
ASPECTOS MONETARIOS DE LA
GRAN DEPRESION EN COLOMBIA.
POLITICA Y EVIDENCIA EMPIRICA
1929-1936*

Fabio Sánchez

Fabio Sánchez

Departamento de Economía

Rutgers University - New Brunswick, N.J.

Aspectos monetarios de la gran depresión en Colombia. Política y evidencia empírica 1929-1936.

Cuadernos de Economía. No. 14. Bogotá, 1990. pp. 195-232

Resumen. *La deflación colombiana (32%) fué la más alta de América Latina y la caída del PIB (2.4%) la más baja, durante los años, críticos de la Gran Depresión. La pregunta es entonces: funcionó el patrón oro? Parcialmente si pues el banco no fue del todo ortodoxo con respecto al cumplimiento de las reglas que ese patrón supone. Los cambios en los activos domésticos no tuvieron la misma dirección que los de las reservas de oro. Esta falla que involuntaria e inconsciente pero cabe suponer que si no fuera por ella la deflación podría haber sido mayor.*

La base monetaria, cuyas fuentes son las reservas internacionales y los activos domésticos, determinó la dinámica de la oferta monetaria. Sin embargo, operó un cambio en su composición. Los activos domésticos explicaron las variaciones monetarias durante y después de la crisis pero no en el período de precrisis cuando el liderazgo lo ejercieron las reservas internacionales. Entre los activos domésticos, fueron los créditos al gobierno los que ganaron importancia después del establecimiento del Control de Cambios, en octubre de 1931, a costa del crédito al sector bancario privado. A partir de este año también se hace evidente la separación del Banco de la República de los preceptos del patrón oro.

* Se agradecen los comentarios del Profesor Eugene White de la Universidad de Rutgers, New Jersey. También la colaboración del Dr. Luis Carlos León, Secretario de la Junta Directiva del Banco de la República, al permitirme tener acceso a las Actas de Junta Directiva, de Gloria Hurtado del Banco de la República, quien ordenó el material y de Ruth Zambrano, de la Universidad Nacional de Colombia, por el trabajo de computador.

1. INTRODUCCION

El presente trabajo tiene como objetivo hacer una presentación de los aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia durante el período 1928-1936.

La primera parte desarrolla un breve recuento de la evolución de la economía colombiana en la década del 20 y de sus aspectos monetarios hasta 1928.

La segunda parte presenta la política seguida por el Banco de la República para hacer frente a la crisis. La investigación sobre este punto se hace fundamentalmente con base en las Actas de la Junta Directiva del Banco de la República. A través de ellas es posible seguir la discusión en torno a los hechos y las medidas decretadas para enfrentarla. Como complemento a las actas, se utilizan las revistas mensuales del mismo Banco y el Informe Anual del gerente a la Junta Directiva. Este trabajo hace un recuento histórico dirigido principalmente a mostrar la evolución de la política monetaria con continuas referencias a la política cambiaria, que muchas veces se entrelazó con ella o le sirvió como sustento.

La tercera parte del trabajo desarrolla los aspectos estadísticos referentes a la evolución de los medios de pago; la base monetaria y sus componentes, y el multiplicador durante el período. Junto con este último se muestra la evolución de las relaciones entre efectivo y depósitos en cuenta corriente y entre reservas bancarias y depósitos en cuenta corriente, que son sus determinantes. El análisis se lleva a cabo dividiendo el período de 1928 a 1936 en tres subperíodo, a saber: el del final del auge que va de enero a noviembre de 1928, el período de la deflación, que va desde fines de 1929 hasta la suspensión de la libre convertibilidad en octubre de 1931 y el período de la reflación desde aquel momento hasta diciembre de 1936, fin del período considerado. Posteriormente se analizan la evolución de las diferentes fuentes de la base monetaria: reservas de oro, préstamos y descuentos, moneda de tesorería, y otros activos y pasivos del Banco de la República, mostrando su dinámica y cambios durante los períodos considerados arriba. Finalmente se muestran las relaciones entre la fuente externa de la base monetaria: las reservas de oro, con los activos domésticos o fuente interna de la base monetaria y sus diferentes componentes: préstamos y descuentos a los bancos accionistas y al gobierno nacional.

2. ANTECEDENTES

“La danza de los millones” es el calificativo general dado a la década del 20, pues durante este período no sólo Colombia, sino muchos países de América, tuvieron acceso a grandes cantidades de crédito, lo que financió en Colombia una expansión de obras públicas, principalmente la creación de un sistema de transporte y vías de comunicación que permitiese una mejor exportación de sus productos, sobre todo de café¹. Como resultado de esta avalancha de crédito, la deuda externa total se incrementó de 24.1 millones en 1923 a 137.7 millones en 1927 y a 245.5 millones en 1931², es decir se multiplicó por 10 en 8 años (ver cuadro No. 1). El aumento de la deuda externa estuvo acompañado también de un auge del sector externo, principalmente de las exportaciones de café. El valor de las exportaciones se expandió durante el período 1925-1929 al 11% anual y el quantum al 7%. Las importaciones se incrementaron a un ritmo de 12.3% y las importaciones reales al 9.4% - 9.7% anual, así las importaciones totales aumentaron entre un 150% a 170% entre 1924-1928³.

CUADRO No. 1							
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS DE COLOMBIA 1923-1936							
	QUANTUM DE EXPORTACIONES		IMPORTACIONES REALES	SALDO DEUDA EXTERNA	INGRESOS DE LA NACION	TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL	INDICE DE INFLACION (alimentos 1923=100)
	Café	Productos Nacionales					
	(1925.9=100) a.	(1925.9=100) a	(Millones de pesos) b	(Millones de pesos) c	d.	e.	
1923	84,1	85,9	32,5	24,1	43,5		100
1924	90,4	92,0	45,3	28,4	39,8		106,1
1925	79,4	81,6	68,7	29,9	51,5		113,4
1926	100,2	100,1	93,1	66,4	60,6		139,4
1927	96,2	96,6	107,9	137,7	86,1		127
1928	108,5	107,1	123,5	230,2	107,4		127,3
1929	115,7	114,7	107,5	249,1	75,2	3,5	123,9
1930	129,5	128,5	59,8	246,7	54,3	-0,8	99
1931	123,8	122,4	47,2	245,5	53,6	-1,5	83,8
1932	130,0	126,7	39,3	243,8	50,2	6,6	70,9
1933	129,6	126,5	49,2		72,2	5,6	101,7
1934	125,9	124,0	59,5		86,2	6,3	101,2
1935	153,8	150,4	64,9		72,9	5	107,3
1936	160,9	157,3	73,3		86,1	1,5	110,8

Fuente: a. OCAMPO José A. y MONTENEGRO, Santiago “La crisis mundial...”*. Cuadros A1,A5
 b. ECHEVARRIA, Juan J. “La deuda Externa...”* Cuadro A1.
 c. BERNAL Joaquín, “Las Finanzas de Sector Público...”* Cuadro 1
 d. CEPAL. Análisis y Proyecciones del Desarrollo Económico, V.III, El Desarrollo Económico de Colombia México, ONU, 1957
 e. LOPEZ, Hugo, “La Inflación en Colombia...”*
 *. Para referencia completa ver notas.

El auge del sector externo fue acompañado también por un crecimiento acelerado de los ingresos totales de la nación, pues el aumento de las importaciones llevó a un incremento de los ingresos fiscales, basados en la renta de aduanas⁴. Así, los ingresos totales de la nación aumentaron en términos nominales en un 246% entre 1923 y 1928 y en términos reales en un 193% en el mismo período. Esta bonanza de ingresos de la nación se dirigió en gran parte a la construcción de carreteras, caminos y ferrocarriles. Aunque no siempre eficiente y algunas veces realmente desperdiciante, el Ministerio de obras públicas, que absorbió el 43% de los gastos de la nación entre 1924-1929, pudo mostrar algunos resultados importantes: la red de ferrocarriles pasó de 1500 kilómetros en 1922 a 2700 en 1930 y la de caminos y carreteras en 1651 kilómetros, alrededor de 25% de la red existente en 1934⁵.

Ahora bien, el auge del sector externo, produjo un fuerte aumento en la demanda interna que provocó una fuerte presión inflacionaria en los precios de los bienes de consumo, agrícolas y manufacturados. El cuadro No. 1 presenta el índice de precios ponderados a nivel nacional para productos agropecuarios. El aumento anual de estos últimos se situó alrededor del 5.5% entre 1926 y 1928. Los años de mayor inflación fueron entre 1925 y 1928 en los que la tasa de crecimiento de precios alcanzó un 25% anual⁶.

El cuadro No. 1 presenta los índices de las cuentas de la nación que hemos resumido en este breve recuento.

3. ASPECTOS MONETARIOS DE LA DECADA DEL VEINTE (1923 - 1927)

En el cumplimiento de la ley 60 de 1922 el gobierno del presidente Ospina contrató los servicios de una misión de técnicos norteamericanos encabezados por el profesor Edwin Kemmerer. Las recomendaciones de la misión se plasmaron en la ley 45/1923 sobre establecimientos bancarios y 25/1923 ley orgánica del Banco de la República. La primera ley sometió a los bancos a vigilancia estatal en materias tales como posesión de acciones, empréstitos, encajes, etc. La oficina encargada de llevar a cabo tal vigilancia fue la Superintendencia Bancaria. La segunda ley consagró la existencia del Banco de la República con el derecho exclusivo de emisión de billetes representativos de oro y convertibles en oro a su presentación. Como objetivos, el Banco de la República tendría la unificación del numerario nacional, el saneamiento y la "elasticidad" del medio circulante, procurar la estabilidad de las tasas de cambio y de interés y ser punto de unión y apoyo al resto del sistema bancario⁷.

El Banco de la República adoptó el patrón-oro, en su modalidad clásica y se impuso una rígida convertibilidad por moneda de oro. Se impuso igualmente un encaje del 60% en oro con respaldo de los billetes en circulación, que para ese entonces era el más alto del mundo. Este hecho fue producto directo del pensamiento Kemmerer con respecto al patrón-oro. Según este asesor la completa subordinación del sistema monetario a las "reglas del juego" del patrón-oro aseguraría en todo momento la convertibilidad y la estabilidad monetaria.

“Con el patrón-oro —anota Kemmerer— el manejo que resulte necesario tendrá que imponerse a un sistema monetario que es fundamentalmente automático en su funcionamiento y debería conducirse de acuerdo con ciertos principios que sean aceptados por los bancos centrales del mundo bajo la autoridad de sus respectivos gobiernos”⁸.

Se trataba entonces de seguir las “reglas del juego” del patrón oro. De acuerdo con estas reglas, los bancos centrales tendrían el importante papel de facilitar el ajuste internacional de pagos reforzando los efectos de los desequilibrios de la balanza de pagos sobre la economía interna para acelerar el proceso de ajuste, o al menos no obstaculizándolo. La tasa de redescuento y la política de crédito eran las herramientas de política a utilizar bajo la presencia de desequilibrios. El Banco Central debería aumentar sus activos domésticos al incrementarse las reservas internacionales y reducirlos cuando las reservas cayeran⁹. Bajo estas premisas comenzó actividades el Banco de la República.

El período 1923-1927 estuvo enmarcado por las discusiones sobre la inflación y la necesidad de establecer controles más estrictos sobre la política de crédito del Banco Central¹⁰. La ley 25 de 1923 había establecido que el Banco no podía redescantar documentos por encima de la tercera parte de su capital pagado y reservas, independientemente de la demanda por redescuentos y la tasa de redescuento. Sin embargo esta restricción no fue suficiente para contener el rápido crecimiento del crédito primario, por lo que el Banco fue culpado de tener una política “inflacionista”. El Banco aducía que a pesar de su política “prudente y moderada” las circunstancias económicas habían sido “excepcionales”¹¹, dadas las constantes entradas de dinero al país provenientes de la indemnización americana y el acelerado flujo de préstamos internacionales. Sin embargo, sus contradictores sostenían que el crecimiento de crédito primario se debería más bien a la existencia de un diferencial de tres puntos entre la tasa de interés de las colocaciones bancarias y la tasa de redescuento, lo que estimulaba el uso de redescuento¹². Unido a este factor, se encontraba también la laxitud en el control de las condiciones que debían cumplir los documentos usados como garantía de financiación. La discusión sobre el problema trajo como resultado la adopción de la llamada “línea básica” como política de redescuento en febrero de 1928, según veremos adelante.

Sigamos pues la evolución de algunas de las variables monetarias más importantes entre 1923-1927. El cuadro 2 presenta la base monetaria y sus diferentes fuentes: reservas de oro, préstamos y descuentos, moneda de tesorería y otros activos y pasivos del Banco de la República. Es claro el incremento en la participación de las reservas de oro en la base monetaria que pasó del 31.8% en 1925 al 61.5% en 1927; es decir, casi el doble. La participación de los préstamos y descuentos a los bancos accionistas —pues los del gobierno son de cuantía mínima— casi que se triplica durante el período, pues pasa del 7.2% a 20.9%. Estos movimientos son compensados tanto por una caída en la participación de la moneda de tesorería —que pasa del 69.3% al 31.4%— como por un aumento de la participación de los pasivos de -8.3% a -13.8% aunque este último ítem, según se observa en el cuadro No. 2, permaneció estable en valor desde 1924.

CUADRO No. 2
LA BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES 1924-1927

	RI	PDG	PDB	MTE	OAP	BM*
Junio 1924	31,80	-	7,20	69,30	-8,30	44344
Junio 1925	50,50	-	14,20	50,00	-14,80	52059
Junio 1926	58,20	0,60	17,60	36,70	-13,10	64383
Junio 1927	61,50	-	20,90	31,40	-13,80	68608

Fuente: Apéndice Estadístico.

Notas: RI = Reservas Internacionales, PDG = Préstamos y Descuentos al Gobierno
PDB = Préstamos y Descuentos a los Bancos Accionistas. OAP = Otros activos del Banco de la República.

