápidos acuerdos, más que uno de controversia en torno a las posiciones negociadoras. Estos convenios fueron los últimos en una serie de etapas cumplidas hasta la restauración completa del servicio de la deuda externa colombiana, el cual se había interrumpido formalmente desde principios de los años treinta. En términos cuantitativos, los

---

<sup>25</sup> Citado por Randall (1977, p. 84).

departamentos y municipios –exceptuando Barranquilla, cuya deuda se había renegociado en 1939– llegaron a tener el 51% de la deuda en dólares representada en bonos, y el 46% de la deuda externa total de largo plazo del país, cuando empezaron las negociaciones a fines de los años treinta.

Las repatriaciones totales se distribuyeron en proporción a los saldos vigentes respectivos, de modo que el 80% de aquellas corrió a cargo de los departamentos. Adicionalmente, al tiempo que los departamentos recompraron el 53% de su deuda, los municipios recompraron el 58%. Entre los departamentos, Antioquia negoció más de la mitad de las recompras, y entre los municipios, a Medellín le correspondió el 83% de las recompras. Dada la posición de Medellín como capital de Antioquia, puede concluirse que el 58% de las recompras se originó en la región antioqueña.

En suma, el arreglo de la deuda externa de los departamentos y los municipios dominó la tercera ronda. Aunque la negociación como tal fue un proceso sin contratiempos, sólo vino a cumplirse a fines de los años cuarenta cuando los arreglos de la deuda nacional y corporativa ya habían sido culminados. En contraste con las dos rondas anteriores no hubo lugar a confrontaciones ácidas entre los lados de la negociación, y por primera vez fue posible para el gobierno y el FBPC alcanzar un acuerdo. Los deudores alcanzaron nuevas concesiones en esta negociación sin provocar enérgicas desaprobaciones por parte del FBPC, tal como ocurriera a principios de la década.

## **B. El endeudamiento externo de Colombia después de la segunda guerra mundial, 1945- 1970**

### ***1. El endeudamiento internacional posterior a la guerra***

En su revisión de los deudores y acreedores internacionales hacia fines de la segunda guerra mundial, Cleona Lewis describió “algunos cambios sorprendentes” que habían ocurrido con motivo del conflicto o durante su desarrollo. De acuerdo con estimaciones de Lewis, la Gran Bretaña repatrió el 25% de sus inversiones externas de largo plazo, y los Estados Unidos acumularon deudas de corto plazo hasta el punto en que las obligaciones externas superaron a las inversiones en el exterior. Por el lado de los deudores, países miembros del imperio británico y América Latina redujeron su endeudamiento externo neto. En el caso de América Latina los arreglos de la deuda protagonizados por países como Brasil, Colombia y México mejoraron la posición financiera de largo plazo del continente; adicionalmente, la acumulación no deliberada de reservas en dólares en la región redujo el valor neto de su deuda externa durante la guerra, y permitió la realización de amortizaciones sobre la deuda de largo plazo y la adquisición de activos externos después del conflicto<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Lewis, C. (1945, Capítulo 2).

A fines de la guerra, el Plan Marshall implicó una transferencia sustancial de capitales oficiales de los Estados Unidos a Europa. Las donaciones directas a los diferentes países arribaron al 73,5% de la transferencia total –US\$10,3 miles de millones (mm)<sup>27</sup>. Además de esta transferencia extraordinaria, los países industrializados de Europa Occidental se endeudaron sustancialmente entre 1945 y 1950. El acervo de la deuda pública externa europea en 1950 fue 3,4 veces más grande en 1950 que en 1945. A fines de 1950, cerca del 75% de la deuda pública internacional de largo plazo estaba en manos europeas<sup>28</sup>.

El acrecentado endeudamiento europeo de los primeros años de la posguerra continuó a menor ritmo a principios de los años cincuenta. En promedio, Europa concentró 57,2% de la deuda pública externa de largo plazo entre 1945 y 1958, en franco contraste con las cifras correspondientes a América Latina (20,3%) y África (3,8%). El amplio endeudamiento asiático después de 1955 fue explicado por ingentes obligaciones de reparación posbélica aceptadas por el Japón. En conclusión, el crecimiento de la deuda pública externa durante los tres primeros lustros de la posguerra dependió ampliamente del proceso de reconstrucción europea, y hasta cierto punto de la implementación de arreglos políticos al final del conflicto.

## 2. *Principales tendencias de la deuda pública externa de América Latina*

El Cuadro 9 presenta la deuda pública externa de largo plazo de América Latina en distintas fechas seleccionadas entre 1945 y 1970. Colombia ocupó la quinta posición entre los países más endeudados durante la totalidad del período, después de Brasil, Argentina, México y Chile. El predominio de este grupo fue evidente al contar con 85%, 80% y 76% del acervo de la deuda pública externa de América Latina en 1945, 1960, y 1970 respectivamente. Sin embargo, la distribución media de los pasivos dentro de este grupo no fue uniforme; mientras Argentina, Brasil y México individualmente considerados acumularon alrededor del 20% de la deuda total de la región, los porcentajes relevantes para Chile y Colombia fueron 12% y 7%, respectivamente.

---

<sup>27</sup> Eichengreen (1988, p. 140).

<sup>28</sup> Abramovic y Gulhati (1958, p. 162).

Tabla 9  
América Latina  
Deuda Externa de Largo Plazo 1/  
1945-1970  
Años seleccionados  
Millones de US\$

Países	1945	1950	1955	1958	1960	1962	1962 2/	1970 2/
Argentina	900	400	600	1375,1	1478,1	2092,1	1927	1880
Bolivia	61	50	93,1	153	199,8	205,4	171,2	480
Brazil	432,7	409,4	1380,3	1780,8	1823,9	2224,6	2141	3421
Chile	425,9	355,4	350,7	398,6	565,9	741,9	565,4	2067
Colombia	171,4	157,5	276,2	458,9	376,8	638,8	417,7	1297
Costa Rica	14	12	36	40	56,1	84,1	51,2	134
República Dominicana	12	10	-	6,2	5,7	36,6	16,6	212
Ecuador	24,2	31,9	67,6	96,7	100,8	121,5	95,4	193
El Salvador	13,4	22,4	28,4	25,5	33,3	51,3	32,7	88
Guatemala	0,9	0,4	22,2	22,2	53,5	67,5	38,5	106
Haiti	15,2	8,3	39,6	43,2	39,7	38	38	40
Honduras	5,4	1,3	4,7	13,8	23,6	39,8	19,1	90
México	540	509,1	478,9	642,9	1038,4	1359,9	1071,2	3196
Nicaragua	5,8	4,6	23,1	24,4	41,1	47,4	28	147
Panamá	15,6	13	18,1	41,6	58,4	64,4	44,3	194
Paraguay	15,8	15,3	22,1	19,7	22,3	28,7	18,5	112
Perú	104,8	107,2	229,1	254,6	268,1	500,5	418,8	856
Uruguay	153,4	105,5	126,6	131,2	131,8	150,2	118,4	269
Venezuela	-	-	249,8	182,6	314,1	361,8	234,8	728
Total	2911,5	2213,3	4046,5	5711	6631,4	8854,5	7447,8	15510

## Fuentes:

Para todos los años excepto 1970, United Nations (1965). Para 1970, Wilkie, J. (1990)

1/La deuda externa pública de largo plazo incluye también la de mediano plazo y la deuda garantizada por el gobierno.

De acuerdo con la información en la Tabla 9, la deuda pública de América Latina creció a una tasa anual del 7,6% entre 1945 y 1970. Durante el mismo período, las exportaciones crecieron a una tasa media del 6,1%. Brasil, Colombia y México presentaron tasas de crecimiento de su endeudamiento por encima del promedio regional: 9,3%, 9,1% y 8,1%, respectivamente. En contraste con estas cifras, Argentina, un deudor histórico sobresaliente, exhibió una tasa de crecimiento de sólo 3,7%. Diferentes experiencias individuales transcurrieron tras estas tasas de crecimiento. Si bien la mayoría de los países redujo su deuda entre 1945 y 1950, tres cuartas partes de la significativa reducción del 24% en la deuda regional durante dicho período le correspondió a Argentina. Basados en la acumulación sustancial de reservas internacionales durante la guerra, los países latinoamericanos encontraron la posibilidad de adquirir activos foráneos establecidos en el continente, y de liquidar parte de su deuda externa.

Algunos países que habían negociado arreglos de la deuda externa con anterioridad al fin de la guerra, como Brasil, Cuba, Panamá y Uruguay pudieron reanudar fácilmente el

---

servicio de sus obligaciones financieras. Chile negoció un plan de deuda en 1948 que abarcó todos sus bonos externos. Colombia y México prosiguieron con el servicio completo de la deuda nacional, con posterioridad a su renegociación durante la guerra; además, Colombia renegoció la deuda de sus departamentos y ciudades, y México formalizó un acuerdo relacionado con la deuda de sus ferrocarriles nacionales, de magnitud similar a su deuda nacional en dólares<sup>29</sup>.

Los arreglos de la deuda y sus reducciones durante el primer quinquenio de la posguerra estuvieron seguidos por dos décadas de aumento continuo en el acervo nominal de la deuda pública externa. Este fue uno de los resultados de la importancia progresiva alcanzada por los préstamos de largo plazo entre 1950 y 1970. La Tabla 10 muestra cómo, después de declinar durante el primer lustro posterior a la guerra, los préstamos de largo plazo aumentaron durante los años cincuenta, llegando a convertirse en la fuente predominante de financiamiento no compensatorio de largo plazo durante los años sesenta. El punto crucial es que la restauración del financiamiento externo de largo plazo a América Latina, después de las moratorias del período de entreguerras, no ocurrió a través de inversiones de portafolio sino a través de inversiones directas. Entre 1946 y 1960 el 81,6% de los nuevos recursos de largo plazo llegó a través del canal de inversiones directas. Fue necesario esperar hasta los años sesenta para observar un claro liderazgo de la cartera de préstamos de largo plazo. Para el período 1945-1970 en conjunto, los dos canales fueron prácticamente equivalentes, con US\$12,62 mm como préstamos de largo plazo, y US\$12,59 mm como inversión directa.

---

<sup>29</sup> Detalles sobre estos acuerdos se encuentran en FBPC (1949) y FBPC (1950).

