

Fabio Sánchez Torres
compilador

ENSAYOS DE HISTORIA MONETARIA Y BANCARIA DE COLOMBIA



ENSAYOS DE HISTORIA MONETARIA Y BANCARIA DE COLOMBIA

FABIO SÁNCHEZ TORRES
Compilador



BOGOTÁ • CARACAS • QUITO



EDITORES

Transversal 2ª A N° 67 - 27

Tels: 2551695 - 2556691

Santafé de Bogotá, Colombia

diseño de cubierta: felipe valencia

primera edición: abril de 1994

© tercer mundo editores en coedición con fedesarrollo,
la asociación bancaria y de entidades financieras de colombia

ISBN 958-601-475-4

edición, armada electrónica,
impresión y encuadernación:
tercer mundo editores

impreso y hecho en colombia
printed and made in colombia

2476-94-76

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN IX

Capítulo 1.

REGÍMENES MONETARIOS VARIABLES EN UNA ECONOMÍA PREINDUSTRIAL: COLOMBIA, 1850-1933 1

José Antonio Ocampo

- EL PATRÓN PLATA (1850-1885) 2
 - Reglas monetarias y pagos internacionales 2
 - Ajuste macroeconómico bajo el sistema de patrón oro 6
- EL PAPEL MONEDA (1886-1903) 18
 - Los años de inflación moderada y su origen 18
 - El papel moneda y las exportaciones cafeteras 25
 - Hiperinflación 29
- EL PATRÓN ORO Y SU COLAPSO (1903-1934) 35
 - El largo camino hacia un patrón oro completamente desarrollado (1903-1922) 35
 - Gloria y colapso del patrón oro (1923-1933) 41
 - El funcionamiento global del patrón oro en el siglo XX 44
 - Apéndice. Fuentes de datos de los gráficos 45
- BIBLIOGRAFÍA 47

Capítulo 2.

MONEDA Y POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA, 1920-1939 49

Fabio Sánchez Torres

- INTRODUCCIÓN 49
 - Estructura y períodos de este estudio 50
 - Estadísticas y fuentes primarias 52
- LA POLÍTICA MONETARIA DE COLOMBIA, 1923-1928 53
 - Aspectos monetarios de la economía colombiana antes de la fundación del Banco de la República 53
 - La primera Misión Kemmerer y la fundación del Banco de la República 61
 - La organización del Banco de la República y la Ley 25 de 1923 64

Los primeros años del Banco de la República, 1923-1928	65
Determinantes de los medios de pago, 1923-1928	73
LA GRAN DEPRESIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA	83
De la danza de los millones al colapso del patrón oro	83
Determinantes de los medios de pago, 1929-1934	103
El Banco de la República y el patrón oro	107
La función de reacción	108
LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL PERÍODO POSTERIOR	
A LA DEPRESIÓN, 1935-1939	118
La economía colombiana, 1935-1939	118
El Banco de la República y la política cambiaria	120
El Banco de la República y la Federación Nacional de Cafeteros	122
Determinantes de los medios de pago, 1935-1939	125
Las reservas de oro, la tasa de cambio y los activos domésticos después del patrón oro	128
CONCLUSIONES	135
Apéndice 1. Metodología para calcular las fuentes de crecimiento de los medios de pago	140
Apéndice 2. Estadísticas monetarias	141
BIBLIOGRAFÍA	157

Capítulo 3.

INFLACIÓN Y MERCADOS CAMBIARIOS DURANTE LA REGENERACIÓN Y LA GUERRA DE LOS MIL DÍAS. UN ANÁLISIS ECONOMÉTRICO

Adolfo Meisel Roca

INTRODUCCIÓN	159
EVOLUCIÓN MONETARIA Y CAMBIARIA, 1886-1906	160
¿ESTABAN INTEGRADOS LOS MERCADOS CAMBIARIOS EN MEDELLÍN Y BOGOTÁ ENTRE 1886 Y 1906?	172
Análisis descriptivo de la relación entre la cotización del peso en Medellín y Bogotá	173
Análisis de la cointegración de la tasa de cambio del peso en Medellín y Bogotá	177
CONCLUSIONES	178
Apéndice 1.	179
Apéndice 2	185
Apéndice 3. Análisis de cointegración entre las series TAME y TABO	186

Capítulo 4.

EL BANCO DE ANTIOQUIA Y EL BANCO DE SUCRE 1872-1920 199

María Mercedes Botero Restrepo

INTRODUCCIÓN 199

EL BANCO DE ANTIOQUIA 201

El surgimiento del primer banco comercial en Antioquia 201

Operaciones del Banco de Antioquia 201

EL BANCO DE SUCRE 209

Fundación del Banco de Sucre 209

Principales operaciones del Banco de Sucre 213

Otros negocios del banco 216

LOS BANCOS Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PERÍODO 217

Industria 218

Ganadería 218

Trasportes 219

Comercio 220

OPERACIONES INTERNACIONALES 221

EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES CON EL EXTERIOR 222

DIFICULTADES Y LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE SUCRE 223

Apéndice 227

BIBLIOGRAFÍA 228

Capítulo 5.

LOS BANCOS DE LA COSTA CARIBE, 1873 -1925 229

*Adolfo Meisel Roca**Eduardo Posada Carbó*

INTRODUCCIÓN 229

LOS BANCOS CARTAGENEROS 229

Banco de Bolívar 234

Banco de Cartagena 237

El Banco Unión 241

Banco de Bolívar 243

LOS BANCOS BARRANQUILLEROS 246

Banco de Barranquilla 248

Banco Márquez 250

Banco Dugand 251

Crédito Mercantil 257

Otros bancos 259

CONCLUSIONES 260

BIBLIOGRAFÍA 263

Capítulo 6.

LA BANCA PRIVADA EN BOGOTÁ: 1870 - 1922 267

Carmen Astrid Romero

INTRODUCCIÓN	267
PERÍODOS Y CONTEXTO ECONÓMICO EN EL DESARROLLO DE LA BANCA BOGOTANA	269
LA CREACIÓN DE BANCOS EN LA CIUDAD	274
BANQUEROS Y COMERCIANTES EN BOGOTÁ: 1870-1922	275
LA FUNCIÓN DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA BANCA BOGOTANA	282
La cartera comercial de la banca capitalina	282
Los depósitos del público	289
Las tasas de interés y el margen de intermediación	295
La rentabilidad neta de la banca comercial en Bogotá	298
La liquidez de la banca capitalina	300
CONCLUSIONES	300
BIBLIOGRAFÍA	303

Capítulo 7.

BANCA LIBRE: LA EXPERIENCIA COLOMBIANA EN EL SIGLO XIX 305

Lina María Echeverri Pérez

INTRODUCCIÓN	305
ANTECEDENTES DE LA BANCA LIBRE EN COLOMBIA	308
EL SISTEMA BANCARIO EN COLOMBIA: 1865-1886	310
EL BANCO NACIONAL Y EL FIN DE LA BANCA LIBRE	311
LA BANCA LIBRE: ALGUNOS ASPECTOS TEÓRICOS APLICADOS A COLOMBIA	313
Libertad de emisión	314
Reserva bancaria	317
¿Hay un monopolio natural en el sistema de <i>banca libre</i> ?	319
Red de sucursales	319
Sistemas de compensación	321
Estabilidad del sistema bancario	321
Los bancos como intermediarios financieros	325
Aporte de la banca al desarrollo económico	326
BIBLIOGRAFÍA	329

Introducción

El propósito de este libro es presentar un conjunto de investigaciones sobre historia económica de Colombia, concentrada en la evolución monetaria y bancaria durante el período 1850-1939. El número de publicaciones y trabajos académicos sobre estos temas ha sido poco y de hecho la investigación en estos dos campos es relativamente nueva. Todavía hay muchos períodos, regiones y acontecimientos en sus aspectos monetarios y bancarios que no han sido objeto de la más mínima investigación.

Se presenta, entonces, a la comunidad académica y al público en general, un libro que es el resultado de la recopilación de siete artículos de diferentes autores dedicados a la investigación en el campo de la historia económica. Además de ser un esfuerzo innovador, los escritos presentan dos características principales que constituyen un aporte dentro del campo de estudio: la primera de ellas es el uso de fuentes primarias nunca antes revisadas. Así, por ejemplo, para el artículo "Moneda y política monetaria en Colombia 1920-1939", se utilizaron las actas de la junta directiva del Banco de la República; para "El Banco de Antioquia y el Banco de Sucre", se consultaron las actas de la junta Directiva del Banco Comercial Antioqueño y los libros contables del Banco de Sucre; para "La banca privada en Bogotá: 1870-1922" se revisaron los archivos del Banco de Bogotá (provenientes de los fondos del Banco Central y de Bogotá, archivos de la secretaría general y de la contabilidad general) y del Banco de Colombia (archivos de la secretaría general, contabilidad general y correspondencia del banco) y finalmente para el capítulo "Los bancos de la costa Caribe, 1873- 1925" se utilizaron los informes del Banco Dugand.

La segunda característica de este libro es el uso de la econometría como instrumento de análisis, en tres de los capítulos: "Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939", de Fabio Sánchez; "Inflación y mercados cambiarios durante la Regeneración y la Guerra de los Mil Días. Un análisis econométrico", de Adolfo Meisel y "Regímenes monetarios variables en una economía preindustrial: Colombia, 1850-1933", de José Antonio Ocampo. A partir de los resultados de esos ejercicios econométricos, los autores obtienen conclusiones novedosas e incluso contradicen argumentos e interpretaciones ya existentes.

El trabajo de José Antonio Ocampo analiza la evolución de los sistemas cambiario y monetario de Colombia, desde mediados del siglo XIX hasta el colapso final del patrón oro, a comienzos de la década del treinta. Se sostiene allí que, dadas las características típicas de un país periférico atrasado, Colombia estaba sujeta a severos ciclos exportadores, fiscales y monetarios. Sin embargo, sostiene Ocampo, esto no implicaba que el sistema de patrón oro *per se*, o en términos más generales, un patrón metálico no fuera viable, sino más bien que los problemas fiscales y monetarios podían llegar a ser tan fuertes en épocas de crisis, que era necesaria una flexibilidad de precios significativa, si se pretendía amortiguar los efectos reales de tales ciclos. La experiencia colombiana demostró que ese grado de flexibilidad era posible. El atraso de su estructura financiera y productiva pudo haber contribuido a esa flexibilidad que se manifestó incluso hasta bien entrado el siglo XX: durante los primeros años de la Gran Depresión. De todas maneras, el sistema de patrón metálico colapsó, aunque por diferentes razones, en dos ocasiones: a mediados de 1880 y a comienzos del decenio del treinta del presente siglo.

El trabajo de Fabio Sánchez estudia la historia de los medios de pago colombianos, de la política y las instituciones monetarias, desde 1923, año en que se fundó el Banco de la República, hasta finales de 1939. El recuento histórico se basó principalmente en las actas de la junta directiva del Banco de la República. El análisis se divide en dos períodos: (1) los años del patrón oro y la Gran Depresión, 1923-1931 y (2) los años que siguieron al patrón oro, 1932-1939. La primera parte presenta un breve recuento de la historia monetaria colombiana desde 1886, año en el que Colombia abandonó el patrón oro, hasta 1923 cuando el país retornó plenamente a ese sistema y llegó la primera Misión Kemmerer. Se examinan las políticas del Banco de la República en la década del veinte del presente siglo, que buscaban controlar los efectos inflacionarios de los enormes flujos de oro que llegaron al país. La segunda parte analiza los acontecimientos económicos desde comienzos de 1929, cuando las fuerzas deflacionarias de la depresión mundial comenzaron a sentirse en la economía colombiana. Durante estos años,

el Banco de la República luchó por mantenerse dentro del patrón oro, pero finalmente abandonó el sistema en septiembre de 1931. Entre 1932 y 1934, el banco se comprometió con una política fuertemente reflacionaria, en conjunción con una política fiscal del gobierno. La tercera parte se refiere a las políticas del banco desde 1935, las cuales buscaban minimizar las fluctuaciones de la tasa de cambio, a través de la intervención en los mercados y evitando el agotamiento de las reservas internacionales.

El trabajo de Adolfo Meisel, "Inflación y mercados cambiarios durante la Regeneración y la Guerra de los Mil Días. Un análisis econométrico", estudia la evolución de la tasa de cambio del peso colombiano con respecto a la libra esterlina en los mercados de Bogotá y Medellín, entre los años 1886 y 1906. El objetivo es determinar el nivel de integración de esos dos mercados, debido a que es muy frecuente el argumento según el cual la difícil geografía del país y, por tanto, el precario sistema de transportes impedían el funcionamiento de un mercado nacional. En la segunda sección se hace un análisis de la evolución de las principales variables monetarias entre los años que comprende el estudio. Se analizan en particular los precios, la devaluación y la base monetaria. Además, se explora la consistencia de esas variables entre sí con el fin de determinar si el comportamiento parece estar de acuerdo con lo que predeciría la teoría económica. En la tercera y última sección se trata de saber si los mercados cambiarios de Bogotá y Medellín estaban integrados, para lo cual se hace, en principio, un análisis estadístico sencillo, utilizando el coeficiente de correlación entre la variación de las dos tasas. Posteriormente se analiza el coeficiente de variación de la razón entre las tasas de cambio con respecto a la libra esterlina en las dos ciudades. Finalmente se utiliza la metodología de la cointegración para determinar si estas dos variables mantuvieron una relación de equilibrio de largo plazo entre sí. Tanto del análisis de cointegración como del de correlación se concluye que para el período en su conjunto, las dos series comparten una tendencia común en el tiempo.

El trabajo de Lina Echeverri se refiere al funcionamiento del sistema de banca libre en Colombia, que floreció entre los años 1865 y 1886. Al comienzo hace un recuento de lo que era el sistema monetario antes de la banca libre y de las circunstancias históricas que condujeron al desarrollo de ese sistema: en primer lugar, la expansión del comercio agrícola hizo que los comerciantes exportadores e importadores se dieran cuenta de la falta de fondos prestables y comenzaran a expandir sus actividades hacia algunas operaciones bancarias. A medida que las transacciones y el comercio aumentaron, los banqueros principiantes expandieron sus actividades financieras; al mismo tiempo, ampliaron sus líneas de crédito y comenzaron a hacer préstamos a agricultores y artesanos. En segundo lugar, la Constitución de Rione-

gro de 1863, de tendencia liberal tanto política como económicamente, tuvo una enorme influencia en la organización del sistema bancario. Dentro del trabajo se dan algunos lineamientos y supuestos teóricos del funcionamiento de un sistema de banca libre, y dice que "es un sistema monetario en el cual los bancos privados, en forma competitiva y sin ser regulados por el gobierno, emiten pasivos a la vista, redimibles en una moneda mercancía no controlada por las autoridades". A lo largo del capítulo hace una serie de comparaciones con el sistema de banca libre que prevaleció en Escocia hacia finales del siglo XVIII, con el fin de expresar que no es tan difícil ni arriesgado un sistema de ese estilo y que si no hubiera sido por la necesidad del presidente Rafael Núñez de financiar sus problemas fiscales, la banca libre en Colombia habría alcanzado niveles de desarrollo bastante parecidos a los escoceses. Según la autora, la banca libre ayudó en buena medida al desarrollo y crecimiento de la economía colombiana, debido a que "(las sucursales de los bancos)... les trajeron beneficios económicos a las comunidades donde se localizaron ya que facilitaron las transacciones comerciales y de negocios y contribuyeron a financiar las primeras aventuras industriales en Colombia".

El trabajo de María Mercedes Botero, "El Banco de Antioquia y el Banco de Sucre, 1872-1920", habla de la importancia de estos dos bancos dentro de la economía de la región antioqueña y del desarrollo de las actividades principalmente comerciales de aquélla. El trabajo se divide en dos partes: la primera se refiere a la creación, el crecimiento y liquidación del Banco de Antioquia. En ella explica la enorme importancia que tuvo este banco dentro de la región, especialmente en Medellín, base de sus operaciones, y cómo desde sus inicios fue una institución fundamental para el desarrollo de la región, a través principalmente del apoyo que recibía del Estado de Antioquia, el cual se convirtió en garante del banco ante los tenedores de sus billetes y éste, a su vez, en una entidad semioficial estrechamente ligada al gobierno de Antioquia, al que financió frecuentemente y que a su vez convirtió al banco en el cajero general del gobierno. El trabajo hace una relación de las principales actividades del banco tanto a nivel nacional como internacional y de las relaciones que se fueron creando con diferentes casas comerciales de la región, a partir de las cuales se generaron nuevas funciones para el banco. En la segunda parte se hace un breve recuento del proceso de conformación del Banco de Sucre y de sus actividades, hasta su liquidación. Este banco, al igual que el Banco de Antioquia, se convirtió en el más importante del período, comienzos del siglo XX, al involucrarse directa y fuertemente con la exportación de café, la principal actividad económica del país durante las tres primeras décadas del siglo. Además, fue también un agente del Banco Central de Colombia, creado en 1905, al ejercer funcio-

nes tales como el manejo de las cuentas del departamento de Antioquia, del Ferrocarril de Antioquia y del Ferrocarril de Amagá, y de los fondos de la Administración departamental de rentas nacionales. La investigación conduce a afirmar que estos dos bancos representan el tipo de institución bancaria que prevaleció en Antioquia hasta la segunda década del siglo XX, es decir "bancos privados controlados por la élite económica, unidos entre sí por nexos familiares y de negocios y estrechamente ligados al poder político". Muestra cómo ambos bancos centralizaron el ahorro de la economía regional, ya que a través de sus propios recursos y con créditos recibidos del exterior sus principales accionistas financiaron determinadas actividades y promovieron otras que consideraron de interés principal.

El trabajo de Carmen Astrid Romero "La banca privada en Bogotá, 1870-1922" consta de cuatro partes. En la primera se hace un breve recuento de la estructura bancaria de la capital, además de una periodización de la misma, partiendo desde 1865 hasta 1922. Esta división se realiza dentro de un marco contextual para cada una de las etapas que se identifican. La segunda sección establece la relación entre los comerciantes de Bogotá y los accionistas de los bancos de la ciudad, para llegar a la conclusión de que "la propiedad accionaria de los bancos de Bogotá y Colombia no se constituyó en lo fundamental en un negocio de familia; por el contrario, el control de estas instituciones crediticias estuvo en manos de un amplio grupo de negociantes dedicados a actividades como la agricultura comercial, las haciendas cafeteras, los comerciantes al por mayor y los dueños de casas comisionistas y quincallerías y políticos de talla nacional". Al mismo tiempo, evidencia el comportamiento prudente y cauteloso de los bancos durante el período de estudio, frente a las cambiantes situaciones tanto internas como externas. La tercera parte hace referencia a la actividad de intermediación de los bancos de la capital y de su desempeño en el manejo de las crisis. Analiza el uso de instrumentos como la tasa de interés, los créditos, etc., lo que permitió que la banca capitalina se mantuviera y creciera con buenos niveles de liquidez y de rentabilidad en un difícil período de la historia nacional.

El trabajo de Adolfo Meisel y Eduardo Posada Carbó, "Los bancos de la costa Caribe, 1873-1925", está compuesto de dos partes: la primera, hace un estudio del contexto económico de Cartagena hacia finales del siglo pasado, presentándola como una ciudad en retroceso económico y estancamiento demográfico. Posteriormente, observa y analiza el comportamiento de los diferentes bancos que fueron creados en esa ciudad, su origen, evolución y liquidación, durante el período de estudio. En la segunda parte, hace el mismo análisis para los bancos de la ciudad de Barranquilla, de la cual anota que entre 1873 y 1925 tuvo una intensa actividad económica.

Establece similitudes y diferencias entre los bancos de las dos ciudades: en el caso de Cartagena eran básicamente de origen familiar y en la ciudad de Barranquilla los bancos fueron fundados por comerciantes que extendían sus actividades empresariales a otros sectores de la economía. En Cartagena, el origen social del capital que dominó el negocio bancario fue la ganadería, por tanto el comportamiento era más bien de tendencia conservadora. Por el contrario, en Barranquilla, debido a que los bancos eran manejados por comerciantes, tenían una mentalidad empresarial más agresiva.

Con todo lo anterior y tomando en cuenta los dos rasgos distintivos del libro, los ejercicios econométricos innovadores y las fuentes primarias originales, esperamos se convierta en un punto de partida para futuras investigaciones. Esto con el propósito de hacer de la historia económica una disciplina especializada y, por tanto, más completa, que utiliza instrumentos de análisis que le permitan ser concluyente y certera. Pero más que nada, que se constituya en un aporte para entender el desarrollo económico colombiano.

Capítulo 1. REGÍMENES MONETARIOS VARIABLES EN UNA ECONOMÍA PREINDUSTRIAL: COLOMBIA, 1850-1933

José Antonio Ocampo*

La era clásica del patrón oro y el intento de restaurarlo durante el período que trascurrió entre las dos guerras mundiales, coincidió en Colombia con una época fértil de historia monetaria. Hasta 1885, el país estuvo la mayor parte del tiempo en el bimetalismo, pero el sistema monetario operó en la práctica como un patrón plata. El papel moneda (moneda fiduciaria irredimible) se adoptó en ese año. El intento de retornar al patrón plata estaba a punto de cumplirse, cuando estallaron los problemas que generaron la más larga y sangrienta guerra del siglo XIX: la Guerra de los Mil Días (1899-1902), la cual condujo a que se presentaran en el país niveles de inflación de tres dígitos (que para abreviar, y a pesar de las definiciones modernas, se puede llamar *hiperinflación*). La desorganización monetaria hizo que se llegara a un consenso de la necesidad de adoptar el patrón oro. Aunque desde 1903 regían paridades oro bastante estables, el patrón oro sólo se estableció firmemente en 1923. Este sistema duró menos de diez años, debido a que la Gran Depresión llevó a que se adoptaran nuevas reglas monetarias, a comienzos de la década del treinta.

El siglo XIX fue, en general, un período de enormes disturbios políticos caracterizado por la dificultad de construir la idea de nación, después de la independencia de España en 1810. Un buen registro de la inestabilidad po-

* Investigador de Fedesarrollo. Versión revisada del *paper* presentado en el seminario "El patrón oro en los países de la periferia", organizado por la Universidad Nova de Lisboa, diciembre 16 y 17 de 1991. Estoy muy agradecido con Barry Eichengreen, Pablo Martín-Aceña y Jaime Reis por los comentarios, de gran utilidad, que hicieron al borrador de este *paper*. El documento original fue escrito en inglés. Traducción de Carolina Santos.

lítica del país son las nueve guerras civiles nacionales y algunas de carácter regional. Después de la Guerra de los Mil Días, el país experimentó por primera vez unas décadas pacíficas, que infortunadamente fueron el prelude de la violencia que ha sufrido Colombia en su historia más reciente. Hasta finales de la década del veinte del presente siglo, la falta de integración del mercado interno no hizo posible una manufactura moderna a gran escala. Así, en una economía básicamente rural y muy atrasada, los productos agrícolas, forestales y mineros fueron la base exportadora desde mediados del siglo XIX. Sin embargo, la expansión de la segunda mitad del siglo, apenas compensó el estancamiento de la primera mitad. Durante los primeros años del siglo XX, el país experimentó un *boom* cafetero espectacular que incrementó las exportaciones reales a una tasa de 7% anual durante las dos primeras décadas, haciendo que la base para un desarrollo moderno del país empezara a fortalecerse y a crecer con rapidez.

Este capítulo analiza la evolución de los sistemas cambiario y monetario de Colombia, desde mediados del siglo XIX hasta el colapso final del patrón oro, a comienzos del decenio del treinta. Está dividido en tres secciones que cubren las tres fases más importantes de la historia monetaria y que fueron esbozadas anteriormente. Se sostiene aquí que, dadas las características típicas de un país periférico atrasado, Colombia estaba sujeta a severos ciclos exportadores, fiscales y monetarios. Sin embargo, ello no implicaba *per se* que un patrón oro, o en términos más generales, un patrón metálico no fuera viable, sino más bien que los problemas fiscales y monetarios podían llegar a ser tan fuertes en épocas de crisis, que era necesaria una flexibilidad de precios significativa, si se pretendía amortiguar los efectos reales de tales ciclos. La experiencia colombiana demostró que ese grado de flexibilidad era posible. El atraso de su estructura financiera y productiva pudo haber contribuido a esa flexibilidad que se manifestó incluso hasta bien entrado el siglo XX: durante los primeros años de la Gran Depresión. De todas maneras, el sistema colapsó por diferentes razones, en dos ocasiones: a mediados de 1880 y a comienzos de la década del treinta del presente siglo.

EL PATRÓN PLATA (1850-1885)

Reglas monetarias y pagos internacionales

Como todas las colonias españolas, Colombia heredó un sistema monetario basado en la circulación doméstica de plata y de paridades fijas de oro/pla-

ta, que hacían que el sistema fuera legalmente bimetálico¹. El sistema se volvió caótico, como resultado de la circulación irregular de monedas y de la acuñación de monedas de plata y níquel de bajo nivel, por parte tanto del gobierno republicano, como del colonial durante los años de la independencia. Desde 1821, se hicieron intentos para regresar a las reglas coloniales, y sólo hasta un cuarto de siglo después, en 1846, se introdujo cierto orden, cuando el país adoptó el sistema francés de monedas de plata. El sistema establecía una pureza de 0,900 y equivalencias métricas, haciendo que el peso fuera igual a 5 francos y a 10 *reales* domésticos (en lugar de 8, que era el valor de acuerdo con el sistema fraccionario colonial). Se permitió, además, que las monedas de plata francesas y sus equivalentes europeos circularan en el país desde 1847.

Aunque el principio básico permaneció igual durante las décadas siguientes, otras reglas monetarias estuvieron sujetas a cambios constantes. Primero, fallaron varios intentos de retirar de la circulación monedas de plata de baja calidad. Es más, desde 1867 (con excepción de un corto período a comienzos de la década del setenta), se redujo la pureza de las monedas fraccionarias. Se eliminaron los límites en cuanto a la circulación, el poder legal y la acuñación de monedas de baja calidad llevada a cabo por petición privada. Como resultado, a mediados de la década del ochenta, cuando se introdujo el papel moneda, una gran parte de la circulación doméstica estaba compuesta por monedas de plata de baja calidad (0,666 ó incluso 0,500)². Segundo, las reglas sobre las paridades de oro/plata también estuvieron sujetas a cambios importantes. En 1846 no se fijó ninguna paridad y por tanto el país estaba legalmente dentro del sistema de patrón plata. En 1853 se adoptó una paridad de 15,244 que claramente subvaluaba el oro. En 1857 se cambió a 15,5 y por tanto, entró en un sistema idéntico al francés, lo cual hizo posible que las monedas francesas circularan domésticamente. En 1871, Colombia entró legalmente en el patrón oro, pero el Código Fiscal de 1873 restableció la paridad de 15,5; aunque el peso oro siguió siendo la unidad monetaria, la paridad escogida significaba que, dada la depreciación internacional de la plata, el país había entrado en un patrón plata puro.

Algunos informes indican que a pesar de los cambios legales, la plata fue el medio de pago doméstico a lo largo de ese período. El oro fue, sin embargo, un producto de exportación muy importante (tres cuartos de las exportaciones totales hasta la mitad del siglo) y el medio de pago más im-

1. Para un informe detallado sobre los cambios legales en las reglas monetarias, véase Guillermo Torres García (1980), capítulos I-VI.

2. Guillermo Torres García (1980), pp. 73-74; *Memoria de Hacienda* (1888), pp. LXIX-LXXIII.

portante en el comercio exterior. En los primeros años, las transacciones con el extranjero eran más bien poco refinadas. Al final de la época colonial, el comercio internacional se hacía a través de un sistema de letras de cambio que, en últimas, se podían convertir en oro (de la Pedraja, 1976). Durante las guerras de independencia, este sistema de pagos se desbarató y se hizo necesario que los importadores pagaran una mayor proporción de sus compras en efectivo, compras que usualmente se hacían en Jamaica³. Durante estos primeros años, muchos de los pagos se hacían en oro mineral de contrabando, pues hasta 1846 sólo los metales preciosos acuñados se podían exportar legalmente. Fue sólo hasta que se organizó el comercio directo con países europeos en la década del cuarenta del siglo XIX, que se restableció el sistema de letras de cambio (Safford, 1965, C. VII).

El sistema operaba sobre la base de derechos de giro de los exportadores, previamente arreglados, con casas de comisión en el exterior; el crédito que recibían usualmente era de corto plazo (entre 30 y 120 días)⁴. En las últimas décadas del siglo, los grandes productores de café estaban en capacidad de conseguir créditos de largo plazo en el exterior (créditos por dos años), que utilizaban en la financiación de nuevas siembras (Palacios, 1983), pero esto parece haber sido más la excepción que la regla. Las casas comerciales extranjeras también extendieron créditos de corto plazo a los importadores colombianos (usualmente de seis a nueve meses las casas europeas y entre 60 y 90 días las casas norteamericanas). En años de marcadas fluctuaciones en la tasa de cambio, los términos generalmente se redujeron y se cancelaron los créditos durante varias guerras civiles (incluyendo, en particular, la Guerra de los Mil Días), épocas en las que los pagos tenían que hacerse en efectivo⁵. En todo caso, los créditos eran insuficientes para financiar la rotación de los inventarios domésticos de los bienes importados (principalmente textiles), que duraba entre 18 y 24 meses⁶.

-
3. G. Mollien (1944), pp. 423-424; Luciano Rivera y Garrido (1946), Vol. I, p. 24.
 4. *Memoria de Hacienda*, 1888, pp. xvii-xviii; United Kingdom, *Consular Reports*, julio de 1868, p. 44; Phanor J. Eder (1959), pp. 400-401; Manuel A. Núñez (1883), p. 984; Luis María Silvestre (1868), pp. 84-85 y 90. Los créditos rotativos se establecieron bien en cantidades fijas, como proporción del valor de los bienes exportados, o como una función de las cantidades de los bienes exportados (por ejemplo, una cantidad determinada de libras inglesas por tonelada de un producto específico).
 5. Luis María Silvestre (1868), p. 91; *Commercial Relations of the United States*, Washington, 1879, p. 565; 1895/6, Vol. I, p. 707; 1896/7, Vol. I, p. 862; 1907, Vol. I, p. 241; "Bureau of American Republics", en: *Monthly Bulletin*, Washington, Vol. 16, 1904, pp. 694-695; "United Kingdom", en: *Consular Report*, No. 53, agosto 1886, p. 5; No. 3596, febrero de 1908, p. 5.
 6. Véase Frank Safford (1965), pp. 376-377; Roger Brew (1977), pp. 299-300.

Los préstamos comerciales de corto plazo se constituyeron en la principal entrada de capital del país a lo largo del siglo XIX. Los préstamos extranjeros al gobierno eran insignificantes, en la medida en que los diferentes arreglos de la deuda de la guerra de independencia se encaminaban a la renovación de la moratoria (Junguito, 1989). Las inversiones extranjeras directas (especialmente inglesas) en la producción de metales preciosos y en la construcción de ferrocarriles, fueron muy importantes, aunque su magnitud global no fue grande (Rippy, 1952 y 1953).