*. Miles de Pesos

El cuadro No. 3 presenta la tasa de crecimiento y la participación en el crecimiento de la base monetaria de cada uno de sus fuentes. Entre 1924 y 1925 las reservas de oro crecieron un 86.12% y su participación en el crecimiento de la base fue por encima del 100%, exactamente el 157.6%. Los préstamos y descuentos a los bancos crecieron un 133% en el mismo período y su participación en el crecimiento de la base fue del 55.2%. Estos dinámicos movimientos estuvieron compensados tanto por una caída de la moneda de tesorería -15.3%— como por un aumento de los pasivos del Banco de la República -un 108%, para el mismo período 1924-1925. la participación tanto de la moneda de tesorería como de los pasivos del Banco de la República en el crecimiento de la base, reflejó su propia dinámica: - 61.01% y -51.14% respectivamente.

Para los años siguientes y hasta 1927, la dinámica de crecimiento de todos las fuentes y de la propia base monetaria decrece, pues esta última creció sólo un 6.8% durante el período 1926-1927, frente a un 23.7% entre 1925 y 1926. Sin embargo la participación de los préstamos y descuentos a los bancos en el crecimiento de la base monetaria se incrementa a un 62.8% para 1926-1927. Este último hecho daría razón a aquellos que se quejaban de la laxitud de la política del Banco respecto a los préstamos y descuentos y la necesidad de cambiar los controles establecidos.

4. LA POLITICA MONETARIA EN LA GRAN DEPRESION

4.1 Aspectos generales de la Gran Depresión

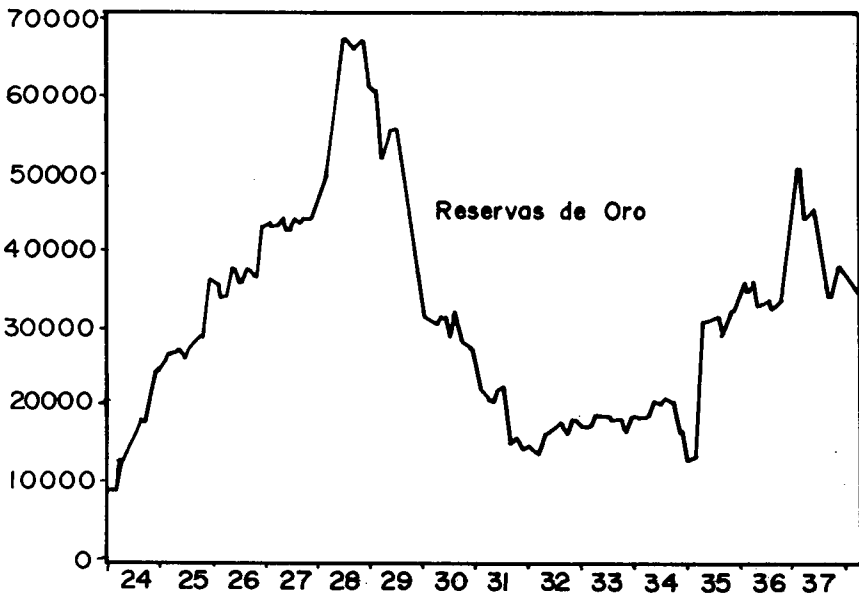
En agosto de 1928 se alcanza el más alto nivel de reservas de oro desde la fundación del Banco de la República, 67.6 millones. A partir de ese momento se inicia su vertiginosa caída. En septiembre de 1931 el nivel de reservas estaba en 14.6 millones, es decir, un 78% menor que 3 años antes (ver gráfico No. 1). Este resultado es el reflejo de una caída violenta tanto en el valor de las exportaciones, que se redujeron en más del 50% entre 1928- 1932, como en el nivel de ingreso nacional, que cayó de 75.5 millones a 43.7 en 1931 y a 41.5 en 1932. Es decir, se redujo en términos nominales en un 42% durante el período 1928-1931. Este

CUADRO No. 3 CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA Y LA PARTICIPACION DE CAJA COMPONENTE EN EL CAMBIO TOTAL DE LA BASE 1924-1927									
	$\Delta RI/RI$	$\Delta RI/\Delta BM$	$\Delta PDT/PDT$	$\Delta PDT/\Delta BM$	$\Delta MTE/MTE$	$\Delta MTE/\Delta BM$	$\Delta OAP/OAP$	ΔBM^*	$\Delta BM/BM$
Junio de 1924	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Junio de 1925	86.12	157.6	133	55.2	-15.32	-61.01	-108.0	7715	17.39
Junio de 1926	42.56	90.7	36.2	34.3	9.13	-19.28	-9.27	12324	23.76
Junio de 1927	12.6	112	22.7	62.8	8.71	46.53	-13.09	4425	6.87

Fuente: Anexo estadístico
 Notas: RI= Reservas Internacionales, PDT= Préstamos y descuentos totales, MTE= Moneda de Tesorería
 OAP= Otros activos pasivos del Banco de la República, BM= Base Monetaria

GRAFICO I.

(Miles de pesos)

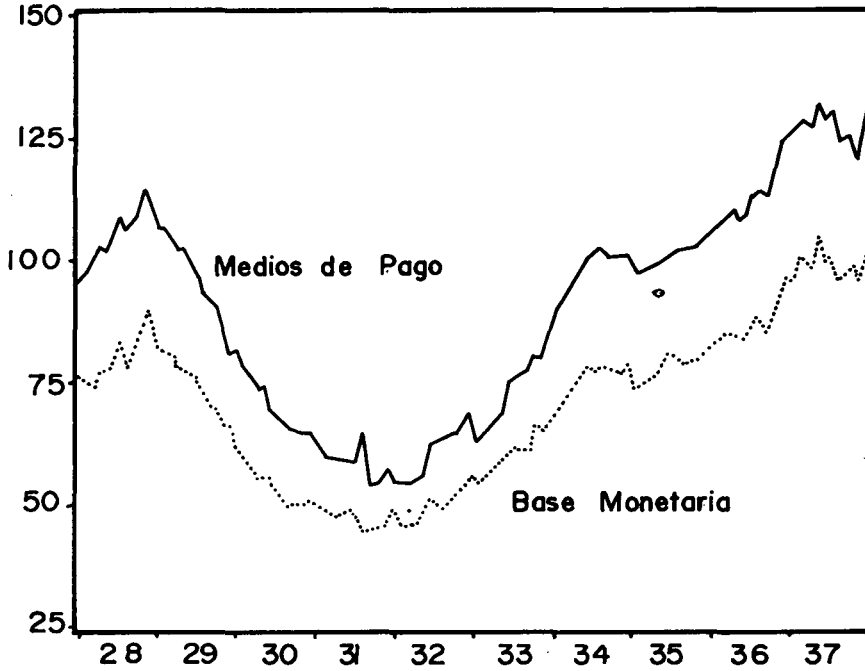


Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

proceso estuvo acompañado de una profunda deflación. En efecto, el nivel de precios se redujo en un 32% entre 1928-1931 y un 47.7% entre 1928 y 1932 (ver cuadro 1). La contracción monetaria tampoco se dejó esperar. La base monetaria que había alcanzado un pico de 88.4 millones en noviembre de 1928 se había reducido a 44 millones para agosto de 1931, es decir, cayó alrededor del 50%.

GRAFICO 2.

(Millones de pesos)



Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

Otro tanto sucedió con los medios de pago. Su pico fue alcanzado en noviembre de 1928, 114.2 millones y se había reducido a 53.5 millones para noviembre de 1931, es decir, aquellos cayeron alrededor del 53% (ver gráfico No. 2).

Colombia experimentó pues una fuerte contracción monetaria y deflación, aunque los efectos reales no fueron tan fuertes como en otros países de América Latina. El PIB real de Colombia sólo cayó 2.4% entre 1929-1931 mientras que los de Argentina, Chile y México experimentaron una caída del 14%, 27% y 16% respectivamente, entre 1929 y 1932, Brasil acompañó a Colombia con una disminución sólo del 4% entre 1929 y 1931¹³. El PIB real de Estados Unidos y Canadá cayó un 29% y 30% respectivamente entre 1929- 1933. Es de anotar también que en el período 1929-1932, entre los países mencionados, Colombia tuvo la más alta deflación 32% y la más alta reducción en la oferta monetaria, un 52%. Las deflaciones de Argentina y México fueron del 22% y 21% respectivamente y las contracciones monetarias fueron para Argentina 22% y para México de 3%. El caso chileno es paradójico, ya que tuvo entre 1929-1932 una inflación del 4% y un aumento de la oferta monetaria del 34% y sin embargo, entre los países mencionados registra la más alta caída en el PIB real, 27%.

Los efectos internos en Colombia de la crisis fueron diversos¹⁴. La caída de la actividad comercial generada por la baja del ingreso cafetero, de los recortes de gasto público y la contracción en el crédito externo, indujeron a una disminución de las importaciones a pesar de la baja del precio de los bienes importados, resultado de las deflaciones de Estados Unidos y Europa. En efecto el valor de las importaciones cayó de 162.3 millones en 1928 a 34.4 millones en 1932, es decir, alrededor del 78%, mientras su quantum se redujo en un 70% entre 1928 y 1932 (ver cuadro 1). El ingreso y gasto público también se contrajeron drásticamente. Los ingresos totales de la nación cayeron entre 1928 y 1932 un 53%, de 107.4 millones a 50.2 millones. El gasto público siguió un comportamiento similar al del ingreso. De 119.3 millones en 1928 se redujo a 50.2 millones en 1932¹⁵.

Los efectos más drásticos de la crisis se concentraron en aquellos sectores no productores de bienes agropecuarios como la construcción, que cayó un 57% durante la depresión, y el transporte interno, —por ejemplo, la carga movilizada por el Magdalena se redujo en un 55% y la movilizada por los ferrocarriles en un 42%. La contracción de la producción industrial no fue muy alta, sólo un 5.1%. Es más, a partir de 1931 y hasta 1937 el crecimiento industrial alcanzó un ritmo del 12.4% anual¹⁶.

4.2 La Crisis

En enero de 1928 había preocupación en el seno de la Junta Directiva del Banco de la República por el “abuso de los redescuentos”¹⁷. La situación era tal, que el Central Unión Trust Company, un banco de New York, se había manifestado sobre los problemas que iría a tener el Banco de la República de continuar con esta política. La propia Junta Directiva reconocía que los redescuentos habían venido en un ascenso continuo, y que incluso algunos bancos los estaban utilizando como capital adicional. Para corregir tal situación se fijó la llamada “línea básica”, según la cual el tope máximo de redescuento sería igual al total del valor efectivo de sus acciones y al doble del promedio de sus depósitos en el Banco de la República multiplicado por 1.66. Para sobrepasar tal límite se requería préstamos garantizados con prenda de obligaciones descontables en el Banco de la República, y además se cobraría un interés adicional que iría aumentando un 1/4% por cada 10% de exceso sobre la “línea básica”. Hubo protestas de algunos sectores por las medidas adoptadas, pero para abril, estas parecían haber cumplido sus propósitos. En efecto, el saldo de los redescuentos totales había bajado de 15.6 millones a 8.6 millones para abril y a 4.3 millones para julio de 1928¹⁸. La situación era tal que la Junta Directiva consideró la necesidad de una baja en el tipo de redescuentos que estaba en el 7%, pues los redescuentos ya eran inferiores al capital del Banco y la relación de oro a billetes en circulación había ascendido del 99% en enero al 120% en abril y a 135% para julio de 1928¹⁹. Sin embargo, el Banco no modifica su posición respecto a las políticas de redescuento e incluso niega las propuestas de algunos miembros de hacer más laxa la política del Banco y eliminar la prohibición de redescantar obligaciones y garantías con prenda de valores como acciones, cédulas etc.²⁰. A partir de julio los redescuentos vuelven a incrementarse en forma acelerada, pasando de 4.3 millones a 13.3 millones a enero de 1929. Por otra parte existía el temor de una suspensión de

los flujos de préstamos hacia Colombia, e incluso había habido una circular del Departamento de Comercio de los Estados Unidos relativa a la situación financiera de Colombia²¹.

Los redescuentos continúan aumentando y para marzo de 1929 ya habían alcanzado los 20 millones, tanto que el gerente informa sobre una considerable solicitud de cambio de billetes por oro y dólares que había traído como consecuencia una baja de 10.0 millones en las reservas de enero a marzo de 1929. En marzo es decretado tanto un aumento de la tasa de redescuento —del 7% al 8%— como del precio del dólar —de 101 1/2 a 102 3/4—²². El Banco argumentó que el aumento de los redescuentos de los bancos accionistas había hecho descender la reserva metálica total de la institución que en diciembre de 1928 era del 96.99% al 86%, 28% en 31 de marzo. “Semejante estado de cosas —informaba la Revista del Banco— hacía inaplazable el alza del descuento...”²³. La medida trajo una ligera mejoría en el estado de las reservas, que subieron de 50 millones en abril a 55 millones en julio de 1929. Para los mismos meses los redescuentos habían bajado de 17.2 a 11.3 millones. En el seno de la Junta Directiva existía tranquilidad por la eficacia de la medida adoptada, aunque había preocupación por la lluvia de críticas a la política de los bancos accionistas y del propio Banco de la República principalmente de los periódicos de Cali, Medellín y Manizales²⁴.

Hacia finales de julio, considerando que la reserva metálica del Banco superaba el 100%, se restableció la tasa del 7%²⁵, pero en agosto, el Banco de Inglaterra decreta una alza del tipo de descuento que se sitúa alrededor del 6 1/2% y la reacción doméstica no se dejó esperar. El 9 de octubre la Junta Directiva del Banco de la República aprobó el alza del tipo de descuento debido tanto al alza ingresa como a la reducción interna de las reservas de oro que habían caído del 55.8 a 44.3 millones entre julio y octubre de 1929. El tipo de descuento quedó en un 8% y en un 7% para el gobierno y operaciones agrarias. La medida no pareció tener ningún efecto, pues las reservas de oro bajaron otros 4 millones y los redescuentos aumentaron 2 millones en el transcurso de un mes. El 19 de noviembre la Junta del Banco de la República decretó una nueva alza del tipo de redescuento del 8% al 9% y del 7% al 8% para operaciones agrarias²⁷. El panorama para aquel entonces era francamente desolador. En diciembre de 1929 la Revista afirmaba que se tenía:

“...una crítica perspectiva fiscal, que obliga al gobierno a tomar necesarias aunque dolorosas medidas de economía en los gastos públicos que habrán de acrecer el malestar social. Y como consecuencia de estas circunstancias al par que de factores económicos como la fuerte baja del café, ha sobrevenido una crisis en todos los negocios del país con la consiguiente paralización de todas las actividades y el deprecio de todos los valores y servicios”²⁸.