Tabla 10

América Latina

Entrada Neta de Financiamiento de Largo Plazo no compensatorio

1946 - 1970

Millones de Dólares

País	1946-1950				1951-1960				1961-1970				
	Donaciones O ficiales	Préstamos de Largo Plazo	Inversión Directa	TOTAL	Donaciones O ficiales	Préstamos de Largo Plazo	Inversión Directa	TOTAL	Donaciones O ficiales	Préstamos de Largo Plazo	Inversión Directa	TOTAL	
Argentina	-	-961,8	-113,8	-1075,6	1,2	370,3	844,6	1216,1	-4,1		645	282,6	923,5
Brazíl	-16	-216,9	219,6	-13,3	35	593	1093	1721	251		2170	1430	3851
Chile	5,1	50,5	41,5	97,1	105,8	16,7	302,2	424,7	54,8		1413,5	126,9	1592,2
Colombia	-	6,7	98,9	105,6	14,1	191,5	30,9	236,5	175,5		1126	339,6	1641,1
México	87,5	24	176,9	288,4	19,1	471,6	862,9	1353,6	13		2498	1901	4412
Subtotal I	76,6	-1097,5	423,1	-597,8	175,2	1643,1	3133,6	4951,9	490,2		7852,5	4080,1	12422,8
Perú	6,3	-4,3	23	25	44,3	156	349,4	549,7	248,7		861,9	102,9	1213,5
Venezuela	0,4	-0,8	1026,4	1026	1,4	48,2	1917,5	1967,1	44,8		311,2	84,5	440,5
Subtotal II	6,7	-5,1	1049,4	1051	45,7	204,2	2266,9	2516,8	293,5		1173,1	187,4	1654
Resto	21,8	-57,2	206,4	171	419,1	278,2	492,4	1189,7	608,5		2638,2	750,7	3997,4
TOTAL	105	-1159,8	1678,9	624,2	640	2125,5	5892,9	8658,4	1392,2		11663,8	5018,2	18074,2

Fuentes:

Para 1946-1960, United Nations (1965)  
 Para 1961-1970, Naciones Unidas (1979)

Las entradas de inversiones directas en el continente no se distribuyeron equitativamente. Un sólo país, Venezuela, concentró el 40% de la nueva inversión directa en la región entre 1945 y 1960, y luego ocuparía una posición secundaria durante los años sesenta. Otros países como México y Brasil fueron los receptores de flujos de inversión que crecieron sostenidamente a lo largo del tiempo; precisamente fueron aquellos países los principales beneficiarios de nuevos recursos de largo plazo entre 1945 y 1970, recibiendo conjuntamente el 42% de dichos recursos. Venezuela ocupó la tercera posición a pesar de que en los sesenta recibiera una inversión externa directa y unos préstamos relativamente bajos. Colombia y Perú fueron los siguientes beneficiarios, al recibir conjuntamente el 14% de los nuevos capitales externos. Argentina fue relegada a una posición secundaria, dadas las ingentes liquidaciones de deuda de los años cuarenta.

En relación con la experiencia de Colombia, la Tabla 10 enseña que durante el primer lustro de la posguerra el acceso de Colombia al financiamiento externo de largo plazo fue obtenido principalmente a través de la inversión directa. En su mayor parte, dicha inversión se realizó en empresas petroleras por parte de sus propietarios externos. En los años cincuenta las inversiones directas decayeron, al tiempo que los préstamos de largo plazo se elevaron considerablemente. Tal como se expondrá posteriormente, fuentes destacadas de estos préstamos fueron el Banco de Exportaciones e Importaciones de los Estados Unidos y el Banco Mundial. Sin embargo, la gran entrada de financiamiento de largo plazo no compensatorio ocurrió en los años sesenta. En términos absolutos, Colombia fue el tercero

entre los mayores beneficiarios de fondos de largo plazo, después de México y Brasil, y al mismo tiempo el mayor receptor en el grupo de mayores deudores, en comparación con los años cincuenta. En esta ocasión fue la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) la que otorgó los mayores créditos a Colombia, seguida por el Banco Mundial, y en una escala mucho menor por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

La presencia significativa del continente en los mercados crediticios de largo plazo reflejó los déficit en la cuenta corriente del sector externo de mediados de los años cincuenta y mediados de los sesenta, aunque el deterioro del sector externo no fue un proceso sostenido. La región comenzó la década de los años cincuenta con un superávit equivalente al 5% de las exportaciones; rápidamente se pasó a un déficit que dos años más tarde representaría el 20% de las exportaciones, antes de retornar a un equilibrio temporal en 1953. Lo que vino enseguida fue un deterioro continuo de la cuenta corriente hasta 1962, cuyos puntos más bajos se alcanzaron en 1957 y 1958. Un período de tres años (1963-1965), de menores déficit externos equivalentes al 5,4% de las exportaciones, precedió la segunda mitad de los años sesenta durante la cual el déficit anual en cuenta corriente llegó a significar el 17% de las exportaciones.

En relación con la experiencia colombiana, la mayor parte del período comprendido entre 1950 y 1962, la cuenta corriente colombiana arrojó superávit cuando la del continente estuvo en déficit, o la dirección –aumento o disminución– del déficit fue opuesta. A partir de 1963 la cuenta corriente colombiana tendió a moverse paralelamente con la regional, aunque la mayor parte del tiempo las cifras colombianas fueron menos alentadoras que las de la región. Esta última evidencia acerca de Colombia completa la impresión obtenida anteriormente, según la cual a lo largo de los años sesenta el país incrementó su endeudamiento a un ritmo superior al de América Latina.

### ***3. El caso colombiano. Contrastes entre los años cincuenta y sesenta***

Como lo sugiere la evidencia estadística citada, la experiencia colombiana de posguerra hasta 1970 puede separarse en dos períodos principales, a saber, de 1946 a 1961, y de 1962 a 1970. Esta división puede explicarse no sólo por la magnitud relativa del endeudamiento en los dos períodos, o por la identificación de los acreedores, sino también por factores de política internacional que influyeron sobre el monto y los fines de las entradas de capital. Durante el primer período, el caso colombiano fue diferente al del resto de mayores deudores en la región, ya que aunque la inversión extranjera directa fue predominante entre 1946 y 1950, los préstamos de largo plazo fueron la principal fuente de financiamiento externo en 1951-1960 cuando la inversión directa era todavía la entrada de capital predominante en América Latina (Tabla 10).

La magnitud del endeudamiento colombiano ofrece un claro contraste entre los años 1950 y los de 1960. Tal como se reporta en la Tabla 11, el valor nominal de la deuda externa pública permaneció constante entre 1954 y 1960, antes de la ingente expansión

durante la nueva década, cuando el acervo de la deuda se multiplicó por seis. En Avella (1988) se hace referencia a los años cincuenta como un período “intermedio” durante el cual no se requirieron más de cuatro meses de exportaciones para pagar en su totalidad la deuda externa. El período se caracterizó por las razones de deuda a exportaciones más bajas desde mediados de los años veinte.

Tabla 11  
COLOMBIA  
Deuda Pública Externa  
1951 -1970

Composición por Acreditadores

Porcentajes y Totales en millones de dólares

Años	MULTILATERAL			BILATERAL			Sector privado					TOTAL Millones de US\$	
	BRD	IDB	Otras Agencias	SUB- TOTAL (1)	EX-M BANK	AD	SUB- TOTAL (2)	SUB-TOTAL Oficial (1)+(2)=(3)	Bonos	Otros Prestamistas	SUB-TOTAL PRIVADO (4)		Total en Porcentajes (3)+(4)=(5)
1951	7	-	-	7	21,3	-	21,3	28,3	58,2	13,5	71,7	100	141
1952	11,5	-	-	11,5	19,8	-	19,8	31,3	41,1	27,6	68,7	100	192
1953	15,3	-	-	15,3	15,3	-	15,3	30,6	37,4	32	69,4	100	203
1954	18,3	-	-	18,3	14,6	-	14,6	32,9	35,2	31,9	67,1	100	213
1955	19,9	-	-	19,9	13,1	-	13,1	33	35	32	67	100	206
1956	27,5	-	-	27,5	10,1	-	10,1	37,6	31,7	30,7	62,4	100	218
1957	33	-	4,2	37,2	8,4	-	8,4	45,6	30,2	24,2	54,4	100	215
1958	34,1	-	7,1	41,2	7,1	-	7,1	48,3	28,9	22,8	51,7	100	211
1959	34,8	-	10,3	45,1	6,9	-	6,9	52	27,9	20,1	48	100	204
1960	37,1	-	13,3	50,4	6,2	-	6,2	56,6	25,7	17,7	43,4	100	210
1961	33,2	-	12,7	45,9	24,4	-	24,4	70,3	17,7	12	29,7	100	283
1962	32,9	2	12,5	47,4	19,6	10,8	30,4	77,8	13	9,2	22,2	100	353
1963	33,5	4,7	10,4	48,6	14,4	21,5	35,9	84,5	9,5	6	15,5	100	451
1964	37,4	7,7	10	55,1	9,8	23,2	33	88,1	7,2	4,7	11,9	100	530
1965	36,8	8,3	10,6	55,7	8,2	27	35,2	90,9	5,8	3,3	9,1	100	601
1966	34,2	9,6	12	55,8	6,3	30,7	37	92,8	4,5	2,7	7,2	100	710
1967	32,9	11,3	11,6	55,8	6	33	39	94,8	3,6	1,6	5,2	100	803
1968	30,9	11,7	10,1	52,7	5,4	36,2	41,6	94,3	2,7	3	5,7	100	940
1969	27,8	12,2	10	50	4,9	36,5	41,4	91,4	2	6,6	8,6	100	1124
1970	26,8	13,5	9,3	49,6	4,2	37,1	41,3	90,9	1,6	7,5	9,1	100	1319

Fuentes

BRD y Ex In Bank. Series según FBPC, Reportes Anuales.

Bonos. Series basadas en FBPC, Reportes anuales.

Resto de las series, Balanzas de Pagos según el FMI

En contraste, los años sesenta fueron un período en el cual el paso del creciente endeudamiento aventajó al de las exportaciones al punto que en 1970 la razón de deuda a exportaciones alcanzó la altura de veintidós meses de exportaciones, una cifra no vista desde principios de los años treinta. Es importante enfatizar que al contrario de la experiencia de fines de los años veinte, fue el endeudamiento a partir de fuentes oficiales el que explicó su auge en los años sesenta. También debe tenerse en cuenta que si el aumento de la relación de deuda a exportaciones durante la gran depresión fue en buena parte explicada por el colapso de las exportaciones, la acrecentada deuda externa de los sesenta estuvo acompañada la mayoría del tiempo por un bajo crecimiento de las exportaciones.