El período que se analiza coincidió con la era de la *banca libre*, en el sentido estricto del término (por ejemplo, el derecho de los bancos privados de emitir billetes convertibles). Este privilegio dio lugar a un *boom* de bancos regionales, liderados por el Banco de Bogotá, fundado en 1870. Los bancos debían mantener un requisito de reserva legal sobre los billetes en circulación, el cual difería de acuerdo con la región, dentro del sistema federal que tenía por ese entonces el país (33% en Bogotá y 20% en Medellín, en cuyo caso los accionistas tenían la obligación de constituir hipotecas sobre tierras para el 80% restante de los billetes en circulación). Ese derecho se limitó en 1880, cuando se creó el *Banco Nacional*, y se eliminó solamente hasta 1887 (véase *El papel moneda*). Incluso después, los bancos siguieron sin regulación, hasta tal punto, que se puede afirmar que el sistema de *banca libre*, en el sentido amplio del término, duró hasta 1923, cuando se crearon un verdadero banco central y una superintendencia bancaria.

Después de su establecimiento, los numerosos bancos comerciales participaron activamente en la intermediación del crédito comercial proveniente del exterior. De hecho, operaron como los grandes comerciantes de décadas anteriores, a través de agentes en el exterior (principalmente banqueros mercantiles, pero también algunos bancos) e incluso se comprometieron en algunas actividades comerciales como tales (Botero, 1985, 1989, 1992; Romero, 1992). Sin embargo, paralelamente a la intermediación bancaria, seguía funcionando el viejo sistema de financiación comercial. Fue sólo hasta la segunda y particularmente la tercera década del siglo XX —cuando se abrieron sucursales de los bancos internacionales en el país, y los bancos domésticos tuvieron acceso directo al crédito externo—, que finalmente se estableció el dominio de los bancos comerciales en el financiamiento comercial externo de corto plazo.

Dado el poco acceso al crédito internacional, el gobierno tuvo que apoyarse principalmente en el financiamiento doméstico. Las casas comerciales más grandes (principalmente aquellas de origen *antioqueño*), habían desempeñado algún papel como agentes financieros del gobierno desde los primeros años de la República, y algunos bancos comerciales continuaron con ese papel en décadas posteriores (Botero, 1989; Romero, 1992). Esto

era cierto tanto para los bancos en Bogotá (particularmente el *Banco de Bogotá*, que hacia 1870 operaba como agente financiero del gobierno nacional), como para los bancos regionales, con respecto a sus gobiernos regionales (por ejemplo, el *Banco de Antioquia*, que de hecho tenía un carácter semioficial). Aunque estudios detallados sobre la materia no están disponibles, algunos informes indican que durante períodos de serios problemas fiscales —crisis externas⁷ y guerras civiles, que tendían a coincidir, como se puede observar—, las fuentes principales del financiamiento eran los *préstamos obligatorios* de diferentes clases: la expropiación de los bienes de la Iglesia a comienzos de 1860 y demoras en los pagos. En los primeros años de esa misma década, se intentó usar billetes del Tesoro como instrumento de financiación, pero como los billetes se depreciaban ese sistema se abandonó rápidamente (Torres García, 1980, C. IV).

Ajuste macroeconómico bajo el sistema de patrón oro

Tal como lo indica el cuadro 1.1, al estancamiento característico de la primera mitad del siglo XIX siguió un incremento en las exportaciones. El crecimiento fue más rápido de la mitad del siglo hasta la década del ochenta, cuando el *quantum* de exportaciones se expandió a una tasa anual de 4%. Sin embargo, este período se caracterizó por un base exportadora inestable. Los sucesivos auges de productos regionales, determinados por la escasez internacional de algunos bienes específicos más que por ciclos comerciales en los países desarrollados, explican las severas fluctuaciones de los ingresos de exportación, típicas del período (Ocampo, 1984a).

El Gráfico 1.1 resume la evolución del poder de compra de las exportaciones (capacidad de importación) durante el período. Las series fragmentadas disponibles se muestran como desviaciones de su tendencia. Como se puede apreciar, la economía colombiana experimentó un auge tabacalero en la década del cincuenta, que llegó a su punto máximo en 1857. El *boom* fue seguido por una recesión en los últimos años de la década, acentuada por la guerra civil de los primeros años del decenio siguiente. A la débil recuperación de 1862-1864 siguió una recesión mucho más fuerte a mediados de la década del sesenta, lo cual marcó el final de

7. Esto se debía a que el gobierno tenía una enorme dependencia de los ingresos de aduanas. Los aranceles eran cerca del 50% de los ingresos totales del gobierno central en los años de 1850, 30% en los años sesenta y entre 60% y 70% en las últimas tres décadas del siglo. La baja participación de 1860 estaba asociada con la expropiación de los bienes de la iglesia (Ocampo y Montenegro, 1984, C. 4).

CUADRO I.1
COMERCIO INTERNACIONAL DE COLOMBIA, 1834-1910

	Exportaciones (miles de pesos oro)	Quantum de exportaciones (1865-1870=100)	Foder de compra de las exportaciones (1865-1870=100)	Importaciones (miles de pesos oro)	Quantum de importaciones (1866-1870=100)
1834-1835-1838/1839	3 261,6	44	31 ¹	2 985,3	37
1840/1841-1844/1845	3 306,5	47	42 ²	3 501,5	48 ³
1854/1855-1857/1858	6 353,0	82	102	3 767,2 ³	n.a.
1864/1865-1869/1870	7 394,0	100	100	6 419,7 ⁴	100 ⁴
1870/1871-1874/1875	9 888,2	137	149	8 818,7	141
1875/1876-1877/1878	10 105,5	127	171	7 713,2	142
1878/1879-1880/1881	13 689,1	168	247	10 527,3	191
1881/1882-1882/1883	15 430,5	n.a.	280	11 929,8	231
1888-1891	12 165,1	170	255	12 119,0	286
1894-1897	16 533,3	n.a.	385	14 872,3	305 ⁶
1898	19 154,1	269	447	11 052,0	397 ⁷
1905-1910	14 987,5	266	274	12 832,6	263

1 Estimado con base en el crecimiento del poder de compra de las exportaciones en términos de los textiles entre 1841-1845 y 1855-1858.

2 Excluye 1844-1845.

3 1855-1856/1858-1859.

4 Excluye 1864/1865.

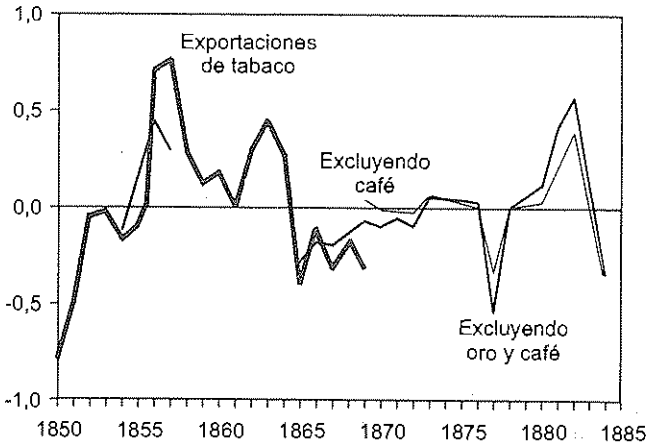
5 Estimado con base en el quantum de importaciones de 1845/1849 y en la evolución de los precios de los textiles importados.

6 1892-1895.

7 1896-1898.

Fuente: José A. Ocampo (1984a), pp. 84, 98, 141 y 154. Para algunos períodos, las importaciones se han vuelto a estimar con los datos originales.

GRÁFICO 1.1
PODER DE COMPRA DE LAS EXPORTACIONES
 (Desviación porcentual con respecto a la tendencia)



la era del tabaco. La lenta recuperación durante el resto de la década y particularmente a comienzos de la década del setenta, estuvo liderada por productos como el café, la quina y el oro⁸. La recesión siguiente fue muy fuerte, particularmente en 1876-1877, cuando coincidió con una nueva guerra civil. Finalmente, a finales de la década del setenta y comienzos de la del ochenta, el país experimentó un nuevo y agudo ciclo, caracterizado por el auge de las exportaciones de quina y seguido por el colapso de la producción de ese producto, debido al desarrollo de plantaciones en el Lejano Oriente. Como ocurrió en casos anteriores, la caída precedió a la guerra civil de mediados de la década del ochenta (Ocampo, 1984a).

Los fuertes ciclos exportadores generaron tensiones macroeconómicas significativas, pero la economía colombiana reaccionó con un alto grado de flexibilidad. En las épocas de auge, había sobreabundancia de letras de cambio, debido a que las nuevas órdenes de importación tomaban cuatro

8. La magnitud del auge de esta época no aparece claramente en el Gráfico 1.1, ya que las series anuales disponibles excluyen las exportaciones de café y una de ellas también excluye el oro. Véase, sin embargo, el Cuadro 1.1.

meses en llegar a Colombia⁹, y la realización de los pagos se tardaba de seis a nueve meses. Esas demoras forzaban la caída en la tasa de cambio dentro de los niveles de paridad oro (metálicas) y generaba entradas de metales preciosos. Dado que los riesgos de importación en una economía inestable con baja rotación de inventarios son altos, esas entradas eran fundamentales para reforzar la posición económica de los comerciantes.

Cuando el país entraba en crisis, las importaciones también reaccionaban con demoras. El déficit que resultaba se financiaba inicialmente con préstamos externos de corto plazo. Sin embargo, al poco tiempo había un exceso de demanda por letras de cambio, ya que los importadores debían cubrir las obligaciones que habían adquirido a comienzos de la crisis y los exportadores se veían obligados a cancelar el exceso de los créditos que habían obtenido en relación con el valor actual de sus ventas. El precio de las letras de cambio crecía rápidamente dentro de las paridades oro (metálico), a lo que seguía una salida neta de metales preciosos. Ante el colapso de la demanda agregada doméstica, los inventarios de bienes importados se acumulaban rápidamente y el comercio respondía con cortes drásticos en los nuevos pedidos. Ese proceso se aceleraba, debido a la escasez de crédito tanto doméstico como externo. El recorte en las importaciones operaba como un ajuste de corto plazo altamente efectivo. De hecho, como se verá más adelante, el equilibrio en los pagos usualmente se había restablecido antes de que se hubiera iniciado el *boom* en las exportaciones.

La descripción del mecanismo de ajuste implica que, siguiendo el crudo análisis clásico de tipo Hume, había flujos en especie tanto hacia adentro como hacia afuera en cantidades significativas, que corregían los desequilibrios comerciales. Como veremos más adelante, existe evidencia de fluctuaciones procíclicas en los precios domésticos y en las operaciones comerciales de los bancos. Finalmente, los ingresos del gobierno eran sumamente inestables, lo cual forzaba a la implementación de políticas fiscales procíclicas, dado que había una enorme dependencia fiscal de las entradas por concepto de aranceles. Ciertamente, ese fenómeno no se puede independizar del hecho de que, generalmente después de que se presentaban problemas en el sector exportador, sobrevenía una guerra civil.

El Gráfico 1.1 y el Cuadro 1.2 proporcionan información acerca de los mecanismos de ajuste macroeconómico que existían bajo el sistema de patrón oro. El Gráfico 1.2 muestra la evolución de la tasa de cambio desde la

9. *Commercial Relations of the United States* (1904), p. 637; "Bureau of American Republics", en: *Monthly Bulletin*, Vol. 19, p. 351. A comienzos del siglo XIX, las órdenes de los Estados Unidos podían demorar menos tiempo, aproximadamente cuatro semanas.

GRÁFICO 1.2
TASAS DE CAMBIO (VS. LAS PARIDADES ORO Y LOS PRECIOS DE LA PLATA EN LONDRES)

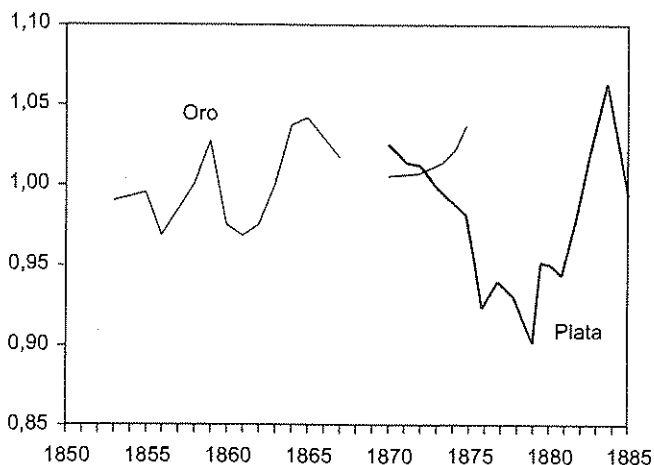
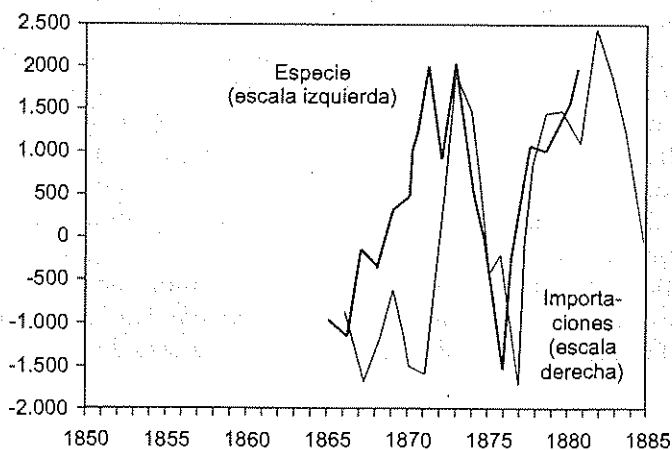


GRÁFICO 1.3
CAMBIOS DE ESPECIE EN LA CIRCULACIÓN VS. IMPORTACIONES (MILES DE PESOS ORO)



década del cincuenta, hasta 1885. La tasa de cambio del oro era el precio doméstico de las letras de cambio en Londres por una cantidad equivalente a un peso oro a tasas de paridad (0,1983 libras), mientras que la tasa de cambio de la plata era la relación doméstica oro/plata implícita en el precio de las ya mencionadas letras de cambio, basado en la relación del mercado londinense. De otro lado, el Gráfico 1.3 muestra la relación entre los flujos en especie y los bienes importados, para el único período en el que existe información anual confiable y disponible (1866-1884). Finalmente, el Cuadro 1.2 reúne las series que existen sobre la acuñación de metales preciosos y de importaciones netas de oro y plata.

Como se puede apreciar, antes de la severa depreciación de la plata desde mediados de la década del setenta, la tasa de cambio fluctuaba por lo general dentro de las paridades oro. Esto permitió que la relación depreciación/apreciación llegara a un máximo de 6%. El margen se amplió considerablemente con la depreciación internacional de la plata en el decenio del setenta. Sin duda alguna, se amplió aún más debido al hecho de que las monedas de plata colombianas usualmente eran de baja pureza, tal como lo hemos visto¹⁰. Así, desde finales de la década del setenta hasta 1884, la depreciación del peso llegó a ser hasta del 15%, una magnitud considerablemente mayor a la que era característica al comienzo de esa misma década.

Los enormes flujos de metales preciosos que acompañaron el ciclo externo se pueden confirmar con el Gráfico 1.3. Existe evidencia cualitativa de flujos similares, en años anteriores a mediados de la década del sesenta, particularmente de entradas durante el auge tabacalero de 1856-1857 y salidas que comienzan en 1859 (Rivas Groot, 1952, p. 191). Cabe anotar, sin embargo, que gracias al rápido ajuste de las importaciones, las salidas en especie usualmente se suspendían antes de que empezara la nueva recuperación, lo cual generaba la apreciación de la moneda doméstica, a pesar de que los ingresos por exportaciones seguían bajos. Eso es claro, por ejemplo, a comienzos de la década del sesenta y en 1867 (véanse Gráficos 1.2 y 1.3); es más difícil observar un fenómeno similar para períodos posteriores, debido a la existencia de complejas mezclas de flujos de especies.

10. Este hecho puede exagerar la magnitud de la apreciación del valor, que se muestra en el Gráfico 1.2, utilizando el precio de la plata en Londres como referencia. En 1880, cuando ya se había producido un incremento del precio de la plata en Londres, en un 16%, en Colombia apenas había aumentado en 8%. Fue a partir de la década del ochenta que la depreciación de la plata se reflejó completamente en el país. Véase Ocampo (1984a), C. IV.

Dado que el promedio de la oferta de dinero desde mediados del decenio del sesenta hasta mediados del ochenta estaba por debajo de los 10 millones de pesos, los flujos de oro y plata generaron *fluctuaciones promedio* de la oferta de dinero *por encima del 10% anual* (la desviación estándar de los flujos en especie entre 1865-1884 estaba un poco por encima de \$1 millón), con picos por encima del 20%. Esas fluctuaciones sólo se podían manejar con ciclos igualmente drásticos en las importaciones. La desviación estándar del valor anual de las importaciones era equivalente al 27% de su media estadística durante el mismo período. Es más: las importaciones se rezagaban un año con respecto a los flujos en especie. De hecho, una regresión simple entre estas dos variables para los años 1866-1884 indica que los flujos en moneda corriente explican por sí solos más de la mitad de la varianza de las importaciones un año adelante¹¹.

Los flujos en especie se hicieron más complicados debido a la depreciación internacional de la plata en la década del setenta, como resultado de dos características del sistema monetario colombiano: el mantenimiento de una paridad fija de oro/plata y la amplia circulación de monedas de bajo contenido de plata. Como resultado de operaciones de arbitraje, Colombia importó plata en lugar de oro durante el auge exportador de finales del decenio del setenta. Aún más: el *stock* de oro siguió descendiendo durante ese período, con excepción de un año (*véase* Cuadro 1.2). En la crisis subsiguiente, el país se convirtió en un importante exportador neto de monedas corrientes de plata de alto grado. El Cuadro 1.2 parece sugerir que la base monetaria de metálico no descendió durante estos años y, por ende, esconde el hecho de que mientras el país exportaba una porción de su plata de 0,835, aumentaba la cantidad de monedas de plata de 0,500 en circulación.

Las fluctuaciones externas también determinaron las transacciones globales de los bancos comerciales. El Cuadro 1.3 resume el crecimiento de los billetes en circulación y activos productivos de los tres bancos más grandes del período, dos de los cuales estaban establecidos en Bogotá (el *Banco de Bogotá* y el *Banco de Colombia*) y el otro en Medellín (el *Banco de Antioquia*). Dentro de las diferentes tendencias en las operaciones de estas instituciones, muy asociadas con los años en que fueron creadas (ya que las tres experimentaron un auge inicial de cerca de cinco años), hubo tres épocas de crisis comunes: 1876-1877, 1879 y comienzos de la década del ochenta. La primera y la última fueron períodos de crisis externas, aunque la de

11. La regresión para 1866-1884 es: $\text{Importaciones} = 7\,843 + 1,61 * \text{flujos en moneda corriente rezagados un año}$, con un R^2 de 0,53.

1876-1877 fue más complicada debido a la guerra civil. En cambio, el determinante mayor detrás de la crisis de 1879 fueron los rumores de guerra civil que corrían por todo el país. Durante este difícil período, algunas instituciones se enfrentaron con virtuales colapsos, con caídas de 50% o más de sus billetes en circulación en cortos períodos. El manejo conservador de los préstamos de corto plazo (seis meses o menos) les permitió salir de los problemas, aunque en el caso del *Banco de Bogotá* se vieron obligados a suspender la convertibilidad en dos ocasiones: noviembre/1876-mayo/1877 y enero-junio/1885 (Romero, 1992 y Botero, 1989).

CUADRO 1.3

Año (semestre)	Billetes en circulación			Préstamos		
	Bogotá	Colombia	Antioquia	Bogotá	Colombia	Antioquia
1871(1)	132,2			397,1		
1871(2)	186,1			657,1		
1872(1)	220,7			776,6		
1872(2)	287,2			1 012,6		
1873(1)	463,0			1 476,7		
1873(2)			95,7			228,1
1874(1)	547,4		141,1	1 789,2		333,2
1874(2)	574,3		284,0	1 694,9		481,6
1875(1)	561,6	82,3	238,4	1 908,2	632,7	420,2
1875(2)	525,7	123,2	358,3	2 257,6	661,0	483,2
1876(1)	374,7	114,6	391,2	1 741,6	703,5	599,9
1876(2)	144,6		281,9	1 097,0		501,3
1877(1)	290,3	42,1	329,5	909,0	510,3	527,6
1877(2)	173,6	150,3	410,5	1 069,8	614,3	682,0
1878(1)	512,2	211,2	469,1	1 045,8	729,4	670,8
1878(2)	635,5	252,1	599,8	1 234,9	668,6	751,1
1879(1)	228,4	207,8		887,2	651,6	
1879(2)	452,4	227,9		1 196,3	701,1	
1880(1)	443	368,2	626,6	856,8	742,4	734,5
1880(2)	532,1	346,5		886,1	728,3	
1881(1)	557,2	344,8	532,3	747,5	655,3	754,5
1881(2)	263,3	420,2		680,5	701,6	
1882(1)		286,9			580,5	
1882(2)		380,1	392,9		734,5	840,0
1883(1)		276,7	469,7		687,6	803,6
1883(2)		265,5	444,6		612,8	727,5
1884(1)		249,8			676,5	
1884(2)		300,2			740,7	
1885(1)		76,1			620,9	
1885(2)		160,4			598,8	
1886(1)		66,0			532,5	
1886(2)		64,4			473,9	

Fuente: Romero (1992) y Botero (1989).

Tales fluctuaciones se reflejaron claramente en la evolución de las tasas de interés, como lo indican las tasas que pagaba el *Banco de Bogotá* para las cuentas corrientes¹². Durante el auge de comienzos del decenio del setenta, esa tasa se mantuvo en 5%, pero se incrementó fuertemente a 12% en 1876. Con el auge siguiente, volvió a caer al 5% hacia 1879, para aumentar nuevamente sólo después de 1881, alcanzando el 12% en 1885. Como existía un movimiento paralelo en las tasas de colocación y el patrón cíclico de los precios domésticos era el opuesto, las tasas de colocación reales eran moderadas cuando los negocios iban bien, pero se volvían onerosas cuando el país entraba en crisis externas. Con tasas anuales de deflación de 8% a mediados de la década del ochenta, las tasas de interés reales subieron hasta el 20%. Ciertamente, esto operaba como un incentivo muy fuerte para reducir los *stocks* de bienes importados, acumulados durante el *boom* precedente.

Infortunadamente, la evidencia sobre las tendencias y fluctuaciones de los precios de mediados de siglo hasta el decenio del ochenta, es bastante insuficiente. La única serie anual disponible, hecha por Pardo Pardo (1972), es muy cruda y exagera la magnitud de la inflación doméstica durante el período. Una evidencia más fragmentada sobre la evolución de los precios de alimentos en Bogotá, indica que el período experimentó tendencias inflacionarias de mediano plazo y fluctuaciones de corto plazo asociadas con el ciclo externo. En cuanto al mediano plazo, los precios domésticos de los alimentos eran aproximadamente el doble de los precios internacionales, lo cual era equivalente a una significativa apreciación real del peso. La mayoría de los aumentos de los precios en oro de los alimentos tuvieron lugar durante el *boom* de la década del cincuenta, cuando la tasa de inflación anual era de 6% o incluso mayor¹³. Como lo indica el Gráfico 1.4, la revaluación de largo plazo del peso continuó durante las últimas décadas del siglo pasado y la primera del siglo XX¹⁴.

12. Carmen Astrid Romero (1992). Sin embargo, el patrón era similar en el caso del *Banco de Antioquia* (Botero, 1985 y 1989). Para consideraciones similares sobre las tasas de interés, véase Meisel y López (1990).
13. Un índice ponderado basado en los precios oro de siete alimentos en Bogotá indica que los precios domésticos evolucionaron de la siguiente manera: 1846-1850: 100; 1858-1859: 192; 1864-1865: 204; 1879-1882: 205. Si se toma la evolución de los precios de los alimentos en Estados Unidos (este país fue la mayor fuente de importación de alimentos de Colombia a lo largo del siglo), la evolución de la tasa de cambio real (expresada en pesos por unidad de moneda extranjera) fue la siguiente: 1846-1850: 100; 1858-1859: 67; 1864-1865: 59; 1879-1882: 56. (Véase Ocampo, 1984a, tablas 4.4 y 4.6).
14. Durante el período 1881-1910, la tasa de cambio real tuvo una tendencia decreciente anual de 1,1%, estimada a través de la regresión del logaritmo de esa variable con una tendencia de tiempo. Si se excluyen los años de la guerra civil, la tendencia decreciente es un poco mayor (1,4%).

GRÁFICO 1.4
TASA DE CAMBIO REAL

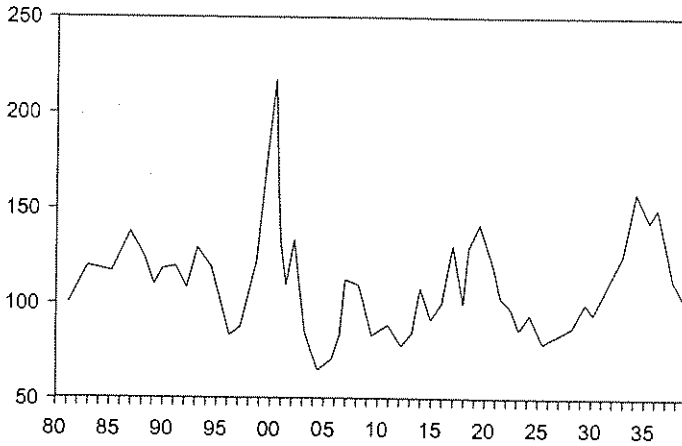


GRÁFICO 1.5
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 1923=100

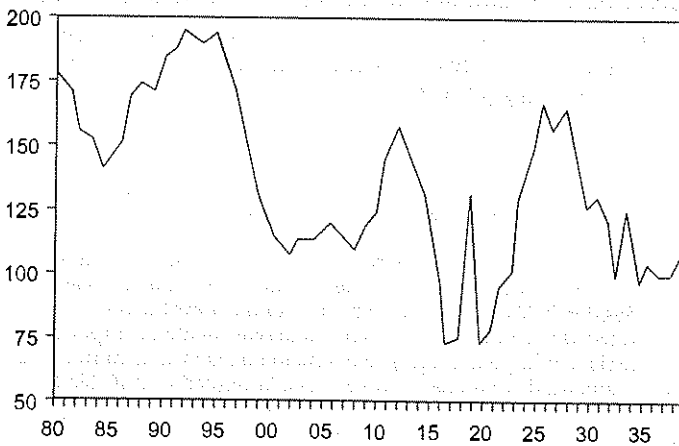
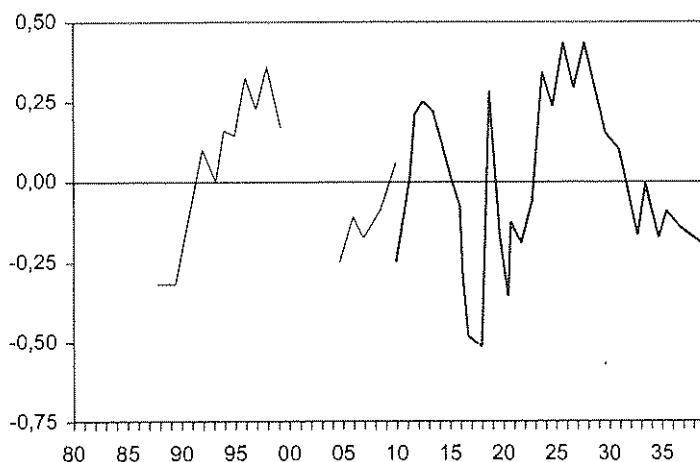


GRÁFICO 1.6
PODER DE COMPRA DE LAS EXPORTACIONES
 (Desviación porcentual con respecto a la tendencia)



La tendencia inflacionaria se puede ver como el mecanismo por medio del cual se transmitió la expansión exportadora a la agricultura doméstica, el sector más importante de la economía colombiana por esa época. De hecho, si se utiliza una explicación *vent for surplus* para la expansión del sector exportador, esto se puede considerar como el mecanismo por medio del cual las rentas que se generaban por la explotación de recursos naturales antes ociosos, se transmitieron en parte a actividades de bienes no transables y de oferta inelástica. En el largo plazo, esta tendencia sirvió para promover una modernización moderada de la agricultura y de la ganadería, razón por la cual la oferta de alimentos se hizo más elástica. Sin embargo, por lo menos hasta mediados del siglo XX, la relativa inelasticidad de la oferta de alimentos domésticos se constituyó en un rasgo distintivo de la economía colombiana.

Esta característica, en lugar de relaciones más tradicionales de tipo Hume entre la oferta de dinero y la inflación doméstica, explica el comportamiento procíclico de los precios de los alimentos domésticos, tal como lo indican los informes cualitativos de la época. Acontecimientos internos, especialmente las guerras civiles, también afectaron los precios. Infortunadamente, una mejor evidencia sobre los ciclos de precios es escasa y proviene principalmente de los fuertes efectos inflacionarios del auge tabacalero de la década del cincuenta del siglo pasado y de la deflación do-

méstica característica de la época de crisis entre 1882-1885 (véase el Gráfico 1.3); esta última es particularmente importante a la luz de la significativa devaluación que tuvo lugar durante esos mismos años. No existe, sin embargo, evidencia de una deflación doméstica similar durante otros períodos de contracción del sector exportador.

El Cuadro 1.4 presenta el análisis de la regresión simple de los determinantes de la inflación interna entre 1881-1899 y los periodos subsiguientes. El período incluye los años bajo el sistema de papel moneda, cuando la inflación fue moderada. Los resultados apoyan la idea que los precios internos eran muy elásticos al ciclo externo, como se refleja en la evolución de los términos de intercambio. Ésta entonces operaba como un mecanismo de estabilización muy fuerte, ya que la apreciación *real* del peso durante las épocas de auge, reducía la rentabilidad de las exportaciones y hacía que la demanda por bienes importados aumentara, mientras que la depreciación real en las crisis tenía los efectos adversos. Contrario a lo que sostiene Meisel (1990a), esto también indica que la trasmisión doméstica de las fluctuaciones en los precios internacionales era bastante fuerte; de hecho, fue mucho mayor que la que se presentó en las tres primeras décadas del siglo XX.

La economía colombiana manifestó pues la flexibilidad necesaria para el buen funcionamiento de un patrón metálico, desde mediados de la década del cincuenta hasta la del ochenta del siglo pasado, incluso ante la presencia de ciclos externos muy agudos. Esas condiciones incluían fuertes fluctuaciones en las importaciones, gran flexibilidad de la oferta de dinero, rápidos ajustes cíclicos de los bancos domésticos y precios domésticos flexibles en épocas de crisis (por lo menos en las últimas fases de la expansión de las exportaciones). El mayor obstáculo era la inestabilidad fiscal que tal ajuste requería. Como hemos visto, la crisis fiscal había llevado a la emisión de billetes del Tesoro, a comienzos del decenio del sesenta, en un período de crisis externa y de disturbios políticos. El abandono del patrón plata es también un resultado de eventos similares.