El año 1930 se inicia con fuertes críticas a la política del Banco. Las Cámaras de Comercio y la Federación de Cafeteros solicitan la baja en el tipo de redescuento y el aumento de crédito para “fomentar la economía nacional”. El Banco accede parcialmente a esta petición y aumenta la “línea básica” de los bancos accionistas en un 10%²⁹. A las dificultades del sector privado se suman las del gobierno que había visto disminuidas sus entradas y enfrentaba una seria crisis fiscal. Los

préstamos al gobierno, que siempre habían sido inferiores a 1 millón y eran de corto plazo, aumentaron de 1.9 a 3.4 millones de febrero a abril de 1930³⁰

De enero a marzo de 1930 la base monetaria había caído 10 millones pasando de 65.2 a 55.2 millones y los billetes en circulación habían disminuido también pasando de 37.5 a 29.9 millones. La circunstancia de que la circulación estaba bastante mermada y de que la reserva metálica estaba por encima del 100%, además del hecho de que una rebaja en el tipo de descuento en Estados Unidos y Europa, llevó a la Junta Directiva del Banco, en mayo de 1930, a disminuir la tasa de descuento de 9% a 8% y del 8% al 7% para operaciones agrícolas³¹. La medida no tuvo el efecto esperado, pues los préstamos y descuentos no aumentaron y por el contrario tendieron a disminuir pasando de 17.0 millones en la fecha de la rebaja a 12.7 millones para agosto de 1930. El Superintendente Bancario explicaba que la baja del redescuento:

“...no ha tenido el efecto que era de esperarse en el sentido de estimular los negocios, porque los bancos afiliados habían llegado a una cifra alta de redescuentos que la prudencia no les permitía aumentar, teniendo en consideración que sus depósitos habían venido bajando y era necesario mantener margen suficiente de crédito en el Banco Emisor en casos de emergencia... durante la depresión muchos de los activos de los bancos comerciales tendieron a congelarse, y como la capacidad de prestar que tienen dichas entidades dependen de la liquidez de sus activos, a medida que se imponía para ellos la necesidad de tolerar renovaciones de la buena clientela, perdían también capacidad para conceder nuevos préstamos”³².

Frente a esta situación económica el gobierno decidió contratar, por segunda vez, los servicios de Walter E. Kemmerer. Su llegada al país coincidió con el inicio del nuevo gobierno encabezado por Enrique Olaya Herrera³³. Las recomendaciones de la Segunda Misión aconsejaron reformas al Banco Central, la Superintendencia Bancaria, la Ley de presupuesto del crédito público, los bancos del tesoro, etc.

Respecto a la política del Banco Central, las recomendaciones de Kemmerer resaltaron la necesidad de que el Banco realizara operaciones de mercado abierto, como las existentes en los otros países, emitiendo bonos de 4 o 5 años. Kemmerer también observó la posibilidad de una rebaja en la tasa de redescuento como un estímulo, siempre y cuando esto no fuera a aumentar los créditos ya que todavía estaba saliendo oro del país. Otro de los puntos relevantes recomendados por la misión fue la necesidad de una reforma de la Ley Orgánica del Banco de la República de 1923 para darle cabida a organizaciones de carácter gremial en la designación de los directores de banco³⁴. Esta última recomendación tuvo gran acogida y fue así como noviembre de 1930 se proponen 2 nuevos directores del Banco que serían representantes del comercio de importación y exportación y de la agricultura y la industria, elegido uno por la Federación Nacional de Cafeteros y otro por las principales Cámaras de Comercio y Sociedades de Agricultores del país. Otras consecuencias importantes de la reforma fueron la reducción del encaje de oro al 50% del total de los billetes en circulación y depósitos, y la elevación del encaje legal de los bancos del 25 al 50% de los depósitos disponibles, es decir pagaderos a la vista o treinta días o menos, y del 25% a los depósitos pagaderos a más de treinta días. Ahora bien, si la tasa de interés del banco

accionista estuviese 2 puntos por encima de la tasa de redescuento, el encaje sería el 15% sobre depósitos disponibles y 5% sobre los depósitos a término³⁵.

Las propuestas mencionadas se convirtieron en la ley 82 de 1931, aunque no aliviaron en forma alguna la crisis. Los préstamos y descuentos totales habían aumentado de 12.7 a 17.5 millones de agosto a diciembre de 1930 y se mantuvieron alrededor de ese nivel hasta agosto de 1931, los préstamos al gobierno aumentaron de 0.9 a 4.0 millones de agosto a diciembre de 1930 para descender de nuevo hasta 1.8 millones de agosto de 1931. Mientras tanto, las reservas de oro habían caído aún más, de 31.5 millones en agosto a 24.4 millones en diciembre de 1930. Para septiembre de 1931 estaban en 14.6 millones, habían caído más del 50% en el transcurso de un año. En agosto de 1930 la base monetaria y los billetes en circulación estaban en 55.0 y 26.9 millones respectivamente, para septiembre de 1931 estaban en 44.2 y 19.2 millones respectivamente.

El año de 1931 se inició con un oscuro panorama. Las primeras medidas en enero tuvieron que ver con la colocación de pagarés del tesoro para financiar la difícil situación fiscal. El total de los pagarés era 6.0 millones, 2.0 de los cuales fueron tomados por las compañías petroleras, 2.1 por el Banco de la República después de ratificada la autorización para invertir el 15% de su capital y reservas en pagarés del tesoro, de acuerdo con la ley; 0.5 millones al Municipio de Cartagena y 1.5 millones tomaron los Bancos después de un compromiso del gobierno y del Banco de la República de tales pagarés no saldrían al mercado y con promesa de retroventa por un año³⁶. La discusión sobre la colocación de los pagarés estuvo acompañada de fuertes presiones de la Cámara de Representantes y del Congreso Cafetero contra el Banco, exigiendo una baja en la tasa de redescuento, y por la oposición del Banco al proyecto de creación de la Caja de Crédito Agrario tal como fue presentado por el Congreso³⁷. Las presiones del Congreso y de la llamada Comisión Económica Interparlamentaria, se intensificaron y el clamor del público por la baja de la tasa de descuento era cada vez más fuerte. La opinión de los directores del Banco era diversa. Unos pensaban que una baja no iba a tener ningún efecto, y que más bien contribuiría un mayor deterioro de las reservas y podría provocar un retiro masivo de los depósitos bancarios. El gobierno, representado por Esteban Jaramillo, opinaba que políticamente era necesaria la baja del redescuento por los perjuicios que pudieran ser causados al Banco por la reacción violenta del público y el Gobierno. Por otra parte, los bancos accionistas extranjeros tampoco eran partidarios de tal medida e incluso algunos de ellos amenazaron con desafiliarse del Banco de la República, si tal medida llegase a producirse. Finalmente, la medida se aplaza indefinidamente, a pesar de la difícil situación del gobierno ante el Congreso y el público³⁸.

En el curso de 1931 es constante la preocupación por el deterioro de las reservas, llegándose a plantear incluso, el peligro de una retiro masivo de oro del Banco. Hacia junio el Banco de la República tuvo que hacer circular una nota telegráfica para contrarrestar el efecto de las noticias alarmantes sobre la situación bancaria. Lo mismo hicieron el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Bancaria. En agosto las reservas metálicas bajaron aceleradamente y algunos bancos estaban incluso solicitando redescuentos para comprar dólares presionando aún más la caída de aquellas³⁹. Por el lado fiscal la situación era tal, que el

gobierno estaba haciendo gestiones con algunas compañías colombianas (Bavaria y Fosforera Colombiana) y extranjeras (Tropical Oil), para que estas anticiparan el producto de un año de impuestos. Por otra parte, la Junta votó la suspensión de la publicación del balance del 14 de agosto con la anuencia del Presidente de la República y la oposición del Superintendente Bancario⁴⁰. A comienzos de Septiembre, el Gerente del Banco es citado ante la Cámara de Representantes para exponer la política y acciones del Banco ante la crisis, pero la Junta Directiva conceptúa que el funcionario debe abstenerse de concurrir tal citación⁴¹.

La situación continuaba de mal en peor pues los bancos afiliados estaban descontando para financiar sus compras de oro. De agosto a septiembre el total de descuentos había subido de 17.5 a 22.9 millones, y los de los bancos de 14.8 a 19.3 millones, al tiempo que las reservas cayeron de 20.4 a 14.6 millones, es decir, casi 6 millones en un mes. La situación de desconfianza aumentaba y el Banco de la República llamó de urgencia el 11 de septiembre a una reunión con los gerentes de los bancos afiliados en la cual se consideraron medidas como el alza del tipo de descuento, la eliminación o rebaja del interés sobre depósitos en moneda extranjera, la limitación de las importaciones y la obtención de un crédito con los bancos extranjeros por el mundo del servicio de la deuda externa⁴².

El 21 de septiembre la Gran Bretaña suspende el patrón-oro ante el creciente retiro de saldos en libras esterlinas por quiebras bancarias en Alemania. En adelante Gran Bretaña solo pagaría en moneda extranjera las obligaciones del gobierno o del Banco de Inglaterra⁴³. El mismo 21 de septiembre el Banco suspende los préstamos y redescuentos a los bancos afiliados, salvo en casos de emergencia. El 24 de septiembre la Junta del Banco adhiere al proyecto de decreto 99 de 1931 por el cual se suspendía el libre comercio de oro y se controlaban temporalmente las operaciones de cambio, que había sido aprobado por la Comisión Interparlamentaria de asuntos económicos y financieros⁴⁴. Julio Caro, Gerente del Banco, exponía en su Informe Anual los acontecimientos de la siguiente forma:

"Entre tanto recrudecía la alarma. El público retiraba apresurado sus depósitos y por primera vez en la vida de ese Instituto Central, vimos nuestras oficinas de caja asediadas por gentes que pedían el cambio de oro por billetes de banco. Al propio tiempo los bancos extranjeros, especialmente los americanos, cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas... era el pleno pánico"⁴⁵.

En los días posteriores al establecimiento del control de cambio hubo protestas por parte de los bancos extranjeros⁴⁶, pero finalmente se logró un consenso acerca de la necesidad de las medidas.

4.3 La Reflación

Después de la tormenta desatada por el establecimiento del control de cambios, el gobierno solicitó una ampliación del cupo en el Banco de la República por 5.0 millones, solicitud que es aprobada el 7 de Octubre⁴⁷. Un mes más tarde, el gobierno sugiere contratar con el Banco la administración de la renta de salinas, concediéndole éste un empréstito por 16.0 millones que tendría como objetivos aumentar el capital de la naciente Caja de Crédito Agrario por 2.0 millones, saldar el déficit existente, pagar a los departamentos lo adeudado por la nación y em-

prender un modesto plan de obras públicas. El primer desembolso por tal contrato, hecho en diciembre de 1931, fue de 3.8 millones, lo cual hizo subir los préstamos al gobierno de 3.5 millones en octubre a 7.3 en diciembre⁴⁸. Esta cuenta le dió una verdadera dinámica a los préstamos y descuentos del gobierno y pronto se convertiría en el eje de la política del Banco hacia el gobierno hasta 1940. En efecto, los avances por concesión de salinas habían sido de 3.8 millones en diciembre del 31 y eran de 14.3 millones a junio de 1932.

Las medidas de septiembre de 1931 fueron complementadas por una baja del encaje del Banco de la República del 50% al 40% de los billetes en circulación y al 25% de los depósitos⁴⁹, por la organización de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones en diciembre de 1931 y por la disposición de que el encaje de los bancos debía mantenerse en su totalidad en el Banco de la República. En Enero de 1932 la Junta recibe peticiones de bajar la tasa de redescuento por parte de varias organizaciones gremiales industriales y de la Federación Nacional de Cafeteros. La Junta Directiva consideraba que tal medida tendría un efecto nulo sobre la actividad económica. Sin embargo, decreta la baja fijándola en un 6% para operaciones con el gobierno y los bancos accionistas y 5% para las operaciones con prenda agraria. En marzo se decreta una nueva baja en la tasa de redescuento para operaciones con prenda agraria quedando al 4% y 5% para las que se hagan directamente con particulares⁵¹. Por otra parte, la presión de los cafeteros era intensa, pues estos estaban exigiendo un alza en el tipo de cambio que había sido fijada en 1.05. Sin embargo, aunque no se decreta el alza, el Banco de la República se comprometió a pagar durante un año una prima de 10% sobre las letras procedentes de exportación de café, que se venderían al mismo Banco en bonos del 6% amortizables después de un año, pudiendo invertir en ellos el 15% de su capital y reservas. El Banco pretendía con esta medida, por un lado, conservar la estabilidad monetaria, permanecer dentro del patrón oro y mantener el cambio exterior dentro de los límites de los "gold points" y por otro, proteger las industrias que dependían de la importación y a los deudores en moneda extranjera o metálico⁵².

Otros aspectos importantes de esta política fue la creación del Banco Central Hipotecario en 1932. El proyecto global contemplaba el pago parcial de las deudas a los Bancos Comerciales y la fundación de un fuerte Banco Hipotecario, cuyo capital sería de 20 millones y que tendría como único fin facilitar a los deudores bancarios, comerciales y hipotecarios, los recursos necesarios para cancelar sus obligaciones mediante préstamos de amortización gradual⁵³.