Contrastes adicionales entre los años cincuenta y sesenta se observan en la composición de la deuda externa pública de Colombia por tipo de acreedores. Como puede apreciarse, vestigios de la era de financiamiento mediante bonos todavía persistían a principios de los años cincuenta, ya que bonos de largo plazo adquiridos por el sector privado foráneo todavía representaban cerca del 60% del acervo de la deuda. Para esa época, dichos valores estaban siendo servidos en su totalidad y se esperaba su amortización completa a principios de los años setenta; en efecto, para 1970 la deuda en bonos representaba un monto insignificante de la deuda pública. El financiamiento privado externo predominó en la composición de la deuda pública durante los años cincuenta, aunque este resultado dependió en buena parte de la elevada participación de los bonos. Sin embargo, durante la primera mitad de los años cincuenta el crédito privado llegó a representar alrededor del 28% del acervo de la deuda pública.

El acceso relativamente bajo de Colombia a fondos externos oficiales durante los años cincuenta se confirma por el hecho de que sólo el 47% del financiamiento de largo plazo no compensatorio durante 1951-1960 –US\$191,5 m según la Tabla 10– fue tomado en préstamo de instituciones oficiales, mientras que los porcentajes relevantes para otros deudores principales como Brasil y México fueron 73% y 56% respectivamente. Para el conjunto de América Latina la cifra fue 70%, muy por encima del caso colombiano. En relación con la composición del endeudamiento oficial, Colombia también adoptó un comportamiento diferente en comparación con el resto de la región; mientras que América Latina obtuvo 38% de su endeudamiento oficial en entidades multilaterales, y 62% de agencias oficiales de los Estados Unidos, Colombia obtuvo el 83% de sus préstamos en instituciones multilaterales y sólo el 17% de organizaciones bilaterales de los Estados Unidos<sup>30</sup>.

El acceso de Colombia al crédito multilateral se inició en 1949 cuando una misión del Banco Mundial encabezada por Lauchlin Currie estimó que Colombia sería un “país piloto” para préstamos futuros. En los años cincuenta, tres países (Brasil, Colombia y México) recibieron el 61% de los desembolsos del Banco Mundial; Colombia recibió el 16%, mientras que Brasil y México participaron en el 23% y 22%, respectivamente<sup>31</sup>. En relación con el crédito bilateral otorgado por los Estados Unidos, su principal canal durante los cincuenta fue el crédito del Banco de Exportaciones e Importaciones (Ex Im Bank)<sup>32</sup>. Brasil, que había sido el principal beneficiario de los préstamos del Ex Im Bank desde las renegociaciones de deuda a principios de los cuarenta, fue una vez más el destino de nuevos

<sup>30</sup> Cálculos basados en Naciones Unidas (1964, p. 137).

<sup>31</sup> Cálculos basados en Wilkie (1990).

<sup>32</sup> Debe tenerse en cuenta que hacia fines de la segunda guerra mundial, la mayoría del crédito del Ex Im Bank se concentró en Europa y América Latina con el 46% y el 39%, respectivamente. En ese momento, Brasil, el mayor deudor externo en la región, concentraba ya el 26% de los créditos autorizados al continente. En el primer quinquenio posterior a la guerra, los países europeos –especialmente Francia y el Reino Unido–, procuraron mantener su participación en los créditos del Banco, mientras los países asiáticos liderados por el Japón doblaron su participación pasando del 9% al 18%; en este contexto, América Latina vio caer su participación al 30%. América Latina incrementó su participación a lo largo de los años cincuenta, alcanzando el 36% en 1957, debido principalmente a créditos de refinanciamiento. FBPC ([1945], [1950], [1957]).

créditos; una gran parte de estos préstamos fue vinculada al pago de deudas comerciales en mora acumuladas por aquel país a principios de los años cincuenta. Como resultado de estas operaciones, Brasil recibió el 44% de los préstamos, muy por encima de México y Argentina (cada uno con 16%), y Colombia con 8%. Estos cuatro países hicieron parte del grupo de los seis que recibieron el 90% del crédito extendido por el Ex – Im Bank a América Latina durante los cincuenta<sup>33</sup>.

El predominio del componente oficial en el acervo de la deuda pública fue claro desde 1960. El lanzamiento de la Alianza para el Progreso y la creación de la AID en 1961 tuvieron un efecto catalizador sobre el aumento sustancial de los préstamos externos a Colombia. Solamente el endeudamiento con el Banco Mundial representó una tercera parte del acervo de la deuda en la nueva década. Las instituciones multilaterales prevalecieron sobre la mitad de la deuda pública, y los créditos sustanciales de la AID desde 1962 produjeron cambios notables en la composición de la deuda por acreedores. La Tabla 11 muestra de qué manera los créditos de la AID llegaron a representar el 30% de la deuda externa pública a fines de 1966, y el 40% a fines de 1970. Al expirar los sesenta, las fuentes crediticias más activas eran la AID y el BID, de modo que el 50% de la deuda pública externa quedó en manos de estas dos instituciones. En total, el componente oficial llegó a significar más del 90% de la deuda pública durante la segunda mitad de los años sesenta.

#### **IV. EL RENACIMIENTO DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES EN LOS AÑOS SETENTA: EL PAPEL PROMINENTE DE LA BANCA COMERCIAL**

Un ciclo completo de auge y receso del endeudamiento internacional, basado en el crédito bancario, prosperó a lo largo de los años setenta y principios de los ochenta. Los instrumentos clásicos del endeudamiento externo (los bonos de largo plazo y la inversión directa) fueron reemplazados en gran medida por la intermediación de la banca comercial internacional.

La presencia creciente de la banca internacional en los sistemas bancarios de la OCDE fue característica de los años sesenta y, principalmente, de los años setenta. Dicha expansión aconteció originalmente en Europa, especialmente en el centro financiero londinense. Se presentaron desarrollos paralelos en mercados de capitales externos, como es el caso de los mercados de eurodólares. De hecho, la existencia de estos mercados facilitó el avance de la banca internacional. Durante los años sesenta y setenta, los negocios internacionales ganaron prominencia en el balance bancario, hasta el punto que para 1981 tales operaciones representaron una cuarta parte de los activos<sup>34</sup>.

Aparte de desarrollos institucionales en los sistemas bancarios del mundo industrializado, una variedad de cambios en el entorno económico y financiero hizo posible la transformación del balance bancario tradicional. Hasta los años sesenta, las operaciones bancarias internacionales estuvieron principalmente limitadas al financiamiento del

<sup>33</sup> Naciones Unidas (1964, p. 209).

<sup>34</sup> Pecchioli (1983, p. 16)

---

comercio internacional. La transición hacia un sistema de tasas de cambio flotantes abrió nuevos negocios en monedas extranjeras. A su turno, el reciclaje del primer choque de los precios petroleros proveyó al crédito internacional con una nueva e imprevista escala de operaciones.

Ciertos prestatarios potenciales como los bancos, gobiernos, y sectores privados no bancarios del extranjero, encontraron en este ambiente financiero una nueva fuente de financiamiento. En América Latina, tanto el sector público como el privado llegaron a depender apreciablemente del crédito de la banca comercial internacional; y Colombia participaría con intensidad variable en la nueva oleada de exportaciones del capital privado internacional, desde su auge en la primera mitad de los años setenta hasta los últimos días del ciclo en los primeros años de la década de los ochenta.

#### **A. La edad de oro de la banca comercial internacional, 1970-1983, en la perspectiva de las tres últimas décadas del siglo XX**

La Tabla 12 muestra que en los años setenta el mercado de préstamos de la banca internacional reemplazó a los mercados internacionales de bonos y a la inversión directa como fuente prioritaria de financiamiento privado. Los flujos reales totales recibidos por los países en desarrollo crecieron a una tasa anual de 5,2%. Los fondos provistos a través de diferentes canales de asistencia oficial para el desarrollo (Official Development Assistance: ODA) crecieron a una tasa anual del 4,1% por año, mientras que las fuentes no concesionales lo hicieron al 6%. Los préstamos bancarios se expandieron a una tasa anual del 7,8% durante la década, pero considerando solamente el período 1970-1978 la cifra relevante es 12,7%. Entonces, los préstamos bancarios que al principio de la década representaban 15,8% de los flujos totales, en 1980 representaron el 20%. Si sólo se consideran sus mejores años, o sea, 1976-1978, la cifra pertinente es 22%.

El financiamiento de las operaciones comerciales (fila 6 de la Tabla 12) constituyó el negocio tradicional en moneda extranjera de los bancos, el cual fue desplazado por el crédito bancario durante los años setenta (fila 7). La inversión directa (fila 5) también fue desplazada sustancialmente por la evolución del crédito bancario. Los bonos alcanzaron niveles mínimos durante la década, en franco contraste con su predominio histórico antes de la Segunda Guerra Mundial.

Tabla 12  
 Recursos totales recibidos por los países en desarrollo a partir de diferentes fuentes  
 Desembolsos Netos  
 1970 - 1980  
 US\$ en miles de millones (primera fila de datos) y US\$ en miles de millones a precios  
 de 1979

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Flujos nominales totales	18.9	21.1	23.2	31.4	35.1	53.7	57.6	63.6	80.1	83.8	87.6
Flujos reales totales	48.2	49.9	49.5	52.9	57.4	77.7	80.5	81.5	88.2	83.8	80.2
ODA 1/	20.41	21.96	21.07	19.60	25.09	27.97	26.6	25.84	26.19	28.91	30.54
Flujos reales totales No sional	27.8	27.9	27.9	33.3	32.3	49.7	53.9	55.63	62.04	54.8	49.7
versión Directa	9.4	7.8	8.9	8.0	3.1	16.7	12.1	12.3	13.1	13.6	8.67
portaciones	6.8	2.3	4.6	3.9	5.3	8.16	12.0	13.6	13.7	11.2	13.1
éstamos bancarios	7.63	7.8	10.1	16.4	16.4	17.4	21.0	19.9	25.3	19.6	16.1
mos	0.80	0.70	1.1	0.97	0.46	0.60	1.70	4.10	2.95	1.14	1.79
os	3.17	9.3	3.2	4.03	7.04	6.84	7.1	5.73	6.99	9.26	10.04

Notas. ODA: Official Development Assistance.

Fuente: OECD Development Cooperation Review (1981).