EL PAPEL MONEDA (1886-1903)

Los años de inflación moderada y su origen

El *Banco Nacional* fue creado en 1880 como el agente financiero del gobierno central. Se le concedió el monopolio legal de emitir billetes convertibles, pero se permitió a los bancos privados el ejercicio de ese derecho con la condición de que admitieran que los billetes del *Banco Nacional* sirvieran como medios de pago. Aunque se esperaba que el banco fuera de capital

CUADRO 1.4
DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN
(TODAS LAS VARIABLES ESTÁN EN LOGARITMOS; ESTADÍSTICO T ENTRE PARENTESIS)

	1881-1899	1895-1909	1904-1932	1912-1932	1912-1939
Constante	-2,96 (-2,34)	-4,27 (-1,59)	0,00 (-0,01)	-0,70 (-0,67)	-0,72 (-0,86)
Tasa de cambio	0,68 < 1884-1894 > (7,66)	1,29 (18,24)	0,36 (0,58)	0,45 (0,63)	0,39 (1,97)
	0,59 < 1895-1899 > (6,12)				
Precios internacionales	0,79 (3,38)		0,71 (7,11)	0,75 (3,89)	0,72 (4,88)
Términos de intercambio	0,51 (2,98)	1,95 (3,13)	0,31 (2,49)	0,32 (2,01)	0,31 (2,52)
Base monetaria				0,05 (0,62)	0,06 (0,90)
R2	0,94	0,99	0,68	0,72	0,68
DW	1,99	1,86	1,43	2,10	1,56

mixto, el gobierno no pudo conseguir que los agentes privados se interesaran en invertir en la nueva entidad. La creación de este banco era parte de una agenda global de reformas económicas y políticas adoptadas durante el liderazgo de Rafael Núñez. Éste, liberal radical, se había convertido en el líder de la oposición al sistema federal, impuesto en la Constitución de 1863, a la cual consideraba como la base del caos político del país. Contrario a la visión de los liberales radicales, defendía una amplia intervención del gobierno en los asuntos económicos, incluyendo, en particular, una política proteccionista.

Tal como hemos visto, la fuerte crisis económica que ocasionó el colapso de las exportaciones de quina, generó a mediados del decenio del ochenta una contracción fiscal y monetaria muy aguda. Esta situación coincidió con la guerra civil de 1885: una revuelta radical en contra de Núñez en su segundo período presidencial. La guerra destruyó todos los posibles vínculos existentes entre Núñez y los radicales y llevó a la adopción de una Constitución fuertemente centralista, en 1886. En términos económicos, la crisis fiscal que se produjo por los efectos conjuntos de la caída de los ingresos y los gastos generados por la guerra, condujo a que a comienzos de 1885, Núñez autorizara al *Banco Nacional* la emisión de billetes como una solución temporal, forzando a los diferentes agentes económicos a que los recibieran como medios de pago. La depreciación de los billetes condujo a una serie de decisiones, que finalmente terminó en la adopción de los billetes del *Banco Nacional* como moneda legal de curso forzoso, el 1 de mayo de 1886. En 1887, se suspendió el derecho de emisión de los bancos privados.

Es importante, sin embargo, hacer énfasis en que el *Banco Nacional* nunca fue un banco central, ya que no mantenía reservas de otras instituciones bancarias, ni operaba como prestamista de última instancia. Además, a pesar de que el nuevo sistema monetario tenía efectos cambiarios, éstos nunca se contemplaron explícitamente, aunque fueron utilizados por los defensores del sistema como una justificación para la reforma monetaria de 1886. De hecho, no existía intención alguna por parte del *Banco Nacional* de manejar la tasa de cambio, que durante el período en consideración operó como una variable flexible de mercado. Como veremos más adelante, las fluctuaciones de la tasa de cambio dependían no solamente de la emisión de papel moneda —y por tanto, indirectamente de los déficits presupuestarios—, sino también de la oferta y demanda de las letras de cambio, como lo determinaban los ciclos externos.

Ninguna de las decisiones adoptadas por Núñez y las administraciones siguientes durante el período conocido como la *Regeneración*, generó tanta oposición como la reforma monetaria. Los defensores del sistema

afirmaban que esa reforma tenía efectos proteccionistas y de promoción de exportaciones (*véanse* Calderón, 1905, y Caro, 1956). De hecho, este argumento dio origen a una de las controversias más interesantes de la historia económica colombiana relacionada con los efectos de la reforma monetaria de 1886 sobre las exportaciones de café, cuya versión moderna se considerará más adelante. La oposición provenía de los sectores que se quejaban de lo que se consideraba como la nueva forma de préstamos forzosos al gobierno, lo cual introdujo un enorme nivel de incertidumbre a los negocios privados y redujo la disciplina fiscal (*véanse*, por ejemplo, Camacho, 1903, y Samper, 1925-1927, Vol. III). La oposición estaba ampliamente generalizada dentro de la clase comerciante, desde donde se presionaba al gobierno para retornar a un patrón metálico, preferiblemente oro, dado que era el único sistema que garantizaba la estabilidad en la tasa de cambio en relación con las demás monedas internacionales. Los bancos tenían puntos de vista diferentes y experimentaron, de hecho, evoluciones bastante diferentes durante el período.

Debido a que desde el momento en que se decretó el curso forzoso la oposición fue amplia, el gobierno declaró que el papel moneda era tan sólo una medida temporal y que pronto se retornaría al patrón plata de 0,835. Aunque esta idea no era aceptada de buena voluntad por todas las administraciones del período, sí se reflejó en una serie de normas legales que se decretaron desde 1886¹⁵. En todo caso, las decisiones explícitas de política fueron, por muchos años, inconsistentes con este objetivo. Las restricciones legales sobre la cantidad de billetes convertibles que el *Banco Nacional* podía emitir, fueron violadas constantemente. La más importante de ellas, la Ley 124 de 1887, decretaba que la emisión de billetes inconvertibles tenía un límite de \$12 millones. Ese límite se alcanzó en 1888, pero el gobierno siguió expandiendo ilegalmente la cantidad de billetes en circulación. Hacia 1893, cuando se descubrieron esas *emisiones clandestinas*, la oferta de billetes era casi el doble del límite legal. El escándalo político que resultó condujo a que el Congreso decidiera cerrar el *Banco Nacional* y trasformarlo en la Oficina de Liquidación del Ministerio del Tesoro, en 1894. Su existencia se prolongó hasta 1895 como consecuencia de la guerra civil. Así, fue sólo en 1896 que el Banco dejó de existir y que se suspendieron las emisiones de papel moneda. El regreso a la ortodoxia duró muy poco. Realmente, a pesar de su liquidación legal, al banco le fue permitido emitir más papel

15. Guillermo Torres García (1980), Capítulo VIII; Miguel Samper (1925-1927), Vol. III., pp. 125-131, 161-162, 250-251 y 313-319; *Annual Report of the Director of the U.S. Mint*, 1892, p. 250, y 1896, pp. 336-337.

moneda en 1898 cuando el colapso de los precios internacionales del café generó una nueva crisis fiscal; en los años siguientes, fue el Tesoro el que directamente hizo nuevas emisiones (véanse Gráfico 1.8; Torres García, 1980, C. VIII; Meisel y López, 1990).

A pesar de los escándalos de la última década del siglo, el uso que las autoridades hicieron del papel moneda fue relativamente moderado y se alcanzó el objetivo de revaluar el peso con respecto a la plata, sin duda, con la ayuda de la depreciación internacional de ese metal. Como se muestra en el Gráfico 1.8, después de 1888 la tasa anual de crecimiento del *stock* de papel moneda fluctuó entre un mínimo de 5,5% en 1890 y un máximo de 26,9% en 1891, con un promedio de 14,4% a lo largo del período. De hecho, después de 1891, las nuevas emisiones fueron escasamente equivalentes a la devaluación de la plata de 0,835 en el mercado internacional, y el *stock* de papel moneda permaneció constante en términos de la plata. Las emisiones de 1898 y 1899 fueron menos moderadas —24,1% y 22,4% si excluimos del último año las que tuvieron lugar durante los últimos tres meses, cuando había comenzado la guerra civil— pero aun así no se evidenciaba la carencia absoluta de control fiscal ni monetario.

La evolución de la oferta monetaria global es difícil de establecer. En todo caso, el cambio de un patrón basado en la plata a un sistema de papel moneda, generó un superávit en las reservas metálicas y, como se ha visto, se sacó de circulación una cantidad desconocida de billetes privados. Durante esos años, la Ley de Gresham eliminó todos los medios de pago, excepto el papel moneda, y las monedas de níquel o de plata de bajo grado (estas últimas principalmente en las regiones fronterizas). Como se muestra en el Cuadro 1.2, la exportación neta de monedas de plata fue sustancial a finales de la década del ochenta y comienzos de la del noventa, hecho que, junto con entradas de capital de mediano plazo que recibió el sector cafetero durante esos años (véase la sección *Reglas monetarias y pagos internacionales*), explica por qué, contrario al patrón típico de los auges precedentes, la recuperación de las importaciones tuvo lugar *antes* del consiguiente *boom* en las exportaciones de café y coincidió con un nivel significativo de exportación de efectivo (véanse Cuadros 1.1 y 1.2).

El crecimiento relativamente moderado de los agregados monetarios es consistente con la evolución de las tasas de cambio con respecto a la plata 0,835. Como lo muestra el Gráfico 1.7, el diferencial peso/plata cayó después de 1888, cuando llegó a un máximo de 45%. Realmente, después de la sobrevaluación inicial característica de los primeros años del papel moneda, el peso se apreció con respecto al oro entre 1881-1891. Entre 1892 y 1895 hubo una nueva ola de devaluación, pero era apenas equivalente a la depreciación de la plata, dado que el peso se movía paralelo a ese metal,

GRÁFICO 1.7
TASAS DE CAMBIO, 1880-1899
 (Papel moneda y plata vs. oro)

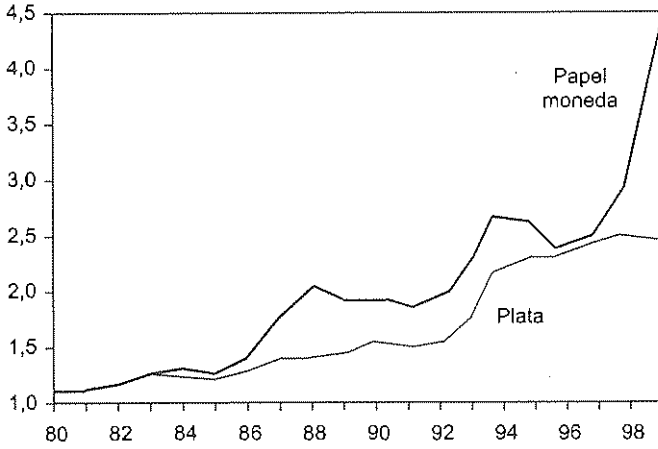


GRÁFICO 1.8
INFLACIÓN Y PAPEL MONEDA EN CIRCULACIÓN
 (Variaciones anuales)

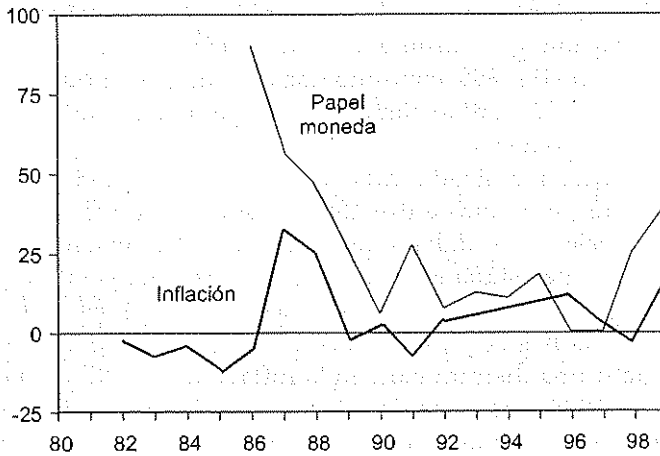
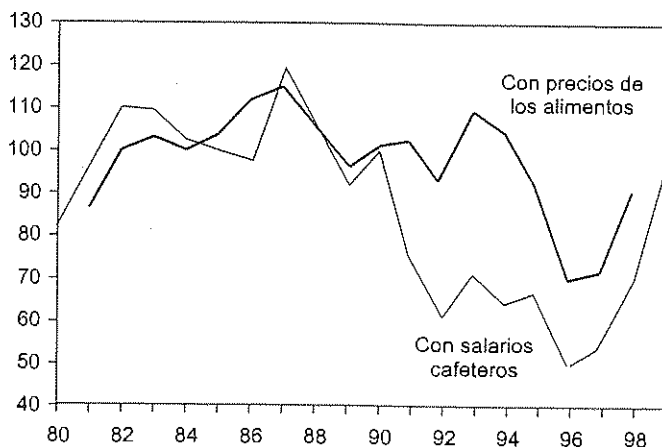


GRÁFICO 1.9
TASAS DE CAMBIO REALES, 1890=100



con un pequeño diferencial (12%-13%). Finalmente, con el apoyo de la decisión de cerrar el *Banco Nacional*, la interrupción efectiva de las emisiones de papel moneda y el auge de ingresos externos, el peso se revaluó y se alcanzaron virtuales valores de paridad con la plata de 0,835 durante los años de auge, entre 1896-1897. Las nuevas emisiones que empezaron en 1898, obviamente destruyeron la confianza en el pronto retorno al patrón plata. Este hecho, junto con los efectos cambiarios de la caída de los ingresos por exportación, generaron una devaluación de 17% en 1898. Durante el primer semestre de 1899, continuó una devaluación moderada, después de la cual la tasa de cambio comenzó a dispararse como respuesta a los acontecimientos políticos.

Por otro lado, a la oleada inflacionaria inicial en 1887 y 1888, siguió una estabilidad de precios entre 1889 y 1891 y una inflación moderada entre 1892 y 1896 —por debajo del 10% anual. No obstante, por ese entonces la economía estaba experimentando los efectos inflacionarios de un nuevo auge exportador (véanse Gráficos 1.5 y 1.6). Es más, a pesar de las nuevas emisiones de papel moneda, el comienzo de una nueva crisis externa generó una disminución en la inflación en 1897 y una deflación moderada en 1898. Las tasas de interés para depósitos del *Banco de Bogotá* cayeron de un máximo de 12% en 1885 a 3%-6% durante los primeros años de la existencia del papel moneda, antes de que se estabilizara en 6% en 1890-1897 y en 7% en 1898-1899; esas tasas, por tanto, eran

bastante inerciales y normalmente negativas en términos reales durante el período, comportamiento bastante diferente del patrón cíclico típico de los años de patrón plata (Romero, 1992).

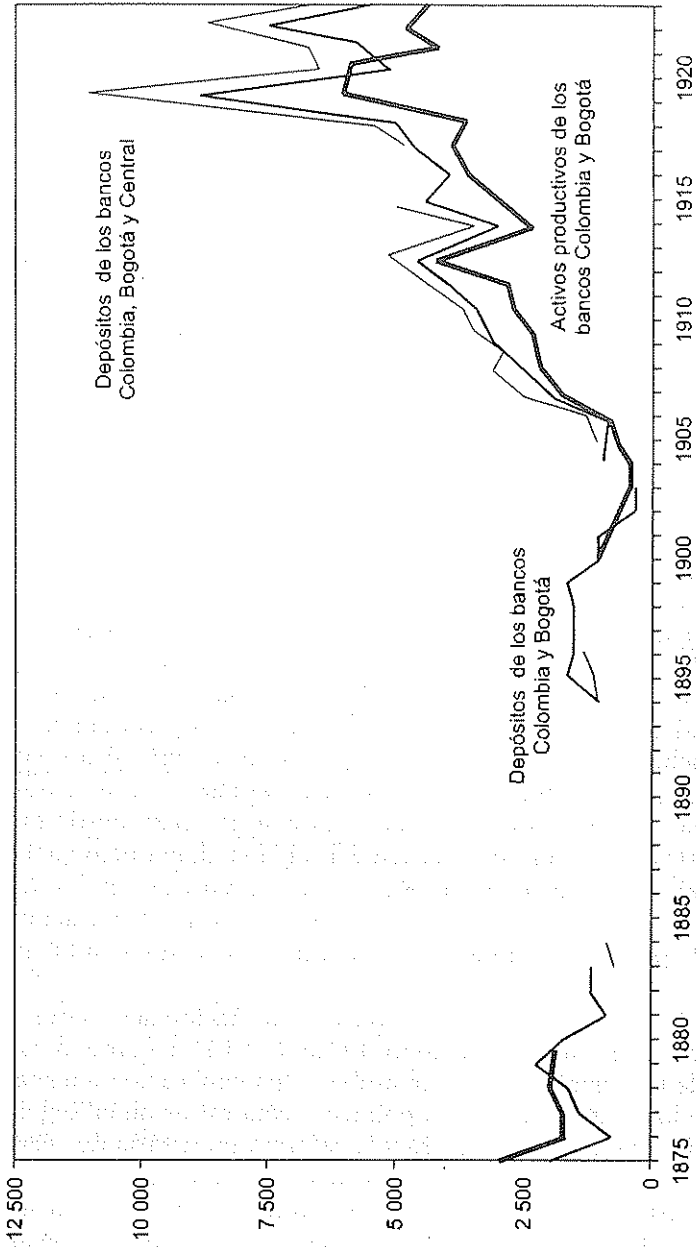
Las experiencias de los bancos privados fueron diversas durante el período, pero el conjunto no fue de prosperidad. Muchos de ellos resintieron fuertemente la eliminación del derecho de emisión y se salieron del negocio durante los primeros años de la Regeneración (este, por ejemplo, fue el caso del *Banco de Antioquia*). Otros se adaptaron rápidamente al nuevo sistema, pero experimentaron condiciones muy diferentes. En el caso de Bogotá, el *Banco de Colombia* se expandió pero ocurrió lo contrario con el *Banco de Bogotá*. Antes de la guerra, los depósitos, junto con los activos productivos de estos dos bancos, permanecieron por debajo de los picos del decenio del setenta (véanse Cuadro 1.3, Gráfico 1.10 y Romero, 1992).

El papel moneda y las exportaciones cafeteras

La introducción del papel moneda estuvo acompañada de un *boom* exportador cafetero con cierto rezago. La base para el auge de finales del decenio del ochenta y comienzos del noventa, el cual incrementó las exportaciones de café de 220 000 a 600 000 sacos, fueron las *haciendas* del oriente del país, particularmente en Cundinamarca, en el área de influencia de Bogotá (Palacios, 1983; Ocampo, 1984a, C. VII). En términos globales, el auge, sin embargo, estuvo lejos de ser impresionante. Como lo muestra el Cuadro 1.1, el crecimiento del quantum de exportaciones desde comienzos de la década del ochenta hasta la del noventa, cuando se registró un pico del *boom* cafetero, fue tan sólo de 2,6% al año. Esto representó una disminución significativa con respecto a la tendencia de largo plazo desde mediados de siglo hasta comienzos de la década del ochenta: ligeramente por encima del 4% anual, como hemos visto. Realmente, el *boom* de finales del siglo XIX sólo se refleja en el impresionante incremento de las importaciones, que fue facilitado por el mejoramiento en los términos de intercambio (véase Gráfico 1.5).

Sin duda alguna, los altos precios internacionales fueron una de las bases del auge cafetero (Ocampo, 1984a, C. VII), tal como lo indica la evolución de los términos de intercambio. Una explicación alternativa la han ofrecido los defensores de las políticas económicas de la Regeneración: la conexión entre el *boom* cafetero y la reforma monetaria de 1886. En la historiografía moderna, el argumento más elaborado desde ese punto de vista ha sido sostenido por Urrutia (1979, capítulos 2 y 3), quien se basa en el trabajo de Bustamante (1974). De acuerdo con Urrutia, la devaluación del peso, que acompañó la emisión del papel moneda durante la Regeneración,

GRÁFICO 1.10
DEPÓSITOS Y ACTIVOS PRODUCTIVOS DE LOS BANCOS
MÁS IMPORTANTES DE BOGOTÁ (MILES DE PESOS)



- (1) Depósitos de los bancos de Colombia y Bogotá.
- (2) Depósitos de los Bancos de Colombia, Bogotá y Central.
- (3) Activos productivos de los bancos de Colombia y Bogotá.

no fue alcanzada por un aumento comparable en los salarios nominales y, por tanto, condujo a la depreciación de la tasa de cambio real pertinente a los dueños de cultivos cafeteros, generando, así, incentivos para expandir las plantaciones.

Para probar esta hipótesis, el Gráfico 1.9 presenta dos estimativos de la tasa de cambio para el período, basados en la evolución de los precios de alimentos en Bogotá y en los salarios cafeteros en Cundinamarca, respectivamente. Como podemos apreciar, una devaluación *real* importante había tenido lugar *antes de* la adopción del papel moneda, basada en los márgenes permitidos para el patrón plata, en la depreciación de la plata en el mercado internacional y en la deflación de precios durante el colapso de la quina a mediados de la década del ochenta (véase sección *Ajuste macroeconómico bajo el sistema de patrón oro*). En realidad, la crisis del sector cafetero fue prematura y, por tanto, la tasa de cambio real que utiliza los salarios de ese sector como un índice de los precios domésticos, también presenta una devaluación real temprana. En últimas, los salarios nominales cayeron en 17% entre 1880 y 1885, mientras que los precios de los alimentos en Bogotá cayeron en 24% entre 1881 y 1885. Estas reducciones, junto con una devaluación nominal de 14% durante esos años, desembocaron en disminuciones significativas en los salarios y precios oro (27% y 37%, respectivamente).

Por el contrario, los efectos reales de la devaluación, inducidos por la reforma monetaria, fueron menores y bastante temporales, tal como lo indica el Gráfico 1.9. La tasa de cambio real efectivamente se depreció en 1886 y 1887, pero después de dos años, los efectos de la reforma monetaria sobre esa variable se habían evaporado. De ahí en adelante, la tasa de cambio real mostró una fuerte revaluación, particularmente si se utilizan los salarios cafeteros como un índice de los precios domésticos. La erosión rápida de los efectos reales de la devaluación fue, sin duda, asociada con el hecho de que la introducción del papel moneda coincidió con un período de mejoramiento rápido en los términos de intercambio y en el poder de compra de las exportaciones (véanse Gráficos 1.5 y 1.6). El primero apoyó, a su turno, la rápida recuperación de los cultivos de café.

Siguiendo a Palacios (1983), Ocampo (1984a) y a Meisel y López (1990), esta interpretación indica que la introducción del papel moneda tuvo un efecto limitador sobre el auge cafetero de los decenios del ochenta y noventa. También sostiene que los salarios y los precios oro estaban fuertemente determinados por factores reales (ciclo externo) en lugar de acontecimientos monetarios. Desde este punto de vista, los altos precios internacionales del café, en lugar de acontecimientos monetarios, fueron la base del auge. De hecho, siguiendo la conclusión de un mordaz observador económico de la época:

La producción cafetera se puede haber beneficiado en alguna medida del bajo valor del papel moneda que emitió el banco, aunque parcialmente a expensas de los trabajadores y sus familias y *bastante* del alto precio del café en el mercado mundial (Samper, 1925-1929, Vol. III, p. 400).

El efecto de la apreciación real generado por el auge de las actividades de exportación, se manifestó claramente en los cultivos cafeteros en la década del noventa. En Cundinamarca, los salarios y los costos de trasportes eran muy altos en el momento del *boom*, lo cual generaba serios inconvenientes a los propietarios de las haciendas, dado que los costos de transporte interno y los salarios de los trabajadores temporales que se requerían para las épocas de cosecha, constituían más del 50% de sus gastos de operación (Palacios, 1983). Estas circunstancias, junto con precios crecientes de la tierra, explican por qué los cultivos de café se interrumpieron en el momento de auge. Explican además la fuerte oposición de los hacendados al papel moneda, al cual consideraban como el origen de la inflación interna y de las pérdidas o baja rentabilidad que encontraron quienes entraron tarde en el negocio en la región¹⁶; aquellos que entraron a tiempo, por el contrario, obtuvieron ganancias considerables (Palacios, 1983; Ocampo, 1984a, C. VII).

Los efectos de la devaluación en los precios domésticos, también se pueden explorar con una prueba econométrica simple, cuyos resultados están en el Cuadro 1.4. Dada la fuerte colinealidad entre la oferta de papel moneda y la tasa de cambio, y el mayor poder explicativo de ésta¹⁷, se excluyó la oferta de papel moneda de las regresiones. Los fuertes efectos de las fluctuaciones cíclicas de los términos de intercambio sobre los precios domésticos, y la evidente transmisión doméstica de las variaciones en los precios internacionales, ya se anotaron en la sección *Ajuste macroeconómico bajo el sistema de patrón oro*.

El efecto estimado de las tasas de cambio nominales sobre los precios domésticos, apoyan la interpretación de acuerdo con la cual su impacto real durante el período fue más bien limitado. Se han diferenciado dos períodos para capturar el efecto: 1881-1894 y 1895-1899. Este último incluye la revaluación nominal que tuvo lugar como resultado de la suspensión de las emisiones de papel moneda y la rápida devaluación que siguió, cuando la crisis cafetera forzó al gobierno a abandonar nuevamente la ortodoxia.

16. Charles Berquist (1978), p. 196; Reino Unido, *Consular Reports*, Londres, No. 1729, abril de 1896, p. 7; No. 3114, enero de 1904, pp. 9-11.

17. Si las regresiones se estiman con variaciones anuales en lugar de logaritmos, la oferta de papel moneda en realidad aparece con un coeficiente negativo cuando se incluyen las dos variables en las regresiones.

Una mirada rápida al Gráfico 1.9 indica que tal evolución se reflejó en un ciclo muy fuerte de la tasa de cambio real. El Cuadro 1.4 confirma que los efectos inflacionarios de la tasa de cambio en 1881-1894 fueron profundos: una depreciación de 10% que se reflejó en un aumento de los precios domésticos de 6,8%; así, los efectos reales fueron limitados. En 1895-1899, los efectos de la tasa de cambio nominal sobre los precios internos fueron un poco más débiles (5,9% para una devaluación de 10%) y, por tanto, los efectos reales de la tasa de cambio fueron mucho más fuertes. Sin embargo, en ambos períodos, la tasa de cambio tuvo efectos inflacionarios (o deflacionarios) mucho más agudos de lo que posteriormente fue característico durante las primeras décadas del siglo XX.

Hiperinflación

Como hemos visto, las emisiones de papel moneda reaparecieron en 1898 como resultado de la crisis fiscal que se generó por el colapso de los precios internacionales del café. Esas emisiones fueron moderadas por un tiempo, pero la devastadora guerra civil que se inició en octubre de 1899 llevó a que el gobierno descartara cualquier moderación en el uso de papel moneda como instrumento fiscal. La crisis fiscal que estaba atravesando el país, se hizo considerablemente más profunda durante la guerra, no sólo como resultado de los altos gastos sino también debido a la caída en los ingresos producida por la interrupción de los flujos comerciales normales (significativamente peores que en guerras civiles anteriores) y a que todavía estaba incompleto el ajuste de los aranceles específicos de importación a la inflación.

Desde octubre de 1899 hasta el final de la guerra, en noviembre de 1902, el *stock* de papel moneda se multiplicó por 9,9, lo cual es equivalente con una tasa anual de crecimiento de 110%. Aunque moderado por los patrones hiperinflacionarios posteriores ocurridos en Europa, China y América Latina, ésta es la más temprana experiencia de pérdida de control monetario en Latinoamérica. Como veremos más adelante, algunos de los corolarios (consecuencias naturales) más comunes de la hiperinflación también estuvieron presentes, particularmente el enorme apoyo político al conservadismo fiscal y monetario en los años siguientes a la inflación. A pesar de las definiciones modernas, nos referiremos a este episodio como la hiperinflación.

Las dinámicas monetaria, cambiaria y de precios del período están capturadas en los Gráficos 1.7 a 1.13. La devaluación claramente lideró la dinámica de precios, mientras que los precios domésticos tuvieron un rezago inicial considerable (véase Gráfico 1.11). En realidad, la tasa de cambio había empezado a depreciarse fuertemente antes de la guerra (desde junio de

GRÁFICO 1.11
INFLACIÓN Y DEVALUACIÓN, 1890-1909
 (Anuales)

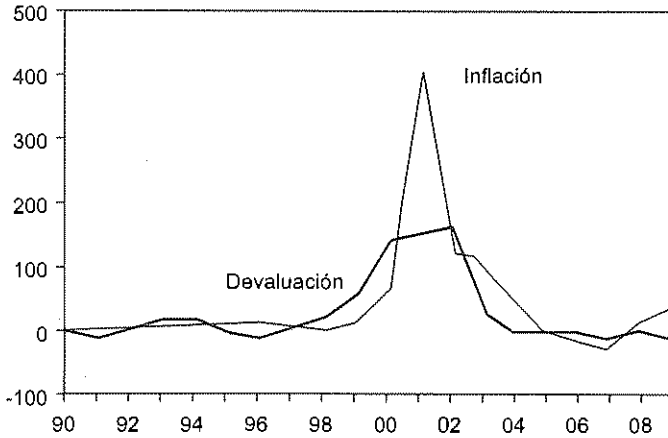


GRÁFICO 1.12
DEVALUACIÓN Y VARIACIONES DE PAPEL MONEDA EN CIRCULACIÓN
 (Mensuales)

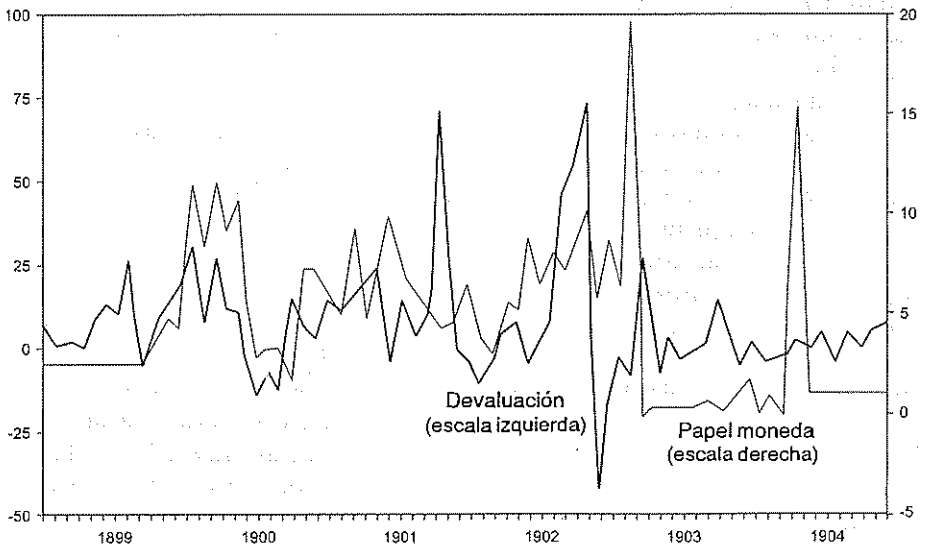
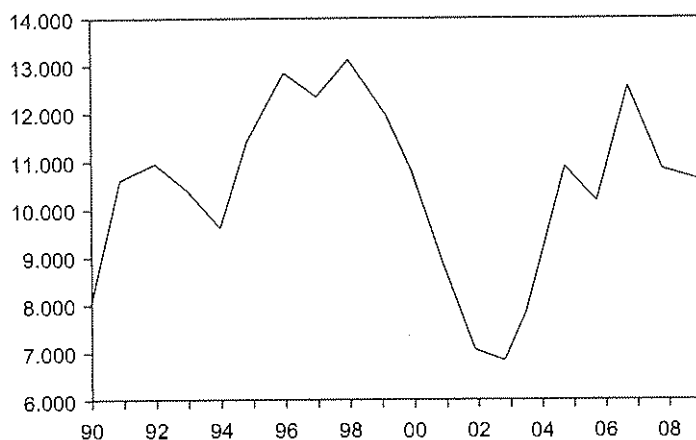


GRÁFICO 1.13
VALOR EN ORO DEL PAPEL MONEDA EN CIRCULACIÓN
 (Miles de pesos)



1899) y continuó disminuyendo su valor durante los primeros meses de las hostilidades (véase Gráfico 1.12). Como resultado, la tasa de cambio real inicialmente se disparó, alcanzado su máximo en 1900 (véase Gráfico 1.7). Hacia 1901, sin embargo, la inflación era rampante. En ese año, era de 400%, de acuerdo con el Gráfico 1.11, la cual se basa en el índice de precios estimado por Palacios (1983). De acuerdo con la serie de Pardo Pardo (1972), era de 187%. En 1902 y 1903, cuando la guerra terminó, la inflación seguía siendo alta (118%, 318% y 103%, 169% de acuerdo con las dos series). Este último año marcó el final de la hiperinflación. Para ese momento, los precios se habían multiplicado por 40 con respecto a los de 1899, con tasas anuales de crecimiento de 148% y 158%, de acuerdo con las series disponibles. Ambas tasas eran considerablemente más altas que el crecimiento del *stock* monetario durante el período (94% al año, si se comparan los *stocks* promedio de 1899 y 1903), lo cual captura la reducción usual de la demanda de dinero que resulta de la alta inflación.