Simultáneamente con las exigencias de los cafeteros y, en cierto modo promovida por ellos mismos, había comenzado una intensa discusión respecto a la moratoria de la deuda externa. El presidente Olaya Herrera era en extremo opuesto a la moratoria. La explicación dada para tal comportamiento era la estrecha vinculación del presidente con los intereses de los Estados Unidos, hecho que se hacía patente por ejemplo en su apoyo a la intervención armada en América Latina en la Reunión de la Habana de 1928, su aprobación incondicional a la oferta de los petroleros norteamericanos, su colaboración estrecha con la embajada, los banqueros y expertos norteamericanos en otros asuntos⁵⁴. La agitación era tal que en junio los departamentos y municipios que habían hecho depósitos en el

Banco de la República destinados al pago del servicio de la deuda externa, pidieron la devolución de tales depósitos, previa autorización del gobierno para ello. Sin embargo, ante la protesta de los fideicomisarios de los préstamos y ante el hecho de que el decreto del gobierno sólo “autorizaba” y no “ordenaba” la devolución de los depósitos, el Banco se abstiene de hacerlo y el asunto se aplaza hasta lograr un acuerdo con los fideicomisarios sobre el problema⁵⁵. La exigencia de los municipios y departamentos era el resultado de una reunión previa en abril de 1932 en la que acordaron la suspensión total del pago de servicio de la deuda⁵⁶.

En septiembre 19 se decreta una nueva baja en la tasa de redescuento quedando en el 5% y 4% para operaciones garantizadas con prenda agraria o bonos de almacenes de depósito⁵⁷ y algunos días más tarde el gobierno solicita la suscripción de un empréstito para defensa por 3.35 millones, 1.5 de los cuales sería suscrito por el Banco de la República. El préstamo estaba destinado a financiar los gastos de la guerra con el Perú que había estallado el mismo mes⁵⁸.

Durante 1932 la base monetaria aumentó de 46.6 millones en enero a 54.9 a diciembre del mismo año. Dentro de los fuentes de la base monetaria los préstamos y descuentos totales aumentaron de 27.2 a 28.4 millones entre enero y diciembre del mismo año. Sin embargo, hubo un cambio definitivo en su composición. El saldo de préstamos y descuentos de Bancos y gobierno eran en enero de 1932 16.5 y 8.7 millones respectivamente; en diciembre eran 7.3 para Bancos y 19.3 millones para gobierno. De los 19.3 de saldo, 14.7 correspondían a avances por concesión de salinas lo que da un crédito neto al gobierno de 4.6 millones. Las reservas de oro tuvieron un ligero crecimiento entre enero y diciembre de 1932 pasando de 14.2 a 17.1 millones. La relación entre reservas de oro y billetes en circulación, no varió significativamente pasando del 74.68% al 76.46% durante el transcurso del año.

El año de 1933 se inicia con la discusión sobre la renovación de la primera cafetera del 10% sobre las letras procedentes de exportaciones que había sido acordada un año atrás. La fórmula propuesta era la creación de un impuesto del 10% sobre los giros que se vendieran y una prima del 8% para todos los productos exportables, es decir, el gobierno quería continuar subsidiando las exportaciones con tal de mantener estable el tipo de cambio. Sin embargo, surgieron dudas sobre la legalidad del impuesto a los giros sobre el exterior, y se estableció la ejecución de un contrato entre el gobierno y el Banco de la República, por el cual este pagaría el 103% los giros que se ofreciesen y cobraría una prima de 10 puntos sobre los que se vendieran. El producido compensaría el excedente pagado sobre el 105%. Esta modificación del tipo de cambio apartó al Banco de la política de paridad cambiaria con el dólar dentro de los límites de los “gold points”, que el 5% no alcanzaba a sobrepasar⁵⁹.

A comienzos de Marzo de 1933 se empezó a conocer la difícil situación de los Bancos norteamericanos que tuvo que ser conjurada con cuatro días de cierre y embargo del oro. El 19 de Abril, Estados Unidos decreta el abandono del patrón oro por la baja del dólar en los mercados internacionales. Frente a la situación internacional, el Banco de la República decide mantener la cotización del dólar existente y cotizar las demás monedas extranjeras con base en los precios que

rijan en Nueva York⁶⁰. Sin embargo, el Banco decide elevar en 10 puntos la prima en la compra de barras de oro, las que se pagarían al 123% sobre su valor en dólares⁶¹. Algunos meses más tarde —en septiembre— se argumentaba que la facultad del Banco para cambiar el tipo de cambio en la conversión de los billetes estaba limitada por los “gold points” y que el contrato celebrado entre el gobierno y el Banco para compensar a los cafeteros le había permitido salirse de este límite, pero el contrato había sido alterado cuando el Banco subió la prima sobre el oro físico. Sin embargo, el concepto de la Junta Directiva era que el Banco conservaba la facultad de fijar el tipo de cambio y ante una coyuntura en la que las solicitudes de giros no atendidas llegaban al 7.0 millones, se decide fijar el tipo de cambio en 123% para la compra y 120% para la venta de giros. El tipo de cambio para el gobierno quedó fijado en 113%. Se estipuló también que en los nuevos tipos de cambio quedaban incluidas las primas establecidas por el contrato celebrado entre el Banco de la República y el gobierno en febrero de 1933⁶².

Pero la discusión no se detuvo ahí, pues existía una fuerte presión de los cafeteros para que se dejara en libertad el tipo de cambio por una parte, y por otro, una fuerte acumulación de solicitudes que giro sin atender que había llegado a 8.0 millones. El problema es discutido por la Comisión de Cambio de la Cámara de Representantes y por la Junta del Control de Cambios, los cuales proponen que se deje libre el precio de los giros manteniendo el control de las ventas y reservando una parte de estos para el gobierno. Finalmente la resolución aprobada estipula que el 85% de los giros representativos de cambio internacional podía ser vendido por sus dueños por conducto del Banco de la República al precio que se fijase entre vendedores y compradores; el 15% restante sería vendido al 113% para necesidades del gobierno nacional⁶³. Esta política según el Banco de la República iba a traer fuertes fluctuaciones pero

“permitiría a los exportadores vender sus giros a precios que la oferta y la demanda fija y ello habrá de contribuir eficazmente al necesario y urgente restablecimiento del equilibrio en la balanza de pago del país... y por la restricción a la exagerada importación de mercancías. También las industrias nacionales reciben de esa forma una nueva protección”⁶⁴.

El tipo de cambio había llegado a 157% para finales del año y el anhelado equilibrio era esquivo. En diciembre el Banco suspende las ventas de giros sobre el exterior por la fuerte disminución en las reservas metálicas⁶⁵.

Si en el campo externo el año fue de drásticos cambios, la política monetaria interna estuvo fundamentalmente ligada a la financiación de los gastos de defensa y obras públicas. En febrero de 1933 se hicieron solicitudes de desembolso para defensa por 5.0 millones⁶⁶, y en julio por la misma cantidad para llevar a cabo un plan de obras públicas⁶⁷.

El otro frente de la política monetaria se centró en las medidas tomadas para aliviar los problemas de la deuda a favor de los bancos. Las medidas decretadas contemplaron la reducción de la tasa de redescuento al 4% para las operaciones de los bancos afiliados, al tiempo que los bancos accionistas bajaron su propia tasa de interés en un 1%. Los descuentos a la Caja de Crédito Agrario quedaron

al 3%. Por otra parte, los bancos se comprometieron a otorgar prórrogas a las deudas con o sin abono. Para facilitar los abonos el gobierno renunciaría a favor de los deudores al 20% de la diferencia entre los bonos de la deuda externa y deuda interna que los bancos recibiesen en pago de acreencias. Por otra parte, el capital del Banco Central Hipotecario se aumentó en un 20% y se fijó una tasa anual de interés del 7%, para los préstamos otorgados por esa entidad⁶⁸.

Entre enero y diciembre de 1933 los medios de pago se incrementaron de 62.5 a 85.4, es decir, tuvieron un aumento del 26%. Este crecimiento estuvo liderado por un crecimiento de los préstamos al gobierno, cuyo saldo pasó de 19.5 en enero a 25.9 millones en diciembre, y por una fuerte disminución de la diferencia entre otros activos y pasivos del Banco de la República que pasó de -9.1 millones a -4.2 millones en el transcurso del año. Las reservas internacionales permanecieron prácticamente sin modificación y pasaron de 16.9 a 16.7 millones en el transcurso del año, a pesar de toda la agitación cambiaria. La cuantía de billetes en circulación pasó de 21.6 a 31.8 millones, y como las reservas en oro permanecieron estables, la relación oro a billetes en circulación bajó del 78.6% al 54.3% durante el año.

4.4 Hacia la Recuperación

Los años de 1934 a 1936 son de menor agitación en lo que se refiere a la política monetaria interna. Por un lado el saldo de préstamos al gobierno permaneció estable durante todo el período, pues en enero de 1934 estaban en 26.6 millones y en diciembre de 1936 estaba en 28.1 millones, con un ligero aumento a 34.0 millones entre marzo y mayo de 1934. La política de descuentos con respecto a los Bancos accionistas sufre altibajos durante el período. Durante 1934 el saldo de préstamos y descuentos a los Bancos accionistas pasa de 4.2 a 8.0 millones con un descenso a 2.7 millones a julio de 1934. A partir de enero de 1935 el saldo de préstamos y descuentos a los bancos accionistas decrece verticalmente hasta situarse en 0.8 millones en marzo de 1936. Durante el período completo la base monetaria se incrementa de 90.0 a 124.1 millones, los billetes en circulación de 30.9 a 57.2, las reservas de oro de 16.1 a 41.9 millones y la relación entre oro y billetes en circulación baja de 56.3% al 46.40%. Las reservas de oro bajaron en primera instancia de 18.0 millones en enero de 1934 a 12.7 millones a marzo de 1935 para incrementarse a 41.9 millones a diciembre de 1936, incremento debido principalmente a la desvalorización del peso, resultado de la baja en su contenido de oro.

En marzo de 1934 el gobierno solicita 8.0 millones para la defensa nacional que sería financiado con la acunación de 12.0 en monedas de plata cuyo costo era de 6.0, 1.5 millones, resultante del anticipo de salinas que no sería amortizado ese año y 0.5 millones resultante de la diferencia entre la venta y la compra de oro después de que la moneda fuese desvalorizada⁶⁹. La desvalorización es aprobada en diciembre de 1934, y se estipula que no debe ser mayor que la adoptada por los Estados Unidos. La Junta Directiva acepta que se tome como tipo la disminución del contenido de oro del peso a 51.454%, lo que llevaría a la paridad intrínseca con el dólar americano al 125%. También se acepta que la utilidad resultante con el aumento nominal por la reserva de oro del Banco de la República

habría de corresponder a la nación y que debería aplicarse a la disminución de la deuda del Estado a favor del Banco de la República⁷⁰.

La desvalorización determinada por el Banco se mantuvo en reserva por algunos meses, después de una larga discusión que contempló: 1) la necesidad de creación de un fondo para que el Banco interviniese en el mercado de bonos, destinando para el fondo no menos del 5% de sus utilidades anuales, pudiendo comprar y vender bonos nacionales hasta por el 15% de su capital y reserva, 2) una restricción de las compras de cambio exterior por parte del gobierno hasta por el 15% de las letras y el oro físico que entrase al país, 3) La creación de una cuenta especial en donde serían llevadas las utilidades o pérdidas por concepto de compra y venta de oro físico y giros sobre el exterior, que se liquidaría al ponerse en vigencia la reducción del contenido de oro del peso y el restablecimiento de la libre convertibilidad. El saldo de la venta se cargaría a favor del gobierno, previo visto bueno de la Superintendencia Bancaria⁷¹. Finalmente, la resolución aprobada en septiembre de 1934 es puesta en vigencia en abril de 1935, incrementándose el valor en pesos de las reservas de 12.7 a 27.4 millones.

El lado negativo de la política monetaria interna lo constituyó el comportamiento de los bancos. Como se anotó anteriormente, hubo una fuerte caída de los préstamos y redescuentos a los bancos, que llegaron a su punto más bajo en marzo de 1936 (ver gráficos No. 5, 6 y 7). Sin embargo, no existió una política clara del Banco respecto al comportamiento de los bancos accionistas, y sólo en abril de 1936 el representante de los Bancos accionistas en la Junta Directiva anunció una política más activa, que en efecto se llevó a cabo pues el saldo de préstamos y descuentos a los bancos accionistas se multiplicó por 10 de marzo a diciembre de 1936, pasando de 0.8 a 8.5 millones⁷².

Respecto a la política cambiaria, los años 1934 y 1936 fueron bastante agitados pues no existía claridad respecto a la política del precio de cambio exterior y concomitante a este hecho, la continua presión del sector cafetero sobre el gobierno. Para enero de 1934 las solicitudes de giros pendientes habían bajado de 7.0 a 3.7 millones, disminuyendo al presión sobre las reservas. Sin embargo, el Banco se mostraba renuente a cualquier intervención en el mercado para evitar fluctuaciones fuertes del tipo de cambio dadas las condiciones inciertas del mercado del dólar, limitándose a la compra de oro físico. En marzo la Junta Directiva eleva al 20% la parte de los giros que los exportadores debe vender al gobierno, medida que despierta honda oposición por parte del sector cafetero⁷³. La situación cambiaria emperó. Sin embargo, en abril de 1934 y para hacerle frente —ya que el cambio exterior había subido al 170%— la Junta aprueba un proyecto tendiente a eliminar los intermediarios en el mercado de divisas. La medida estableció un máximo de 30 días para la venta de giros de las exportaciones a las importaciones⁷⁴.