Como puede apreciarse en la Tabla 12, la acumulación de la deuda bancaria internacional ocurrió desde 1974. Se inició a partir del aumento de los precios petroleros, los cuales se multiplicaron por cuatro en 1973. ¿A qué niveles ascendió? Estimativos del BIS para países en desarrollo no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) revelan que el acervo nominal de su deuda pasó de US\$32 mm en 1973 a US\$247 mm en 1982<sup>35</sup>. Los países desarrollados también participaron en la expansión del endeudamiento externo bancario; de acuerdo con el BIS, la deuda nominal pasó de \$23 mm en 1973 a US\$112 mm en 1982<sup>36</sup>. Los países desarrollados recibieron dichos recursos mediante depósitos bancarios efectuados por los países de la OPEC, mientras que las áreas en desarrollo accedieron a los fondos a través del proceso de reciclaje de los ingresos petroleros facilitado por la banca internacional.

Estas cifras sin precedentes son ilustrativas no sólo del auge formidable de las operaciones bancarias internacionales, sino del *nuevo carácter* del endeudamiento internacional. En lugar de los bonos de largo plazo con tasas de interés fijas, los deudores enfrentaron préstamos a corto plazo y a tasas de interés variables. Esta nueva escena financiera hizo de los deudores sujetos más vulnerables a cambios en los mercados financieros. La prueba crucial sobrevendría en 1982.

El auge del crédito bancario internacional de los años setenta sería reemplazado por una crisis en 1982. Sería un nuevo ciclo completo como el de los años de 1920 y 1930. Como entonces, también habría fases de renegociación de la deuda, y el acceso de los deudores al crédito voluntario sería limitado; y después de un período durante el cual el crédito externo decayó a proporciones mínimas, los mercados de capitales privados se

<sup>35</sup> BIS. *Fifty-third Annual Report* (1983, p. 120).

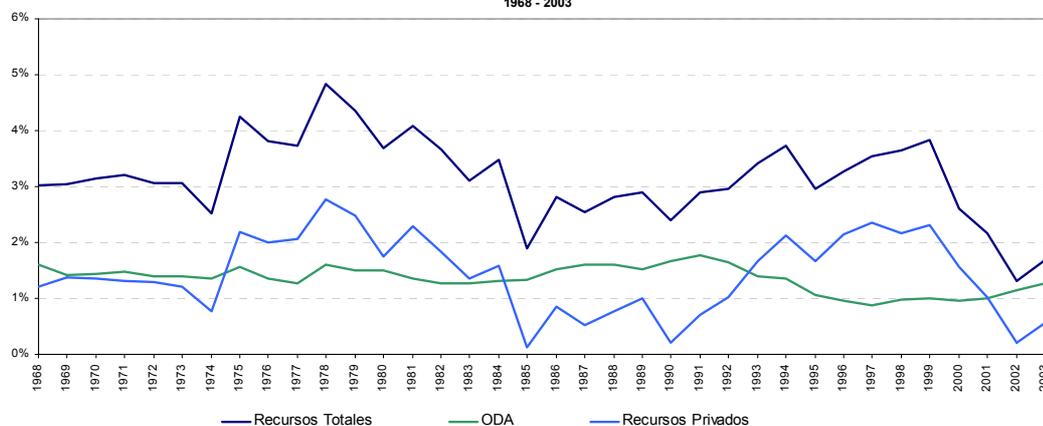
<sup>36</sup> *Ibid.*

restablecerían, y de nuevo, quizás después de algún tiempo, el surgimiento de nuevas condiciones favorecería un nuevo ciclo de financiamiento externo.

La Gráfica 7 presenta el ciclo completo del crédito externo total en los años de 1970 y 1980, seguido de un período de franca desaparición del crédito privado, durante el cual alternaron diferentes fases de renegociación<sup>37</sup>. Como puede observarse, un nuevo ciclo se inicia a principios de los años de 1990, para alcanzar sus puntos más elevados en la segunda mitad de la década, y desvanecerse en los primeros años de la nueva centuria. Aunque la banca comercial participó activamente en la promoción del nuevo auge, el protagonismo le correspondió a nuevos instrumentos financieros. Una nueva versión de los bonos sirvió como canal de financiamiento externo. La gráfica ilustra el efecto de suavizamiento provisto por la ODA al menos desde mediados de los años sesenta. Como lo revela la gráfica, los préstamos privados se elevaron en 1974, alcanzaron su pico en 1978, y luego cayeron continuamente, para llegar a su valor más bajo en 1985. La segunda mitad de la década se caracterizó por una recuperación lenta de los créditos privados. Fue hasta principios de los años noventa, cuando con motivo de la adopción del Plan Brady fue posible un nuevo ciclo de préstamos privados. Como se observa, el colapso del crédito privado desde 1998, parcialmente suavizado por la ODA, llevó el financiamiento obtenido en fuentes privadas a puntos tan mínimos como los obtenidos en la segunda mitad de los años ochenta.

Gráfica 7

Recursos Financieros Netos recibidos por los países en desarrollo  
Porcentaje del PIB de los países en desarrollo  
1968 - 2003



Fuentes: OECD. Bases estadísticas.

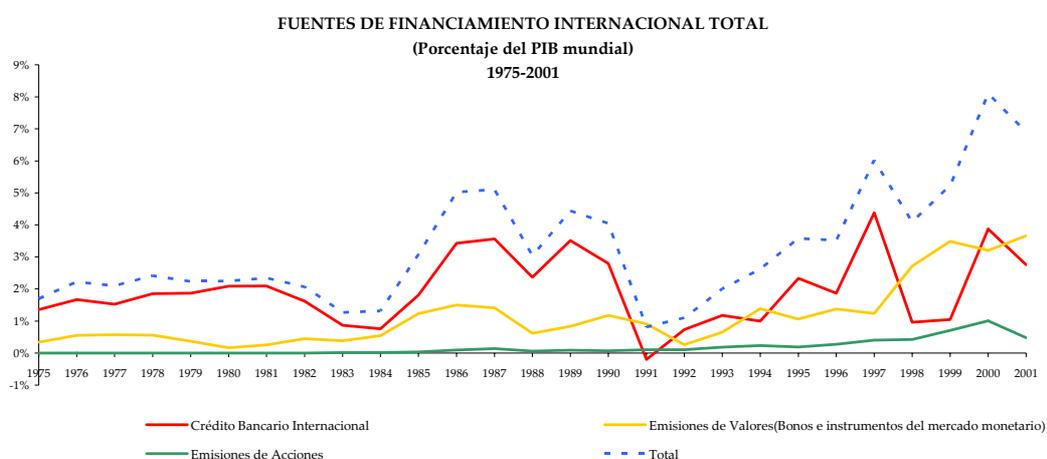
En la Gráfica 8 se presenta otra perspectiva del ciclo crediticio de la banca comercial en los años setenta y ochenta. Sólo se consideran fuentes privadas, pero no se menciona la inversión privada directa. El énfasis recae en el comportamiento de los préstamos

<sup>37</sup>

Para información anterior a 1995, la serie de fondos recibidos no incorpora todas las fuentes de crédito bancario. Por consiguiente, el ciclo de los años setenta y ochenta puede estar subestimado.

bancarios, así como en las emisiones de bonos y acciones. Estos últimos instrumentos florecerían en los noventa. La gráfica describe las fases que caracterizaron la negociación de la deuda internacional con posterioridad al ciclo surgido en los setenta, así como el nuevo despliegue de financiamiento bancario internacional, tanto a través de préstamos como a través de adquisición de acciones, en los años noventa.

Gráfica 8



Nota. No incluye la inversión directa.

Fuentes: BIS. Bases estadísticas.

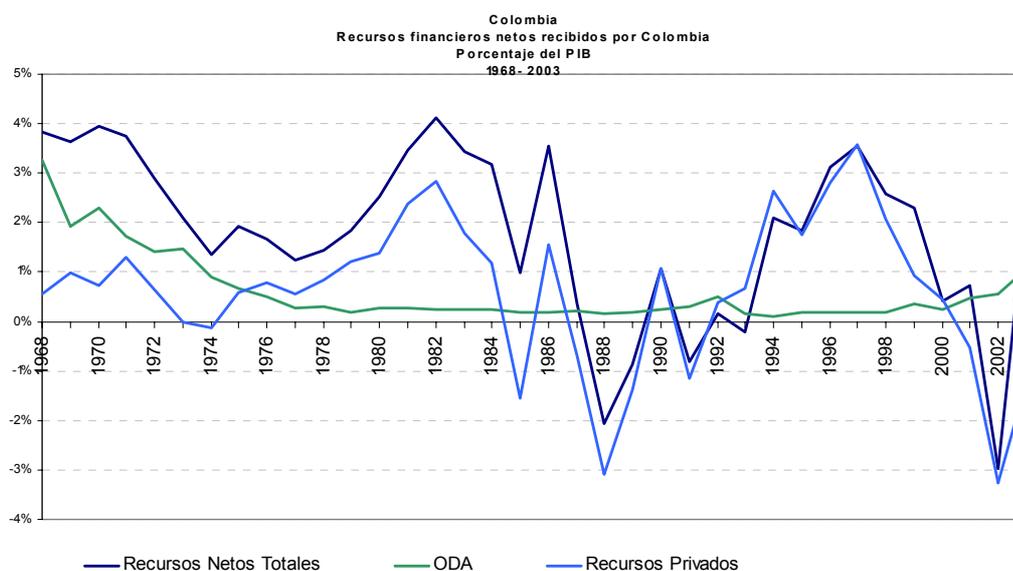
## B. El endeudamiento externo colombiano en los años setenta

### 1. Los ciclos del endeudamiento de Colombia en el contexto internacional

Las gráficas 9 y 10 presentan una visión panorámica del endeudamiento externo de Colombia durante los años setenta, o sea del ciclo completo de crédito bancario internacional seguido por una década de acceso difícil a dicho crédito (estos gráficos siguen la misma metodología empleada en los gráficos 7 y 8). Como se aprecia, los ciclos colombianos de endeudamiento externo (Gráfica 9) se asemejan a los ciclos correspondientes para el grupo de economías en desarrollo (Gráfica 7). Sin embargo, algunas diferencias deben ser consideradas: en primer lugar, el caso colombiano revela un proceso de sustitución de los fondos de la ODA por fondos privados desde fines de los años sesenta, el cual culmina en la segunda mitad de los setenta; en segundo término, en franco contraste con la experiencia global de los países en desarrollo, cuando el financiamiento

privado internacional llegó a sus puntos más álgidos, el acceso de Colombia al crédito de la banca externa comercial estaba apenas iniciándose; y cuando dicho acceso alcanzó su máximo en 1982, el declive del crédito bancario internacional ya venía a mitad de camino. En tercer lugar, en la segunda mitad de los años ochenta, los flujos externos privados netos recibidos por Colombia fueron en promedio negativos, al tiempo que el grupo de países en desarrollo estaba recibiendo financiamientos netos positivos. Una experiencia similar se repetiría a fines de los noventa.