Así como la tasa de cambio hacía que los precios se incrementaran en las épocas de auge, también hacía que las tasas de inflación se redujeran en las épocas de crisis. De hecho, el final de la guerra condujo a una revaluación nominal considerable (véase Gráfico 1.12). La tasa de cambio, que en octubre de 1902 llegó a \$190 por peso oro, cayó a \$110 en noviembre, \$92 en diciembre y \$80 en febrero de 1903. En marzo subió nuevamente a \$101

y durante los meses siguientes fluctuó alrededor de ese nivel. En 1905 se fijó una tasa de \$100 por peso oro. Como en otras experiencias de alta inflación, la estabilización de la tasa de cambio era la clave para la estabilidad de los precios. Dada la escasez de los años siguientes a la guerra, la estabilización en precios llegó, aunque con un rezago. La inflación continuó en 1904 (y también en 1905 de acuerdo con Pardo Pardo). Así como la tasa de cambio real se sobredevaluó durante los primeros años de la guerra, durante los años posteriores a ella presentó caídas drásticas. Fue sólo como resultado de una fuerte deflación de los precios nominales en 1906-1907 (véase Gráfico 1.14) que se interrumpieron esas caídas (véase Gráfico 1.4).

La oferta de dinero también se rezagó con respecto a la devaluación. Así, el valor en oro del papel moneda en circulación experimentó una marcada disminución durante los años de la guerra (véase Gráfico 1.13). En realidad, en octubre de 1902, el *stock* de dinero, valorado en pesos oro, había alcanzado a ser \$2,4 millones, es decir, menos del 20% del máximo de \$13 millones que se había alcanzado en los años anteriores a la guerra. El valor aumentó con la revaluación nominal del final de la guerra. Sin embargo, el valor en oro del *stock* en marzo-diciembre de 1903, todavía era la mitad del nivel de antes de la guerra. Los bancos privados experimentaron un ciclo igualmente agudo. Tanto los depósitos como los activos productivos de los dos bancos más importantes de Bogotá en 1902, estaban en un quinto del nivel que tenían antes de la guerra (véase Gráfico 1.10). Los depósitos se recuperaron rápidamente en los primeros años que siguieron a la guerra; lo mismo ocurrió con los activos productivos, aunque con un rezago, indicando la enorme prudencia de los gerentes de los bancos, originada, sin duda, en la situación todavía inestable del período. Así, por ejemplo, algunos banqueros arriesgados de Medellín, que especulaban en gran escala con las letras de cambio, tuvieron una crisis bastante fuerte en 1904 y muchos de ellos entraron en bancarrota. Al contrario, la crisis nunca llegó a Bogotá (Botero, 1992; Meisel, 1990b; Romero, 1992).

Las emisiones de papel moneda no terminaron con la guerra y por tanto se llevó a cabo una remonetización importante hasta en el viejo sistema monetario. Así, la oferta de papel moneda aumentó en 38% entre noviembre de 1902 y febrero de 1903, es decir, inmediatamente después de que la guerra había terminado. En los tres años posteriores a la guerra, la tasa anual de crecimiento de la oferta de dinero fue 29,0%. Esto indica que sólo hasta la segunda mitad de la primera década de este siglo las emisiones terminaron (todavía en 1907 el *stock* aumentó en 16%). Dadas las escaseces que se presentaron después de la guerra, la desmonetización que había tenido lugar durante los años de guerra y los deprimidos términos de in-

GRÁFICO 1.14
INFLACIÓN INTERNA E INTERNACIONAL, 1905-1939

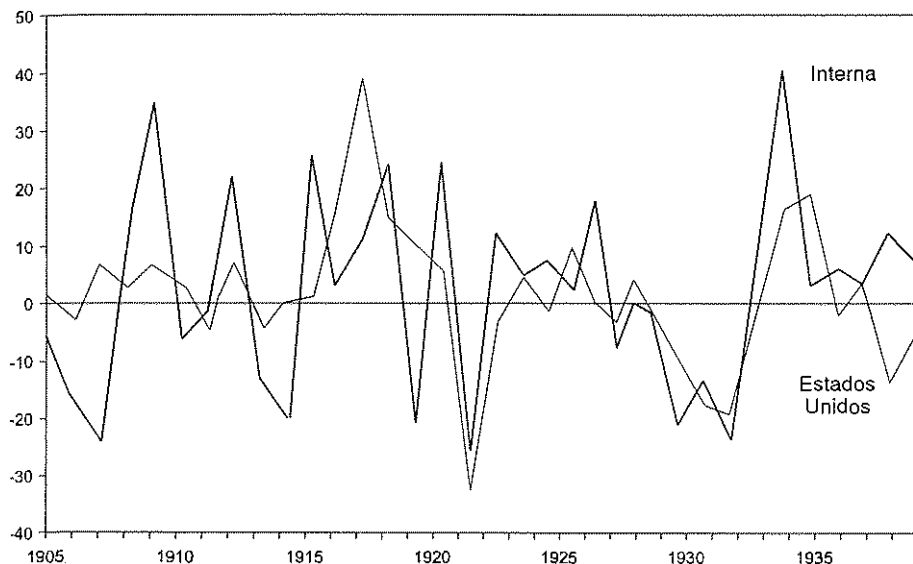


GRÁFICO 1.15
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de dólares)

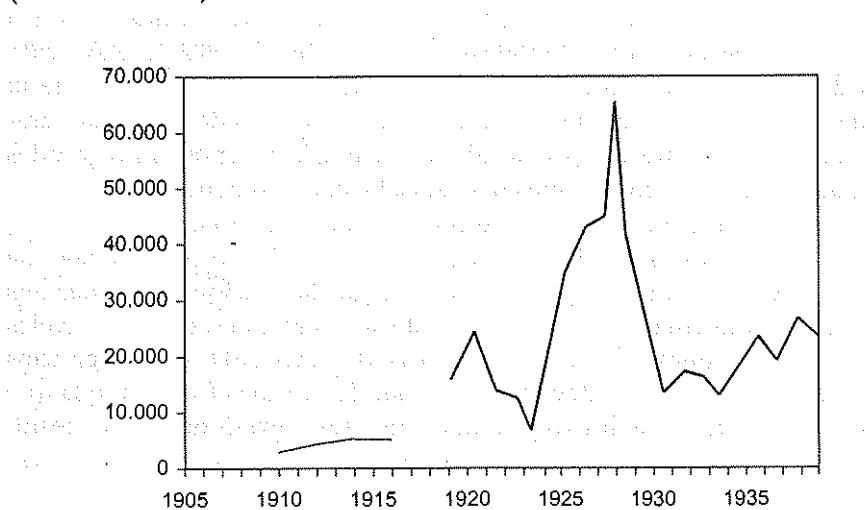
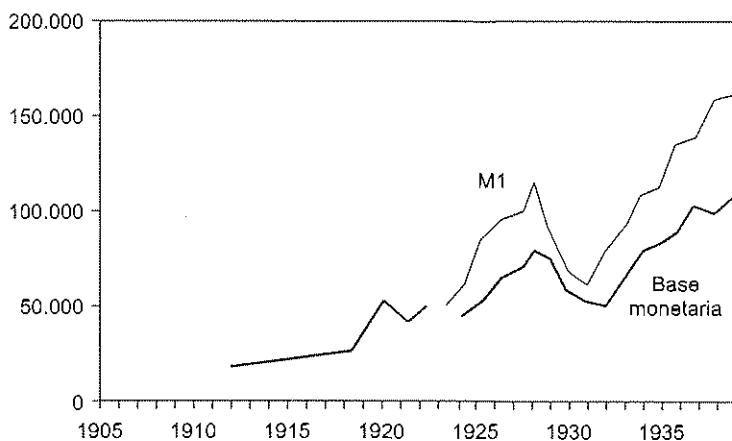


GRÁFICO 1.16
AGREGADOS MONETARIOS, 1905-1939
 (Miles de pesos)



tercambio internacionales que el país enfrentó durante la primera década del siglo, facilitaron el ajuste que se dio después del cese de las hostilidades.

Tanto el alza desmedida de la tasa de cambio como su rápida estabilización, indican que esta variable tenía determinantes políticos muy claros. Esta afirmación, también se confirma con el comportamiento errático de la tasa de cambio durante la guerra, tal como lo indica una mirada rápida al Gráfico 1.12. Desde octubre de 1899 hasta noviembre de 1902, la desviación estándar mensual de la tasa de devaluación fue 22,0%, más del doble de su media (6,3%). Claro está que las violentas fluctuaciones de la tasa de cambio fueron la base para la especulación financiera, la cual permitió grandes fortunas como también enormes pérdidas, tal como lo hemos visto.

Infortunadamente, la falta de series mensuales de inflación no permite obtener conclusiones precisas acerca de la dinámica de precios/tasa de cambio presente durante la guerra. No obstante, la relación entre estas dos variables se confirma con los resultados de las regresiones tanto en niveles como en variaciones anuales, para el período 1895-1909. Estos ejercicios muestran que la relación devaluación-inflación era más fuerte que la que había entre la oferta de dinero y la inflación. Esas regresiones, cuyos resultados se reproducen en el Cuadro 1.4, indican, sin embargo, que el ciclo externo siguió ejerciendo un efecto importante sobre los precios domésticos durante el período. Cualquier conexión entre la tendencia general en los precios internacionales y la inflación interna se eliminó totalmente, lo

cual no sorprende (de hecho, el coeficiente estimado es negativo y, por tanto, se excluye de los resultados que se presentan en el cuadro).

Obviamente existía una relación macroeconómica entre la devaluación y la oferta de dinero. Sin embargo, aunque resulta bastante interesante, ese vínculo no se puede probar con la evidencia existente. La tasa de cambio mensual y las variaciones en la oferta de dinero se comportaron como variables estadísticas independientes, con conexiones débiles que iban de la devaluación al crecimiento monetario, en lugar de ir en sentido contrario. Esto indica que la relación entre las dos variables no era de corto plazo y particularmente, que no fue el crecimiento de la oferta monetaria el que determinó la devaluación, sino que esta variable tenía determinantes independientes en el corto plazo (de carácter político, principalmente).

EL PATRÓN ORO Y SU COLAPSO (1903-1934)

El largo camino hacia un patrón oro completamente desarrollado (1903-1922)

Todas las discusiones que pudo haber entre nuestros *papelistas* y *metalistas* —para usar los nombres brasileros de los partidos de los dos lados del debate—, fueron totalmente resueltas por la hiperinflación. En el período de la posguerra, la única discusión existente en el país era cómo *salir* del papel moneda. Aunque algunos pensaban que el retorno al patrón plata era una buena idea (Calderón, 1905), la aceptación masiva que había recibido el patrón oro a nivel internacional por esos días, llevó a los partidos a suponer que era sensato adoptar este sistema. Dadas las débiles condiciones fiscales, era claro también para los defensores del patrón oro que la conversión debía llevarse a cabo muy lentamente (*véase*, por ejemplo, Camacho, 1903).

De hecho, la transición fue más larga de lo que todo el mundo se hubiera imaginado en los años de la posguerra. Sólo en 1923 se estableció en Colombia un patrón oro perfectamente integrado con un banco central, como el modelo de los Estados Unidos, resultado de la visita de la primera Misión Kemmerer al país. Sin embargo, desde 1903 Colombia había regresado a las paridades fijas de oro. Tres regímenes transitorios diferentes se establecieron desde comienzos de ese año¹⁸.

18. Para un análisis detallado de los acontecimientos monetarios durante ese período, véanse Alejandro López (1990) y Guillermo Torres García (1980), capítulos IX-XI. Para información sobre la historia del *Banco Central* y otros bancos de Bogotá durante el período, véase Carmen Astrid Romero (1992).

En febrero de 1903 el gobierno había decretado que no se podían hacer nuevas emisiones de papel moneda. El Congreso confirmó este principio con la Ley 33 de octubre de ese mismo año, en la cual se establecía el nuevo sistema monetario. Tal como en el siglo XIX, ésta era, hasta cierto punto, letra muerta, es decir, una ley que no se cumplía, ya que el gobierno decretó nuevas emisiones (moderadas) aun en 1904. Bajo las circunstancias del país, esas emisiones fueron afortunadas, como ya lo hemos visto. La Ley 33 decretó la implementación del patrón oro, sistema por medio del cual el peso oro con pureza de 0,900 sería la unidad monetaria del país, aunque no estableció paridades fijas para la plata o el papel. Se creó una *junta de amortización* cuyo objetivo era convertir, gradualmente, el papel moneda en oro. El año siguiente, la Ley 18 permitió la libre estipulación de contratos y deudas en cualquiera de esas dos monedas.

Con la llegada al poder del general Rafael Reyes en 1904, se introdujeron cambios importantes. En marzo de 1905, el nuevo gobierno creó el *Banco Central*, una entidad dotada con el poder del monopolio de emisión por 30 años. Los billetes que se emitieran debían ser convertibles en oro, para lo cual el banco debía mantener una reserva en metales del 30%; se estableció que los billetes no podían exceder el doble del capital pagado del banco. También se le entregó la administración de varios impuestos del gobierno central y de la conversión de los billetes viejos. Para este último propósito adjudicó un ingreso especial. Tal como su predecesor, y contrario a lo que sugiere su nombre, no era un banco central en el sentido usual del término. Unos meses más tarde, la Ley 59 fijó las paridades oro/papel y oro/plata en 100 y 33, respectivamente, estableciendo, sin embargo, límites a la circulación de plata. La Ley 35 de 1907 confirmó estas provisiones, pero al mismo tiempo introdujo pequeños cambios en el peso oro para hacerlo equivalente a un quinto de la libra inglesa; esto implicaba, en particular, que la pureza se aumentaba a 0,91666.

Aunque el *Banco Central* no fue en ningún sentido un fracaso como banco comercial, administrador de impuestos o como inversionista importante en ferrocarriles, nada hizo para la conversión de los viejos billetes y sus propios billetes fueron rechazados por el público. Se convirtió en uno de los centros de ataque a Reyes por parte de sus oponentes políticos, oposición que se dirigía especialmente contra la fuerte centralización de los impuestos la cual reducía considerablemente los ingresos de los gobiernos regionales. En 1909, Reyes renunció y el Congreso retiró los privilegios especiales que se le habían concedido al *Banco Central* y creó una *Junta de Conversión* a la cual le dio un ingreso especial para garantizar que los viejos billetes finalmente fueran respaldados por oro. Una enmienda constitucional en 1910 prohibió al gobierno la emisión de papel moneda. En 1912 se

permitió que las monedas inglesas circularan en el país. En 1913, se permitió a la Junta de Conversión la emisión de billetes respaldados en oro y se aumentó la pureza de las monedas de plata, a 0,900.

El mejoramiento general de las condiciones económicas contribuyó más que la propia Junta de Conversión a garantizar la transición exitosa hacia un verdadero patrón oro. Como lo indica el Cuadro 1.6, la conversión de los viejos billetes sólo comenzó en 1916. Dos años después ya se había terminado, pero los billetes no tenían respaldo real, debido a que el gobierno utilizó los fondos de la junta a comienzos de la primera guerra mundial. Las condiciones económicas habían venido mejorando, como resultado de una agresiva promoción de exportaciones y de las políticas proteccionistas de Reyes y, sin duda alguna, del firme retorno a una vida pacífica. De hecho, en esos años se produjo el último despegue cafetero, que duraría hasta la década del treinta, aunque con un dinamismo muy reducido. Tal como se muestra en el Cuadro 1.5, las exportaciones de café crecieron a una tasa anual de 7,5% entre 1905-1909 y 1925-1929 y continuaron creciendo entre 1925-1929 y 1935-1939, a una tasa de 4,9%; el *quantum* global de exportaciones creció a tasas de 7,0% y 4,5% durante esos dos períodos. El crecimiento de la producción de café, contrario a lo ocurrido durante el siglo XIX, se concentró en fincas medianas y pequeñas ubicadas al occidente del país.

Los términos de intercambio mejoraron hasta 1912-1913, lo cual hizo que el poder de compra de las exportaciones se expandiera rápidamente (véanse Gráficos 1.5 y 1.6). Tal como había sido característico en los auges del siglo XIX, el país recibió nuevos flujos de monedas de oro a comienzos de la primera década del presente siglo; ese hecho, junto con la acuñación exclusiva de monedas de plata, llevó a un incremento de la oferta de dinero de 56% entre 1905 y 1913, la mayor parte del cual se concentró en los comienzos de la primera década (véase Cuadro 1.6). Los bancos comerciales entraron en una época de auge. Desde 1905 hasta 1913, los depósitos y los activos productivos de los principales bancos de Bogotá crecieron a unas tasas anuales que estaban por encima del 20% (véanse Gráfico 1.10 y Romero, 1992). Las tasas de interés, que habían aumentado rápidamente durante los primeros años de la posguerra, llegaron, en 1904, a un máximo de 15% para los depósitos. Pronto regresaron a niveles moderados y se estabilizaron alrededor de 5% hacia 1922 [en algunos períodos difíciles (1914 y 1920-1922), en el 6%]. Se puede afirmar, entonces, que se restableció el patrón inercial de las tasas de interés típico de finales del siglo XIX (Romero, 1992).

No obstante, entre 1914 y 1920, el país experimentó una serie de dificultades significativas. Los términos de intercambio cayeron, además de mostrar una enorme inestabilidad durante el período (véase Gráfico 1.5). A

CUADRO 1.5
COMERCIO INTERNACIONAL DE COLOMBIA, 1900-1939

	Exportaciones de café (miles de sacos de 60 kilogramos)	Quantum de exportaciones (1925-1929=100)	Poder de compra de las exportaciones (1925-1929=100)	Quantum de importaciones (1925-1929=100)	Flujos netos de capital y pago de intereses, como % de exportaciones ²
1900-1904	542				
1905-1909	604	25,7			7,2%
1910-1914	837	37,3	38,4	27,6	4,4%
1915-1919	1 244	50,2	40,0	22,6	4,7%
1920-1924 ¹	1 906	75,1	62,1	40,8	2,2%
1925-1929	2 451	100,0	100,0	100,0	34,8%
1930-1934	3 149	125,4	92,1	51,0	-23,4%
1935-1939	3 972	156,0	99,9	81,3	13,1%

1 Para todas las variables, excepto para las exportaciones de café, los datos son para los años 1922-1924.

2 Importaciones menos el valor estimado de los reintegros de exportaciones más un ajuste por acumulación de reservas internacionales (monedas de oro en circulación). El cambio en las reservas en 1910-1914 se refiere al cambio porcentual anual entre junio de 1910 y junio de 1914; para 1915-1919, ese mismo cambio es entre junio de 1914 y junio de 1919; para 1922-1924 se refiere a la diferencia entre las reservas internacionales del Banco de la República en diciembre y el stock de monedas de oro en junio de 1921.

Fuente: Ocampo y Montenegro (1984). Reservas antes de 1923 de acuerdo con el cuadro 1.6.

CUADRO L.6
BASE MONETARIA, 1906-1922 (JUNIO DE CADA AÑO; MILES DE PESOS ORO)

	Monedas de oro		En circulación		Monedas de plata		Monedas de níquel	
	Amonedado	Importaciones netas	Importaciones netas	En circulación	Monedas de plata	Monedas de níquel	Monedas de níquel	Monedas de níquel
1906				1 000,0	0,0		0,0	0,0
1910	0,0	2 000,0		3 000,0		1 006,6		441,0
1911	0,0	1 000,0		4 000,0				
1912	0,0	500,0		4 500,0		2 700,0		715,1
1913	0,0	500,0		5 000,0		2 717,8		852,2
1914	84,5	-403,5		4 681,0		3 999,5		980,0
1915	0,0	-473,0		4 208,0				998,0
1916	571,8	-27,7		4 752,1		5 555,3		1 000,0
1917	263,0	n.a.		5 015,1		5 999,5		1 000,0
1918	1 000,0	n.a.		6 015,1		6 239,5		1 014,2
1919	1 701,0	9 000,0		16 716,2		6 459,5		1 193,6
1920	8 667,4	-721,8		24 661,9		6 509,5		1 308,1
1921	0,0	-10 382,1		14 279,8		7 500,0		1 800,0
1922	0,0	-1 495,0		12 784,8		9 544,5		1 959,4

	Billetes representativos de oro		Billetes del Tesoro		Billetes de bancos privados (cédulas)		Total	Crecimiento anual
	Billetes viejos	Billetes representativos de oro	Billetes del Tesoro	Billetes de bancos privados (cédulas)	Billetes de bancos privados (cédulas)			
1905	11 167,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12 167,7	
1910	11 169,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14 610,6	3,7%
1911								
1912	10 434,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16 656,1	6,8%
1913	10 405,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18 957,9	13,8%
1914	10 056,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18 435,0	-2,8%
1915	10 035,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19 241,0	4,4%
1916	4 728,2	5 307,4	0,0	0,0	0,0	0,0	21 343,0	10,9%
1917	1 294,5	9 320,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22 629,1	6,0%
1918	254,5	10 024,4	0,0	0,0	0,0	0,0	23 547,8	4,1%
1919	217,7	10 180,0	3 000,0	0,0	1 200,0	0,0	38 967,0	65,5%
1920	215,0	10 155,9	4 728,6	0,0	2 150,0	0,0	49 729,0	27,6%
1921	213,0	10 100,0	3 200,0	0,0	3 100,0	0,0	40 192,8	-19,2%
1922	212,1	10 148,6	8 318,9	0,0	4 683,7	0,0	47 652,0	18,6%

Fuente: López (1990).

pesar del continuo crecimiento del *quantum* de exportaciones, los ciclos de los términos de intercambio se transmitieron en variaciones igualmente fuertes en el poder de compra de las exportaciones, la oferta de dinero y los precios domésticos, incluyendo deflaciones dramáticas (20% o más) durante algunos años (véanse Gráficos 1.4 y 1.5, y Cuadro 1.6). La inconvertibilidad de las principales divisas durante la primera guerra mundial y durante los primeros años de la posguerra, significó que los superávits acumulados con países europeos no se podían resolver de la manera tradicional, lo que tendió a apreciar la tasa de cambio. Este problema sólo cobró importancia hacia finales de la guerra y en los años de auge que le siguieron (1918 y 1919)¹⁹, y llevó al gobierno a autorizar, por un tiempo, la circulación de billetes de libra ingleses; no obstante, el experimento duró muy poco, debido a una decisión de la Corte Suprema, que prohibió tal circulación (Jaramillo, 1990). La tasa de cambio (pesos por dólares de los Estados Unidos) era, en promedio, 1,028 en 1905-1913 (virtualmente igual al nivel de paridad), con una desviación estándar de 0,030 y una variación máxima de 10%, un poco por encima de las que caracterizaron el período 1853-1875 (0,020 y 6%, respectivamente). En 1914-1922, la tasa de cambio promedio aumentó a 1,057 y su desviación estándar y variación máxima a 0,081 y 23%.

La desaceleración en el crecimiento del ingreso por exportaciones y su variabilidad, también se reflejó en las operaciones de los bancos comerciales. Como lo indica el Gráfico 1.10, el auge que venían experimentando desde el final de la Guerra de los Mil Días, terminó repentinamente en 1914. Tomados como conjunto, los depósitos de los tres bancos principales de Bogotá crecieron a una tasa moderada, entre 1913 y 1922 (2,6% anual *vs.* 21,8% en 1905-1913) y sus activos productivos virtualmente se estancaron. Al mismo tiempo, la inestabilidad en sus operaciones también regresó, reflejando muy de cerca los agudos ciclos del período. En años críticos (1914 y 1920, en particular), los bancos experimentaron caídas en los depósitos de 30% o más y se vieron obligados a recortar rápidamente los activos productivos en cantidades equivalentes. El tipo de inestabilidad que se presentó en el siglo XIX había regresado, aunque esta vez no concordó con ciclos en las tasas de interés, como hemos visto. El agudo ciclo que tuvo lugar después de la primera guerra mundial fue particularmente crítico, ya que la caída tan pronunciada en los precios internacionales llevó a la quiebra a la gran mayoría de los más importantes comerciantes de café. Uno de los principales bancos de Medellín (el *Banco de Sucre*) también se quebró; una

19. La enorme importación de monedas de oro, la hizo el gobierno y provenía de los Estados Unidos (véase Alejandro López, 1990).

situación similar casi se presenta en un banco de Bogotá, muy asociado con las actividades y los negocios cafeteros (el *Banco López*), pero fue salvado por bancos internacionales (Palacios, 1983; Luna, 1988; Botero, 1992).

Dada la continua dependencia del gobierno en los ingresos por impuestos a las importaciones, el agudo ciclo externo se transmitió también a las finanzas públicas. Este hecho dio lugar a nuevos y viejos intentos de manejar la crisis. Después del pago final de la deuda de la guerra de independencia en 1906 y el pago puntual del servicio durante los años siguientes, el país recuperó un poco el acceso a los mercados de capitales internacionales. Préstamos externos al gobierno, principalmente para ferrocarriles, junto con algunos flujos netos de capital, canalizados a través del sistema bancario, dieron lugar a una pequeña transferencia de recursos, en el orden de 5% a 7% de las exportaciones (véase Cuadro 1.5). Durante las dificultades fiscales experimentadas en la primera guerra mundial, estos fondos no estaban disponibles, razón por la cual el gobierno se vio obligado a recurrir a los bancos domésticos, con éxito parcial durante algunos años.

Como en todo caso, el crédito tanto interno como externo resultaba insuficiente, el gobierno propuso la creación de nuevos impuestos (al consumo, primero, y luego, un impuesto moderado al ingreso). Es más, en 1914, el Congreso autorizó la utilización por parte del gobierno de los fondos acumulados por la Junta de Conversión (más o menos 2 millones de pesos oro en ese momento), cuando el ingreso por impuestos cayera por debajo de cierto nivel, al que se llegó rápidamente. Por tanto, la esperanza de tener una moneda respaldada en oro tuvo que posponerse otra vez. Como los fondos de la Junta de Amortización se habían agotado, el gobierno emitió bonos del Tesoro en 1919 y 1921, con resultados muy exitosos (Jaramillo, 1990). Como esa emisión coincidió con una importación a gran escala de monedas de oro norteamericanas en 1919, se produjo un aumento considerable en la oferta de dinero durante ese año; por otro lado, la emisión de billetes del Tesoro y de bonos de los bancos privados (*cédulas*), los cuales circularon por un buen tiempo, de igual forma como los billetes privados lo habían hecho antes, impidió una contracción monetaria de proporciones considerables, que pudo haber sido el resultado de la enorme salida de oro ocurrida en 1921 (véase Cuadro 1.6).

Gloria y colapso del patrón oro (1923-1933)

La experiencia monetaria de Colombia durante la primera guerra mundial y los primeros años de posguerra, convenció a los funcionarios más influyentes de que existían imperfecciones en el sistema monetario del país y, en particular, que carecía de *elasticidad* (Jaramillo, 1990). Durante varios

años, circularon y se discutieron en el Congreso propuestas de reformas, alcanzándose un consenso alrededor de las virtudes de un banco central con control privado (Avella, 1987). Con la esperanza de que la nueva institución ayudaría a generar confianza en la comunidad financiera de los Estados Unidos, lo que a su vez permitiría que el país recuperara el acceso al mercado internacional de capitales en una escala significativa, se invitó al profesor E.W. Kemmerer para que aconsejara y diera soluciones a los problemas monetarios, bancarios y fiscales del país.

Como resultado de la primera Misión Kemmerer, se crearon en 1923 el *Banco de la República* y la *Superintendencia Bancaria*. El primero, era un verdadero banco central con el monopolio de emitir moneda convertible, de imponer porcentaje de encaje de reservas bancarias y con la función de ser prestamista de última instancia. Se fijó una tasa de reserva de billetes en circulación bastante alta (60%), lo que no trajo mayores problemas, ya que se mantuvo por encima de esa cifra hasta el colapso del patrón oro, en septiembre de 1931. A través de la Superintendencia, los intermediarios financieros privados estuvieron, por primera vez, sujetos a regulación. Aunque el gobierno tenía el 50% del *stock* del *Banco de la República*, su Junta Directiva se diseñó de tal manera, que el sector privado tenía control sobre la nueva institución. Se suponía que el banco comenzaba a funcionar a comienzos de 1924, pero como consecuencia de un pánico bancario generado por el colapso del *Banco López* (un hecho que muchos analistas del período atribuyeron a la intervención insidiosa para convencer al público de que era necesario un banco central) se apresuró su apertura, en julio de 1923.