El cambio continuaba alto y el Banco a través de la Junta de Control de Cambio autorizó la venta de giros, lo que ocasionó un gran revuelo en el mercado y una baja en la cotización de las divisas extranjera y provocó una protesta de la Federación Nacional de Cafeteros exigiéndole al Banco definición en su política de cambio. La respuesta del Banco fue que siguiendo la política establecida, pondría a la venta giros por valor igual al oro físico adquirido en la semana

correspondiente. Sin embargo, la inestabilidad continuó, y a fines de junio la tasa de cambio era de 173 3/4% y en la primera quincena de julio había subido al 179%⁷⁵. En enero de 1935 el Banco aprueba subir el tipo de cambio para dólares al 158%, y reafirma la política de intervención del mercado llevada a cabo para evitar fluctuaciones bruscas en el cambio. Se decreta además la centralización del remate de giros en Bogotá⁷⁶, medida que ocasionó un disgusto generalizado y así lo manifestaron las diferentes Cámaras de Comercio regionales. Esta medida se suspende y se autorizan remates regionales. Sin embargo, el cambio continuó subiendo y en septiembre de 1935 estaba en 179 1/2%⁷⁷. Existió cierta estabilidad en los meses finales de ese año, pero para enero de 1936 los rumores sobre una posible desvalorización del dólar generó inquietud con respecto a la política a seguir. Aún así, se continuó con lo establecido, es decir, autorizar giros por valor igual al oro adquirido en la semana correspondiente, buscando suavizar las tendencias del cambio entre 172 1/2% y 175%⁷⁸. Pero no hubo tal suavización, pues de nuevo tendencias alcistas en abril llevaron el cambio a 178 1/2%. Para contrarrestar este hecho el Banco de la República decide suspender los remates de giros en la Bolsa, tal como lo venía haciendo, y permite la venta directa al público, estableciendo 175% para venta y 173% para compra⁷⁹. El año finaliza con este tipo de cambio.

5. LA EVIDENCIA EMPIRICA

5.1 El proceso de oferta monetaria

La cantidad de dinero o medios de pago M_t , al tiempo t se define como

$$(1) M_t = m_t \cdot MB_t$$

donde MB denota la base monetaria y m el multiplicador que depende inversamente de la relación efectivo en poder del público/depositos en cuenta corriente (c) y de la relación reservas bancarias/depositos en cuenta corriente⁸⁰.

$$(2) m_t = (1 + c_t) / (c_t + r_t)$$

Por consiguiente la contribución relativa de m y MB al crecimiento de los medios de pago se obtiene de (1):

$$(3) 1 = m_t / M_t + MB_t / M_t$$

donde el punto sobre la variable indica la primera diferencia de su logaritmo natural. La primera diferencia del multiplicador monetario puede ser descompuesta de la siguiente manera:

$$(4) \Delta m_t = [\ln m_t - \ln(1 + c_{t-1} / c_{t-1} + r_t)] + [\ln(1 + c_{t-1} / c_{t-1} + r_t) - \ln m_{t-1}]$$

donde los términos dentro de los paréntesis contienen respectivamente, las contribuciones de las relaciones efectivo/deposito y reservas/depositos, al crecimiento del multiplicador.

Por otra parte la tasa de crecimiento de la base monetaria depende del promedio ponderado de las tasas de crecimiento de los activos domésticos (AD)

y las reservas internacionales (oro)(RI), que figuran en la hoja del balance del Banco de la República.

$$(5) \Delta BM_t/BM_{t-1} = (AD/BM)_{t-1} * \Delta(AD_t/AD_{t-1}) + (RI/MB)_{t-1} * \Delta(RI_t/RI_{t-1})$$

Finalmente la tasa de crecimiento de los activos domésticos refleja la tasa de crecimiento de sus propias fuentes ponderadas por sus participaciones relativas, que en el caso colombiano, para el período en cuestión eran préstamos y descuentos al gobierno (PDG), a los bancos accionistas (PDB), de las entidades oficiales (PDO), a los particulares (PDP), la moneda de tesorería (MTE) y otros activos pasivos del Banco de la República (OAP). Así pues:

$$(6) (\Delta AD_t/AD_{t-1} = (PDG/AD)_{t-1} * (\Delta PDG_t/PDG_{t-1}) + (PDB/AD)_{t-1} * (\Delta PDB_t/PDB_{t-1} + (\Delta PDO/AD)_{t-1} * (PDO_t/PDO_{t-1}) + (\Delta PDP/AD)_{t-1} * (\Delta PDP_t/PDP_{t-1}) + (MTE/AD)_{t-1} * (\Delta MTE_t/MTE_{t-1}) + (OAP/AD)_{t-1} * (\Delta OAP_t/OAP_{t-1}))$$

Veamos pues el comportamiento de las diferentes variables que inciden en los cambios de los medios de pago y la base monetaria.

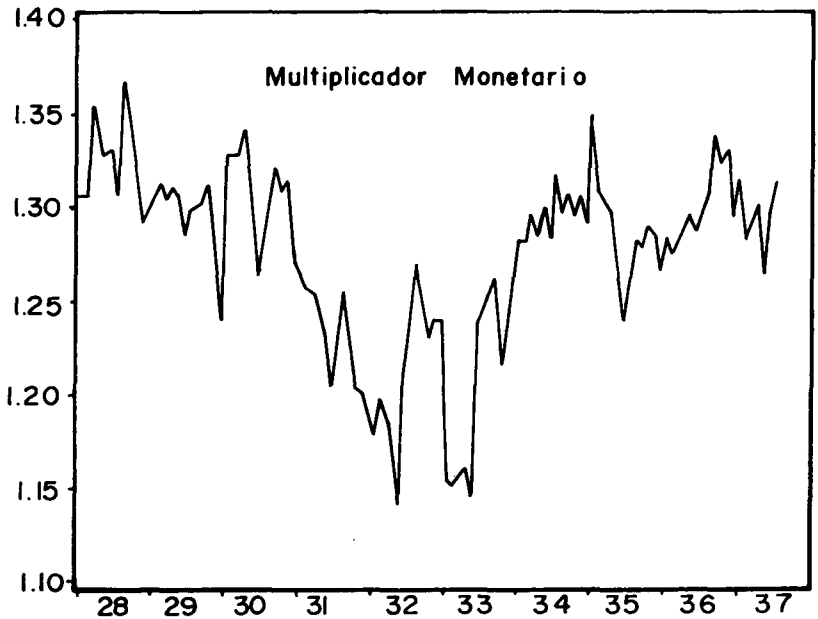
5.2 Medios de pago, Multiplicador y base monetaria

La gráfica No. 2 presenta los medios de pago y la base monetaria. Si se observa el dibujo podemos diferenciar tres sub-períodos a saber: un pico en la cantidad de medios de pagos y base monetaria en noviembre de 1928, una caída que toca fondo en octubre de 1931 y de nuevo un crecimiento que alcanza su máximo en diciembre de 1936, punto final del período en consideración.

La dinámica mensual del multiplicador es presentada en el gráfico No. 3 y muchas de sus fluctuaciones reflejan la ubicación de sus determinantes: los depósitos en cuenta corriente, las reservas bancarias y el dinero en poder del público. Sin embargo es clara una tendencia, primero creciente que tiene un pico en agosto de 1928, y alcanza un valor de 1.36, y luego una decreciente que llega a su valor mínimo en mayo de 1932 con 1.14. Después de esta fecha es de nuevo clara una tendencia ascendente que tiene un máximo en enero de 1935 con valor de 1.34 para descender ligeramente hasta 1.29 en diciembre de 1936.

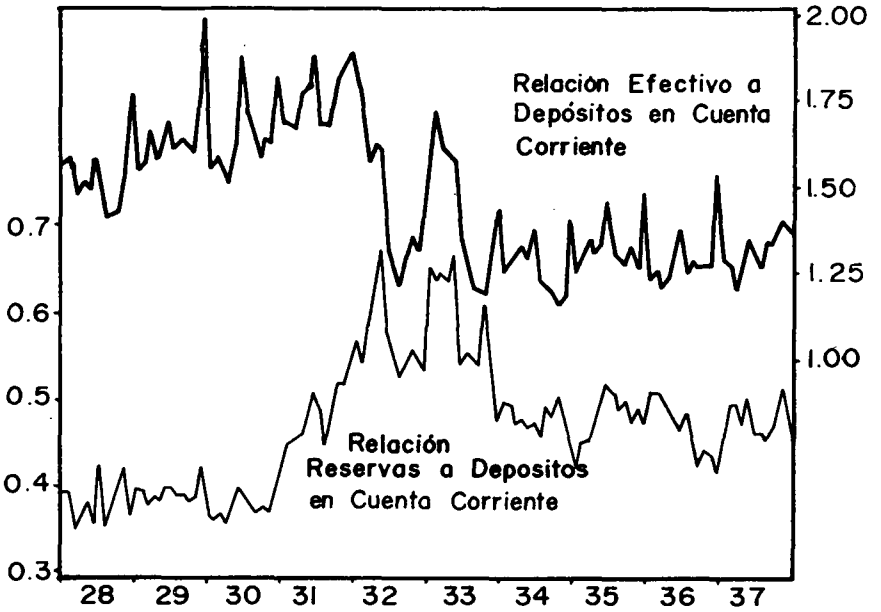
Ahora bien, si la dinámica del multiplicador es cambiante aunque sus valores terminales 1928 y 1936 son casi iguales, no sucede lo mismo con sus determinantes, las relaciones efectivo/depósitos (c) y reservas bancarias/depósitos (r). En el gráfico No. 4 notamos como c desciende de un valor de 1.58 en enero de 1928 a 1.41, en septiembre de mismo año, reflejando un aumento de los depósitos en relación al efectivo en poder del público. Sin embargo ésta tendencia es invertida, incrementándose a medida que la crisis se intensificaba, alcanzando un valor de 1.82 para octubre de 1931, el mes en que fue establecido el control de cambios. A partir de esa fecha la relación desciende —con diversas fluctuaciones— conservándose más o menos estable alrededor de 1.25 durante el resto del período. La relación reservas/depósitos (r) se mantiene estable alrededor de 0.36 hasta finales de 1930. Sin embargo, a partir de esa fecha empieza una tendencia ascendente reflejando una actitud bastante conservadora en bancos. En efecto (r) se encontraba

GRAFICO 3



Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

GRAFICO 4



Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

CUADRO No. 4				
LOS MEDIOS DE PAGO Y SUS DETERMINANTES DURANTE LA GRAN DEPRESION 1928-1936				
PERIODO	(1)	(2)	(3)	(4)
1928.01-1928.11				
	VARIABLE	PROMEDIOS MENSUALES	CONTRIBUCION A LA TASA DE CRECIMIENTO M	CONTRIBUCION A LA TASA DE CRECIMIENTO MENSUAL DE M
1.	M	0,0172		
2.	m	0,0003	2.0	
3.	BM	0,0169	98.0	
4.	c	-0,0131	16.0	
5.	r	0,0108	-14.0	
6.	$\ln m - \ln(1+c/c+r)$	0,0024		800.0
7.	$\ln(1+c/c+r) - \ln m$	-0,0021		-700.0
PERIODO				
1928.12-1931.1				
1.	M	-0,0216	-9,3	
2.	m	-0,002	-90,7	
3.	BM	-0,0196	-3,2	
4.	c	0,0046	-6,1	
5.	r	0,0059		
6.	$\ln m - \ln(1+c/c+r)$	-0,007		-35.0
7.	$\ln(1+c/c+r) - \ln m$	-0,0013		-65.0
PERIODO				
1931.11-1936.12				
1.	M	0,0135		
2.	m	0,0012	8,9	
3.	BM	0,0123	91,1	
4.	c	-0,0027	1,5	
5.	r	-0,0034	7,4	
6.	$\ln m - \ln(1+c_{t-1}/c_{t-1} + r_{t-1})$	0,0002		16.6
7.	$\ln(1+c_{t-1}/c_{t-1} + r_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	0,001		83.4

Notas: Líneas 2-3 columna (3) y 6-7 columna (4) debe sumar 100.0. La suma de las líneas 4-5 columna (3) debe ser igual a la línea 2 columna (3). Líneas 6-7 columna (2) deben sumar línea (2) columna (2). M= Medios de Pago. m=multiplicador, BM=base monetaria, c=relación efectivo/depositos, r=relación reservas/depositos, $\ln m - \ln(1+c/c+r)$ =contribución de c a m, y $\ln(1+c/c+r) - \ln m$ =contribución de r a m. El punto sobre la variable significa la primera diferencia del logaritmo natural.

ya en 0.52 cuando fue establecido el control de cambios en octubre de 1930 y continúa ascendiendo, alcanzando valores entre 0.6 y 0.7 durante 1932-1933, es decir, que se duplica respecto de sus valores de la precrisis. Fue durante este período que los bancos disminuyeron drásticamente sus préstamos y descuentos en el Banco de la República al contrario de la política de reflación. Después de 1933 (r) desciende muy lentamente hasta situarse en valores de alrededor de 0.50 durante 1936.

El cuadro No. 4 presenta los principales resultados para el período 1928-1936 de los determinantes del cambio en la oferta monetaria. Se observa, en primer término, que el período de enero a noviembre de 1928 es más activo en el crecimiento de los medios de pago que el período de reflación 1932-1936, aunque la dinámica de la deflación entre 1929-1931 fue aún mayor el cambio en términos absolutos. Ahora bien, para el período del final de la expansión, en 1928, la base monetaria dominó el movimiento en los medios de pago —con el 98% y la contribución del multiplicador fue mínima, sólo el 2%, aunque este fue el resultado de movimientos compensados en (c) y (r) que independientemente contribuyeron al cambio en M en el 16% y -14% respectivamente. En el período de crisis de diciembre de 1928 a octubre de 1931 la contribución del multiplicador al cambio en m fue mayor en términos absolutos que en el período anterior: el -9.3% y de (c) y (r) -3.2% y -6.1% respectivamente. Para el período, (c) contribuyó con el -35% a la tasa de crecimiento del multiplicador y (r) con -65%. Los cambios en los medios de pago continuaron dominados por la tasa de crecimiento de la base monetaria, cuya contribución media fue del -90.7%. En el período de reflación, de 1932 a 1936, tanto (c) como (r) contribuyeron positivamente al cambio en el multiplicador, con 16.6% y 83.4% respectivamente. A su vez, la contribución de m a la tasa de crecimiento de los medios de pago fue 8.9% con 1.5% para (c) y 7.4% para (r). Finalmente, los cambios en la base monetaria contribuyeron con el 91.1% a la tasa de crecimiento de M.