Gráfica 9



Fuentes: OECD. Bases Estadísticas

Gráfica 10



Nota: la información no incluye la inversión directa.  
Fuentes: BIS. Bases estadísticas.

De manera similar, la Gráfica 10 reitera la idea de la Gráfica 8 en relación con Colombia. Se destacan los contrastes, especialmente el comportamiento opuesto de los ciclos en los años ochenta. En el caso de los países más endeudados, los años ochenta constituyeron un período de reprogramación de la deuda, y de cierto volumen de crédito voluntario por parte de la banca comercial internacional. Al contrario, Colombia estuvo expuesta a un efecto de vecindad negativo inducido por la crisis continental de la deuda<sup>38</sup>.

La Tabla 13 proporciona un resumen de la deuda externa de Colombia por acreedores desde 1970. Reitera lo que los dos últimos gráficos mostraron en relación con la importancia de la banca comercial como fuente de financiamiento externo. La deuda externa se duplicó en el período 1978-1982, tras el aumento de 20% en la deuda pública financiado principalmente por un incremento del 50% en los préstamos bancarios externos. La deuda externa privada también se dobló, financiándose en un 43% con recursos de la banca comercial. Tal incremento del endeudamiento bancario sólo es comparable con la experiencia de fines de los años veinte.

<sup>38</sup>

Una amplia presentación de las estrategias de salida del problema de la deuda es ofrecida por Cline (1995).

Tabla 13

DEUDA EXTERNA SEGÚN PRINCIPALES PRESTATARIOS Y PRESTAMISTAS <sup>1</sup>  
(Saldos a fin de año, en millones de dólares corrientes)

Periodo	Deuda Pública de Mediano y largo Plazo							Deuda Privada <sup>3/</sup>			Deuda Pública Corto Plazo	Deuda Total
	BIRF	BID	AID	Otros Multilat. y Bilat. <sup>2/</sup>	Bancos Comerciales	Proveedores y Bonos	Total Deuda Pública LP	Directa sin garantía pública <sup>4</sup>	Sistema Financiero <sup>5/</sup>	Total Deuda Privada		
1970	354	94	518	168	39	146	1.319	283	174	457	404	2.180
1971	391	120	572	177	67	145	1.472	359	238	597	405	2.474
1972	453	141	615	198	163	156	1.726	437	347	784	432	2.942
1973	505	174	688	212	232	211	2.022	437	325	762	470	3.254
1974	562	214	723	214	287	220	2.220	426	612	1.038	486	3.744
1975	634	233	737	225	399	242	2.470	477	625	1.102	479	4.051
1976	672	247	744	224	408	267	2.562	485	699	1.184	510	4.256
1977	716	279	737	234	533	280	2.779	524	529	1.053	511	4.343
1978	751	323	746	280	523	273	2.896	597	567	1.164	568	4.628
1979	839	355	736	309	965	252	3.456	785	1.062	1.847	565	5.868
1980	1.135	404	722	370	1.446	247	4.324	904	1.373	2.277	565	7.166
1981	1.228	471	702	391	2.202	238	5.232	1.379	1.494	2.873	733	8.838
1982	1.347	546	681	556	2.671	277	6.078	1.817	1.637	3.454	972	10.504
1983	1.429	654	662	790	3.063	278	6.876	1.759	1.844	3.603	1.185	11.664
1984	1.577	768	640	936	3.467	461	7.849	1.890	1.645	3.535	984	12.368
1985	2.398	1.010	619	1.387	3.608	573	9.595	2.020	1.395	3.415	1.326	14.336
1986	3.258	1.299	597	1.799	4.865	645	12.463	2.130	859	2.989	319	15.771
1987	4.111	1.660	570	1.995	4.716	790	13.842	2.203	897	3.100	226	17.168
1988	3.899	1.703	549	2.104	4.791	777	13.823	2.217	1.131	3.348	311	17.482
1989	3.809	1.839	523	2.048	4.603	1.013	13.835	2.355	581	2.936	980	17.751
1990	3.859	2.139	503	2.227	4.719	1.139	14.586	2.107	640	2.747	885	18.218
1991	3.728	2.427	475	2.115	4.536	1.183	14.464	1.871	443	2.314	707	17.485
1992	3.195	2.673	450	1.733	4.304	1.132	13.487	2.112	890	3.002	929	17.418
1993	2.969	2.646	379	1.490	4.439	1.334	13.257	3.015	1.619	4.634	974	18.865
1994	2.566	2.912	342	1.290	4.574	1.870	13.554	4.893	2.301	7.194	1.164	21.912
1995	2.548	2.920	305	1.623	4.307	2.249	13.952	6.865	2.654	9.519	1.588	25.059
1996	2.174	2.722	395	1.500	4.429	3.862	15.082	9.834	3.345	13.179	1.292	29.552
1997	1.718	2.475	228	1.617	4.613	4.868	15.519	11.535	4.083	15.618	934	32.071
1998	1.744	2.777	190	1.779	4.656	6.347	17.493	12.053	3.228	15.281	976	33.749
1999	1.950	3.480	151	1.956	4.387	7.157	19.081	11.798	1.909	13.707	672	33.460
2000	1.920	3.437	113	2.150	3.902	8.529	20.051	11.344	1.461	12.805	199	33.055
2001 (Pr)	2.006	3.968	73	2.062	2.830	11.973	22.911	11.767	1.366	13.134	320	36.365
2002 (Pr)	2.348	3.670	34	2.221	2.185	11.741	22.200	11.075	1.133	12.208	429	34.837
2003 (P)	3.241	5.034	26	2.309	1.774	11.832	24.215	10.628	882	11.510	224	35.949
2004 (P)	3.490	4.991	18	2.314	1.699	12.809	25.321	10.439	1.437	11.876	391	37.588

(P): Preliminar.

<sup>1</sup> Operaciones de arrendamiento financiero y titulización

<sup>2</sup> Interamericano, Fomento, Asociación Internacional de Fomento (AIF), Corporación Andina de Fomento (CAF), Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA), KfW y Eximbank.

<sup>3</sup> De largo y corto plazo, no incluye operaciones de arrendamiento financiero.

<sup>4</sup> Incluye la deuda directa de artículos 128, 131 y 132.

<sup>5</sup> Incluye los depósitos con corresponsales extranjeros, aceptaciones, financiación por aceptaciones y/o avances, sucursales extranjeras y bonos diferidos. Desde 1979, Caja Agraria. Hasta 1988 tomada de los balances de bancos y corporaciones; a

partir de 1997 incluye Compañías de Financiamiento Comercial.

fuente: Banco Mundial, Subcomisión de Estudios Económicos.

**Tabla 14**  
**CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS NUEVOS PRESTAMOS EXTERNOS**  
**CONTRATADOS POR EL SECTOR PÚBLICO 1/**

Período	Monto Contratado (Millones de US\$)	Período Promedio de Gracia (años)	Período Promedio de Amortización (años)	Tasa Promedio de interés (% nominal)
1970	412	5,0	22,0	5,5
1971	395	5,1	22,0	5,6
1972	336	5,7	22,5	5,6
1973	551	4,7	18,7	7,8
1974	218	5,1	16,7	7,4
1975	383	4,1	15,2	7,5
1976	525	4,3	16,1	5,9
1977	526	3,9	15,7	5,9
1978	786	3,7	14,3	7,9
1979	1.377	4,6	13,0	9,5
1980	1.579	4,0	13,4	12,2
1981	1.667	4,8	13,0	12,2
1982	2.258	4,7	14,6	10,8
1983	1.446	4,1	14,7	10,8
1984	2.784	5,9	15,2	9,1
1985	2.337	3,3	11,6	8,9
1986	1.820	3,2	13,3	7,9
1987	838	3,3	12,0	8,0
1988	2.421	4,3	12,8	7,9
1989	2.874	5,2	13,3	9,2
1990	1.248	3,9	15,9	8,3
1991	2.507	6,0	12,8	7,5
1992	847	4,2	14,7	7,8
1993	1.526	3,4	12,2	6,9
1994	1.715	4,0	10,9	7,3
1995	1.715	2,7	9,1	6,8
1996	3.489	1,5	8,5	7,8
1997	2.331	1,3	10,6	8,0
1998	3.104	1,2	7,1	8,2
1999	3.861	2,4	8,9	10,0
2000	3.192	1,1	9,5	11,8
2001 (Pr)	6.441	2,1	9,4	9,5
2002 (Pr)	2.042	1,5	7,8	7,8
2003 (P)	4.630	3,5	8,3	5,9
2004 (P)	3.364	3,3	10,7	6,8

(Pr): Provisional. (P): Preliminar.

1/ Tasas y plazos promedios ponderados por los montos originales de contratación.

Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.

## 2. *El papel de las políticas internas en relación con el endeudamiento externo*

El ciclo completo del endeudamiento externo del país en los años setenta y primera mitad de los ochenta no dependió exclusivamente de factores ligados a la oferta internacional de capitales. Las políticas internas también fueron relevantes no sólo para la magnitud del acceso, sino también para su oportunidad y composición<sup>39</sup>. La carga de la deuda descendió considerablemente a lo largo de casi toda la década, de manera que un observador desprevenido podría argumentar en 1982 que, a lo largo de la década anterior, el país se habría mantenido alejado del endeudamiento externo. La impresión es todavía más irritante si se tiene en cuenta que los países en desarrollo aumentaron sustancialmente su endeudamiento externo neto a partir de 1974 (Gráfica 7). Y la deuda externa neta descendió a niveles tan bajos, que los activos internacionales del país prácticamente alcanzaban para cancelar de un tajo la deuda total (gráficas 5 y 6). Tras esta descripción, a primera vista se ocultan cambios relevantes en el volumen y el origen de la oferta de capitales externos, en la dinámica de las exportaciones que rebasó el crecimiento del endeudamiento hasta fines de la década, y en las políticas económicas adoptadas internamente.

El ascenso empinado del crédito externo desde mediados de los sesenta estuvo financiado en su gran mayoría por acreedores oficiales (gráficos 5 y 6, y Cuadro 11). Entre 1970 y 1974, cuando la deuda pública estuvo a punto de duplicarse, la banca comercial internacional fue la innovación dentro de las fuentes financieras de entonces. Colombia volvió a asomarse a los mercados externos de capitales a través del endeudamiento con la banca internacional y mediante la flotación limitada de bonos. Eran opciones ofrecidas por los mercados de eurodólares, acogidas por las políticas internas que por aquella época buscaban financiar la inversión pública con dichas fuentes de recursos.