La creación de las nuevas instituciones coincide con el comienzo de una de las acumulaciones en moneda extranjera más espectaculares de la historia del país. La expansión exportadora del café y otros productos y la recuperación de los términos de intercambio llevaron a un aumento impresionante en el poder de compra de las exportaciones (véanse Gráficos 1.4, 1.5 y 1.6, y Cuadro 1.5). El pago que hizo Estados Unidos, entre 1923 y 1926 por la indemnización por la independencia de Panamá (US\$25 millones) y un auge sin precedentes en los préstamos extranjeros al país, entre 1926 y 1928 (cerca de US\$200 millones en fondos netos), reforzaron la expansión de los ingresos por exportaciones. La transferencia global de recursos a través de la cuenta de capitales alcanzó a ser el equivalente al 35% de las exportaciones entre 1925-1929. Como resultado, aumentaron tanto las importaciones como las reservas internacionales (véanse Cuadro 1.5 y Gráfico 1.15).

Dentro de las reglas del patrón oro, la oferta de dinero también creció: alrededor del 19,7% anual entre 1923-1928 (véase el Gráfico 1.16). La preocupación principal eran los precios domésticos. La inflación interna era, sin duda, moderada, pero más alta que la internacional, lo que llevó a la reeva-

luación de la tasa de cambio real (véanse Gráficos 1.4 y 1.14). Este comportamiento encajó fácilmente dentro del sistema, como hemos visto en secciones previas de este trabajo (véase también la sección *El funcionamiento global del patrón oro en el siglo XX*). En todo caso, en respuesta a la crítica que se hacía con respecto a que la política de redescuento estaba causando la inflación, el Banco de la República estableció, en enero de 1928, límites estrictos a los redescuentos a los bancos miembros (Sánchez, 1990).

El punto de quiebre tuvo lugar durante el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a debilitarse y, particularmente, el flujo de préstamos se interrumpió abruptamente²⁰. En los años siguientes, los términos de intercambio y el poder de compra de las exportaciones colapsaron, además de que la cuenta de capitales comenzó a ser negativa y se convirtió en un drenaje de recursos (véanse Gráficos 1.17, 1.18 y 1.19 y Cuadro 1.5). Las importaciones entraron en crisis, al tiempo que las reservas internacionales disminuyeron cuatro quintos entre 1929 y 1931 (véase Gráfico 1.15). A través de préstamos a los bancos comerciales y al gobierno central, se logró esterilizar parte de la pérdida de reservas (cerca del 40% de acuerdo con estimaciones econométricas hechas por Sánchez, 1990); los préstamos al gobierno por parte del Banco de la República se hicieron un poco más fáciles, debido a las reformas que se introdujeron después de la segunda Misión Kemmerer en 1930. No obstante, la oferta monetaria cayó cerca de 50% (véase Gráfico 1.16) y los billetes en circulación del Banco de la República, en dos tercios. La deflación estuvo un poco rezagada, pero fue igualmente dramática: 47% en total entre 1929 y 1932 (véase Gráfico 1.14). La contracción fiscal también fue severa, y aun más cuando el gobierno se rehusó a declarar, en un principio, la moratoria de los pagos de la deuda externa. De hecho, a comienzos de 1931 la inversión pública había cesado del todo. No obstante, dentro de principios ortodoxos, la crisis estuvo bien manejada. El público nunca perdió confianza en el banco central o en el sistema financiero y no hubo quiebras bancarias. Tal como había sido característico en otras épocas, los bancos privados adoptaron políticas muy cautelosas, que les permitían sobrevivir a la crisis, a costa de una contracción enorme del crédito.

Aunque la esterilización parcial de las pérdidas en las reservas significaba que había cierta flexibilidad en los rígidos principios del patrón oro, Colombia fue bastante lejos en el manejo ortodoxo de la crisis. Esto se hizo

20. Para un informe detallado de los episodios de la Gran Depresión en Colombia, véanse José A. Ocampo (1984b), José A. Ocampo y Santiago Montenegro (1984) y Fabio Sánchez (1990).

con el objetivo de probar que quería mantenerse dentro de las *reglas del juego*. Tanto que el Banco de la República resistió durante todo el período la fuerte oposición de algunos sectores, particularmente de los productores de café, quienes tenían mucho poder. El espectro de la hiperinflación ayudó, sin duda, al banco y al gobierno central a oponerse a sugerencias tan atrevidas como cambiar las reglas monetarias. Todas las proposiciones en esa dirección, durante estos años y los siguientes, tuvieron que *probar* que no pretendían retornar al papel moneda, por ese entonces inconstitucional. En realidad, el abandono del patrón oro en septiembre de 1931 se dio como un subproducto de un acontecimiento externo: el abandono de la convertibilidad por parte de la libra inglesa, lo que generó una corrida contra las muy escasas reservas del Banco de la República y obligó al banco a introducir controles cambiarios el 24 de septiembre de 1931.

Después de que se adoptó esa decisión, era imposible aguantar las presiones políticas para adoptar un política monetaria expansionista. Los créditos del banco central al gobierno y al sector privado se convirtieron, por tanto, en fuentes de la reflación que siguió (*véase* Gráfico 1.16). No obstante, el Banco de la República se fijó por un tiempo a la tasa de cambio nominal, presentando ese hecho al público como una señal de que el país todavía se encontraba bajo un sistema de patrón oro *restringido*. Pero la fuerte presión de los productores de café, derrotó este último bastión. Se estableció en marzo de 1932 un bono de 10% sobre la tasa de cambio para las exportaciones de café y una tasa de cambio preferencial con un bono equivalente, un año después. Finalmente, en septiembre de 1933, bajo la presión de los cafeteros y de una demora de siete semanas en la aprobación de solicitudes en la Oficina de Control de Cambios, se liberó la tasa de cambio. Desde comienzos de 1935, esa tasa se estabilizó alrededor de \$1,75 por dólar y en 1938 se cambiaron las paridades para hacerlas compatibles con esta nueva tasa. Pero ese cambio fue una simple formalidad, porque el patrón oro nunca se restableció.

El funcionamiento global del patrón oro en el siglo XX

La experiencia del patrón plata en el siglo XIX, entre los decenios cincuenta y ochenta, se repitió y reafirmó durante las primeras décadas del siglo XX, cuando Colombia mostró que un patrón metálico (en este caso oro) podía funcionar en un país periférico, incluso enfrentado con ciclos externos muy fuertes. La contraparte de la estabilidad en la tasa de cambio fue la inestabilidad macroeconómica expresada en las grandes fluctuaciones en la oferta de dinero, en los activos y pasivos de los bancos y en la alta flexibilidad de los precios domésticos. Como había sido típico en acontecimientos del

siglo XIX, los gobiernos resistieron el dramático ajuste fiscal que requería el patrón oro, particularmente durante la primera guerra mundial y el período inmediato de posguerra. Sin embargo, la situación se manejó sin abandonar las paridades oro. Los productores cafeteros ejercieron una presión muy fuerte durante los primeros años de la Gran Depresión, pero Colombia se mantuvo en el patrón oro y luego lo abandonó, sólo como resultado de la suspensión de la convertibilidad en Inglaterra.

La variabilidad de la tasa de cambio alrededor de las paridades oro permaneció relativamente alta en la primera parte de este siglo y aumentó entre 1914 y 1922, como ya lo hemos visto (*véase la sección El largo camino hacia un patrón oro completamente desarrollado (1903-1922)*). Con la creación del Banco de la República y la adopción de instituciones y reglas del patrón oro más rígidas que las existentes, la variabilidad disminuyó a niveles internacionales. Entre 1923 y 1931, la desviación estándar de la tasa de cambio fue 0,011, con una media alrededor de \$1,026 por dólar, y una variación máxima de 3,4%.

En el Cuadro 1.4 se presenta un análisis formal de las relaciones entre precios domésticos y precios internacionales, para tres subperíodos diferentes: 1904-1932, 1912-1932 y 1912-1939. La transferencia doméstica de la inflación internacional fue bastante alta de acuerdo con todas estas regresiones (70% o más) y fue particularmente fuerte en 1920-1932, tal como lo indica una mirada rápida al Gráfico 1.14. No obstante, siguió existiendo una conexión importante e independiente entre los precios domésticos y los términos de intercambio (en dirección a estos últimos), lo cual permitió un movimiento anticíclico de la tasa de cambio real aun con paridades fijas (*véanse Gráficos 1.4, 1.5 y 1.6*). Variables monetarias como las que allí aparecen, no ejercieron influencia alguna, hecho que es consistente con la endogenidad de los agregados monetarios típicos del patrón oro. No sorprende que las pequeñas fluctuaciones en la tasa de cambio no influyeran en los precios domésticos durante el período de paridades fijas (1904-1932), pero esa afirmación no es verdadera cuando se incluye la devaluación de 1933-1935; en este caso, los resultados de la regresión indican que la devaluación fue menos inflacionaria y, por tanto, mucho más efectiva en sus efectos sobre precios relativos, que las devaluaciones que se dieron a finales del siglo XIX.

Apéndice. Fuentes de datos de los gráficos

Las series de poder de compra de las exportaciones, las importaciones y los términos de intercambio, se tomaron de Ocampo (1984a) y Ocampo y Montenegro (1984). Las tasas de cambio anuales para los años 1850-1904 son de

Ocampo (1984) y de publicaciones posteriores del Banco de la República. Su significado para diferentes períodos se explica en el texto. Las series mensuales para los años 1899-1904 se tomaron de Torres García (1980). El único índice de precios que se utilizó, se obtuvo después de jugar con las diferentes (y no muy abundantes) series disponibles; está basado en: Meisel y López (1990) —quienes a su turno, lo obtuvieron de Bustamante (1974)— para el período 1881-1898; Palacios (1983), para los años 1898-1917; las series de Alejandro López, de su *Anuario estadístico de historia* para 1917-1923 y de los estimativos que hizo el Banco de la República, con posterioridad a esos años. En todos los casos, los índices se refieren a precios de alimentos, pero ciertamente su cobertura y metodología no son uniformes. Los salarios cafeteros son de Palacios (1983). Las tasas de cambio reales se expresan en pesos por unidad de divisa y se estiman con el índice de precios mencionado y de índices de precios de los Estados Unidos (series E-54 de las *Estadísticas históricas de los Estados Unidos*, de 1881-1890 y E-43 de ahí en adelante). Los flujos en especie en 1865-1885 son de Ocampo (1984a). Las series de reservas monetarias e internacionales para el período 1885-1922 son de Meisel y López (1990) y López (1990); para años posteriores, las series se extrajeron de las publicaciones del Banco de la República. Finalmente, las series que se refieren a los depósitos y a los activos productivos de los tres bancos más importantes de Bogotá (de Colombia, de Bogotá y Central) son de Romero (1992).

BIBLIOGRAFÍA

- Avella, Mauricio (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia, 1886-1945*, Contraloría General de la República, Bogotá.
- Berquist, Charles (1978), *Coffee and Conflict in Colombia, 1886-1910*, Durham, Duke University Press.
- Botero, María Mercedes (1985), "Instituciones bancarias en Antioquia, 1872-1886", en: *Lecturas de Economía*, No. 17, mayo-agosto.
- , (1989), "El Banco de Antioquia: un modelo de banco regional, 1872-1886", en: *Estudios Sociales*, No. 5, septiembre.
- , (1992), "Los bancos en Antioquia, 1872-1920. Mimeo.
- Brew, Roger (1977), *El desarrollo económico de Antioquia desde la Independencia hasta 1920*, Banco de la República, Bogotá.
- Bustamante, Darío (1974), "Efectos económicos del papel moneda durante la Regeneración", en: *Cuadernos Colombianos*, No. 4.
- Calderón, Carlos (1905), *La cuestión monetaria en Colombia*, Tipografía de la Revista de Archivos, Madrid.
- Camacho, José (1903), *Estudios Económicos*, Imprenta La Crónica. Bogotá.
- Caro, Miguel Antonio (1956), *Escritos sobre cuestiones económicas*, Banco de la República, Bogotá.
- De la Pedraja, René (1976), "Aspectos del comercio de Cartagena en el siglo XVIII", en: *Anuario Colombiano de Historia Social y de la Cultura*, No. 8.
- Eder, Phanor J. (1959), *El fundador, Santiago M. Eder*, Antares, Bogotá.
- Jaramillo, Esteban (1990), *Memoria de Hacienda*, Banco de la República, Bogotá.
- Junguito, Roberto (1989), *La deuda externa de Colombia en el siglo XIX: implicaciones de la experiencia histórica*. Mimeo.
- López, Alejandro (1990), "La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903-1923", en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá, C. IV.
- Luna, Jacinto (1988), "Banca británica en Colombia, 1915-1925", en: *Banca y Finanzas*, No. 5, septiembre-octubre.
- Meisel, Adolfo (1990a), "El patrón metálico, 1821-1879", en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá, C. I.
- , (1990b), "Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923", en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y Estructura*, Banco de la República, Bogotá, C. V.
- Meisel, Adolfo y Alejandro López (1990), "Papel moneda, tasas de interés y revaluación durante la Regeneración", en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá, C. III.
- Mollien, G. (1944), *Viaje por la República de Colombia en 1823*, Biblioteca Popular de Cultura Colombiana, Bogotá.
- Núñez, Manuel A. (1883), "Informe del visitador oficial de los bancos existentes en Cartagena", en: *Diario de Bolívar*, Cartagena, 2 de noviembre.

- Ocampo, José Antonio (1984a), *Colombia y la economía mundial, 1830-1910, Siglo XXI*, Bogotá.
- , (1984b), "The Colombian Economy in the 1930s", en: Rosemary Thorp (ed.), *Latin America in the 1930s: The Role of the Periphery in the World Crisis*, Macmillan, Londres.
- Ocampo, José Antonio y Santiago Montenegro (1984), *Crisis mundial, protección e industrialización*, Cerec, Bogotá.
- Palacios, Marco (1983), *El café en Colombia, 1850-1970: una historia económica, social y política*, Segunda edición, Áncora, Bogotá.
- Pardo Pardo, Alberto (1972), *Geografía económica y humana de Colombia*, Tercer Mundo, Bogotá.
- Rippy, J. Fred (1952), "Rainbow-Chasing in the Tropics: British Economic Activities in Northern South America", en: *Inter-American Economic Affairs*, Winter.
- Rivas Groot, José María (1952), *Asuntos económicos y fiscales*, Banco de la República, Bogotá.
- Rivera y Garrido, Luciano (1946), *Impresiones y recuerdos*, Biblioteca Popular de Cultura Colombiana, Bogotá.
- Romero, Carmen Astrid (1992), *La banca libre en Bogotá, 1872-1922*, Tesis de Master, Universidad Nacional de Colombia.
- Safford, Frank (1965), *Commerce and Enterprise in Central Colombia*, Tesis de Ph.D., Universidad de Columbia.
- Samper, Miguel (1925-1927), *Escritos político-económicos*, Editorial de Cromos, Bogotá.
- Sánchez, Fabio (1990), "Aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia: política y evidencia empírica", en: *Cuadernos de Economía*, No. 14.
- Silvestre, Luis María (1868), *Diez días de ocio en Nariño o apuntamientos sobre el cultivo del tabaco en las orillas del río Magdalena*, Imprenta de la Nación, Bogotá.
- Torres García, Guillermo (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, FAES, Medellín.
- Urrutia, Miguel (1979), *Cincuenta años de desarrollo económico colombiano*, La Carreta, Bogotá.

Capítulo 2. MONEDA Y POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA, 1920-1939

Fabio Sánchez Torres

INTRODUCCIÓN¹

Este trabajo presenta la historia monetaria de Colombia durante los años de entreguerras, desde 1923 hasta 1939. Cubre el período que va desde la fundación del Banco de la República, el banco central colombiano, en julio de 1923 hasta el comienzo de la segunda guerra mundial, en 1939. Esta fue una época de transformaciones económicas muy importante que marcó el comienzo de la industrialización colombiana. Hacia 1923, Colombia era todavía un país agrícola, sus exportaciones eran básicamente café y otros productos tropicales y tenía una base industrial débil que representaba en 1929 solamente 6,8% del PIB. La década del treinta, fue vital en el desarrollo industrial colombiano. Durante estos años, la base industrial se diversificó y creció más rápidamente que el PIB. Hacia 1939 representaba 11,4% del PIB.

Este período ha sido bastante analizado para otros países desde perspectivas nacionales e internacionales². Este estudio tendrá una perspectiva

1. Este trabajo constituye una versión de la tesis doctoral titulada *The Monetary History of Colombia during the Interwar period, 1920-1939*, presentada a la Universidad de Rutgers en el Estado de New Jersey. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Eugene White, quien dirigió el trabajo de tesis y también los de los profesores Michael Bordo y Hughes Rockoff. Se agradece también a las directivas del Banco de la República, quienes permitieron la consulta de las actas de la Junta Directiva que fueron la base para esta investigación. Las discusiones del autor con Adolfo Meisel constituyeron un estímulo invaluable para la elaboración y finalización de este trabajo. La traducción es de Carolina Santos.
2. Véanse B. Eichengreen (1992), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press; C. Kindleberger (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press.

nacional ya que detallará los eventos que afectaron los medios de pago en Colombia durante estos años y las políticas adoptadas para enfrentarlos. Sin embargo, muchos de estos eventos se produjeron como *shocks* externos. Las autoridades monetarias colombianas reaccionaron contra ellos pero no ejercían control alguno sobre ellos. Sus políticas estaban encaminadas a minimizar los efectos de esos *shocks* en la economía. Ejemplos de los *shocks* son: la inflación mundial y el *boom* económico de la segunda década del siglo, las presiones deflacionarias mundiales causadas por la Gran Depresión, el abandono del patrón oro en 1931, el cierre de los mercados internacionales de capitales a comienzos del decenio del treinta y la caída de los precios internacionales del café hacia finales de esta misma década. Las políticas en las que el Banco de la República tuvo una gran autonomía incluyen la intervención del banco en la creación de nuevas instituciones financieras, los préstamos al gobierno y al sector privado en la década del treinta y algunas políticas cambiarias.

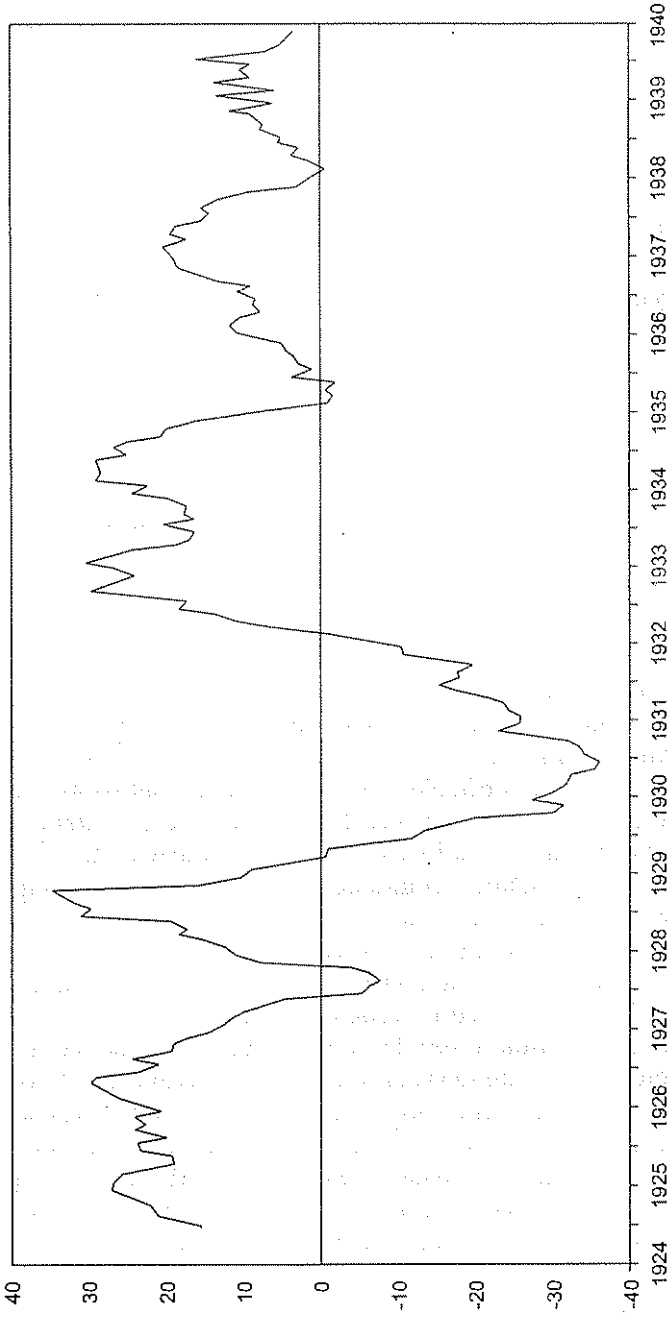
Estructura y períodos de este estudio

La razón fundamental para la periodización que se hizo en este estudio puede verse en el Gráfico 2.1. El gráfico contiene la tasa anual de crecimiento (mes por mes) de los medios de pago, M1, definidos como efectivo en manos del público más depósitos en cuentas corrientes.

La primera parte presenta una breve descripción de los diferentes regímenes monetarios en las últimas décadas del siglo XIX y comienzos del XX. Examina además el período que va desde julio de 1923, cuando Colombia adoptó el patrón oro, hasta 1928. Estos años corresponden a la creación, bajo la dirección de la Misión Kemmerer, del Banco de la República, y los primeros años de esa institución. Este período estuvo caracterizado por entradas masivas de capital y altos precios internacionales del café, circunstancias que propiciaron el crecimiento de la cantidad de dinero y llevaron a las autoridades monetarias a imponer restricciones a los descuentos de los bancos comerciales para detener las presiones inflacionarias, produciendo una corta pero fuerte contracción en la tasa de crecimiento de los medios de pago. Durante este período los medios de pago crecieron a una tasa anual promedio de 18%.

La segunda parte analiza los años de la Gran Depresión, 1929-1931, y los de la reflación, 1932-1934. La primera parte de esta sección analiza la contracción monetaria que empezó en diciembre de 1928 y terminó en septiembre de 1931, cuando Colombia, siguiendo a Inglaterra, abandonó el sistema de patrón oro. Durante este período, los medios de pago cayeron en 53,2% y las reservas de oro en 78%. Después del colapso del patrón oro,

GRÁFICO 2.1
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE M1, 1924-1939



desde 1932 hasta 1934, Colombia inició un proceso de reflación caracterizado por un importante crecimiento de los préstamos y descuentos al gobierno y por la creación de nuevas instituciones financieras fundadas con el objetivo de acelerar la recuperación económica. Durante este período, como se muestra en el Gráfico 2.1, la tasa de crecimiento anual promedio de los medios de pago estuvo por encima del 25%. Esta parte también contiene una discusión y una serie de modelos y pruebas econométricas para establecer si Colombia obró de acuerdo con las *reglas del juego* del patrón oro.

La tercera parte examina la política monetaria colombiana desde 1935 hasta 1939. Durante este período, la tasa promedio anual de crecimiento de los medios de pago fue menor que en el período anterior. Este período estuvo caracterizado por políticas tendientes a estabilizar la tasa de cambio y por una severa escasez de las reservas internacionales debido al cierre de los mercados financieros internacionales. Las operaciones financieras de la Federación de Cafeteros y las acaloradas discusiones entre la Federación de Cafeteros y el Banco de la República, también marcaron estos años.

Estadísticas y fuentes primarias

La fuente primaria de las estadísticas monetarias utilizadas en este estudio es la *Revista de el Banco de la República*, una publicación mensual iniciada en 1927. Esta revista contiene una hoja de balance mensual del banco y un conjunto de estadísticas monetarias y macroeconómicas. Las estadísticas monetarias son muy confiables ya que provienen del sistema contable del banco, establecido por la primera Misión Kemmerer. Además, el balance del banco estaba supervisado por la Superintendencia Bancaria, que era (y sigue siendo) una institución independiente. La fuente principal de la narrativa son las *Actas de la Junta Directiva del Banco de la República*, que han sido compiladas en volúmenes anuales desde 1923. Las actas contienen los temas discutidos por los miembros de la junta en las reuniones semanales ordinarias. Cuando había un problema sin resolver, o un evento económico extraordinario, la junta se reunía más de una vez por semana. Las actas se constituyen en la fuente más completa del desarrollo de la política monetaria colombiana. Este es el primer estudio que utiliza esas actas como la fuente principal de la historia monetaria colombiana de este período. La historia se complementó con las notas editoriales de la revista, que contiene la posición oficial del banco acerca de los diferentes problemas económicos. Fueron examinados también los *Papers de E. W. Kemmerer* en la Universidad de Princeton. Éstos contienen cartas, documentos oficiales y recortes de periódico que tienen que ver con las misiones Kemmerer de 1923 y 1930.

LA POLÍTICA MONETARIA DE COLOMBIA, 1923-1928

Aspectos monetarios de la economía colombiana antes de la fundación del Banco de la República

Desde el período colonial hasta la independencia, hasta 1885, el sistema monetario colombiano era bimetalico. Estaba basado en la circulación doméstica de plata y de paridades fijas de oro/plata. El sistema, sin embargo, funcionó con tropiezos. Varias leyes fueron emitidas para regular la calidad y pureza de las monedas. La más importante de ellas, en 1846, establecía que las monedas de plata debían tener una pureza de 0,900, como en el sistema francés; además, se permitía que las monedas francesas circularan en el país. En 1853, la paridad oro/plata se fijó en 15,244, pero como esta paridad subvaluaba el oro, se modificó en 1857 a 15,5, que era la paridad reinante en los Estados Unidos. De acuerdo con la Ley de 1846 el gobierno debía retirar de circulación las monedas de baja pureza, pero no pudo hacerlo. Es más, en 1867 autorizó la circulación de monedas fraccionarias (menores de un peso) con una pureza por debajo de 0,900. En 1871, el Congreso colombiano adoptó el patrón oro y el peso oro se igualó a 1,612 gramos con una pureza de 0,900. En 1873, la paridad oro/plata fue fijada nuevamente en 15,5. Colombia se mantuvo bajo el patrón oro hasta 1886, cuando el gobierno suspendió la convertibilidad del peso³.

Desde la independencia del país y el comienzo de la República de Colombia en 1831, el gobierno y el Congreso establecieron un marco legal y de regulación para los bancos privados. La ley existente permitía también la creación de un banco nacional. Pero fue sólo en 1864 que el Congreso autorizó al presidente para que concediera a algunos bancos ingleses el privilegio de establecer un banco nacional de depósito y descuento y con el privilegio de emitir billetes. No existían bancos comerciales grandes en el país, sólo hasta 1871, cuando se fundó el Banco de

3. Una relación detallada de las transformaciones y de la legislación del sistema monetario colombiano desde la independencia hasta 1886 se encuentra en G. Torres García (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Faes, Medellín. Véase también A. Meisel, y A. López, "El patrón metálico", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.

Bogotá. Éste fue seguido por el Banco de Colombia en 1873 y los dos han dominado el sistema financiero colombiano desde entonces⁴.

Después de 1870, la ley redujo las barreras a la entrada, promoviendo un rápido desarrollo de la industria bancaria a lo largo de todo el país. Por aquel entonces Colombia tenía una organización política federal y las leyes de los estados prácticamente no establecían restricciones a la industria bancaria. Las reservas de oro requeridas por los bancos para respaldar sus billetes en circulación variaba de un estado a otro de la federación colombiana. En Bogotá, por ejemplo, la reserva legal de oro era 33% y en Medellín 20%. En este último caso, los accionistas eran obligados a hipotecar tierra por el 80% restante de los billetes en circulación⁵.

El Banco Nacional

La creación del Banco Nacional en 1881, obra del gobierno del presidente Núñez, puso fin al período de banca libre. Por la Ley de 1881, los bancos privados estaban obligados a aceptar los billetes del Banco Nacional a su valor nominal o de lo contrario perdían su propio derecho de emisión. La nueva legislación de 1886 y 1887 prohibió a los bancos privados la emisión de billetes y dio al Banco Nacional el monopolio de emisión. Este hecho fue el comienzo de la denominada *era del curso forzoso*. Los billetes privados no fueron retirados inmediatamente, y en 1886, 1896 y 1898, el gobierno extendió la fecha límite para que los bancos los sacaran de circulación. Para mantener la estabilidad de precios, el gobierno y el presidente del Banco Nacional prometieron limitar a 12 millones la cantidad de billetes en circulación. Sin embargo, la caída en los precios internacionales del café y de la quina y la guerra civil de final de siglo, produjo un aumento en la emisión. Hacia 1904, un año después de que la guerra finalizara, los

-
4. Para un informe detallado de la historia bancaria colombiana del período, véanse A. Romero, (1992) *La banca libre en Bogotá, 1870-1923*. Tesis de Master, Universidad Nacional de Colombia; L. Echeverry, (1990) *Free Banking in Colombia, 1870-1886*. Disertación de Ph.D., Universidad de Georgia; A. Meisel, "Los bancos comerciales en la época de la banca libre, 1871-1923", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá. Para una interpretación de la historia monetaria durante el siglo XIX y comienzos del XX, véase J. A. Ocampo, *Variable Monetary Regime in a Preindustrial Economy: Colombia, 1850-1933* (1991). Paper presentado en el seminario "El patrón oro en los países de la periferia", Lisboa, diciembre, incluido en este libro, capítulo 1.
 5. Un ejemplo de esta legislación era la ley bancaria del Estado de Bolívar, en la Costa Atlántica. Esta ley establecía que los "bancos de emisión, depósito, giros y descuentos están sujetos a las mismas regulaciones impuestas a las compañías de comercio y a los comerciantes". Legislación citada por A. Meisel, *op. cit.*

billetes en circulación del Banco Nacional sumaban 831 millones de pesos. Los efectos del enorme incremento en la cantidad de billetes en la economía se reflejaron en la tasa de inflación y en la tasa de cambio. La tasa de inflación anual que había permanecido en 0% en 1896 y 1898, se incrementó a 15,2% en 1899, 66% en 1900 y 389% en 1901 y promedió 120% hasta 1903. La tasa de cambio nominal con respecto a la libra esterlina aumentó de 2,4 a 97,17 pesos por libra entre 1896 y 1903⁶.

Intentos de regresar al patrón oro

El final de la guerra civil trajo consigo una reducción del gasto del gobierno y de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, al mismo tiempo que se estabilizó la tasa de cambio alrededor de 100 pesos por libra. La inflación desapareció y el déficit fiscal se redujo considerablemente⁷.