El cuadro No. 5 presenta un sumario de parámetros estimados para las ecuaciones (que son identidades) de los medios de pago y el multiplicador, que corrobora los resultados encontrados. Se observa en primer término que los cambios en el multiplicador están dominados en el período completo 1928-1936 por (r). Para el período 1928-1931 el valor de los coeficientes para (c) y (r) es casi igual, aunque para el período 1932-1936 su valor por (r) es considerablemente mayor que el valor para (c).

Respecto a las ecuaciones para M, se observa que para el período completo los cambios en M determinados por el multiplicador están manejados en mayor grado por (r), aunque para el período 1928-1931 la diferencia entre (c) y (r) es mínima. Por otra parte se corrobora también el hecho de que la elasticidad de M con respecto a la base monetaria es unitaria para todos los períodos.

5.3 La Base Monetaria y sus Determinantes.

La base monetaria, como vimos atrás, fue el determinante principal de la dinámica que la oferta monetaria durante el período que estamos considerando.

CUADRO No. 5							
ECUACIONES DE MEDIOS DE PAGO Y MULTIPLICADOR							
(t-estadístico entre paréntesis)							
Variable dependiente y período m	Constante	c	r	BM	ρ	D.W.	R2
1928.01-1937.06	0,121	-0,018	-0,174		-0,931	1,12	0,88
	(69.36)*	(-0.475)	(-3.84)*		(-27.7)*		
1928.01-1931.12	1.12D-05	-0,178	-0,197		-0,249	2,14	0,99
	(0.0903)	(-72.23)*	(-73.83)*		(-1.69)		
1932.01-1937.06	-7.21D-05	-0,151	-0,264		-0,385	2,12	0,99
	(-0.39)	(-45.57)*	(-67.83)*		(-3.23)*		
M							
1928.01-1937.06	7.66D-05	-0,157	-0,241	0,994	-0,379	2,16	0,99
	(0.417)	(-45.03)*	(-57.3)*	(123.4)*	(-4.35)*		
1928.01-1931.12	-9.49D-05	-0,177	-0,195	0,99	-0,194	2,16	0,99
	(0.417)	(-69.0)*	(-63.7)*	(-159.7)*	(-1.19)		
1932.01-1937.06	0.0002	-0,15	-0,263	0,975	-0,331	2,06	0,99
	(0.97)	(-46.8)*	(-67.9)*	(94.3)*	(-2.68)*		

Notas: m= multiplicador, M= medios de pago, r=reservas/depósitos, c= efectivo/depósitos, BM=base monetaria. El punto sobre la variable significa la primera diferencia del logaritmo natural.

a. Parámetro de autocorrelación de primer orden (técnica de estimación de Cochrane-Orcutt).

*. Significante al nivel de 1%.

Sin embargo, la composición de sus fuentes fue cambiante como puede apreciarse en el gráfico No. 5.

El cuadro No. 6 muestra parte de la evolución cambiante en la composición de la base monetaria durante la gran depresión. Las reservas de oro, o fuente externa de la base monetaria, que habían incrementado su participación en la BM durante 1928, la que alcanzó el 75.4% en noviembre de 1928, cae hasta llegar al 29% a septiembre de 1933, para luego incrementarse al 43.8%, a diciembre de 1936 principalmente debido a la disminución del contenido de oro del peso.

Las fuentes internas de la base monetaria o activos domésticos son presentados en los gráficos No. 5, 6 y 7. Se observa un creciente aumento en el valor de los préstamos y descuentos al gobierno que empieza a fines de 1931 y se prolonga hasta 1934, para luego conservar casi el mismo valor hasta finales del período en consideración. Su participación en la base monetaria aumenta de 7.9% en

GRAFICO 5
Participación de las Diferentes Fuentes en la Base Monetaria (Porcentaje)



Construido sobre Saldos Mensuales

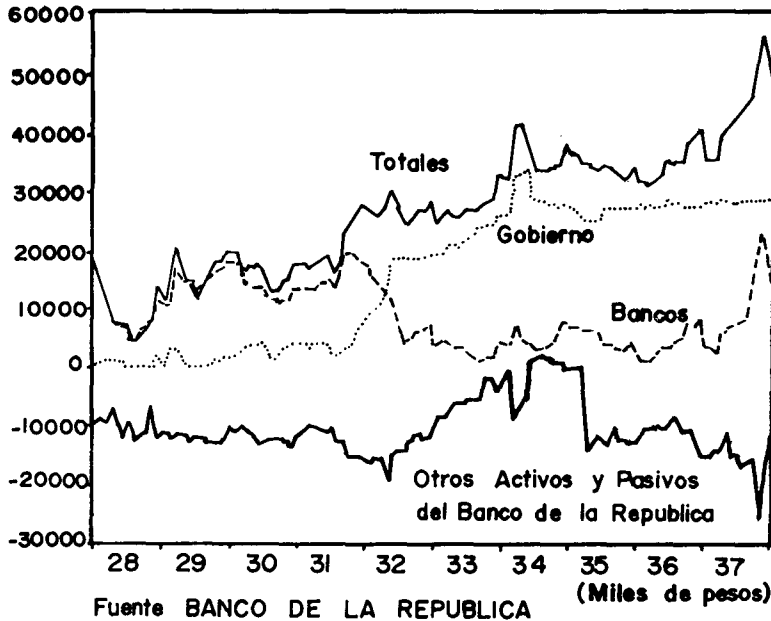
Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

CUADRO No. 6									
PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS DIFERENES COMPONENTES EN LA BASE MONETARIA									
		RI		ACTIVOS DOMESTICOS					
			Total	PDG	PDB	PDO	PDP	MTE	OAD
Enero	1928	63.3	36.7	-	21.2	-	-	28.1	-12.6
Noviembre	1928	75.4	24.6	-	8.9	-	-	22.9	-7.2
Octubre	1931	33.5	66.5	7.9	43.0	1.6	2.8	43.8	-32.6
Septiembre	1933	29.0	71.0	39.4	1.3	0.8	3.0	35.3	-8.8
Diciembre	1936	43.8	56.2	29.4	8.9	0.1	4.7	28.7	-15.2

Fuente: Banco de la República.
 RI= reservas internacionales, PDG= préstamos y descuentos al gobierno nacional, PDB= préstamos y descuentos a los bancos accionistas, PDO= préstamos y descuentos oficiales, PDP= préstamos y descuentos a particulares, y OAD= otros activos y pasivos domésticos.

GRAFICO 6

Préstamos y Descuentos del Banco de la Repúb.



octubre de 1931 a 39.4 en septiembre de 1933 y luego cae al 29.4% en parte debido al aumento de la participación de las reservas de oro.

Los préstamos y descuentos a los bancos son mostrados también en los cuadros No. 6 y 7. Podemos ver que aunque su valor es creciente durante la precrisis, su participación en la base monetaria cae en primer término del 21.2 al 8.9% de enero a noviembre de 1928 debido principalmente al aumento en las reservas de oro, para incrementarse al 43.0% a octubre 1931. A partir de ese momento los préstamos y descuentos a los bancos caen tanto en valor como en participación en la base monetaria, que llega al 1.3% en septiembre de 1933 reflejando una actitud de restricción de su actividad con el Banco de la República, sin razones hasta ahora conocidas. Su participación se recupera ligeramente y alcanza el 8.9% a diciembre de 1936, como resultado de una política más activa que recuperaría los valores de la precrisis sólo hasta fines de 1937.

El otro elemento de gran participación en la base monetaria es la moneda de tesorería, que estaba conformado por los billetes nacionales y certificados de plata y níquel, cuyo valor no varió en lo fundamental en el período considerado. Sin embargo, las variaciones de su participación como fuente de la base monetaria son debidas principalmente a la caída de otros componentes. Los préstamos y descuentos a entidades oficiales y a particulares tuvieron valores modestos durante el período, como se observa en el gráfico No. 7 y su participación en la base

CUADRO No. 7
RELACION DE LOS COMPONENTES INTERNOS
Y EXTERNOS DE LA BASE MONETARIA 1928-1936

Período	(1) Variables	(2) Valor mensual promedio	(3) Contribución relativa a la tasa de crecimiento promedio mensual de BM	(4) Contribución relativa a la tasa de crecimiento promedio mensual de AD
1928.01- 1928.11				
1.	ABM/BM	1.77	-	
2.	$(\Delta RI/RI)_{t-1} * (RI/BM)_{t-1}$	2.71	153.0	
3.	$(\Delta AD/AD)_{t-1} * (AD/BM)_{t-1}$	-0.94	-53.0	
4.	$(\Delta AD/AD)_{t-1}$	-0.63		
5.	$(\Delta PDG/PDG)_{t-1} * (PDG/AD)_{t-1}$	-		
6.	$(\Delta PDB/PDB)_{t-1} * (PDA/AD)_{t-1}$	2.67		
7.	$(\Delta OAP/OAP)_{t-1} * (OAP/AD)_{t-1}$	2.19		-423.8
8.	$(\Delta MOT/MOT)_{t-1} * (MOT/AD)_{t-1}$	-0.15		347.6
9.	$(\Delta PDO/PDO)_{t-1} * (PDO/AD)_{t-1}$	-		-23.8
10.	$(\Delta PDP/PDP)_{t-1} * (PDP/AD)_{t-1}$	-		
Período 1928.12- 1931.10				
1.	ABM/BM	-1.92	-	
2.	$(\Delta RI/RI)_{t-1} * (RI/BM)_{t-1}$	-2.31	-120.3	
3.	$(\Delta AD/AD)_{t-1} * (AD/BM)_{t-1}$	0.39	20.3	
4.	$(\Delta AD/AD)_{t-1}$	0.01		-
5.	$(\Delta PDG/PDG)_{t-1} * (PDG/AD)_{t-1}$	0.66		-6600.0
6.	$(\Delta PDB/PDB)_{t-1} * (PDA/AD)_{t-1}$	1.68		16800.0
7.	$(\Delta OAP/OAP)_{t-1} * (OAP/AD)_{t-1}$	-1.09		-10900.0
8.	$(\Delta MOT/MOT)_{t-1} * (MOT/AD)_{t-1}$	-0.09		900.0
9.	$(\Delta PDO/PDO)_{t-1} * (PDO/AD)_{t-1}$	0.06		600.0
10.	$(\Delta PDP/PDP)_{t-1} * (PDP/AD)_{t-1}$	0.11		1100.0
Período 1931.11- 1936.12				
1.	ABM/BM	1.27	-	
2.	$(\Delta RI/RI)_{t-1} * (RI/BM)_{t-1}$	0.56	44.0	
3.	$(\Delta AD/AD)_{t-1} * (AD/BM)_{t-1}$	0.71	56.0	
4.	$(\Delta AD/AD)_{t-1}$	1.11		-
5.	$(\Delta PDG/PDG)_{t-1} * (PDG/AD)_{t-1}$	1.15		103.6
6.	$(\Delta PDB/PDB)_{t-1} * (PDA/AD)_{t-1}$	-0.63		-56.7
7.	$(\Delta OAP/OAP)_{t-1} * (OAP/AD)_{t-1}$	0.25		22.5
8.	$(\Delta MOT/MOT)_{t-1} * (MOT/AD)_{t-1}$	0.27		24.3
9.	$(\Delta PDO/PDO)_{t-1} * (PDO/AD)_{t-1}$	-0.02		-1.8
10.	$(\Delta PDP/PDP)_{t-1} * (PDP/AD)_{t-1}$	0.09		8.1

Fuente: Banco de la República

Notas: BM = base monetaria, RI = reservas internacionales, AD = activos domésticos, PDG = préstamos y descuentos bancos, OAP = otros activos y pasivos del Banco de la República, MOT = moneda de tesorería, PDD = préstamos y descuentos oficiales, PDP = préstamos y descuentos a particulares.

Líneas 2-3 columna (2) debe sumar línea 1 columna (2). Líneas 5 a 10 columna (2) debe sumar línea 4 columna (2). Líneas 2-3 columna (3) debe sumar 100 (o -100). Líneas 5 a 10 columna 4 debe sumar 100 (o -100). Líneas 5 a 10 columna 4 debe sumar 100 (o -100). Las variables 2-3 son tasas de crecimiento promedio ponderadas según su participación en la base monetaria y variables 4-10 son tasas de crecimiento promedio ponderadas según su participación en los activos domésticos.

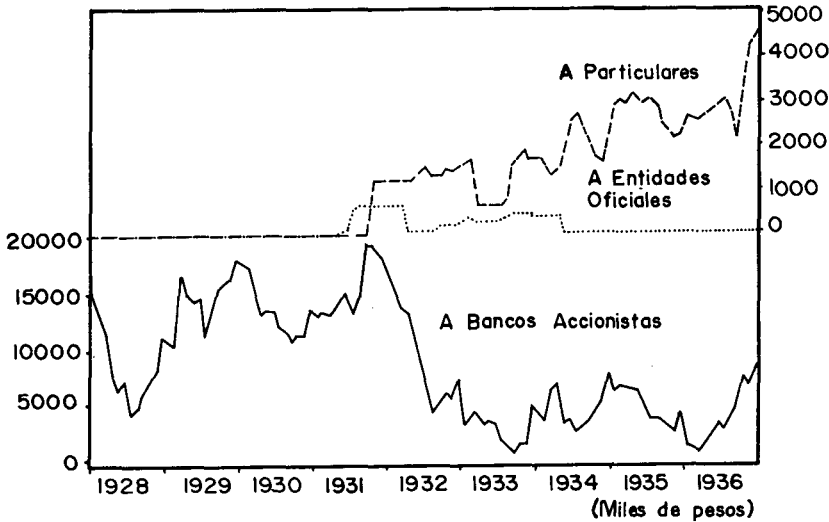
monetaria fue pequeña como se aprecia en el cuadro No. 6. Respecto de los otros activos y pasivos domésticos (OAD), el gráfico No. 5 muestra un aumento de su negativa participación en la base monetaria, que alcanza un -32.6% a octubre de 1931, según se observa en el cuadro No. 6. Esta tendencia es revertida coincidiendo con el período de reflación para situarse en -8.2% a septiembre de 1933, e incluso alcanzando valores positivos -un 2.5% en agosto de 1934. Posteriormente como se observa en el gráfico No. 5 desciende para situarse en un -15.2% al final del período considerado, diciembre de 1936.