Por entonces, la inflación interna había desbordado el umbral de un dígito, y las tasas alcanzadas hacia 1974 eran equivalentes a más de tres veces las de principios de la década. La versión oficial sindicaba a la inflación internacional, mas no al manejo interno, de los niveles sin precedentes alcanzados por la inflación. Este punto de mira cayó en tela de juicio a mediados de la década cuando se achacó el proceso inflacionario al déficit fiscal y a su financiamiento con deuda externa.

El eje de la política estabilizadora fue la recuperación del equilibrio fiscal. A las medidas destinadas a aumentar el ingreso público, como las incorporadas en la reforma tributaria de 1974, se sumaron las concentradas en la disminución del gasto, especialmente de la inversión pública. Por este último camino se esperaba cerrar las puertas al endeudamiento externo público. Además, se establecieron controles sobre el endeudamiento externo privado. Las medidas tuvieron un efecto limitado en la medida en

---

<sup>39</sup> Dos referencias importantes en relación con las políticas de financiamiento externo durante esta época son Perry, Junguito y de Junguito (1981), y Ocampo y Lora (1988). Los primeros discuten la política económica durante la década destacando el papel de las políticas de financiamiento externo, y los segundos analizan el endeudamiento de los años setenta y ochenta en una amplia perspectiva histórica desde la Segunda Guerra Mundial.

que el mayor endeudamiento público descentralizado compensó el menor endeudamiento del Gobierno nacional, y las restricciones sobre el endeudamiento de la banca en el exterior fueron invalidadas por su sustitución por líneas directas de crédito.

Al sobrevenir la bonanza cafetera en 1976, la política cambiaria vigente se traducía en que el Banco de la República debería adquirir la creciente de divisas originada en la expansión de los ingresos cafeteros. Para evitar el desborde monetario, las autoridades diseñaron medidas orientadas a diferir la conversión en pesos de las entradas de cambio extranjero, y a reducir los multiplicadores monetarios mediante elevaciones sustanciales de los encajes. A las medidas monetarias se adicionaron decisiones en otras áreas como las que buscaban la aceleración de los pagos de comercio exterior. Como la cuenta corriente externa se encontraba en superávit, cada nuevo dólar registrado en la balanza cambiaria, procedente del endeudamiento externo, acrecentaba los activos internacionales del país.

Las restricciones de la inversión pública financiada con crédito externo llegaron a su fin al desinflarse la bonanza en el año cafetero 1979-1980. El plan nacional de desarrollo de la época, publicado con el nombre de “Plan de Integración Nacional”, proponía sustanciales inversiones en infraestructura, basadas en importaciones financiadas con crédito externo. Fue sólo entonces cuando Colombia accedió plenamente al financiamiento otorgado por la banca comercial. Para entonces, la *edad de oro* de la banca internacional ya había recorrido un buen trecho y comenzaba su declive (Tabla 12, gráficas 8 y 10). Sólo hasta ese entonces, Colombia comenzaba a recorrer la ruta seguida por otros deudores cuyo acceso al crédito de la banca comercial se materializó desde 1974. Entre 1978 y 1982, el saldo nominal de la deuda externa total y el de la pública se incrementaron por encima del doble, y el de la deuda externa privada se triplicó (Tabla 13). El 67% del incremento de la deuda pública entre dichas fechas fue financiado por la banca internacional. De aquí que para 1982 la participación de los acreedores en la estructura de la deuda y en sus condiciones financieras difirieran sustancialmente en relación con lo que eran a principios de los años setenta.

### 3. *La composición del endeudamiento externo y sus condiciones financieras*

De acuerdo con la Tabla 13, en 1970 el financiamiento externo de origen oficial representaba el 86% de la deuda pública, y el crédito otorgado por la banca internacional escasamente bordeaba el 3%. En 1974, con posterioridad a la decisión política de financiar la inversión pública con eurodólares, el financiamiento oficial había rebajado su participación al 78% y la banca la había incrementado al 13%. Más tarde, en 1978, tras el período de restricciones al endeudamiento externo, el crédito de entidades oficiales todavía detentaba el 73% contra el 18% en manos de los bancos. Había que esperar al cuatrienio 1978-1982 para observar la caída dramática del financiamiento oficial al 51%, y el ascenso, impredecible una década antes, del crédito bancario hasta el 44% de la deuda pública.

La Tabla 14 muestra la evolución de las condiciones financieras de la deuda externa contratada por el sector público. Puede apreciarse que entre 1980 y 1982, la tasa media de interés (11,6%) era el doble de las conseguidas a principios de los años setenta; a su turno, el período medio de amortización (13,4 años) era sustancialmente menor al habitual en

---

aquellos años; y, el período medio de gracia (4,3 años) era también inferior al de principios de la década anterior. En síntesis, la deuda externa de Colombia en 1982, al término de la edad de oro del financiamiento otorgado por la banca internacional, se caracterizaba por unas fuentes de financiamiento y unas condiciones financieras muy diferentes a las de principios de los años setenta.

### **C. La crisis de la deuda externa en 1982. Colombia entre los mayores deudores internacionales. Similitudes y diferencias con el resto de deudores**

#### **1. *El contexto: auge y recesión en la economía internacional***

Hacia fines de los años ochenta, los macroeconomistas coincidían en que el contexto económico internacional desde 1970 había sido tan incierto como volátil<sup>40</sup>. Los países industrializados habían experimentado dos recesiones profundas, una en 1975 y otra en 1982 (Tabla 15, columna 1). Los precios del petróleo se habían elevado dramáticamente en 1973-1974 y en 1979-1980 (Tabla 15, columna 2). Otros bienes comercializados internacionalmente, algunos de ellos de importancia crucial para el crecimiento de las economías en desarrollo, habían vivido un auge durante buena parte de los setenta, pero habían caído verticalmente a principios de los ochenta (Tabla 15, columna 3). La inflación en los países avanzados se elevó considerablemente en los setenta, cayó en los Estados Unidos durante los años ochenta, y se mantuvo en niveles relativamente altos en Europa en esta última década. Las tasas de interés en el mundo industrializado crecieron durante los años setenta, pero rezagadamente en relación con la inflación. A partir de 1978 las tasas de interés comenzaron a crecer más rápidamente que la inflación, y al iniciarse el descenso de la inflación en los Estados Unidos durante la administración Reagan las tasas de interés se mantuvieron elevadas durante la primera mitad de los años ochenta (Tabla 15, columna 4). Este catálogo de factores de la economía mundial fue favorable a la exportación de capitales del mundo desarrollado en los setenta, e igualmente propició su colapso en los primeros años ochenta. El Gráfica 1 en las primeras páginas de este documento ilustra el ciclo completo de las exportaciones de capital privado de los Estados Unidos durante los años setenta y ochenta.

---

<sup>40</sup> Una síntesis de estas ideas aparece en Krugman (1988).

Tabla 15  
Indicadores del Ciclo Económico Internacional  
1970 – 1983

Años	(1) Crecimiento del PIB	(2) Precios reales del petróleo	(3) Precios reales de bienes transados internacionalmente	(4) Tasa de interés real (Prime rate. Estados Unidos)
1970	2.8	17	107	2.9
1971	3.6	19	96	1.5
1972	5.4	19	100	-0.5
1973	6.0	22	127	-0.8
1974	0.7	62	130	1.5
1975	-0.4	60	94	2.7
1976	5.0	63	108	1.0
1977	3.9	63	121	-0.6
1978	4.0	57	102	0.4
1979	3.2	66	103	3.5
1980	1.3	100	100	5.6
1981	1.5	117	87	12.8
1982	-0.5	126	81	11.0
1983	2.3	113	89	7.0

Fuentes: Cifras tomadas de Dornbusch y Fischer (1985, Tabla 6.2) calculadas con la base de datos del FMI. Año base de los índices, 1980=100.

1. La columna (1) es la tasa de crecimiento del PIB de los países industrializados.

2. Columna (2). El precio real del petróleo es el precio del petróleo deflactado por el valor unitario de las exportaciones de los países industrializados.

3. Columna (3). Índice de todos los bienes comercializables excluyendo el petróleo, deflactado por el valor unitario de las exportaciones de los países industrializados.

## 2. *El endeudamiento internacional en los años setenta y ochenta*

El auge de la banca internacional que cubriera casi una década desde el ascenso vertical de los precios petroleros en 1974, tuvo un fin abrupto en el último trimestre de 1982. Tras el anuncio de México, en agosto de dicho año, en relación con la dificultad de satisfacer sus obligaciones financieras inmediatas, el crédito externo a países entró en barrena. En los años del auge del endeudamiento externo (1975-1982), el conjunto de los 17 mayores deudores internacionales vio crecer su deuda nominal a una tasa anual del 24%, equivalente a un crecimiento real del 10,5% anual. En los siguientes seis años, el crecimiento anual de la deuda nominal se redujo al 4,4% anual, equivalente a un decrecimiento real del 5,5% anual (Tabla 16).

Tabla 16  
Deuda Externa Bruta  
17 países más endeudados  
Saldos en millones de US\$  
Años seleccionados  
1975 - 1988

Países	1975		1978		1982		1985		1988	
	Saldos	%	Saldos	%	Saldos	%	Saldos	%	Saldos	%
Brasil	27.331	31.2	54.568	30.4	93.932	24.0	103.610	22.8	117.460	23.1
México	18.230	21.2	35.712	19.9	86.081	22.0	96.867	21.4	99.216	19.5
Argentina	7.723	8.9	13.276	7.4	43.634	11.1	50.946	11.2	58.458	11.5
Perú	6.118	7.1	9.717	5.4	10.709	2.7	12.884	2.8	18.244	3.6
Chile	5.519	6.4	7.374	4.1	17.315	4.4	20.384	4.4	19.582	3.9
Colombia	3.758	4.4	5.102	2.8	10.306	2.6	14.248	3.1	17.016	3.3
Otros 11	17.454	20.3	53.458	29.8	130.003	33.2	154.540	34.1	177.921	35.0
Total	86.133	100.0	179.207	100.0	391.980	100.0	453.479	100.0	507.897	100.0

Notas: 1. Crecimiento anual de la deuda nominal, 1975-1982: 24.1%. 2. Crecimiento anual de la deuda real (según IPC mundial), 1975-1982: 10.5%. 3. Crecimiento anual de la deuda nominal, 1982-1988: 4.4%. Crecimiento anual de la deuda real (según IPC mundial), 1982-1988: -5.5%. 4. Los 11 países menos endeudados en el grupo de 17 mayores deudores son (en orden de mayor a menor endeudamiento): Bolivia, Costa Rica, Cote D'Ivoire, Ecuador, Jamaica, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Yugoslavia, Uruguay y Venezuela.