Para retornar al patrón oro, abandonado en 1886, y a las paridades que había antes de la guerra civil, el Congreso colombiano autorizó al gobierno para que creara la denominada *Junta de Amortización* y declaró como unidad monetaria del país el peso oro de 0,900 de pureza. El propósito de la Junta de Amortización era redimir los billetes del Banco Nacional en oro a su valor nominal, con los ingresos de las minas de esmeraldas, impuestos portuarios y algunos derechos de aduanas. Esa junta no duró mucho ya que la redención de los billetes del Banco Nacional se hizo a su valor nominal cuando el precio de mercado del peso oro era igual a cien pesos de los billetes del Banco Nacional. La Junta de Amortización fue dismantelada y remplazada en 1905 por el Banco Central de Colombia, en un nuevo intento por regresar al patrón oro⁸. Al Banco Central le fue concedido el privilegio de emitir billetes convertibles, los cuales remplazarían los billetes del Banco Nacional. La emisión estaba limitada a dos veces el capital pagado del ban-

-
6. Véanse A. López, "La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el periodo de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá; D. Bustamante, *Efectos económicos del papel moneda durante la Regeneración*, (1980), La Carreta, Bogotá; M. Palacios, *El café en Colombia, 1850-1970. Una historia económica, política y social* (1983), El Áncora Editores, Bogotá.
 7. La estabilización fue resultado de un proyecto de ley que pasó en el Congreso en julio de 1903. Este proyecto prohibía la emisión de papel moneda por parte del gobierno central y de los departamentos. Véanse A. López, *op. cit.*; G. Torres, *Historia de la moneda en Colombia* (1980), Faes, Medellín.
 8. Una de las razones que daba el decreto para la creación del Banco Central era que la mayoría de los problemas del país eran el resultado del papel moneda. El gobierno esperaba que el capital extranjero regresara tan pronto como se reasumiera la convertibilidad. G. Torres (1980), *op. cit.*

co y el respaldo de oro de los billetes se fijó en 30%. Hacia 1909, el Banco Central no había puesto en circulación ninguno de sus billetes y ninguno de los del Banco Nacional había sido remplazado. La culpa de ese fracaso recayó en el gobierno y su intervención en el banco. El público temía que el gobierno decretara la inconvertibilidad de los billetes del Banco Central en cualquier momento. El Banco Central fue disuelto en 1909 y un nuevo intento por regresar al patrón oro había fallado. Para asegurarse de que los tiempos oscuros de las enormes emisiones de billetes no volvieran, una enmienda constitucional prohibió, en 1910, nuevas emisiones de curso forzoso.

La incapacidad del Banco Central llevó a la creación de la Junta de Conversión en 1909. El deber de la junta era garantizar la redención en oro de los viejos billetes del Banco Nacional a una tasa de 100 pesos de papel moneda por 1 peso oro. Para asegurar la convertibilidad se creó un fondo especial de reservas con ingresos del sector público⁹ y se estableció una estricta prohibición al gobierno para utilizar ese fondo con otros propósitos. La Junta de Conversión tuvo éxito. Hacia 1914, un quinto de los viejos billetes del Banco Nacional (alrededor de 2 millones de pesos) habían sido convertidos en pesos oro. Como resultado de la caída de los ingresos de aduanas, debido a la disminución de las importaciones durante la primera guerra mundial, el gobierno determinó que tenía el derecho de usar los ingresos de la junta que, desde ese momento, empezó a remplazar los billetes viejos a un ritmo más rápido. Entre 1915 y 1916, la cantidad de billetes viejos disminuyó de 10 a 4 millones, y hacia 1922 el total de los viejos billetes en circulación era sólo 212 mil pesos.

Las medidas económicas que se tomaron en 1909 fueron muy exitosas. La tasa de cambio nominal entre el dólar americano y el peso oro colombiano permaneció alrededor de uno hasta 1922. Sólo en 1920 y 1921, como resultado de una escasez temporal de giros, aumentó a 1,12 y 1,17, respectivamente, como se observa en el Gráfico 2.3. La tasa de inflación permaneció estable, como se muestra en el Gráfico 2.2. Después de 1905, año en que se prohibieron nuevas emisiones de papel moneda, Colombia experimentó suaves deflaciones en los siguientes períodos: 1905-1907, 1912-1914, y 1921-1922. En los años restantes, la tasa de inflación fue moderada y llegó a un máximo, cerca de 20%, entre 1919-1920. Esta tasa de inflación coincidió con el 28,2% de incremento de la base monetaria, como se observa en el Cuadro 2.1.

9. Las fuentes de este fondo fueron: (1) 2% de los derechos de aduanas; (2) dinero proveniente del arrendamiento de algunas minas de oro; (3) el producto anual de las minas de esmeraldas de Muzo y Coscuez; (4) ganancias de amonedación y (5) superávit fiscal. Para una información más detallada, véanse L. Nieto (1912). *El curso forzoso y su historia en Colombia*, Linotipo de la Gaceta Republicana, Bogotá; G. Torres (1980), *op. cit.*

CUADRO 2.1
BASE MONETARIA, 1905-1922
 (Miles de pesos oro)

Año	1905	1910	1915	1917
Oro	1 000	3 000	4 208	5 015
Plata	0	1 006	4 000	6 000
Níquel	0	441	997	1 000
Billetes nacionales	11 167	11 170	10 035	4 728
Billetes representativos de oro	0	0	0	5 307
Cédulas de Tesorería	0	0	0	0
Cédulas bancarias	0	0	0	0
Total	12 167	15 617	19 240	22 050

Año	1919	1920	1921	1922
Oro	16 716	24 661	14 279	12 785
Plata	6 459	6 509	7 500	9 544
Níquel	1 014	1 308	1 800	1 959
Billetes nacionales	217	215	212	212
Billetes representativos de oro	10 180	10 155	10 100	10 148
Cédulas de Tesorería	3 000	4 728	3 200	8 319
Cédulas bancarias	1 200	2 150	3 100	4 683
Total	38 786	49 726	40 191	47 650
Tasa de crecimiento		28,2%	-19,17%	18,55%

Fuente: López, A., "La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura (1990)*. Banco de la República, Bogotá, p. 128.

El Cuadro 2.1 presenta la base monetaria desde 1905 hasta 1922. Ésta estaba compuesta por oro, plata, níquel, oro representado en billetes, billetes viejos (del Banco Nacional), cédulas de Tesorería y cédulas bancarias. Entre 1905 y 1914, el aumento en la oferta monetaria se originó en las entradas de oro y plata, las cuales estaban, a su vez, fuertemente determinadas por la magnitud del superávit (o déficit) comercial, como se muestra en el Gráfico 2.4. Después de 1914, aunque hubo superávit comercial¹⁰, no

10. El presidente de los Estados Unidos prohibió, en septiembre de 1917, toda exportación de oro sin permiso de la Junta de la Reserva Federal y del Tesoro y puso bajo control explícito las transacciones de comercio exterior. Véanse M. Friedman y A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States* (1963), Princeton University Press. Capítulo 5.

GRÁFICO 2.2
TASA DE INFLACIÓN 1905-1922

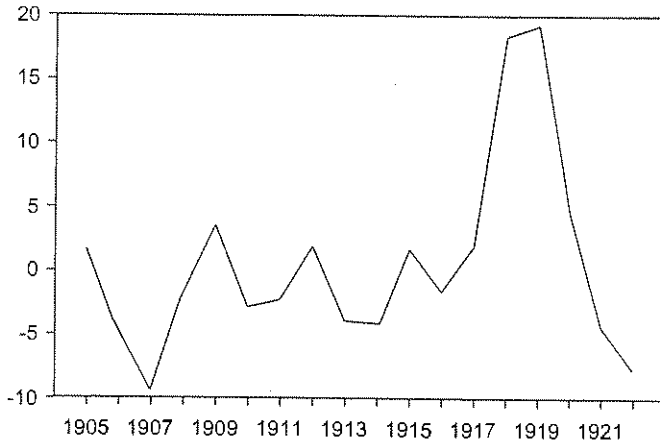


GRÁFICO 2.3
TASA DE CAMBIO PESO DÓLAR, 1905-1922

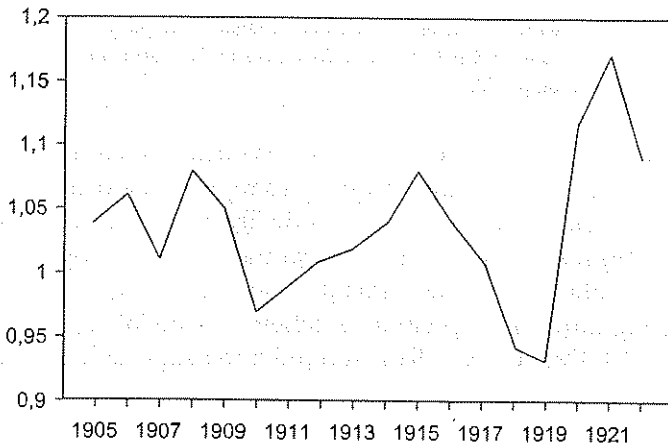
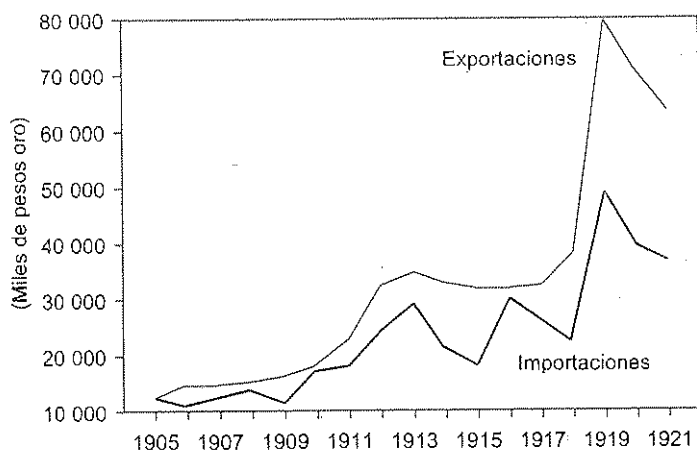


GRÁFICO 2.4
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, 1905-1922



se produjo ningún aumento en la base monetaria porque los exportadores dejaron sus dólares y libras en el exterior, ya que los Estados Unidos y Europa habían abandonado el patrón oro. Del lado fiscal, como resultado de una disminución en las importaciones, los ingresos del gobierno habían disminuido de manera considerable. Las fuentes externas de crédito no estaban disponibles debido al cierre de los mercados financieros provocado por la guerra. Hacia 1918, el déficit del gobierno ascendía a 5,0 millones de pesos y después de su falta de éxito en el intento de conseguir crédito tanto doméstico como externo, el gobierno emitió las llamadas *cédulas de Tesorería*, las cuales fueron vendidas a su valor nominal con una tasa de interés del 2%. Las cédulas fueron aceptadas por su valor nominal en todas las transacciones del gobierno¹¹. En 1919, se emitieron cuatro millones de pesos en cédulas, que fueron recibidas en su totalidad por el público y usadas ampliamente como un medio de intercambio sin descuento.

La emisión de las cédulas sirvió, por consiguiente, para aliviar tanto la crisis fiscal como la monetaria. En 1922, se emitieron de nuevo, seis millo-

11. De hecho, el gobierno del presidente Concha (1914-1918) había tratado de conseguir una forma de financiar el déficit sin necesidad de imprimir dinero. Los bancos colombianos negaron un préstamo al gobierno en 1918. Argumentaron que debido a la severa escasez de dinero existente en el país, era imposible otorgar cualquier préstamo. Los Hermanos Lazard de Londres también denegaron un préstamo al gobierno colombiano debido a la guerra. Para información más detallada, véase G. Torres (1980), *op. cit.*

nes de pesos en *bonos del Tesoro*. Los bancos privados emitieron igualmente las llamadas *cédulas bancarias*, que también fueron utilizadas como dinero. Por esa misma época, se autorizó la circulación de billetes británicos, pero la Corte Constitucional de Colombia declaró inconstitucional el decreto del gobierno que autorizaba su circulación.

En 1903, recién finalizada la denominada *Guerra de los Mil Días*, el peso oro colombiano mostró una estabilidad considerable, ya que se mantuvo en niveles de paridad con el dólar americano o por lo menos alrededor de ellos. El dólar se vendió incluso con descuento en algunas ocasiones. Sin embargo, el país carecía de un banco central. La oferta de dinero estaba determinada por la acuñación de monedas de oro y plata, y por los flujos de oro. En ausencia de billetes, se utilizaban bonos y cédulas de los bancos comerciales y del Tesoro como medio de cambio, para economizar el costo de usar especie. La necesidad de alguna forma de efectivo, le dejó a Colombia dos alternativas: el retorno al sistema de banca libre, tal como era antes de 1886, o la creación de un banco central¹². Estas alternativas habían sido discutidas desde el comienzo de la primera década de este siglo y se habían presentado varios proyectos de ley al Congreso colombiano para permitir a los bancos emitir sus propios billetes, pero ninguno de ellos fue aprobado. Finalmente, en 1922¹³, el Congreso colombiano aprobó un proyecto para crear y organizar el Banco de la República como banco de emisión, descuento, depósito y giro¹⁴.

-
12. Un estudio de la situación monetaria hecho por un economista extranjero en 1918, analizaba las ventajas y desventajas de ambos sistemas. El economista argumentaba que la creación de un banco central no era la evolución *natural* del sistema monetario, por lo menos en el caso colombiano, a pesar de que su análisis estaba a favor de la creación del banco central. Véase "Notes on Colombian Currency and Banking", en E. W. Kemmer Papers. Box 18.
 13. Para abolir la prohibición a los bancos de emitir sus propios billetes, se pusieron bajo consideración del Congreso entre 1904 y 1919, 14 proyectos de ley. Todos ellos reconocían el derecho del gobierno nacional para emitir dinero. Sin embargo, argumentaban que el gobierno podría delegar esa función a los bancos privados mientras ellos cumplieran ciertos requisitos relacionados con el monto de capital del banco y la emisión, así como la convertibilidad de los billetes. Naturalmente, ninguno de estos proyectos de ley pasó. Véase J. Ibáñez, "Antecedentes legales de la creación del Banco de la República", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.
 14. Entre 1904 y 1922, 18 proyectos de ley se pusieron en discusión en el Congreso, favoreciendo la creación de un banco central. Las diferencias entre los proyectos tenían que ver con el grado de intervención del gobierno y la propiedad del banco, los requisitos de los bancos miembros y las operaciones que el banco estaba en capacidad de llevar a cabo. Véase J. Ibáñez, "Antecedentes legales de la creación del Banco de la República", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.

La primera Misión Kemmerer y la fundación del Banco de la República

En cumplimiento de la Ley 60 de 1922, que autorizaba la creación de un banco central, el gobierno del presidente Ospina contrató un equipo de expertos extranjeros liderados por Edwin Walter Kemmerer. La misión llegó a Colombia en abril de 1923 y pasó varios meses diseñando la legislación que iba a presentar al Congreso para la creación, organización y leyes del Banco de la República¹⁵.

La misión vino a Colombia como resultado de un esfuerzo del gobierno por legitimar la idea de un banco central en el país y por abrir la economía colombiana a la inversión extranjera y a los mercados de capitales. Se esperaba además que un banco central resolviera el problema de *inelasticidad* de la oferta de dinero, en una economía donde había pocos sustitutos para el oro y los billetes. La restricción monetaria había llevado a que éstos fueran sustituidos por bonos y cédulas del gobierno. Hacia 1922, casi 30% de la base monetaria colombiana estaba formada por bonos del gobierno, como se muestra en el Cuadro 2.1¹⁶.

En 1922, Colombia todavía era un país atrasado. El sistema de transporte y de vías de comunicación era muy pobre. Las mulas y el río Magdalena aún eran los principales medios de transporte. El sistema ferroviario era el más corto de América Latina. La deuda externa y las exportaciones per cápita de Colombia estaban ubicadas, en Latinoamérica, en los puestos noveno y décimo, respectivamente. El gobierno esperaba que nuevos préstamos extranjeros pudieran ayudar a desarrollar un buen sistema de transportes y a atraer la inversión extranjera de tal manera que estimulara las nuevas in-

15. Existen varios estudios sobre la presencia de la Misión Kemmerer en Colombia y en el resto de países de América Latina. Véanse P. Drake, (1989) *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University Press; A. Meisel, "La creación del Banco de la República y las primeras reformas", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*; S. Randall (1977), *The Diplomacy of Modernization: Colombian-American Relations, 1920-1940*, University of Toronto Press.

16. Existe una discusión acerca de si la escasez de dinero fue un factor principal para la creación del Banco de la República. Parece claro que el país debe haber pasado constantemente por períodos de escasez. Desde 1905 hasta 1922, en 17 años, el país experimentó 10 años con algún grado de deflación. Para una discusión contemporánea, véase, por ejemplo, A. Uribe, (1931) *Cuestiones económicas*, Editorial Minerva. Este autor dice que antes de 1923 había abundancia de dinero, ya que las monedas de oro recién acuñadas eran exportadas o sacadas de circulación. La razón que explica esto aparece más clara bajo la Ley de Gresham. Si los bonos y cédulas del gobierno circulaban como dinero, entonces desplazaron a las monedas de oro.

dustrias domésticas¹⁷. Hacia 1925, dos años después de la Misión Kemmerer, la reputación de Colombia como un buen deudor había mejorado, atrayendo inversión extranjera¹⁸.

La Misión Kemmerer llegó a Colombia después de una serie de contactos que se iniciaron hacia finales de 1922, entre el embajador colombiano en Washington, Enrique Olaya Herrera y el profesor de la Universidad de Princeton, Edwin W. Kemmerer. Kemmerer había aconsejado al gobierno colombiano sobre la mejor manera de invertir los fondos colombianos en el exterior y había influenciado a algunos banqueros de Nueva York con el objeto de conseguir un préstamo para la ciudad de Bogotá¹⁹. La misión llegó a Bogotá en marzo de 1923 y estaba conformada por: el jefe de la misión, el profesor Kemmerer; Fred Fairchild, un especialista bancario; Thomas Lill, experto en contabilidad y Frederick Luquien, el secretario de la misión. Dado que tenían un escaso conocimiento del país, pasaron una buena parte de tiempo entrevistando banqueros, políticos y hombres de negocios. Analizaron, además, la economía colombiana y en especial sus aspectos fiscales y monetarios. Después de tres meses de trabajo, presentaron al gobierno diez proyectos de ley cuyo objetivo era modificar las instituciones fiscales y monetarias del país. Ocho de ellos fueron aprobados en el Congreso colombiano. Los dos más importantes eran la Ley 42 de 1923 que creaba y regulaba la Contraloría General de la República y la Ley 25 que organizaba y regulaba el Banco de la República.

El banco debía iniciar operaciones en enero de 1924, pero una corrida repentina contra el Banco López y el temor de un pánico bancario le permitió a Kemmerer convencer a las autoridades de que abrieran el Banco de la República inmediatamente después de que el proyecto de ley fuera apro-

-
17. Para un análisis del período, véanse J. A. Ocampo, (1987) *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Cerec, Siglo XXI Editores, Bogotá; J. A. Bejarano, "El despegue cafetero, 1900-1928", en *Historia Económica de Colombia* (1987). Editado por Ocampo J. A., Siglo XXI Editores, Bogotá; F. Rippey, (1970) *El capital norteamericano y la penetración imperialista en Colombia*, Editorial La Oveja Negra, Medellín.
 18. Una nota del *Moody's Investors Services* en noviembre de 1925 decía que "... con el progreso constante que está registrando la República en comercio e industria y con la adopción de una actitud más razonable de parte del gobierno frente a los derechos y privilegios de los prestatarios extranjeros, parece que Colombia... ofrece al inversionista extranjero excelentes oportunidades para retornos sustanciales. "Investing in Colombia", en *Moody's Investors Services*, noviembre 27 de 1925.
 19. Kemmerer había aconsejado al gobierno colombiano retirar los fondos depositados en un banco de Nueva York y ponerlos en un banco con mejor reputación o invertirlos en títulos del gobierno de los Estados Unidos. Véanse las cartas de E. W. Kemmerer a Enrique Olaya Herrera de enero 3 de 1923 y febrero 6 de 1923, y la carta dirigida a Eduardo Santos, con fecha abril 16 de 1923. *E. W. Kemmerer Papers*, Box 101, Universidad de Princeton.

bado en el Congreso, como un intento de calmar al público. Cuando Kemmerer regresaba de Medellín a Bogotá por el río Magdalena, le informaron que algunas sucursales del Banco López a lo largo del río, habían suspendido los pagos²⁰. El Banco López tenía lazos estrechos con una compañía comercializadora de café de Bogotá que sufrió una serie considerable de pérdidas como resultado de la caída de los precios del café en Nueva York. El viernes 13 de julio se inició una corrida en el Banco López y el sábado había llegado a tales proporciones que el gobierno intentó rescatar al banco comprando su edificio por un precio de 750 mil pesos. La corrida continuó el lunes y el martes por la mañana el banco transfirió el dinero que le quedaba en bóveda (265 mil pesos) al gobierno, y cerró sus puertas. Pronto, la corrida se extendió al Banco de Bogotá, una vieja y prestigiosa institución, y luego al resto de los bancos de la ciudad. Tuvo que llamarse a la policía para repeler la inmensa cantidad de gente que vino a retirar sus depósitos. La situación era bastante tensa.

En la tarde del miércoles, el presidente declaró el jueves y sábado siguientes días de fiesta nacional. El viernes era 20 de julio, día de la independencia nacional. Anunció además que el Banco de la República abriría el lunes y que descontaría los billetes de todos los bancos solventes. El jueves y el viernes los bancos comerciales y el gobierno suscribieron el capital del banco²¹. El mismo día se eligió la Junta Directiva. Tres millones de pesos de certificados de oro no emitidos que permanecían en la Casa de Moneda de Medellín se trajeron a Bogotá en aviones y trenes especiales. El lunes, después de algunas horas, el banco tenía billetes por dos millones de pesos y ofrecía redimir sus billetes recién emitidos con giros de Nueva York a una tasa de cambio que representaba los puntos de exportación de oro (*gold export points*) de Colombia. El banco además ofrecía redimir los bonos y cédulas del gobierno usados como papel moneda. El pánico cesó y la confianza fue restaurada.

Una vez de vuelta en los Estados Unidos, Kemmerer continuó aconsejando al país en materias relacionadas con las actividades del Banco de la República, tales como tasas de descuento, crédito, políticas y legislación

-
20. Un informe detallado de estos eventos lo da el mismo Kemmerer en una carta enviada al señor Boudinot Atterboury, el 26 de julio de 1926 y en su Discurso a la Sociedad Panamericana de los Estados Unidos, en noviembre 24 de 1923. *E. W. Kemmerer Papers*, Box 101, Universidad de Princeton.
 21. El banco recibió una suma por encima de medio millón de pesos de suscripciones de acciones en oro de los bancos miembros en Bogotá y tres millones del gobierno, obtenidos de la venta de tres millones de dólares en certificados de deuda de los Estados Unidos, que mantenía en la Reserva Federal de Nueva York.

bancarias²². Además ejerció influencia para que el Banco de Bogotá recibiera un préstamo para redimir las cédulas emitidas por ese banco. Basados en la opinión de Kemmerer, Dillon, Read & Co. hicieron un préstamo de 5,0 millones de dólares a la República de Colombia el 24 de enero con el fin de redimir los bonos del Tesoro colombiano²³.

La organización del Banco de la República y la Ley 25 de 1923

El Banco de la República se creó por la Ley 25 del 11 de julio de 1923. Esa ley autorizaba al gobierno para crear y poner en operación un banco de emisión, circulación, depósito y descuento. La concesión para el funcionamiento del banco fue de 20 años y su capital inicial, diez millones de pesos. Otros aspectos de la Ley 25 eran:

- El capital del banco debía estar compuesto por acciones de 100 pesos cada una, las cuales se dividieron en cuatro clases: A, B, C, y D. Las de clase A fueron suscritas por el gobierno y ascendían a 5,0 millones de pesos. Las clases B y C fueron suscritas por bancos domésticos y extranjeros por un total de 15% de su capital pagado y de sus reservas (las reservas que mantenían en Colombia para el caso de los bancos extranjeros) de acuerdo con su hoja de balance del 30 de junio de 1923. Las acciones de clase D serían suscritas por el público y sumaban 500 mil pesos.
- La Junta Directiva estaría compuesta por diez miembros, tres de ellos representaban al gobierno, cuatro a los bancos nacionales, dos a los bancos extranjeros y uno al público.
- Los bancos miembros estaban autorizados para hacer descuentos sobre documentos, bonos y letras de cambio cuya madurez no excediera 90 días a la vista, o desde el día del descuento.
- El respaldo en oro de los billetes del banco en circulación y en depósito se fijó en el 60%. Se establecieron sanciones muy severas para el caso en

22. Por ejemplo, Kemmerer se oponía a que se bajara la tasa de descuento, por lo menos durante 1923. Argumentaba que podría debilitar la posición del banco, estimulando la expansión del crédito. Igualmente se oponía a los intentos de reformar las leyes bancarias de tal manera que permitieran que los bonos y las cédulas se utilizaran como reserva legal. Véanse las cartas a Gabriel Posada, agosto 23 de 1923, y a Lucas Caballero, octubre 15 de 1923. *E. W. Kemmerer Papers*, Box 101, Universidad de Princeton.

23. Véanse la carta a E. W. Kemmerer, de Vicente Vargas, vicepresidente del Banco de Bogotá, agosto 16 de 1923, y el acuerdo entre la República de Colombia y Dillon, Read & Co. (final de 1923), *E. W. Kemmerer Papers*, Box 102. Universidad de Princeton.

que la reserva cayera por debajo del 60%. La ley también instituía que los billetes del Banco de la República eran convertibles en oro a la vista.

- Se designó al Banco de la República como agente fiscal del gobierno y como depositario de los fondos del sector público²⁴. El banco debía retomar los deberes de la Junta de Conversión, además de cambiar los viejos billetes del Banco Nacional y los bonos y cédulas del Tesoro por billetes del Banco de la República.
- La tasa de descuento a los bancos accionistas y al público debería ser fijada por la Junta Directiva.
- El encaje de los bancos debería ser de por lo menos un 50% de los depósitos disponibles, es decir, cuentas corrientes y depósitos pagaderos a 30 días o menos, y por lo menos 25% de los depósitos a término (aquellos pagaderos a más de 30 días). Los bancos accionistas del Banco de la República estaban obligados a mantener sólo la mitad de este requisito de encaje.

Los primeros años del Banco de la República, 1923-1928

Los meses siguientes a la fundación del Banco de la República

El Banco de la República comenzó a operar en julio de 1923 bajo las circunstancias excepcionales provocadas por el pánico bancario. Las medidas iniciales tomadas por el banco tenían por objetivo enfrentar la crisis financiera. Como ya se mencionó, Kemmerer tuvo un papel muy importante en la apertura anticipada del banco. Una vez abierto recomendó, como una forma de proveer de liquidez al sistema financiero, hacer descuentos de 30 días a los bancos miembros, usando como garantía su crédito vigente de corto plazo. En julio 21 la Junta Directiva provisional aprobó descuentos para los bancos de Colombia, Bogotá, Central y Alemán Antioqueño, siguiendo las recomendaciones de Kemmerer²⁵. Hacia el final del mes, los descuentos vigentes de los bancos eran 1,1 millones de pesos. Hacia mediados de agosto, la tasa de descuento se fijó en 10%²⁶. Este era un nivel relativamente alto, pero Kemmerer aconsejó a la junta que, dadas las críticas circunstancias económicas bajo las que se había fundado el Banco de la

24. El banco también quedó como responsable de retirar de circulación los diferentes billetes del gobierno que servían como moneda corriente. Véase "Law 25 of 1923", *The Colombian Review*, octubre de 1923, en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 101, Universidad de Princeton.

25. Véase *Acta de la Junta Directiva*, julio 21 de 1923, pp. 2-9.

26. Véase *Acta de la Junta Directiva*, julio 24 de 1923, p. 14.

República, un nivel más bajo tendría efectos indeseables. Recomendó además hacer sólo descuentos de 30 días. El mes de agosto estuvo calmado y las reuniones de la Junta Directiva se centraron principalmente en la organización interna del banco. A comienzos de septiembre, el banco recibió quejas de la escasez de dinero que provenían de diferentes ciudades del país, especialmente de Medellín²⁷. Días más tarde fue aprobada una reducción de la tasa de descuento a 9% y un aumento del plazo de descuento a 90 días. La justificación de tal acción era la necesidad de fondos para la recolección de la cosecha de café, y la parálisis virtual de la actividad comercial, que se había empeorado por la falta de liquidez de los bancos. Estas medidas las promovieron los representantes de los bancos en oposición al ministro de Hacienda²⁸. Como resultado de las medidas adoptadas, los descuentos vigentes subieron de 1,0 a 1,9 millones entre septiembre y diciembre de 1923. En mayo de 1924, la tasa de descuento cayó al 7%. El argumento de la junta era que ello contribuiría a impulsar la recuperación de la actividad económica en la industria y en el comercio internacional, especialmente el del café, como resultado de un incremento en el precio internacional del grano. Durante el primer año de actividades, el banco fue capaz de consolidar su credibilidad, a pesar de la oposición de parte del Congreso y del público²⁹. Los descuentos vigentes de los bancos sumaban 3,1 millones para julio de 1925 y 4,0 millones hacia el final del año.

El problema que más preocupaba a la Junta Directiva durante el primer año de existencia del banco era el retiro de circulación de las cédulas de Tesorería. Las cédulas habían sido emitidas en 1919 con una tasa de interés del 2% y eran redimibles por pesos oro a su valor nominal. Circularon como moneda corriente y debían ser remplazadas por billetes del Banco de

-
27. El público culpaba al banco por la escasez de dinero que se había producido y argumentaba que la existencia de dinero ocioso en las bóvedas del banco, era la raíz del problema. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 13 de 1923, pp. 10-12.
 28. En otras palabras, los miembros de la Junta Directiva estaban implementando una política económica anticíclica. Sin embargo, algunos de los miembros de la junta estaban en fuerte oposición contra esas medidas. Estos decían que la prioridad del banco era remplazar los billetes viejos y los papeles usados como moneda y la construcción de un sistema monetario saludable y que las medidas tomadas por la junta ponían en peligro esos objetivos. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 13 de 1923, pp. 10-30.
 29. De acuerdo con el gerente del banco, los esfuerzos del primer año se concentraron en la unificación de la moneda corriente nacional, dándole elasticidad, y en buscar un sistema económico más sano. *Primer informe anual presentado por el gerente a la Junta Directiva*, Bogotá, julio de 1924. La oposición al Banco de la República provenía de grupos que lo consideraban como una criatura engendrada por los bancos para incrementar sus ganancias. Véase el panfleto distribuido en el Congreso Nacional "El monstruoso proyecto del Banco de Emisión", en *E. W. Kennerer Papers*, Box 101, Universidad de Princeton.

la República. El gobierno era el responsable de entregar los fondos del banco para tal propósito. Sin embargo, el Tesoro Nacional falló varias veces en la provisión de tales fondos, lo cual causó fuertes recriminaciones entre la junta y el gobierno³⁰.