Las anotaciones hechas con base en el cuadro No. 6 son corroboradas por el cuadro No. 7, que es un desarrollo empírico de las ecuaciones (5) y (6) vistas arriba, y muestra con más precisión las fuentes de la base monetaria y activos domésticos (AD), en relación a sus contribuciones a las tasas mensuales promedios de crecimiento de estas, para los tres períodos considerados.

De enero a noviembre de 1928 se observa una alta tasa de crecimiento de la participación de las reservas de oro en la base monetaria que fue del 2.71% mensual, la que fue anulada parcialmente por una caída de la participación promedio de los activos domésticos en la tasa de crecimiento de la base monetaria. En efecto la participación de AD se redujo a una tasa mensual promedio de

GRAFICO 7

PRESTAMOS Y DESCUENTOS DE EL BAN. DE LA REPUBLICA



Fuente BANCO DE LA REPUBLICA

-0.94% y contribuyó con el -53% a la tasa promedio mensual de crecimiento de la base monetaria, que fue de 1.77% durante el subperíodo.

Por otra parte, los activos domésticos decrecieron a una tasa promedio de -0.63% mensual. El componente que más contribuyó a esta caída fue préstamos y descuentos a los bancos accionistas cuya participación promedio en las AD disminuyó a una tasa del 2.67% mensual y contribuyó con un -234.2% a la tasa de crecimiento de AD. Este efecto fue contrarrestado en parte por la tasa positiva de crecimiento promedio mensual de la participación de otros activos y pasivos del Banco de la República, que fue de 2.19%, como se observa en el cuadro 7.

De diciembre de 1928 a octubre de 1931, el período de estallido de la gran depresión, se revela una fuerte caída en la tasa de crecimiento mensual de la base monetaria, -1.92%, que estuvo determinado en mayor grado por la tasa negativa de crecimiento promedio mensual ponderada de las reservas de oro en la base monetaria que fue del -2.31% y de las mismas reservas de oro que cayeron de 64.6 a 15.5 millones durante el período en cuestión. Los activos domésticos aumentaron su participación ponderada promedio en la base monetaria a una tasa del 0.39% y crecieron muy ligeramente a una tasa del 0.01% mensual. La caída de los activos domésticos estuvo liderada por una disminución de la participación del crédito del Banco del gobierno en la tasa de crecimiento de los activos domésticos que fue del -0.66% y compensada en parte por un comportamiento positivo de la tasa de crecimiento de la participación de los préstamos y descuentos a los bancos accionistas en los AD que fue de 1.68% mensual.

Durante el período que va de noviembre de 1931 a diciembre de 1936 –según se observa en el cuadro No. 7–, la base monetaria creció a una tasa promedio mensual de 1.26%, repartidos 0.56% y 0.71% mensual para las reservas de oro y activos domésticos respectivamente. Ahora bien, para el período de noviembre de 1931 a diciembre de 1934 la base monetaria creció mucho más rápido –al 1.51% mensual– repartidos 1.46% para activos domésticos y 0.05% para reservas de oro. De enero de 1935 a diciembre de 1936 la base monetaria crece sólo al 0.91%, repartidos 1.23% para las reservas de oro, fundamentalmente por la disminución del contenido de oro del peso y -0.32 para activos domésticos.

Entre Noviembre de 1931 y Diciembre de 1936 –según se ve en el cuadro No. 7– los activos domésticos se incrementaron a una tasa promedio del 1.11% mensual, liderada por una tasa de crecimiento ponderada de los préstamos al gobierno de 1.15% que dió cuenta del 103.6% de la tasa de crecimiento en los activos domésticos. Por otra parte se observa cómo la tasa de crecimiento de los AD se vió disminuída por una tasa negativa de crecimiento promedio mensual ponderada de los préstamos y descuentos a los bancos -0.63% y que contribuyó con un -56.7% a la tasa de crecimiento promedio de los AD. Este resultado corrobora lo dicho atrás sobre el comportamiento restrictivo de los bancos respecto a sus préstamos y descuentos durante el período, que no permitió un rápido proceso de reflación.

5.4 La base monetaria y el patrón-oro.

Consideramos finalmente las relaciones entre las reservas internacionales y los activos domésticos, los préstamos y descuentos a los bancos accionistas y al gobierno, analizando la manera como los cambios en las reservas de oro ocasionaron cambios en los activos domésticos y sus diferentes componentes, es decir, se trata de analizar cual fue la política que el banco siguió al presentarse variaciones en el componente externo de la base monetaria.

El cuadro No. 7 presenta los activos domésticos regresados contra valores contemporáneos y rezagados de las Reservas de Oro. Este ejercicio nos permite hacer un test para la hipótesis de si el Banco de la República siguió o no las "reglas del juego" del patrón-oro, es decir, de aceleración del proceso de ajuste forzando cambios en los activos domésticos en la misma dirección que los cambios en las reservas de oro. La técnica utilizada es la de rezagos polinomiales distribuidos. El ejercicio en el Cuadro No. 7, toma 10 rezagos con polinomios de segundo orden y cero restricciones. El ejercicio muestra como el Banco de la República, bajo el patrón oro, tendió a anular en más del 60% los flujos de oro durante el mes contemporáneo. Esta tendencia duraba alrededor de dos meses más y después de este tiempo se observa una tendencia contraria. Esta tendencia o proceso de ajuste a las "reglas del juego" duraba seis o siete meses. Sin embargo, este comportamiento de ajuste no alcanza a compensar la tendencia esterilizante de los tres primeros meses, ya que la suma de los coeficientes es menor que cero. El hecho principal es que más del 40% de los flujos de oro fueron esterilizados. El mismo ejercicio es hecho con 12 rezagos, polinomio de tercer orden y cero restricciones con resultados similares. (Ver gráfico No. 8A).

Los resultados son en cierto sentido sorprendentes y cuestionan de alguna forma las afirmaciones de que el Banco siguió una política "ortodoxa", al menos en la práctica durante el período crítico de la depresión. Si el Banco hubiera seguido las "reglas del juego" del patrón-oro se vería que los cambios en las reservas de oro se movieran en la misma dirección que los cambios en las reservas de oro, por lo menos en la época en que se suponía que el Banco de la República debió hacer seguido tales reglas, es decir, en el período anterior a la suspensión de la libre convertibilidad, es decir, antes de Octubre de 1931.

Al considerar los cambios préstamos y descuentos totales, que son parte de los activos domésticos, respecto a los cambios en las reservas de oro encontramos que la tendencia esterilizante toma valores mucho más altos para este agregado que para el conjunto de los activos domésticos. En efecto, la esterilización contemporánea alcanza un 96%, se prolonga por tres meses más y luego, como se observa en el cuadro No. 7 y en el gráfico 8B, se continua con una política de ajuste a las "reglas del juego" del patrón-oro. Sin embargo, este ajuste rezagado no alcanza a contrarrestar la tendencia esterilizante de los primeros meses. Después de 10 meses más del 50% de los flujos de oro habían sido esterilizados con préstamos y descuentos. Un ejercicio similar fue hecho tomando sólo préstamos y descuentos a los bancos y los resultados fueron semejantes, como se observa en el cuadro No. 7 y gráfico 8B

GRAFICO 8A
DISTRIBUCION DE LOS REZAGOS RESERVAS DE
Oro o Activos Domésticos

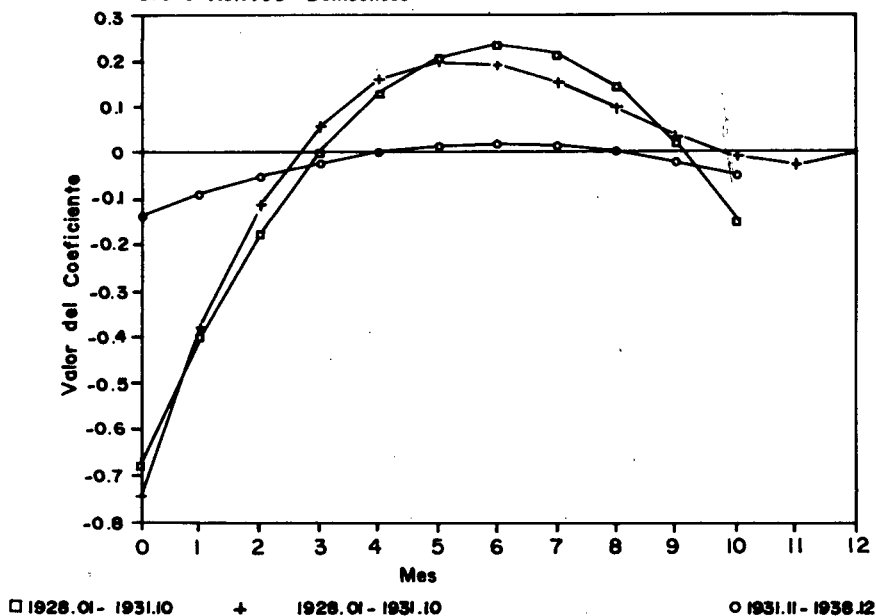
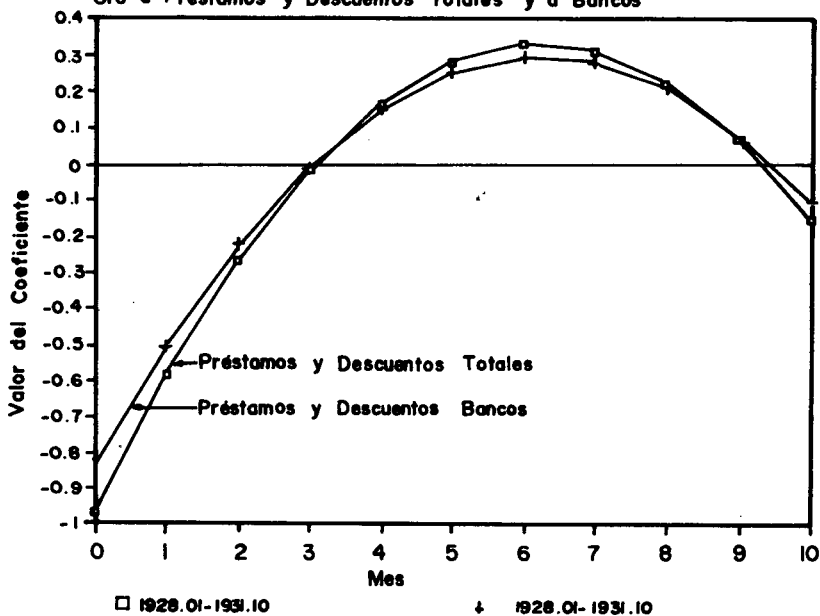


GRAFICO 8B
DISTRIBUCION DE LOS REZAGOS RESERVAS DE
Oro a Préstamos y Descuentos Totales y a Bancos



CUADRO No 8							
ECUACIONES DE ACTIVOS DOMESTICOS A RESERVAS DE ORO							
(t-estadístico entre paréntesis)							
Variable dependiente y período	Constante	RI	RI(-4)	RI(-5)	RI(-9)	D.W.	R2
AD							
1. 1928.01-1937.06	0,0054	-0.4134		0.067		1.88	0.25
	(0.787)	(-5.966)*		(0.958)			
2. 1928.01-1931.10	-0.007	-0.8188		0.408		2.17	0.30
	(0.398)	(-3.84)*		(1.572)			
3. 1931.11-1936.12	0.0149	-0.3009				2.04	0.51
	(3.25)*	(-7.731)*					
PDT							
4. 1925.01-1931.10	0.0158	-0.945	0.635			1.9	0.19
	(0.97)	(-3.94)*	(2.38)*				
5. 1928.01-1931.12	-0.0135	-1.316	0.622			2.14	0.31
	(-0.588)	(-4.36)*	(1.60)				
6. 1932.01-1937.06	0.0128	-0.133				2.02	0.08
	(1.67)	(1.92)					
PDB							
7. 1925.01-1931.10	0.013	-0.854	0.619			1.93	0.18
	(-0.84)	(-3.71)*	(2.41)*				
8. 1931.11-1936.12	-0.008				-0.825	1.91	0.08
	(-0.197)				(-2.37)		
PDG							
9. 1929.12-1931.10	-0.039	-2.07				2.19	0.16
	(-0.41)	(-2.077)					

Fuente: Apéndice Estadístico.

Notas: AD= Activos domésticos, PDT= préstamos y descuentos totales, PDB= préstamos y descuentos a los bancos accionistas, PDG= préstamos y descuentos al gobierno nacional. El punto sobre la variable significa la primera diferencia del logaritmo natural.

* Significante al 1%

Durante el período posterior a la suspensión de la libre convertibilidad, entre noviembre de 1931 y diciembre de 1936, el Banco continuó con una política de esterilización para el conjunto de los activos domésticos con estructura de rezagos similar a la del período anterior, pero con valores más pequeños, como se observa en el cuadro No. 7 y gráfico 8B. De todas formas, alrededor de un 32% de los flujos de oro fueron esterilizados durante este período. Es de anotar que al considerar el período de 1932 a 1936 en forma separada para préstamos y descuentos totales, préstamos y descuentos a bancos accionistas y gobierno, el F-estadístico resultó insignificante, lo que indicaría que en el período de reflación las políticas sectoriales con respecto a los bancos y al gobierno no siguieron ninguna tendencia igual o contraria a los flujos de oro, sino que se movieron en forma independiente.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Este trabajo intentó presentar los aspectos monetarios de la gran depresión en Colombia, referidos tanto a la experiencia de política monetaria como a la evidencia estadística.