Fuentes: World Bank. Global Development Finance (2004).

Los grandes deudores fueron Brasil, México y Argentina, cuya participación en la deuda total de los 17 países más endeudados rebasaba el 61% en 1975. Solamente Brasil y México tenían a su cargo el 52,4% de dicha deuda cuando apenas se iniciaba el auge del crédito bancario. Para entonces, los 11 menos endeudados respondían por el 20,3% de la deuda del grupo. A lo largo del tiempo, Brasil y México vieron perder su participación en el total, llegando al 43% en 1988. Fueron los 11 países menos endeudados del grupo quienes más sobresalieron por sus participaciones crecientes en el tiempo, arribando al 35% en 1988. La mayor dinámica del endeudamiento se concentró en este último grupo de países.

Al iniciarse el auge del crédito bancario, la participación de Colombia en la deuda total era del 4,4%. En los años de contención voluntaria del endeudamiento (1975-1978) su participación en el total se redujo al 2,8%. Mientras el endeudamiento nominal de los 17 países creció a una tasa anual del 27,7% (15,6% en términos reales), el de Colombia lo hizo a una del 11% (0,3% en términos reales). Al aligerarse las ataduras del endeudamiento (1978-1982), el crecimiento nominal de la deuda colombiana fue del 19% anual (4,7% en términos reales), cercano pero todavía inferior al 21,6% del grupo (6,8% en precios constantes). El relajamiento de los controles hizo posible el acceso de Colombia al crédito de la banca internacional.

### 3. *El manejo de la deuda internacional*

En los ámbitos internacionales cundió la idea según la cual la crisis de la deuda de 1982 debería interpretarse como una escasez transitoria de liquidez. Así las cosas, se requeriría una estrategia tanto de reprogramación como de formación de nuevos paquetes crediticios. Esta visión optimista, de acuerdo con la cual un mayor endeudamiento contribuiría a facilitar los pagos de los países endeudados, se tradujo en una continuidad del acceso de las economías al crédito internacional. La Gráfica 8 muestra cómo el financiamiento internacional provisto por la banca y otras fuentes se incrementó en los tres años siguientes a la crisis. De la información de la Tabla 16 se obtiene que el endeudamiento nominal de los 17 mayores deudores aumentó en 5% entre 1982 y 1985, si bien en términos reales la deuda cayó en 5,6%. En cuanto a Colombia, su deuda nominal aumentó en 11,4%, y en términos reales apenas en 0,17%. Es decir que, mientras el nuevo endeudamiento de Colombia mantuvo el valor real de la deuda del país, el acervo real de la deuda de los 17 más endeudados sufrió la erosión de la inflación internacional.

De acuerdo con la premisa según la cual la crisis de la deuda podía explicarse como un problema de liquidez, la estrategia internacional consistió en impulsar un nuevo otorgamiento de créditos por parte de la banca comercial bajo la coordinación de un ente financiero como el Fondo Monetario Internacional. Se temía que la interrupción de los préstamos internacionales desembocara en la quiebra de la banca acreedora. Los acercamientos entre acreedores y deudores seguirían una serie de fases a lo largo de una década<sup>41</sup>. Al tiempo que las economías más endeudadas entraban en programas de reestructuración de su deuda, Colombia se empeñó en fortalecer sus vínculos con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Mundial. Con el Fondo se firmó un acuerdo mediante el cual el programa macroeconómico de ajuste se adelantaría bajo la monitoría de dicha institución. Y con el Banco Mundial se negociaron nuevas operaciones de financiamiento, conocidas como créditos de programa. En conjunto, este esquema de relaciones con entidades como las citadas serviría como carta de presentación ante la banca comercial para la obtención de nuevos recursos.

La principal gestión crediticia del gobierno de Colombia ante la banca internacional en los tres años siguientes a la crisis de 1982 se materializó a mediados de 1985 y vino a conocerse con el nombre de crédito *Jumbo*. Esta operación se concretó dentro de un marco específico de relaciones económicas y diplomáticas entre Colombia y una gama de instituciones foráneas que directa o indirectamente influyeron en la continuidad del crédito a Colombia<sup>42</sup>; así, su acceso a la banca internacional a lo largo de la década fue difícil. Bajo la égida de una monitoría ejercida por el FMI, y con el concurso del Banco Mundial, Colombia pudo negociar préstamos por US\$5,1 mm con bancos comerciales entre 1985 y 1991. Estos créditos fueron significativos ya que su monto llegó al 50% del acervo de la deuda externa del país en 1982, cuando hizo explosión el problema de la deuda externa. Sin

---

<sup>41</sup> La denominada estrategia de alivio de la deuda siguió tres etapas: la de coordinación de nuevos préstamos entre 1982 y 1985; el denominado Plan Baker, vigente entre 1985 y 1988; y el Plan Brady, entre 1989 y 1994.

<sup>42</sup> Tres referencias importantes acerca de las negociaciones en torno a la deuda colombiana con posterioridad a la crisis de 1982 son Garay (1991a), Garay (1991b) y Ocampo y Lora (1988).

---

comprometerse con un programa de reestructuración, a pesar de encontrarse entre los mayores deudores internacionales, el país logró conseguir dichos préstamos, los cuales representaron una *refinanciación involuntaria* del principal de la deuda.

#### **D. Hacia un nuevo ciclo del endeudamiento internacional en los años de 1990**

Tras la acogida del Plan Brady que posibilitaba la titularización de la cartera soberana de los años setenta, los bancos reiniciaron sus créditos a partir de 1991, aunque de manera cautelosa hasta 1993. Fue el principio de un nuevo ciclo completo de expansión de las exportaciones de capital privado de los Estados Unidos, el cual alcanzaría sus puntos cenitales hacia 1998 (Gráfica 1).

Un nuevo escenario internacional serviría de contexto y estímulo al inminente ciclo exportador de capitales. En la segunda mitad de los años ochenta el mundo industrializado alcanzó tasas de crecimiento muy por encima y más estables que los desapacibles resultados de principios de la década (tablas 15 y 17). Una nueva racha de tasas magras de crecimiento acompañó los primeros años noventa: el mundo en desarrollo lograría capear la recesión global gracias al descenso de las tasas reales de interés, y a la recuperación del acceso al financiamiento externo (la Tabla 17 revela el descenso de la tasa conocida como *prime rate* desde 1990 hasta 1993). Entre 1995 y 1997 las economías desarrolladas retornarían transitoriamente a una senda de crecimientos progresivamente mayores; a su turno, las economías en desarrollo mantuvieron su crecimiento muy por encima de lo registrado por las economías avanzadas. Mientras aquellas crecieron en promedio al 5% entre 1992 y 1997, éstas lo hicieron por debajo del 3%.

Tabla 17  
Indicadores del Ciclo Económico Internacional  
1985 - 2000

	(1)	(2)	(3)
Años	Crecimiento del PIB	Precios reales de bienes transados internacionalmente	Tasa de interés real (Prime rate. Estados Unidos)
1985	3.4	68.8	7.6
1986	3.1	67.8	5.3
1987	3.3	74.1	4.8
1988	4.6	92.0	5.5
1989	3.8	90.5	7.0
1990	2.7	84.7	6.4
1991	1.5	79.9	6.1
1992	1.7	80.0	3.8
1993	1.2	81.4	3.9
1994	3.0	92.2	5.0
1995	2.5	100.0	6.9
1996	2.7	98.7	6.3
1997	3.2	95.7	7.1
1998	2.8	81.6	7.0
1999	3.4	75.9	5.7
2000	3.5	79.5	6.9

Fuentes: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales. Año base de los índices, 1995 = 100.

1. La columna (1) es la tasa de crecimiento del PIB de los países industrializados.
2. Columna (2). Índice de los bienes comercializables excluyendo el petróleo, deflactado por el valor unitario de las exportaciones de los países industrializados.
3. La tasa de interés real es la tasa de interés (Prime rate) de los Estados Unidos menos la inflación del año siguiente calculada de acuerdo con la variación del deflactor del PIB.

Una aproximación a los flujos netos de endeudamiento entre 1994 y 1998 aparece en la Tabla 18. Las economías emergentes del Este Asiático fueron sus principales beneficiarias. Con la memoria reciente de la crisis financiera de los años ochenta, la banca internacional siguió financiando sus tradicionales deudores de América Latina, pero sus preferencias de cartera, y por ende su riesgo, se concentraron en el Asia (Gráfica 3). Las tres cuartas partes del endeudamiento neto asiático entre 1994 y 1996 fueron financiadas por la banca tradicional; y el debilitamiento, y posterior drenaje del financiamiento neto en 1997 y 1998 obedecieron a la estampida de los bancos. El Cuadro ilustra el brusco giro de los flujos netos de endeudamiento a partir de la crisis en Asia en 1997, y su reaparición en Europa, especialmente en Rusia, en 1998. La debacle comprometería una vez más a

América Latina a partir de 1999. El nuevo colapso del crédito bancario sería compensado en parte por un nuevo florecimiento de la colocación de bonos en los mercados internacionales (en la Gráfica 8 obsérvese el auge del crédito bancario entre 1994 y 1998, seguido por su parálisis súbita en 1998, y el ascenso pronunciado de los bonos desde 1997).

Tabla 18  
Flujos Netos de Deuda Externa  
1994 – 1998  
Miles de millones de US\$

Continentes	1994	1995	1996	1997	1998
Asia	51	88	111	56	-24
América Latina	33	40	41	37	42
Europa y Africa	14	36	49	63	23
Total	98	164	201	156	41

Fuente: J.P. Morgan. World Financial Markets.

La Tabla 19 revela el impacto del ciclo crediticio de los años noventa sobre la deuda bruta de los mayores deudores de la década anterior. El acervo nominal de la deuda se elevó en una tercera parte entre 1994 y 1998. Este aumento sustancial de las cifras nominales fue compensado enteramente por la inflación internacional<sup>43</sup>. Más aun, en términos reales, entre 1992 y 2002 el acervo de la deuda estuvo declinando a una tasa anual de -5%. El saldo nominal de la deuda colombiana se duplicó, pero su crecimiento real anual fue ligeramente negativo, aproximadamente de -1,0%. El viraje del endeudamiento público hacia la flotación de bonos tras el colapso del crédito bancario permitió mantener y acrecentar el endeudamiento público a principios del nuevo siglo. Además, el endeudamiento privado, cuya participación en la deuda total no había pasado del 20% entre 1970 y 1990, pasó del 35% en el primer lustro de la nueva centuria (Tabla 19).