El segundo semestre de 1924 empezó con la discusión de la propuesta del Congreso Nacional de reformar los estatutos del banco. El Congreso argumentaba que la representación de los bancos en el Banco de la República era demasiada, que la representación del gobierno era insuficiente y que los hombres de negocios que representaban al mundo empresarial en la junta no eran *verdaderos hombres de negocios*. El Congreso también discutió sobre si un margen de tres puntos porcentuales entre la tasa de interés y la tasa de descuento que los bancos estaban autorizados para cobrar sobre los préstamos hechos con descuentos era *demasiado alta* y si debía disminuirse a dos puntos porcentuales³¹.

Como era de esperarse, los bancos accionistas se oponían a cualquier modificación en la ley del Banco de la República. Sin embargo, después de algunas discusiones entre los miembros de la junta y los de la denominada *Comisión interparlamentaria*, se llegó a un acuerdo. La junta se rehusaba a que se incrementara a cuatro el número de representantes del gobierno, mientras que el Congreso quería que otro ministro fuera miembro de la junta. Ésta se opuso, con éxito, al intento por parte del Congreso, de permitir que los *hombres de negocios* fueran miembros de la junta. Finalmente, los bancos aceptaron una reducción en el margen de descuento a dos puntos porcentuales y propusieron una reducción del encaje de 25% a 15% para las cuentas corrientes y de 15% a 5% para los depósitos a término³².

Otro acontecimiento del segundo semestre de 1924 fue el cierre del Banco Dugand de la ciudad de Barranquilla, el cual tenía serios problemas de liquidez. Éste era uno de los bancos accionistas del Banco de la República y se había demorado en pagar algunos descuentos que se le habían hecho. El banco, como prestamista de última instancia, autorizó nuevos

30. Véanse *Actas de la Junta Directiva*, marzo 11, marzo 13 de 1923, pp. 135-139, 145-150. Por ejemplo, la junta aprobó una propuesta que demandaba del gobierno nacional "el pago inmediato de la cuota correspondiente al primer trimestre de 1923, resultante del contrato para redimir las cédulas", *Acta de la Junta Directiva*, abril 25 de 1923, p. 159.

31. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 5 de 1924, pp. 270-277. Kemmerer estaba de acuerdo con el punto de vista del gobierno respecto a que los bancos controlaban *demasiado* el Banco de la República, en la medida en que los ejecutivos miembros de la junta eran nombrados por esos bancos. Dado que en Colombia no existían organizaciones de productores, era muy difícil encontrar *verdaderos hombres de negocios* que cumplieran con todos los requisitos que exigía el Congreso. Para esta discusión, véase José A. Andrade, (1929) *El Banco de la República: glosas y comentarios*, Editorial Minerva, Bogotá.

32. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 30 de 1924, pp. 296-299.

descuentos al banco para asegurar que sus obligaciones se cancelaran completamente. De hecho, los depositarios del Banco Dugand no sufrieron pérdidas, y tampoco el Banco de la República³³.

Hacia enero de 1925, el efecto estabilizador del banco era evidente. Las cuentas corrientes de los bancos comerciales habían aumentado, la tasa de colocación cayó de 12% a 9% entre 1923 y 1925, se estaba recuperando la confianza de los prestamistas extranjeros en la economía colombiana y la percepción de la junta era que la economía estaba en pleno *boom*. Dadas estas circunstancias, se propuso una nueva reducción de la tasa de descuento del 7% a 6%. Para apoyar la propuesta, el gerente del banco decía que las inversiones del Banco de la República estaban muy por debajo de lo que estaba permitido por la ley, que el exceso de reservas de los bancos era muy grande y que el precio del café estaba alto todavía³⁴. De hecho, las reservas de oro crecieron rápidamente y pasaron de 2,6 en 1923 a 36,2 millones entre julio y diciembre de 1925. Igualmente, el precio del café había aumentado, de 15,6 centavos por libra en julio de 1923 a 21,3 centavos en diciembre de 1924 y a 30,3 centavos un año después. Sin embargo, los bancos miembros se oponían a la reducción en la tasa de descuento y finalmente esa reducción fue rechazada. Los bancos votaron, además, en contra de establecer un límite para los descuentos que ellos pudieran obtener del Banco de la República, como había sugerido la Superintendencia Bancaria³⁵. Durante 1925, los descuentos vigentes de los bancos crecieron fuertemente de 4,0 millones en enero a 8,4 millones en diciembre.

El gobierno y el Banco de la República

El conflicto entre el Banco y el gobierno se centró en dos problemas principales: la independencia del banco y la forma como se deberían manejar los asuntos y operaciones con el Banco de la República, especialmente con el ministro de Hacienda. La independencia del Banco de la República era un tema de discusión vital debido a la desastrosa experiencia del Banco Nacional en lo relativo a las altas tasas de inflación que produjo y a la inestabilidad macroeconómica.

Aunque el gobierno nunca trató de interferir directamente en la política monetaria, el ministro de Hacienda emitió unos decretos que aparente-

33. Véase *Actas de la Junta Directiva*, enero 9 y febrero 10 de 1925. El Banco de la República autorizó al Banco de Colombia para cobrar los préstamos otorgados por el Banco Dugand con los descuentos del Banco de la República.

34. *Acta de la Junta Directiva*, febrero 24 de 1924.

35. *Acta de la Junta Directiva*, febrero 24 de 1924.

mente invadían la esfera de acción del banco. Uno de los objetivos del banco era la unificación de la moneda corriente nacional. En 1927 todavía había unas monedas ecuatorianas de baja pureza circulando en el departamento de Nariño. Para ponerle fin a esa situación, el Banco de la República emitió monedas de plata para cambiarlas por las ecuatorianas y prohibió la circulación de estas últimas tan pronto como se completara el cambio. Sin embargo, el ministro de Hacienda, actuando en contra de la voluntad de la Junta Directiva, decretó que las monedas ecuatorianas sólo se cambiarían por billetes del Banco de la República³⁶.

Las operaciones del Banco entraron en conflicto con el gobierno en otros puntos incluyendo el remplazo de los bonos del Tesoro que circulaban como dinero junto con los billetes del Banco de la República y la política de crédito al gobierno. La sustitución de los viejos bonos del Tesoro era una obligación que el gobierno había adquirido después de la fundación del banco. El gobierno estuvo de acuerdo en proveer los fondos para esa sustitución. Sin embargo, el constante fracaso del gobierno para proveer estos fondos al banco causó frecuentes recriminaciones entre ellos. El primer incidente ocurrió en septiembre de 1924, cuando la junta dio indicaciones a sus sucursales de no aceptar bonos. La decisión de la junta se encontró con objeciones de parte de los representantes del gobierno, quienes argumentaban que tal acción era ilegal³⁷. Finalmente, después de varios meses de discusión, el banco acordó intercambiar los bonos a su valor nominal por sus billetes y recibir cédulas del gobierno que rendían 6% de interés como garantía³⁸. El otro punto que suscitó discusión fue la clase de prendas de garantías que el Banco de la República debía aceptar. La ley orgánica del banco, emitida en 1923, reglamentaba que los títulos usados como garantías deberían tener una madurez no mayor de 90 días. El banco no podía invertir en acciones, hacer descuentos sobre ellas ni sobre bonos de largo plazo del gobierno. En todo caso, el argumento del gobierno era que tal regla no se aplicaba dado que el único límite sobre los descuentos al gobierno era el 30% de la suma del capital pagado del banco y de las reservas, tal

36. Ese decreto generó disgusto en algunos miembros de la junta, ya que ellos consideraban que la unificación del circulante nacional era función del Banco de la República. Un incidente similar fue la emisión de un decreto por parte del ministro de Hacienda para acuñar monedas de cobre para que circularan en los lazaretos. Véase J. A. Andrade, (1929) *Banco de la República: glosas y comentarios*, Editorial Minerva, Bogotá.

37. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 16 y 30 de 1924.

38. El monto por cambiar era 1,5 millones de pesos. El gobierno estuvo de acuerdo en un pago mensual por intereses a un servicio de deuda de 50 pesos mensuales. Véase *Actas de la Junta Directiva*, mayo 12 y 15 de 1925.

como lo determinaba la Ley de 1923³⁹. El punto de vista del gobierno prevaleció en todo caso, a pesar de la oposición de algunos miembros de la junta y de Kemmerer⁴⁰.

Los bancos miembros y el Banco de la República

La discusión entre el Banco de la República y los bancos accionistas estaba centrada en dos puntos: el tipo de instrumentos que serían utilizados como garantía de descuento y la cantidad de descuentos que un banco miembro podía obtener. Para lo primero, era claro que, de acuerdo con la ley, no se le permitía al Banco de la República hacer descuentos sobre papeles cuya madurez excediera 90 días. Sin embargo, los bancos miembros intentaron modificar esa prohibición y hacer posible que existieran descuentos sobre cédulas hipotecarias que tuvieran madurez mayor de 90 días, a pesar del hecho de que esa medida contradecía la Ley Orgánica del Banco de la República⁴¹. Los bancos dieron dos razones principales para descontar sobre cédulas hipotecarias. Primera, que el rechazo de estos papeles por parte del banco traería dificultades a los bancos ya que causaría una caída en su precio y segunda, no era claro para los bancos por qué una obligación hipotecaria con dos firmas podía servir como garantía de descuento, pero que una cédula hipotecaria no sirviera para ese propósito. Sin embargo, el argumento de los bancos era bastante débil, dado que el Banco de la República no podía aceptar una cédula hipotecaria para hacer descuentos no porque no fuera líquida, sino porque no era segura. En todo caso, la presión de los bancos miembros para que se permitieran descuentos sobre cédulas hipotecarias era alta, principalmente porque el negocio hipotecario de los bancos estaba creciendo. Finalmente, después de un largo debate, la Junta Directiva aprobó los descuentos sobre instrumentos que la Ley del Banco de la República no permitía que fueran aceptados como garantías. Para

-
39. El ministro de Hacienda le pidió a la junta que comprara bonos con un rendimiento de 8% para financiar la construcción de algunas carreteras pero la junta rechazó tal petición. Más tarde, como resultado de la creación del Banco Agrícola Hipotecario, el ministro de Hacienda le pidió al Banco de la República que fuera accionista del Agrícola Hipotecario. Sin embargo, la junta no aceptó. Véanse *Actas de la Junta Directiva*, febrero 17 de 1925, pp. 386-387 y mayo 12 de 1925, pp. 443 y 446. Véase también J. A. Andrade, *op. cit.*
40. De hecho, se consultó a Kemmerer respecto al problema. Él sugirió que el banco no debería invertir en títulos de largo plazo; esto prevendría que el banco se convirtiera en una fuente de préstamos de largo plazo del gobierno. Véase J. A. Andrade, *op. cit.*
41. También sobre este punto se consultó a Kemmerer. Él dijo que el banco no debería descontar sobre cédulas hipotecarias, dado que esos documentos no eran líquidos en situaciones de emergencia. Era apropiado para un banco negociar con esa clase de documentos, pero no lo era en el caso del Banco Central. Véase J. A. Andrade, *op. cit.*

descontar sobre tales documentos, sólo se tomaría en cuenta la situación financiera del banco computando tales documentos como parte del capital de cada banco⁴². Es obvio que la decisión de la junta no resolvía el problema básico: esos instrumentos no se podían usar como garantía de préstamo, de acuerdo con la ley orgánica del banco. La diversidad de opiniones entre los miembros de la junta acerca de este problema era tan grande, que en septiembre de 1926 la junta no pudo decidir sobre la propuesta del ministro de Hacienda con respecto a que se le permitiera al Banco de la República comprar 500 mil pesos en cédulas hipotecarias del Banco Agrícola Hipotecario o, si esto no fuera posible, adquirir un préstamo utilizando esos documentos como garantía⁴³. La política de la Junta Directiva en relación con este problema fue particularmente ambigua, tal vez porque tanto los bancos miembros como el gobierno tenían un fuerte interés en mejorar su capacidad de descuento.

El segundo problema, relacionado con la imposición de un límite a los descuentos individuales de los bancos, también fue discutido en la junta. La ley orgánica del Banco de la República de 1923 no establecía un límite específico para estos descuentos. Era decisión de la junta la determinación de ese límite, basándose en los papeles utilizados como garantía y en la cantidad descontada. La única condición era que la tasa de interés que los bancos cargaban a sus clientes debía estar, como máximo, 3 puntos porcentuales por encima de la tasa de descuento. Sin embargo, existía una preocupación permanente al interior de la junta acerca del incremento de los descuentos bancarios, dado que casi todas las clases de papeles habían sido descontados⁴⁴. Uno de los miembros de la junta calculó que el total de los descuentos bancarios podía ascender al 50% del capital pagado de los bancos, lo cual, según él, quería decir que el Banco de la República proveía fondos para compensar la escasez de capital de los bancos. Dos factores contribuyeron a elevar el nivel de descuentos: el primero, la continua extensión de la fecha de repago y segundo, el amplio margen de intermediación, igual a dos o tres puntos porcentuales, cuando los fondos descontados se usaban para hacer préstamos bancarios. Se afirmaba que ese

42. Véanse *Actas de la Junta Directiva*, marzo 16 de 1926, pp. 732 y marzo 23 de 1926, pp. 736-738.

43. Supuestamente, el gobierno debía obtener un préstamo para capitalizar el Banco Agrícola Hipotecario, pero fracasó. Para una discusión acerca de este episodio, véase J. A. Andrade, *op. cit.*

44. La Junta Directiva aprobó que sólo se tomaría en cuenta la calidad de las firmas de los bonos y la solvencia de los bancos, para otorgar un préstamo. *Acta de la Junta Directiva*, diciembre 14 de 1926, pp. 848-850.

margen creaba incentivos tanto para extender los descuentos vigentes como para continuar descontando⁴⁵.

Los bancos se oponían a cualquier intento de imposición de un límite a los descuentos o de reducción del margen de intermediación. Sin embargo, a comienzos de 1928, después de un agudo incremento en los descuentos bancarios de 13,8 a 17,2 millones entre septiembre y diciembre de 1927, se estableció la denominada *línea básica*⁴⁶. De acuerdo con la línea básica, el nivel de descuento que un banco podía obtener estaba determinado por la *capacidad de emisión* que tal banco pudiera dar al Banco de la República. Ese nivel máximo era igual al valor de sus acciones en el Banco de la República, más dos veces los depósitos en el Banco de la República, multiplicado por 1,66. A los bancos que quisieran sobrepasar ese nivel se les cobraría 0,25 puntos porcentuales más por cada 10% de exceso sobre la línea básica. Esta medida pretendía disminuir la cantidad de los descuentos, pero, en realidad, pudo haberle dado una mayor capacidad de descuento a los bancos miembros. Además, la medida le quitó al Banco de la República la discreción que debe tener un banco central en la concesión de descuentos y la puso en manos de los bancos privados. Estos últimos sólo tenían que aumentar sus depósitos en el Banco de la República para multiplicar por dos factores su capacidad de descuento⁴⁷.

El manejo de la tasa de cambio

Uno de los deberes principales de un banco central bajo un régimen de patrón oro era establecer la banda de fluctuación para el circulante nacional, alrededor de la paridad oro o de los denominados *gold points*, teniendo en cuenta el contenido de oro de la unidad monetaria del país y su pureza. El peso oro colombiano era igual a 1,957 gramos con 0,9666 de pureza. El Banco de la República y la junta establecieron en 1925, que se debían realizar compras y ventas de giros en el exterior que mantuvieran la *paridad intrínseca de la moneda*⁴⁸.

Sin embargo, como los costos tanto de importación como de exportación todavía estaban por calcularse, la junta no había establecido una paridad específica o bandas de fluctuación de la moneda nacional con respecto al dólar americano. En julio de 1926 ocurrieron unas fluctuaciones inespe-

45. Véase J. A. Andrade, *op. cit.*

46. Un informe más detallado de los eventos se hará en la segunda parte de este artículo.

47. Véanse *Acta de la Junta Directiva*, febrero 28 de 1928, y J. A. Andrade, *op. cit.*

48. *Acta de la Junta Directiva*, junio 2 de 1925.

radas en la tasa de cambio, que obligaron al banco a suspender temporalmente las compras y ventas de giros al exterior. Esto llevó a que la junta fijara una banda de fluctuación para la tasa de cambio, basada en los *gold points*. Las discusiones de la junta acerca de este tema fueron bastante largas. El banco continuó con la venta de giros a una tasa de mercado y en agosto de 1926 la junta estableció los *gold points* así: el precio de compra variaría entre 1,015 y 1,0175 de acuerdo con la oferta, y el precio de venta sería 1,0275, que era la *paridad intrínseca* del peso colombiano con el dólar americano, dado que la *diferencia intrínseca* entre las de monedas de oro americanas y las colombianas era de 2,74%⁴⁹.

Determinantes de los medios de pago, 1923-1928

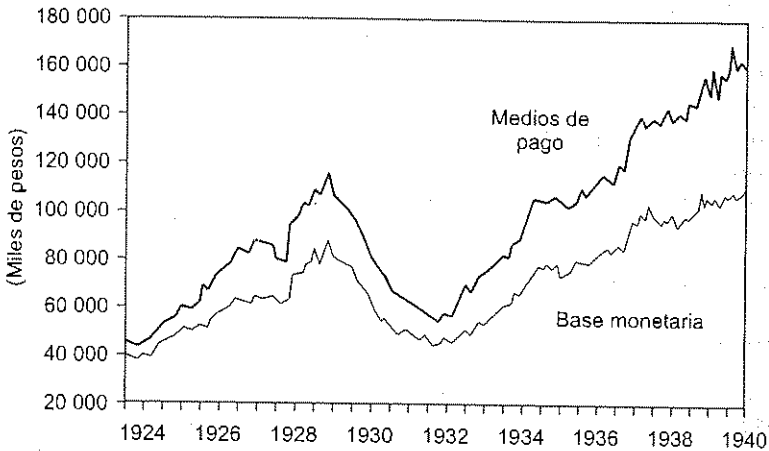
Los medios de pago, la base monetaria y el multiplicador monetario

El Gráfico 2.5 presenta los medios de pago, M , y la base monetaria, MB , de julio de 1923 a diciembre de 1939. Desde julio de 1923 los medios de pago y la base monetaria crecieron continuamente. El pico del período fue alcanzado en noviembre de 1928, cuando los medios de pago llegaron a 114 millones de pesos. La base monetaria alcanzó su pico el mismo mes y se situó en 85 millones. El multiplicador monetario también se incrementó, como se observa en el Gráfico 2.5, y pasó de 1,14 en julio de 1923 a 1,35 en el segundo semestre de 1926, fluctuando alrededor de ese valor hasta el final de 1928. La relación efectivo en poder del público a depósitos en cuenta corriente, c , cayó de 1,97 en julio de 1923 a 1,41 en agosto de 1926, para alcanzar un pico de 1,79 en diciembre de 1927 y caer continuamente hasta el final de 1928, como se observa en el Gráfico 2.7. Las fluctuaciones en c están parcialmente explicadas por la estacionalidad tan fuerte de esta variable, sobre todo en los meses de junio y diciembre. La relación reservas a depósitos, r , cayó de 0,61 en julio de 1923 a 0,35 en diciembre de 1926, para incrementarse otra vez alrededor de 0,40 hasta el final de 1928.

El Cuadro 2.2 presenta la descomposición tradicional de las fuentes del crecimiento de M , de julio de 1923 a diciembre de 1928 usando datos mensuales. Durante este período, M creció a una tasa mensual de 1,36%, mientras que la BM y el multiplicador, m , crecieron a tasas de 1,17% y 0,18%,

49. La junta calculó que los gastos de importación de oro eran iguales a 2%, dado un 75% de reservas de oro. Ya que la "diferencia intrínseca entre el oro americano y el colombiano era igual a 2,74%, el punto de importación era 1,0075, suponiendo que las ganancias del Banco de la República fuesen cero". *Actas de la Junta Directiva*, julio 22 y agosto 13 de 1926, pp. 788-790 y 799-805.

GRÁFICO 2.5
 MEDIOS DE PAGO Y BASE MONETARIA 1923-1939



respectivamente. Estas cifras indican que el principal determinante del crecimiento de M fue BM , cuyas fuentes de crecimiento fueron los activos domésticos (descuentos a los bancos y al gobierno) y los pasivos del Banco de la República (depósitos del gobierno y del público en el Banco de la República) más los bonos y las cédulas que aún circulaban como dinero, que están bajo el rubro moneda de tesorería. La BM explica el 86,2% del crecimiento total de M , en el período bajo consideración. El restante 13,85% está explicado por el multiplicador monetario. De los determinantes del multiplicador, c explica el 11,25% del total del crecimiento de M . El restante 2,54% está explicado por r ⁵⁰.

Los Cuadros 2.3 y 2.4 contienen las fuentes de crecimiento de M para los subperíodos julio de 1923 a diciembre de 1926 y enero de 1927 a diciembre de 1928. Durante ambos períodos, los medios de pago estaban creciendo, pero la tasa de crecimiento de M difiere sustancialmente en cada período. Se observa que para el primer período, M creció a una tasa mensual de 1,59%, en contraste con 0,99% para el período siguiente. El compor-

50. Véase M. Friedman y A. Schwartz, (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton. Este libro sigue el método de descomposición usado por F. Spinellei y M. Frattiani, "Italy in the Gold Standard Period, 1861-1914", en *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (1984). Editado por Bordo, M. y Schwartz, A., The University of Chicago Press.

tamiento de M estuvo determinado por BM y m . De hecho, BM creció a una tasa mensual de 1,18% en ambos períodos y m a tasas mensuales de 0,41% y -0,19% en cada período. Durante el primero, la contribución de m al crecimiento de M es bastante alta, 25,86%, liderada por r , que contribuyó con un 16,81%.

CUADRO 2.2
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
(Julio de 1923 a diciembre de 1928)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. M	1,36	-
2. m	0,18	13,23
3. BM	1,18	86,77
Relación de c y r		
Multiplicador		
4. $lnm_t - (ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}))$	0,03	2,20
5. $ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}) - lnm_{t-1}$	0,15	11,03
Fuentes de la base monetaria		
		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. RI	4,89	135,81
7. AD	-0,89	-35,81
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. DB	3,50	61,8
9. DG	-	9,2
10. PNM	-2,93	-63,6
11. MT	-0,96	-107,4

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variables: M = medios de pagos; BM = base monetaria; m = multiplicador monetario; c = relación efectivo en poder del público y depósitos; r = relación reservas bancarias a depósitos; RI = reservas internacionales; DB = descuentos bancarios; DG = descuentos del gobierno; AD = activos domésticos; MT = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea uno en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (1); líneas 2-3, 6-7 y 8-11 suman 100,0 en la columna (3).

GRÁFICO 2.6
MULTIPLICADOR DEL DINERO 1923-1939

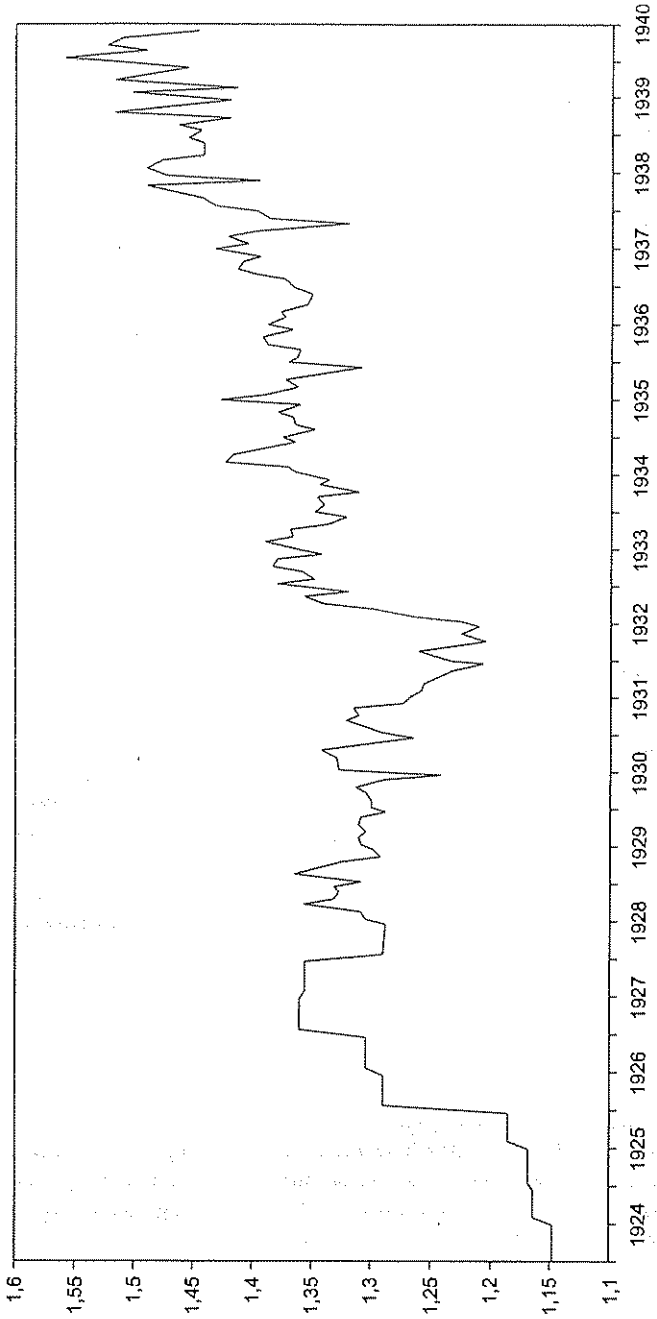
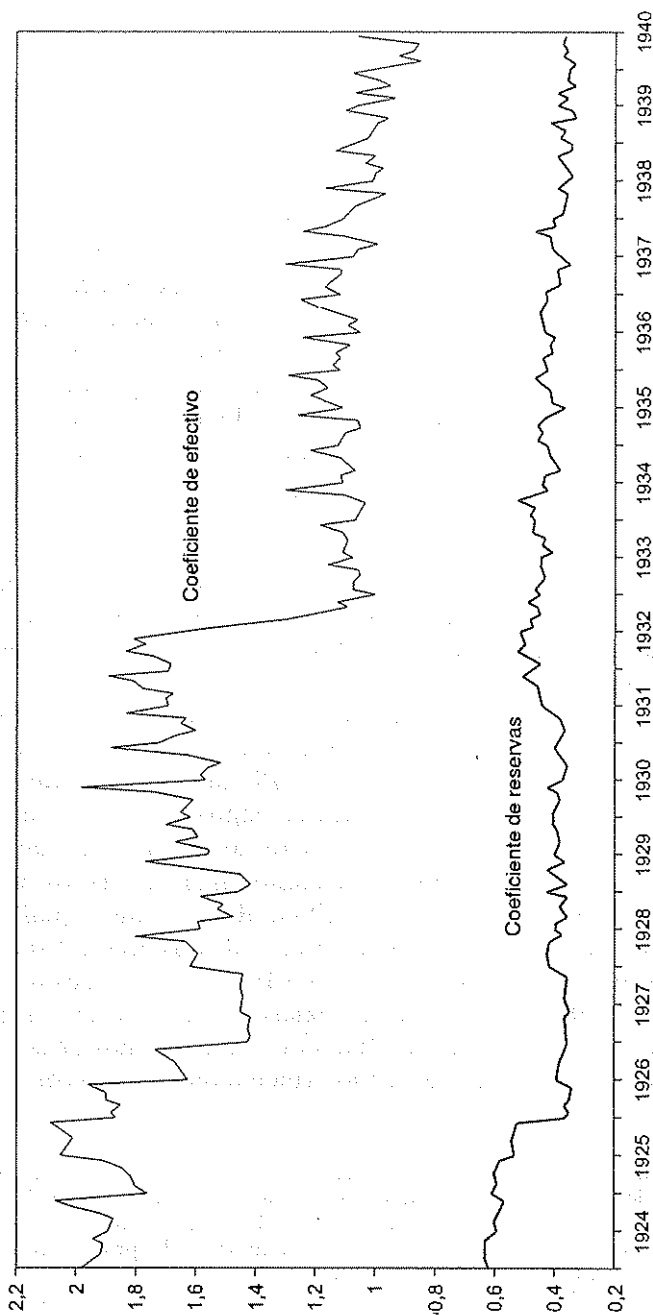


GRÁFICO 27
COEFICIENTES DE EFECTIVO Y RESERVAS 1923-1939



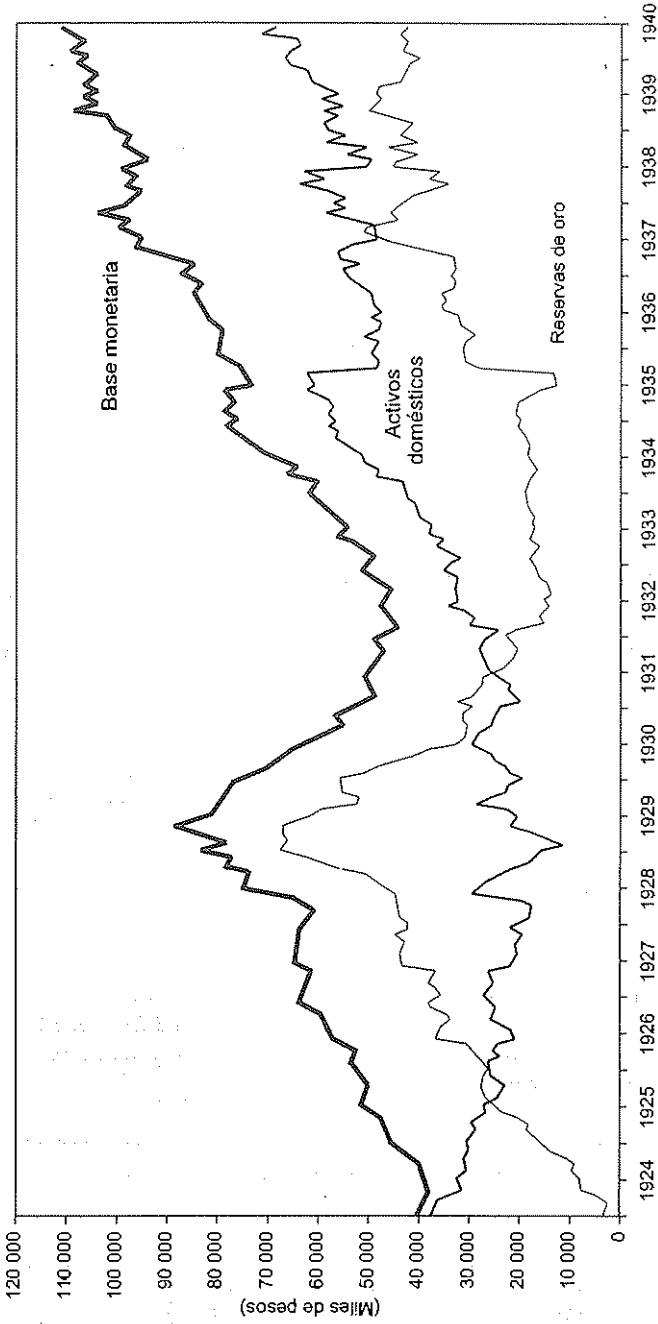
Fuentes de la base monetaria

El cuadro 2.2 muestra las fuentes de *BM* y la contribución de cada una de ellas a su crecimiento. Las fuentes de la *BM* son las reservas de oro o reservas internacionales, *RI*, los activos domésticos del Banco de la República, *AD* (descuentos bancarios más descuentos del gobierno menos los pasivos del banco). Durante el período estudiado, *BM* creció a una tasa mensual del 1,18%, incrementándose de 39,6 a 85,2 millones entre julio de 1923 y diciembre de 1928, como se observa en el Gráfico 2.8. *IR* fue la fuente principal de crecimiento de *BM* y creció a 4,89% mensual incrementándose de 2,68 millones a 64,6 millones en el período. Los *AD* crecieron a una tasa negativa de -0,5% mensual, cayendo de 39,6 a 20,5 millones de julio de 1923 a diciembre de 1928, como se observa en el Gráfico 2.8. Los Cuadros 2.3 y 2.4 contienen las fuentes de crecimiento de *BM* para los períodos comprendidos entre julio de 1923 a diciembre de 1926 y enero de 1927 a diciembre de 1928. Aunque la tasa de crecimiento de *BM* fue igual en ambos períodos, 1,18% mensual, el crecimiento mensual de *RI* fue bastante más rápido para el primer período, 6,67% mensual, mientras que la tasa de crecimiento de *AD* fue de -1,33%. Para el segundo subperíodo, *RI* y *AD* crecieron a tasas mensuales de 1,70% y -0,15%, respectivamente.