En la primera parte se estudiaron las diferentes medidas de política monetaria tomadas por el Banco de la República para enfrentar la crisis. La revisión de las Actas de la Junta Directiva del Banco de la República muestra un claro compromiso por parte de esta de llevar a cabo un estricto cumplimiento de las “reglas de juego” del patrón-oro. Las herramientas utilizadas para el control de los medios de pago —la tasa de redescuento y el control de crédito interno— fueron las claves en este manejo. La tasa de redescuento fue elevada varias veces para controlar la demanda de crédito interno. La elevación del encaje legal de los bancos después de la vista de Kemmerer en 1930 contribuiría a la reducción de la oferta monetaria por su efecto sobre el multiplicador. Cuál fue el resultado?

El patrón-oro supone que hay un ajuste automático. La deflación interna, por un lado, eleva la tasa real de interés incrementando el flujo de capitales y, por otro, eleva el poder de compra de la moneda local, aumentando la demanda interna, y por ende la producción real. La función del Banco Central en este contexto es acelerar este proceso de ajuste para atenuar la caída de la producción real. La deflación colombiana, 32%, fue la más alta de América Latina y la caída del PIB, 2.4% la más baja, durante los años críticos de la Gran Depresión. La pregunta es, entonces, funcionó el patrón-oro? Parcialmente sí, pues el Banco no fue del todo “ortodoxo” respecto al cumplimiento de las “reglas del juego” del patrón-oro. Los cambios en los activos domésticos no tuvieron la misma dirección de los cambios en las reservas de oro, como se mostró al final del trabajo. Es interesante anotar que la Junta Directiva del Banco de la República nunca fue “conciente” de este incumplimiento. Quizás este incumplimiento de las reglas de juego —involuntario debemos decir— evitó una deflación aún mayor.

La segunda parte del trabajo desarrolla la evidencia estadística de los cambios en los medios de pago, base monetaria y Multiplicador. Este último determinó alrededor del 10% de los cambios en los medios de pago durante la mayor parte

del período y entre sus determinantes, fue la relación entre reservas y depósitos la que tuvo mayor influencia.

La base monetaria, que tiene como fuentes activos domésticos y reservas internacionales, determinó la dinámica de la oferta monetaria. Sin embargo, es claro un cambio radical en su composición. Si durante la precrisis fueron las reservas internacionales el mayor componente porcentual de la base monetaria, durante la crisis y el período de reflación los activos domésticos tomaron el liderazgo. Estos últimos, de igual manera, también cambiaron su composición. Si hasta el establecimiento del control de cambios en octubre de 1931 los préstamos y descuentos a los bancos eran el componente principal de los activos domésticos, después estos pierden su importancia y son los préstamos y descuentos al Gobierno los que toman la delantera. Después de 1931 se evidencia también una completa separación del Banco de la República de las "reglas de juego" del patrón-oro, iniciándose de esta manera el proceso de reflación, que fue frenado parcialmente, como se mostró en el trabajo, por el comportamiento de los bancos accionistas.

La Gran Depresión es rica en lecciones y este trabajo constituye una primera aproximación a una de ellas; sus aspectos monetarios. Quedan, por supuesto, muchas sombras por aclarar en este campo. Al hacerlo estaremos dando luz a nuestro propio presente.

NOTAS

1. Sobre la deuda externa ver. ECHAVARRIA, Juan José "La deuda externa colombiana durante los años veinte y treinta". Algunas enseñanzas para el presente. *Coyuntura Económica*. Julio 1982.
2. ECHAVARRIA, J. *Ibid.* cuadro A-1.
3. Para los datos ver OCAMPO, José Antonio y MONTENEGRO, Santiago "La crisis mundial de los años treinta en Colombia" CRISIS MUNDIAL, PROTECCION E INDUSTRIALIZACION. CEREC 1984. Para una visión amplia de la economía colombiana durante los veinte ver, Hugo López "La inflación en Colombia de la década de los años veinte". *Cuadernos colombianos*. No. 5 1975.
4. BERNAL, Joaquín. Las finanzas del sector público central en los años veinte y treinta en Colombia. *Coyuntura Económica*. Junio 1984.
5. BERNAL, J. *Art. Cit.*
6. LOPEZ, H. *Art. Cit.*
7. Sobre la misión Kemerer y la fundación del Banco de la República se pueden consultar DRAKE, Paul "Primera misión Kemerer: prosperidad al Debe". *Revista Economía Colombiana*. Contraloría General de la República, Octubre 1983. TORRES GARCIA, Guillermo. *Historia de la Moneda en Colombia*. Faes, Medellín 1980 Cap. XII. FRANCO H., Jorge, *Evolución de las Instituciones Financieras en Colombia*. CEMLA México 1966, cap. II. GOMEZ ARRUBLA, Fabio *Historia del Banco de la República*, Bogotá 1983 cap II. AVELLA, Mauricio *Pensamiento y Política Monetaria en Colombia 1886-1945*. Contraloría General de la República Bogotá, 1987.
8. Kemerer, WALTER, Edwin, *Oro y Patrón-oro*. Editorial Sudamericana Bogotá, 1947 p. 163. Citado por Avella, Op. Cit. pag. 114.
9. Una extensa discusión sobre el patrón oro puede encontrarse en BORDO, Michel D. SACHWARTZ, Anna, A. *Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931*. Chicago University Press. 1984.

10. AVELA, Mauricio, *op. cit.* p. 196 y ss.
11. *Informe del Gerente a la Junta Directiva, 1927*, p. 25.
12. AVELLA, Mauricio, *op. cit.* p. 203.
13. Para un análisis comparativo ver TWONEY, Michel "The 1930s Depresión in Latin américa: A Macro Analysis". *Explorations, in Economic History*. No. 20, Pag. 221-247 1983. También THORP, Rosemary y LONDOÑO, Carlos "The effect of the Great Depression on the Economies of Peru and Colombia" en *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in the World Crisis*. THORP, Rosemary (ed.). St. Martin's Press, New York 1984. OCAMPO, José Antonio, "The Colombian Economy in the 1930s" En THORP, Rosemary (Ed). Latinoamerica...
14. Sobre la crisis y sus efectos internos ver POSADA, Carlos E., "La Crisis del Capitalismo Mundial y la Deflación en Colombia". *Cuadernos Colombianos* No. 10 y 11, 1977. PATIÑO ROSELLI, Alfonso. *La Prosperidad a Debe y la Gran Crisis*. KALMANOVITZ, Salomón. *Economía y Nación. Una Breve Historia Económica de Colombia, Siglo XXI*, Universidad Nacional y CINEP, Bogotá, 1985.
15. POSADA, Carlos Esteban. *art. cit.* Cuadros 17 y 18. BERNAL, Joaquín, *art. cit.* Cuadros 8A y 8B.
16. OCAMPO, José A. y MONTENEGRO, Santiago, *op. cit.*
17. Ver las *Actas de la Junta Directiva* 10/1/1928 y 12/1/1928, folios 1077-80. También PATIÑO R., Alfonso, *op. cit.* Cap. 8.
18. *Acta de la Junta Directiva* 17/1/1928. Folios 1084-85. *Revista del Banco de la República*, Febrero de 1928.
19. *AJD* 17/4/28, f. 1148-50. También *Informe del Gerente a la Junta Directiva, 1928*.
20. *ADJ* 24/4/28 y 10/7/28, f. 1184-86.
21. *ADJ* 30/10/28.
22. *ADJ* 16/3/29. *Revista del Banco de la República*, Marzo 1929.
23. *Revista del Banco de la República*, Marzo 1929.
24. *ADJ* 16/4/29, f. 1288; 23/5/29, f. 1305-06; y 16/7/29, f. 1320-21.
25. *ADJ* 30/7/29, f. 1323-24.
26. *ADJ* 2/10/29, f. 1347-48; 3/10/29, f. 1349-50; y 9/10/29, f. 1352-54. También *Revista del Banco de la República*. Octubre de 1929.
27. *ADJ* 19/11/29, f. 1365-66.
28. *Revista del Banco de la República*, Diciembre de 1929.
29. *ADJ* 10/1/30, f. 1604-05 y 17/2/30 f. 1612.
30. *AJD* 25/3/30 y 1/4/30 sobre las dificultades financieras del Gobierno.
31. *AJD* 6/5/30, f. 1639-40; 13/5/30, f. 1642-43; y 20/5/30 f. 1646.
32. *Informe Anual del Superintendente Bancario*, Julio de 1930, citado por PATIÑO, A. *Opus. cit.* p. 312.
33. Para el marco general de la segunda misión Kemmerer ver DRAKE, Paul, "Segunda Misión Kemmerer. Postración al Debe 1929- 1933", *Economía Colombiana*, Contraloría General de la República, Bogotá, Marzo 1984.
34. *AJD* 9/9/30, f. 1675-77.

35. *AJD* 25/10/30, f. 1692-95; y 14/11/30. f. 1713-25.
36. *AJD* 5/1/31, f. 1737; 17/1/31, f. 1745-46; y 21/1/31, f. 1749-50.
37. Los reparos de la Junta Directiva de Banco tenían que ver con la modificación que se implicaría de la ley relativa a la prenda agraria. El Congreso sugería persecución criminal de la prenda agraria en poder de terceros, y el Banco de la República sostenida que tal procedimiento no era jurídico y que sería más conveniente un procedimiento criminal sumario. Otras objeciones se relacionaban con el hecho de si la caja debía recibir depósitos o no, con la conformación de la Junta Directiva, etc. Para detalles ver *AJD* 18/2/31, f. 1756-57. También PATIÑO, A., *Opus. Cit.* p. 360 y ss.
38. *AJD* 27/2/31, f. 1763; y 2/3/31, f. 1765-68.
39. *AJD* 19/8/31, f. 1805; 17/6/31, f. 1807; y 12/8/31.
40. *AJD* 19/8/31, f. 1805; y 21/8/31, f. 1837-38.
41. *AJD* 4/9/31, f. 1845-46; y 4/9/31 (tarde), f. 1847-48.
42. *AJD* 10/9/31; 11/9/31; y 16/9/31, f. 1851-53.
43. Para una detallada historia del proceso internacional ver KINDLEBERGER, Charles, *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, 1986.
44. *AJD* 21/9/31, f. 1858-; y 24/9/31, f. 1860-62.
45. *Informe de Gerente a la Junta Directiva*, 1932. p. 25- 26.
46. *AJD* 25/9/64, f. 1864.
47. *AJD* 29/9/31, f. 1867-69; 1/10/31/ f. 1871-73; y 7/10/31 f. 1874-75.
48. *AJD* 14/11/31.
49. *AJD* 20/11/31.
50. *AJD* 20/1/32, f. 1955-56; y 21/1/32, f. 1959-60.
51. *AJD* 11/3/32, f. 1979.
52. *AJD* 3/3/32, f. 1975; y *Revista del Banco de la República*, Marzo de 1932, p. 75.
53. *AJD* 21/4/32, f. 2002-04. El proyecto contemplaba que los bonos que recibiesen los bancos por concepto de pagos se cambiarían por otros del 7% de interés, el 25% de los cuales los compraría el Banco de la República, el que también les haría préstamos con garantía del 75% restante. Por otra parte los deudores podían pagar hasta el 50% de su deuda en bonos de deuda nacional.
54. Ver ECHEVARRIA, J. *Art. Cit.* y DRAKE, P. "II Misión Kemmerer..."
55. *AJD* 6/6/32; y 22/6/32, f. 2028-29.
56. ECHEVERRIA, J. *Art. Cit.*
57. *AJD* 16/9/32, f. 2062.
58. *AJD* 22/9/32, f. 2066. Para detalles sobre la guerra con el Perú ver PATIÑO, A., *Opus. cit.*
59. *AJD* 14/2/33, f. 2132-33; y 20/3/33, f. 2135. También *Informe del Gerente a la Junta Directiva*, 1933, p. 22.
60. *AJD* 21/4/33, f. 2156.
61. *AJD* 12/5/33; *Revista del Banco de la República*, Mayo de 1933.
62. *AJD* 4/9/33, f. 2213-16.

63. AJD 20/9/33; 22/9/33, f. 2224-25; 23/9/33, f. 2226- 28; 25/9/37, f. 2228-30; y *Revista del Banco de la República*, Septiembre de 1933.
64. *Revista del Banco de la República*, Octubre de 1933.
65. AJD 5/12/33, f. 2254-55.
66. AJD 22/2/33, f. 2137-38.
67. AJD 27/7/33, f. 2194-95.
68. AJD 7/7/33 f. 2180-81; y 10/7/33, f. 2184-86.
69. AJD 11/3/34; y 15/3/34, f. 2299-2301.
70. AJD 10/9/34, f. 2367-68.
71. AJD 31/10/34, f. 2391-93; y 23/1/35, f. 2426-28.
72. AJD 15/4/36, f. 2592-93. Sobre el comportamiento de los bancos ver los comentarios de AVELLA M., *Opus. cit.* pags. 243 y ss.
73. AJD 17/1/34, f. 2274; y 21/3/34, 2303-04. El disgusto con la fuerte presión del sector cafetero es tal que algunos miembros de la Junta manifiestan que la política con respecto a la deuda aprobada en 1933 se hizo en favor de ellos con perjuicio para el crédito nacional y que por otra parte los cafeteros eran los culpables de los conflictos sociales presentados debido a la política con los trabajadores de esa rama de producción.
74. AJD 4/4/34, f. 2310; y 4/16/34. f. 2323-14. *Revista del Banco de la República*, Abril 1934.
75. AJD 16/6/34, f. 2335; y *Revista del Banco de la República*, Julio de 1934. También PATIÑO, A. *Opus cit.* p. 575.
76. AJD 23/1/35, f. 2424-25 y 30/1/35 f. 2428.
77. AJD 13/2/35, f. 2433-34; 20/2/35 f. 2438-39; y 11/9/35 f. 3508.
78. AJD 29/1/36, F. 2559-60; 5/2/36, F. 2562-63; Y 26/2/36, F. 2572-74.
79. AJD 22/4/36, f. 2594-95; y 20/5/36, f. 2605/06.
80. Para definición y explicación de la derivación ver FRIEDMAN, Milton y SCHWARTZ, Anna, *Monetary History of the United States*, National Bureau of Economic Research, 1963, Apéndice B.