<sup>43</sup> Entre 1991 y 1995 la tasa media de inflación mundial según los precios al consumidor fue del 18%. En la segunda mitad de la década bajó al 6%. FMI, *Estadísticas financieras internacionales*.

Tabla 19  
Deuda Externa Bruta  
17 mayores deudores internacionales  
Saldos en millones de US\$  
Años seleccionados  
1992 - 2002

Países	1992		1994		1998		2001		2002	
	Saldos	%								
Brasil	129.060	23.3	152.430	24.1	241.010	28.5	226.358	27.7	227.932	28.0
México	112.300	20.2	138.545	21.9	158.974	18.8	145.674	17.8	141.264	17.4
Argentina	68.345	12.3	75.139	11.9	141.549	16.8	136.729	16.7	132.314	16.3
Perú	20.343	3.7	26.535	4.2	30.542	3.6	27.645	3.4	28.167	3.5
Chile	19.134	3.5	22.155	3.5	30.175	3.6	38.898	4.8	41.945	5.2
Colombia	17.277	3.1	21.940	3.4	33.083	3.9	36.699	4.5	33.853	4.2
Otros 11	187.393	33.8	195.529	30.9	208.073	24.7	205.642	25.2	206.585	25.4
Total	553.852	100.0	632.273	100.0	843.406	100.0	817.645	100.0	813.327	100.0

Fuentes: World Bank. Global Development Finance (2004). Otros once deudores, como en la Tabla 16.

El nuevo endeudamiento público contratado en la primera mitad de los años noventa se formalizó a tasas medias de interés descendentes (Tabla 14), en consonancia con su evolución en los mercados externos (Tabla 17). Pero los mayores contingentes crediticios acordados durante el auge se lograron a tasas más altas y crecientes, acompañadas de períodos de gracia inferiores, y períodos de amortización más acuciantes. Tras el colapso del financiamiento internacional, la acrecentada contratación de nuevos fondos para el sector público se alcanzó a tasas todavía más elevadas, semejantes a las negociadas durante la crisis de los años ochenta, las cuales registraron los picos más altos de los últimos 35 años.

## BIBLIOGRAFÍA

### 1 Publicaciones periódicas, documentos oficiales y archivos privados

Banco de la República, 1923-1950, *Informe del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, anual, Bogotá.

Banco Mundial (2002). *Global Development Finance. Analysis and Summary Tables*.

Bank for International Settlements (BIS). *Annual Report*. Basilea, Suiza.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico: El desarrollo económico de Colombia, México*.

Cuadernos de la Cepal (1978). *Series históricas del crecimiento de América Latina*, Santiago de Chile.

*Diario Oficial*, varios números, Bogotá.

Fondo Monetario Internacional. *International Financial Statistics*, Washington, D. C.

Foreign Bondholders Protective Council, *Annual Report*, Nueva York.

*Informe del Contralor*, 1927-1986, Bogotá.

*Informe del Superintendente Bancario*, varios años, Bogotá.

Institute of International Finance. *Bulletin*, varios años, Nueva York.

League of Nations. *Statistical Yearbook*, varios años)

League of Nations. *Treaty Series*, 1936-1937.

Memoria de Hacienda. (Varios años). Bogotá.

Mitchel, B. (1993). *International Historical Statistics: the Americas and Australasia*, Detroit.

Naciones Unidas. *Economic Commission for Latin America*, Annual Report, varios años.

*Revista de Economía Colombiana*, varios años, Bogotá.

*Revista del Banco de la República*, 1927-1950, mensual. Bogotá.

The Council of Foreign Bondholders, *Annual Report*, Londres.

The Council of Foreign Bondholders, archivos de correspondencia sobre Colombia, sin publicar, Londres.

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

The Council of Foreign Bondholders, *Minutes*, sin publicar, Londres.

*The South American Journal*, varias ediciones, Buenos Aires.

*The Stock Exchange Yearbook*, varias ediciones, Londres.

## 2. Artículos y libros

Aggarwal, V. (1989). "Interpreting the History of Mexico's External Debt Crises", en Eichengreen, B. Lindert, R. eds. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, MIT.

Avella Gómez, M. (1988). "Stylized Facts on Public Debt in Colombia and related issues". Mimeo, University of Glasgow, Glasgow, United Kingdom.

\_\_\_\_\_ (2003b). "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la paz británica a la paz americana", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, Bogotá, No 251.

\_\_\_\_\_ (2003c). "Antecedentes históricos de la deuda colombiana. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la Gran Depresión, 1929-1934", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, Bogotá, No 270.

\_\_\_\_\_ (2003d). "Antecedentes históricos de la deuda colombiana. El proceso de moratoria formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935". Borradores de Economía No 271. Banco de la República, Bogotá.

\_\_\_\_\_ (2004) "Antecedentes históricos de la deuda colombiana. La renegociación de la deuda externa de Colombia en los 1930 y 1940. Tercera ronda: 1944-1949", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, Bogotá, No 310.

Avramovic, D.; Gulhati, R. (1958). *Debt Servicing Capacity and Postwar Growth in International Indebtedness*. IBRD, Washington.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (1960). *Debt Servicing Problems of Low Income Countries, 1956-1958*, John Hopkins Press, Baltimore.

Bittermann, Henry J. (1973). *The Refunding of International Debt*, Duke University Press, Durham.

Cline, W. R. (1995). *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

Dawson, F. (1990). *The First Latin American Debt Crisis. The City of London and the 1822-25 Loan Bubble*, Yale University Press, New Haven y Londres.

Díaz-Alejandro, C. (1983). "Stories of the 1930s for the 1980s", en Aspe Armella, P.; Dornbusch, R.; Obstfeld, M. (eds.). "Financial Policies and the World Capital Market. the Problem of Latin American Countries", en *NBER*, Chicago Press, Chicago.

\_\_\_\_\_ (1984). "Latin America in the 1930s", en Thorp, R. (ed.). *Latin America in the 1930s*, Macmillan, Londres.

- 
- Dornbusch, R.; Fischer, S. (1985). "International Capital Flows and the World Debt Problem", Mimeo.
- Drake, P. (1989). *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University Press, Durham y Londres.
- Eichengreen, B. (1988). "The US Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955", en Sachs, J. (ed.) (1988).
- \_\_\_\_\_ (1991). "Trends and Cycles in Foreign Lending", en Serie de documentos para discussion, No. 451, *Centre for Economic Policy Research*, Londres.
- \_\_\_\_\_; Portes, R. (1986). "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences", en *European Economic Review*, No. 30.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (1987). "The Anatomy of Financial Crises", en Portes, R.; Swoboda, A. *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press.
- Fishlow, A. (1986). "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19<sup>th</sup> Century and the Interwar Period", en Kahler, M. (editor) (1986). *The Politics of International Debt*, Cornell University Press, Ithaca, NY.
- Garay, L. J. (1991b). *Colombia y la crisis de la deuda*, Cinep-Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (1991a). *El manejo de la deuda externa de Colombia*, Fescol-Cerec, Bogotá.
- Gayer, A.; Rostow, W.; Schwartz, A. (1953). *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*, Vol. I, Clarendon Press, Oxford.
- Hall, A. ed. (1968a). *The Export of Capital from Britain, 1870-1914*, Methuen and Co. Londres.
- Kindleberger, Charles. (1984). *A financial History of Western Europe*, George Allen and Unwin, Londres.
- Krugman, P. (1988). "External Shocks and Domestic Policy Responses", en Dornbusch, R.; Helmers, F. *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*, EDI, series en desarrollo económico, Oxford University Press, Oxford.
- Krugman, P. (1995). "Growing World Trade: Causes and Consequences", en Brookings Papers on Economic Activity. *The Brookings Institution*, Washington.
- Lewis, C. (1938). *America's Stake in International Investments*, The Brookings Institution. Washington, D. C.
- \_\_\_\_\_ (1945). *Debtor and Creditor Countries: 1938, 1944*, Brookings Institution, Washington, D. C.
- Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, University Press, Princeton.
- Mitchell, B. R. (1980). *European Historical Statistics 1750 – 1975*, New York, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1983). *International Historical Statistics: The Americas and Australasia*, Detroit.

- 
- Moulton, H.; Pasvolski, R. (1932). *War Debts and World Prosperity*, Brookings Institution.
- Ocampo, J. A. ed.(1987). *Historia económica de Colombia*, Fedesarrollo-Siglo XXI Editores, Bogotá.
- \_\_\_\_\_; Lora, E. (1988). *Colombia y la deuda externa. De la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochentas*, Tercer Mundo Editores-Fedesarrollo, Bogotá.
- Pecchioli, R. M. (1983). *The Internationalization of Banking. The policy issues*, OCDE, Paris.
- Perry, G., Junguito, R.; de Junguito, N. (1981). “Política económica y endeudamiento externo en Colombia 1970- 1980”, en *Desarrollo y Sociedad*, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico, CEDE, Universidad de Los Andes, No. 6, Bogotá.
- Randall, S. (1977). *The Diplomacy of Modernization: Colombian-American Relations, 1920-1940*, University of Toronto Press, Toronto.
- Rippy, J. (1931). *The Capitalists and Colombia*, The Vanguard Press, 1931.
- \_\_\_\_\_. (1950). *British Investments in Latin America, 1822 1949*, University of Minnesota Press, Minneapolis.
- Royal Institute of International Affairs (1937). *The Problem of International Investment*, Oxford, University Press. Londres.
- Simon, M. (1968). “The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914” in Hall, A. (1968a).
- Stallings, B. (1987). *Banker to the Third World. US Portfolio investment in Latin America, 1900-1986*, University of California Press, Berkeley.
- Stone, I. (1968). “British Long-term Investment in Latin America, 1865-1913”, en *Business History Review*, No. 42.
- \_\_\_\_\_. (1977). “British Direct and Portfolio Investment in Latin America before 19142, en *Journal of Economic History*.
- Villanova, A.; Suzigan, W. (1973). *Politica do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945*, INPES, Rio de Janeiro.
- Wallich, H. (1943). “The Future of Latin American Dollar Bonds”, en *American Economic Review*, No. 33.
- Wilkie, J. (1990). *Money and Politics in Latin America*, UCLA Los Angeles.