Como se ha mostrado, durante los primeros años del Banco de la República los movimientos en la *BM* fueron dominados enteramente por el incremento en las reservas de oro, *IR*. La fuente de este incremento estuvo ligada al superávit en balanza de pagos durante el período 1923-1928, originado en un flujo positivo neto de capital, aunque la balanza comercial fue negativa. El flujo vino como resultado de los pagos por la indemnización del canal de Panamá⁵¹ en una cantidad igual a 25 millones. El resto del flujo llegó de préstamos externos obtenidos después de 1924. Entre 1924 y 1926 Colombia recibió 36 millones de pesos, en 1927, 62 millones, y en 1928, 77 millones de pesos. La entrada de capital fue tan grande que este período ha sido llamado como los años de la *Danza de los Millones*. El flujo de capital fue usado principalmente en la construcción de

51. La secesión de Panamá ocurrió en 1903, al final de la Guerra de los Mil Días. Panamá era una de las provincias de Colombia que estaba luchando contra el gobierno conservador. Cuando las tropas colombianas estaban listas para desembarcar e invadir Panamá, ésta declaró su independencia de Colombia y pidió protección de la flota americana. Después de una larga disputa que duró hasta 1923, los Estados Unidos reconocieron su participación en el episodio y ofrecieron pagar 25 millones de dólares para compensar a la República de Colombia por la pérdida de Panamá.

GRÁFICO 2.8
FUENTES DE LA BASE MONETARIA 1923-1939



caminos y obras públicas de infraestructura⁵². Además del flujo de capital, el incremento en el precio internacional del café también contribuyó a la llegada de dólares. El precio de una libra de café se incrementó de 15 centavos de dólar la libra en julio de 1923 a 31 centavos en enero de 1926, permaneciendo alrededor de 25 centavos hasta mediados de 1929.

CUADRO 2.3

DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO (Julio de 1923 a diciembre 1926)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. <i>M</i>	1,59	-
2. <i>m</i>	0,41	25,86
3. <i>BM</i>	1,18	74,14
Relación de <i>c</i> y <i>r</i>		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}))$	0,14	9,05
5. $\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	0,26	16,81
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. <i>RI</i>	6,67	152,06
7. <i>AD</i>	-1,33	-52,06
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. <i>DB</i>	5,87	73,9
9. <i>DG</i>	-	-
10. <i>PNM</i>	-4,88	-77,7
11. <i>MT</i>	-1,14	-96,2

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variables: *M* = medios de pagos; *BM* = base monetaria; *m* = multiplicador monetario; *c* = relación efectivo en poder del público y depósitos; *r* = relación reservas bancarias a depósitos; *RI* = reservas internacionales; *DB* = descuentos bancarios; *DG* = descuentos del gobierno; *AD* = activos domésticos; *MT* = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea uno en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (1); líneas 2-3, 6-7 y 8-11 suman 100,0 en la columna (3).

52. Para una historia de la deuda externa en este período, véase J. J. Echeverría, "La deuda externa colombiana durante los años 20s y 30s: Algunas enseñanzas para el presente", en *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Vol. X, julio de 1982.

CUADRO 2.4
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
 (enero de 1927 a diciembre 1928)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. <i>M</i>	0,99	-
2. <i>m</i>	-0,19	-19,19
3. <i>BM</i>	1,18	119,19
Relación de <i>c</i> y <i>r</i>		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}) / r_t + C_{t-1})$	-0,15	-15,15
5. $\ln(1+C_{t-1}) / r_t + C_{t-1} - \ln m_{t-1}$	-0,04	-4,04
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. <i>RI</i>	1,70	103,83
7. <i>AD</i>	-0,15	-3,83
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. <i>DB</i>	-0,54	-194,63
9. <i>DG</i>	-	-
10. <i>PNM</i>	-0,64	270,41
11. <i>MT</i>	-0,64	-175,78

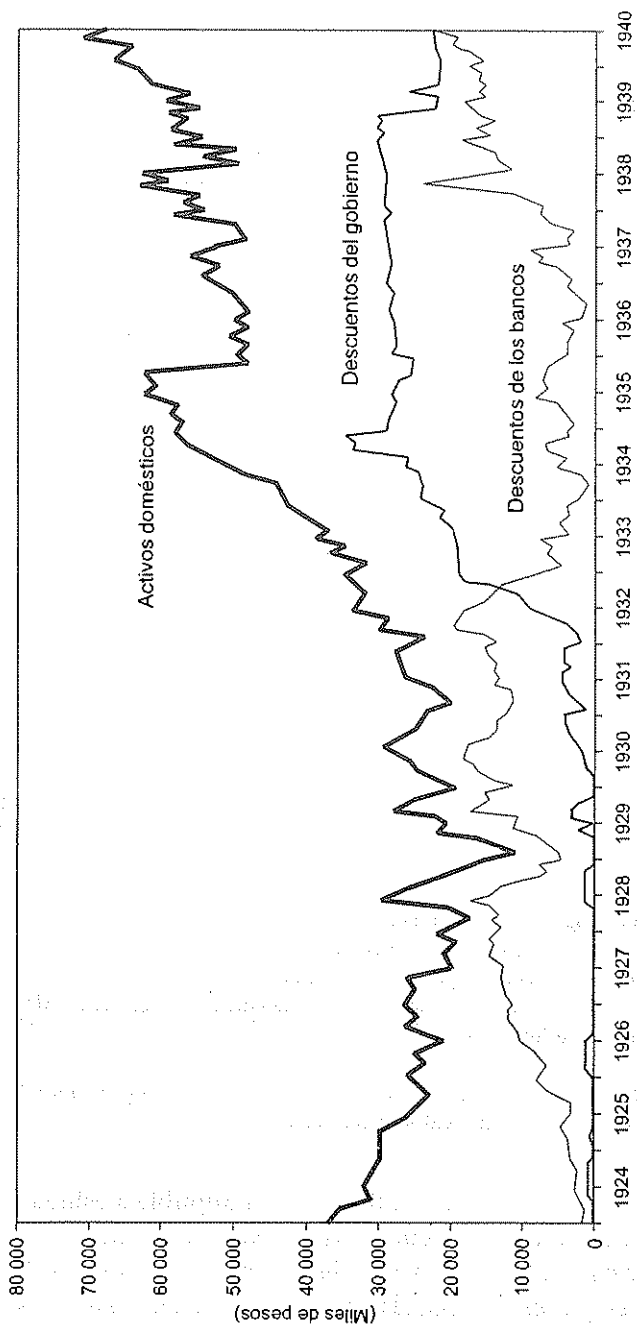
Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variables: *M* = medios de pagos; *BM* = base monetaria; *m* = multiplicador monetario; *c* = relación efectivo en poder del público y depósitos; *r* = relación reservas bancarias a depósitos; *RI* = reservas internacionales; *DB* = descuentos bancarios; *GD* = descuentos del gobierno; *AD* = activos domésticos; *MT* = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea uno en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (1); líneas 2-3, 6-7 y 8-11 suman 100,0 en la columna (3).

Los activos domésticos del Banco de la República estaban compuestos durante este tiempo por descuentos a los bancos miembros, *DB*, los pasivos no monetarios del Banco, *PNM*, y la moneda de Tesorería, *MT*, integrada por notas del gobierno y cédulas bancarias que existían antes de la fundación del Banco de la República. Los descuentos a los bancos crecieron de

GRÁFICO 2.9
ACTIVOS DOMÉSTICOS 1923-1939



1,1 millones de pesos en julio de 1923 a un pico de 14,6 millones en marzo de 1927 para caer a 11,2 millones a diciembre de 1928. El rápido crecimiento de los *DB* ocurrió entre 1923 y 1926 cuando crecieron a una tasa del 5,87% mensual. Después de 1927 y hasta diciembre de 1928, su tasa de crecimiento cayó a un promedio de -0,54% mensual. La moneda de Tesorería se contrajo durante todo el período de 37,8 millones en julio de 1923 a 20,2 millones en diciembre de 1928. *MT* creció a un promedio de -0,96% mensual y neutralizó la contribución de los *DB* al crecimiento de los activos domésticos. Los pasivos no monetarios del Banco de la República también se incrementaron sustancialmente, frenando el crecimiento de la base monetaria. De hecho, los *PNM* pasaron de 2,0 a 12,9 millones durante el período en estudio.

Una interpretación del comportamiento de los activos domésticos bajo el patrón oro será dada en la próxima sección. Sin embargo, de los resultados presentados en los Cuadros 2.3 y 2.4 se puede concluir que el Banco de la República tuvo éxito en su intento de disminuir el crecimiento de los descuentos de los bancos. Existen dos factores principales que explican el éxito:

1. La política de línea básica que, a pesar de su aparente debilidad, fue capaz de desacelerar la actividad de descuento de los bancos.
2. El considerable incremento en los depósitos bancarios que disminuyó la demanda de descuentos.

De hecho la posición de liquidez de los bancos mejoró en la medida en que sus depósitos se incrementaban. Los depósitos en cuenta corriente pasaron de 30 a 45 millones de 1926 a 1928⁵³. El banco también tuvo éxito en reducir las notas de Tesorería, pues éstas cayeron de 37,5 a 20,2 millones a pesar de la disputa constante entre el banco y el gobierno sobre el asunto.

LA GRAN DEPRESIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA

De la danza de los millones al colapso del patrón oro

Aspectos generales de la Gran Depresión en Colombia.

Panorama general

La década del veinte fue en Colombia un período de prosperidad. Entre 1926 y 1929, como se muestra en el Cuadro 2.5, el PIB creció en un promedio

53. Una regresión simple entre el cambio porcentual en descuentos contra el cambio porcentual en depósitos muestra que, de 1923 a 1928, un incremento de un peso en los depósitos en cuenta corriente implica una caída en descuentos de 0,69 pesos.

CUADRO 2.5
INDICADORES MACROECONÓMICOS DE COLOMBIA (1923-1939)
 Quantum de exportaciones e importaciones (1925-1929=100)

Año	Café ^a	Otras exportaciones ^a	Importaciones reales ^a	Deuda externa (miles de US\$) ^b
1923	84,1	49,6	45,3	24,0
1924	90,4	55,5	44,6	27,5
1925	79,4	51,2	68,7	29,9
1926	100,2	72,6	93,1	63,4
1927	96,2	100,6	107,9	126,9
1928	108,5	133,7	123,5	203,1
1929	115,7	134,0	107,5	213,8
1930	129,5	142,3	59,8	208,1
1931	123,8	120,7	47,2	199,0
1932	130,3	114,5	39,3	188,2
1933	129,6	108,1	49,2	179,1
1934	125,9	138,2	59,5	177,6
1935	153,8	131,2	64,9	
1936	160,9	139,1	73,3	
1937	170,5	146,2	84,6	
1938	174,4	160,2	83,7	
1939	152,6	165,4	99,8	

Año	Tasa de inflación ^c	Tasa crecimiento real del PIB ^d	Déficit fiscal/PIB ^e	Tasa de crecimiento del stock de dinero
1923				
1924	8,1			21,68
1925	2,4		1,8	24,31
1926	7,6	9,5	-0,18	27,60
1927	-6,3	9,0	-3,05	7,24
1928	0,4	7,3	-4,54	15,77
1929	-0,8	3,5	-0,09	-16,29
1930	-26,1	-0,8	-0,36	-22,98
1931	-13,6	-1,5	0,38	-15,97
1932	-23,4	6,6	0,13	19,88
1933	38,8	5,6	-1,16	24,12
1934	5,0	6,2	0,05	18,99
1935	4,2	2,4	1,07	-0,08
1936	6,0	5,3	1,20	12,15
1937	3,3	1,6	1,28	13,46
1938	12,5	6,5	0,52	5,29
1939	7,4	6,1	0,83	8,85

Fuentes y notas:

- a Otras exportaciones incluyen banano, petróleo, oro y plátano. Ocampo, J. A. y Montenegro, S., "La crisis de los años treinta en Colombia", en *Crisis mundial, protección e industrialización* (1984). Cerec, Bogotá.
- b *Revista del Banco de la República*, varios números.
- c La tasa de inflación es el incremento en el nivel de precios de un grupo de productos para la construcción publicado en *Informe anual de gerente del Banco de la República*, varios años.
- d Cepal, "El desarrollo económico de Colombia", en *Análisis y proyecciones del desarrollo económico* (1957), ONU, México.
- e J. Bernal, "Las finanzas del sector público central en los años veinte y treinta en Colombia", en *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, junio de 1984.

por encima del 7%. Al mismo tiempo, las entradas de oro aumentaron como resultado del *boom* de los préstamos extranjeros (consecuencia parcial del éxito de la primera Misión Kemmerer), y del incremento del precio internacional del café, factor que ocasionó que el ingreso por exportaciones se disparara. Las entradas de oro fueron reforzadas por el pago que hizo Estados Unidos entre 1923 y 1926, por concepto de la indemnización por la independencia de Panamá, ocurrida en 1903. La deuda total del país creció, entre 1925 y 1930, de 24,0 millones de dólares a 203,1 millones de dólares. La tasa de inflación, medida por los precios de alimentos, estuvo alrededor de 6% entre 1925 y 1927. En 1928, después de un tremendo esfuerzo para disminuir el crecimiento de los medios de pago, la autoridad monetaria logró reducir la tasa de inflación a un 0,39%. Como se observa en el Cuadro 2.5, la tasa de crecimiento anual de *M* cayó de un promedio de 22% entre 1923 y 1926 a 12% entre 1927 y 1928.

El comportamiento macroeconómico del país en general fue impresionante. La tasa de crecimiento del PIB, de acuerdo con estimaciones de la Cepal, alcanzó el 9% en 1926 y 1927. Las exportaciones crecieron en valor y cantidad a ritmos del 7% y 11% anual, respectivamente. Una creciente entrada de capitales y el *boom* exportador mejoraron la capacidad importadora de Colombia, la cual creció a una tasa anual de 12,3%. Los ingresos del gobierno, especialmente los derechos de aduana, también crecieron. Sin embargo, debido a que el gobierno se había embarcado en un plan de obras públicas, hubo déficit fiscales de 3,0% y 4,5% del PIB en 1927 y 1928, respectivamente. El déficit fue financiado en su totalidad con préstamos del exterior durante la época denominada *Danza de los millones*. Desde 1923 hasta 1929, la deuda externa del gobierno nacional creció de US\$21 a US\$70 millones, mientras que la deuda total del país, incluyendo departamentos y municipios subió de US\$24 a US\$213 millones en el mismo período.

En agosto de 1928, las reservas de oro del Banco de la República alcanzaron su mayor nivel desde la fundación del banco: 67,6 millones de pesos. A partir de este mes, comenzaron a disminuir hasta llegar a 14,6 millones en septiembre de 1931. Esto hizo que los medios de pago y la base monetaria disminuyeran también. Los medios de pago cayeron de 114,2 millones de pesos en noviembre de 1929 a 53,5 millones de pesos en octubre de 1931; la base monetaria cayó de 85,2 millones de pesos en diciembre de 1929 a 44,0 millones de pesos en agosto de 1931. La contracción monetaria estuvo acompañada de una profunda deflación. El índice de precios, medido por el precio de los alimentos, cayó en 31,5% entre 1929 y 1931 y en 47,5% entre 1929 y 1932. En todo caso, los efectos reales de la depresión en Colombia fueron relativamente suaves. El PIB real sólo cayó 2,4%, el menor porcentaje de disminución entre los países latinoamericanos. La depresión tuvo

efectos diferentes en cada uno de los sectores. Hubo una disminución en el ritmo de las actividades comerciales relacionadas con el café debido a la caída en los precios y en los ingresos por exportaciones, recortes en el gasto público, y una disminución de los préstamos externos, así como en los ingresos por impuestos de importación. No obstante, los ingresos en términos reales permanecieron constantes durante el período, debido a que las cantidades exportadas de café continuaron creciendo, incluso durante los años de la Depresión⁵⁴. La cantidad de bienes importados se redujo en un 70% entre 1928 y 1932, y sólo hacia el final del decenio del treinta, las importaciones reales comenzaron a recuperar los niveles que tenían antes de la Depresión. Los sectores económicos no agrícolas fueron los que sufrieron los efectos más drásticos. El sector de la construcción, por ejemplo, disminuyó en 57%, y el transporte sobre el río Magdalena cayó un 42%. En cambio, la contracción en la producción industrial no fue muy grande. Entre 1929 y 1931, ésta cayó sólo 5,1%, y entre 1931 y 1937 creció a una tasa anual de 12,4%. Finalmente, entre 1928 y 1931, los ingresos del gobierno central cayeron en términos reales en un 16% y el gasto público en 41%, generando en 1931 un superávit fiscal de 0,38% del PIB.

La política arancelaria fue otro punto importante durante la Gran Depresión. Colombia tenía un sistema de aranceles *ad valorem*, es decir, que el arancel se establecía de acuerdo con el peso del bien y no según su precio, lo que implicaba que el arancel promedio y específico tendían a disminuir durante las épocas de inflación y a aumentar durante las deflaciones. Así, el arancel promedio cayó de 34,5% a 28,1% entre 1925 y 1928 y se elevó a 57% en 1932. Ese incremento fue el resultado de la deflación que se presentó durante la Gran Depresión y los aumentos en las tarifas, decretados en agosto y septiembre de 1931. Los sectores productivos en los que los aranceles tuvieron un mayor crecimiento fueron alimentos como el arroz, azúcar y harina de trigo. El arancel para el arroz era 1,0 centavo por kilogramo y se incrementó a 8,0 centavos; el del azúcar era 5,0 centavos y se incrementó a 30,0; el arancel de la harina de trigo era 4,0 y se incrementó a 18,0 centavos. Entre 1929 y 1932 hubo además incrementos en el arancel promedio del arroz, que pasó de 13,3% a 25,1%; del azúcar, de 79,4% a 566% y de

54. El PIB del Brasil cayó 4%, el de Argentina 14%, el de Chile 27% y el de México 16%. Para un análisis comparativo de la depresión en América Latina, véanse M. Towner, "The Depression in Latin America: A Macro Analysis", en *Exploration in Economic History* (1983), Vol. 20; R. Thorp (ed.) (1984), *Latin America in the 1930s: The Role of the Periphery in the World Crisis*, Saint Martin Press, Nueva York. Para un estudio de la economía colombiana en el decenio del treinta, véase J. A. Ocampo y S. Montenegro (1984), *Crisis mundial, protección e industrialización*, Cerec, Bogotá.

la harina de trigo, de 58% a 400%. Los aranceles para los textiles de algodón también tuvieron un incremento importante. Para estos bienes, el arancel promedio creció de 45,0% a 81,8% entre 1928 y 1932. Después de este último año, el arancel promedio de importaciones comenzó a descender y hacia 1940 apenas era 18.4%⁵⁵.

La política monetaria y la deflación, 1928-1931

En enero de 1928, la Junta Directiva del Banco de la República se mantuvo muy preocupada por el creciente *abuso de descuentos*⁵⁶. El Central Union Trust Company, un banco de Nueva York, que había concedido varios préstamos a Colombia, advirtió a la Junta Directiva de los problemas de credibilidad que se podían presentar si continuaban con esa laxa política de descuento. La Junta Directiva reconoció que los descuentos iban en aumento y que debían tomarse medidas para disminuir su ritmo de crecimiento. Los descuentos vigentes de los bancos habían aumentado de 13,8 a 17,2 millones de pesos entre septiembre y diciembre de 1927. Para limitar los descuentos bancarios, la junta adoptó la denominada regla de la *línea básica*. De acuerdo con la regla, un banco miembro podía obtener descuentos por un valor máximo igual a sus acciones en el Banco de la República más el doble de sus depósitos (reservas) en el banco, multiplicado por 1,66. Si un banco excedía este límite, se le cobraba un interés de 0,25% extra, por cada 10% de exceso sobre la línea básica. Sin embargo, la política de la *línea básica* no impuso, en la práctica, limitaciones al crédito. En diciembre de 1927, los depósitos de los bancos en el Banco de la República, ascendían a 14,0 millones de pesos, los cuales les daban a los bancos una capacidad de descuento de 46,8 millones de pesos, cantidad que claramente excedía los 14,0 millones de pesos de descuentos urgentes, sin tomar en cuenta la capacidad de descuento proveniente de sus acciones en el Banco de la República. A pesar de lo anterior, los descuentos de los bancos disminuyeron hasta 7,6 millones de pesos en abril y a 4,5 millones en agosto de 1928. Pero tal disminución de los descuentos no fue resultado exclusivo de la política de la *línea básica*. El hecho de que los bancos habían gozado de un incremento en sus depósitos, que subieron de 30 a 44 millones de pesos durante los seis

55. Para una historia de la política arancelaria durante estos períodos, véase S. Montenegro, "La política arancelaria en la primera fase de la industrialización, 1910-1945", en *Crisis mundial, protección e industrialización* (1984), Cerec, Bogotá. Véase también L. Ospina, *Industria y protección en Colombia* (1955), E.S.E.

56. Véanse *Actas de la Junta Directiva*, enero 10 y 12 de 1928, pp. 1077-1080; A. Patiño, (1981) *La prosperidad al debe y la gran crisis, 1925-1935*, Banco de la República, Bogotá, Capítulo 8.

primeros meses de 1928, explica en parte la caída en la demanda por descuentos del Banco de la República. Como los bancos se encontraban en una situación de liquidez favorable, no tenían necesidad de descontar del banco. La caída en los descuentos llevó a la junta a discutir la disminución de la tasa de descuento de 7%, ya que la relación billetes del Banco de la República/oro había aumentado de 99% a 120% durante el mes de abril de 1928 y a 135% en julio⁵⁷. La junta, sin embargo, no cambió su política de descuento y rechazó propuestas tendientes a eliminar la prohibición de descontar sobre títulos con más de 90 días de madurez⁵⁸. Entre julio de 1928 y enero de 1929, los descuentos de los bancos aumentaron considerablemente, pasando de 4,3 a 13,3 millones de pesos.

En abril de 1929, los descuentos habían alcanzado 16,9 millones de pesos, mientras que las reservas de oro cayeron entre enero y marzo de 1929 de 64,6 a 51,9 millones de pesos. El gerente del banco informó con alarma el continuo incremento de las solicitudes de cambiar billetes del Banco de la República por dólares y oro. En marzo, la Junta Directiva decretó un aumento en la tasa de descuento de 7% a 8% y en el precio del dólar de 1,015 a 1,0175, aumento que estaba todavía dentro de los *gold points* del peso⁵⁹. El argumento de la junta era que el incremento en los descuentos había causado una caída en la relación oro a billetes de 99% a 86% entre enero y marzo de 1929. "Tal situación hizo que el aumento en la tasa de descuento no fuera postergable", decían las notas editoriales de la revista del banco. La medida trajo una suave recuperación en las reservas de oro, que aumentaron de 51 a 55,4 millones de pesos entre marzo y julio de 1929. Durante esos mismos meses, los descuentos vigentes disminuyeron de 16,9 a 11,3 millones de pesos. La Junta Directiva estaba complacida con la efectividad de las medidas pero estaba preocupada por las fuertes críticas al banco y la política de los bancos comerciales, publicadas en los periódicos de Cali, Medellín, Bogotá y Manizales⁶⁰. De hecho, la tasa de interés de los bancos comerciales también había aumentado de 9%, nivel que conservaba desde 1923, a 10%⁶¹.

-
57. *Acta de la Junta Directiva*, abril 17 de 1928, pp. 1148-1150. *Informe anual del gerente a la Junta Directiva* (1928), Banco de la República.
58. *Actas de la Junta Directiva*, abril 24 de 1928, pp. 1148-1150 y julio 10 de 1928, pp. 1184-1186.
59. *Acta de la Junta Directiva*, marzo 16 de 1928. *Revista del Banco de la República*, marzo de 1928.
60. *Actas de la Junta Directiva*, mayo 5 de 1929, pp. 1305-1306 y julio 16 de 1929, pp. 1320-1321.
61. Las tasas de captación y colocación se extrajeron del *Fondo de Correspondencia*, Vol. 592, p.599. Archivo histórico del Banco de Colombia.

Hacia finales de julio, la tasa de descuento volvió a ser de 7%, y la relación oro a billetes se situó de nuevo por encima de 100%⁶². En agosto de 1929, el Banco de Inglaterra (Bank of England) subió su tasa de descuento a 6,5%. Como reacción tanto a la medida tomada por Inglaterra como a una nueva pérdida en reservas de oro, que cayeron de 55,3 a 44,3 millones de pesos, la Junta Directiva fijó una tasa de descuento de 8%. Se estableció 7% para las operaciones con el gobierno y con el sector agrícola. La tasa de colocación de los bancos, que temporalmente había disminuido a 9%, volvió a 10%. Esta vez las medidas parecieron no funcionar y las reservas de oro cayeron otros 4,0 millones situándose en 37,7 millones de pesos y los descuentos se incrementaron en 2,0 millones pasando a 18,1 millones de pesos en noviembre de 1929. El 19 de noviembre, la Junta Directiva decretó un nuevo aumento de la tasa de descuento a 9% y de 8% para el gobierno y las actividades agrícolas⁶³. La tasa de colocación de los bancos comerciales también subió a 11%. Para la Junta Directiva la situación era tan angustiosa que la revista del banco, de diciembre de 1929, decía: "El país está enfrentado con una crisis fiscal que obliga al gobierno a tomar medidas dolorosas pero necesarias para recortar el gasto público con el consiguiente aumento del malestar social. Como resultado de esta circunstancia y de factores económicos tales como la caída del precio del café, ha sobrevenido una crisis a todos los negocios del país con la consecuente parálisis en todas las actividades y la depreciación de todos los bienes y servicios"⁶⁴.

El nuevo año comenzó con críticas muy fuertes a la política del Banco de la República. Las cámaras de comercio y la Federación Nacional de Cafeteros demandaban un recorte en la tasa de descuento, para "*promover la economía nacional*". El banco accedió parcialmente a esa petición y aumentó en un 10% la regla de la *línea básica*⁶⁵. Desde enero hasta abril de 1930, la base monetaria cayó de 65,2 a 55,2 millones de pesos, y los billetes del Banco de la República, de 37,5 a 29,9 millones de pesos, mientras que los descuentos del gobierno aumentaron de 1,5 a 3,4 millones. Como la relación oro a billetes volvía a estar por encima del 100% y la tasa de descuento en Estados Unidos y Europa había caído, la Junta Directiva decidió, en mayo de 1930, bajar la tasa de descuento de 9% a 8% y de 8% a 7% para el gobierno y las actividades agrícolas, respectivamente⁶⁶. Al mismo tiempo, la tasa de colocación de los bancos comerciales se fijó en 10%. Sin embargo, los des-

62. *Acta de la Junta Directiva*, julio 30 de 1929, pp. 1323-1324.

63. *Acta de la Junta Directiva*, noviembre 19 de 1929, pp. 1365-1366.

64. *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1929.

65. *Actas de la Junta Directiva*, enero 10 de 1930, pp. 1604-1605 y febrero 17 de 1930, p. 1612.

66. *Actas de la Junta Directiva*, mayo 6, 13 y 20 de 1930, pp. 1639-1646.

cuentos vigentes no crecieron sino que disminuyeron de 17,6 a 11,8 millones de pesos entre mayo y agosto de 1930. La Superintendencia Bancaria atribuyó el fracaso de los bancos para aumentar sus descuentos, a la caída de los depósitos y al hecho de que muchos de los activos de los bancos se encontraban *congelados*, dado que muchos de los deudores no habían pagado sus préstamos y por tanto los bancos habían perdido su capacidad de conceder unos nuevos⁶⁷. Los depósitos en cuenta corriente de los bancos también habían venido cayendo desde enero de 1929, cuando ascendían a 41,6 millones de pesos hasta llegar a 31,6 millones un año después y luego a tan sólo 24,7 millones de pesos en agosto de 1930.

La situación monetaria de Colombia en agosto de 1930 era complicada: fuertes pérdidas en las reservas de oro, poca actividad bancaria y el Congreso y los periódicos cada vez en mayor desacuerdo con las políticas del Banco de la República. Para hacerle frente a esas condiciones, las autoridades monetarias acudieron nuevamente a E. W. Kemmerer.

La segunda Misión Kemmerer

La segunda Misión Kemmerer coincidió con el comienzo de una nueva era política en el país. La elección del nuevo presidente, Enrique Olaya Herrera, miembro del partido liberal, puso fin a 50 años de gobiernos conservadores. La nueva administración contaba con un apoyo político considerable y la mayoría liberal en el Congreso aseguraba la adopción de un nuevo programa económico.

La difícil situación económica del país fue descrita por el gerente del Banco de la República en su informe a la Junta directiva en julio de 1930. Allí se decía que la caída del precio internacional del café y la suspensión de nuevos préstamos extranjeros, precipitaron una enorme salida de oro al exterior, creando déficit tanto en la balanza comercial como en la cuenta de capital. La disminución de los billetes y especies en circulación originó una deflación en los precios. En el lado fiscal, la caída en las importaciones disminuyó considerablemente los ingresos del gobierno, lo cual provocó una interrupción casi total de las obras públicas y en las oficinas gubernamentales⁶⁸. A pesar de las circunstancias, el Banco de la República siempre había estado en capacidad

67. *Informe anual del superintendente bancario*, julio de 1930.

68. La parálisis fue exacerbada por el fracaso del Congreso en aprobar un proyecto de ley presupuestario. Finalmente, una junta asesora decidió el presupuesto del gobierno, el cual fue aprobado por el presidente Abadía Méndez. El presupuesto que la junta propuso fue casi balanceado. Véase *Informe del gerente a la Junta Directiva*, Banco de la República, julio de 1930.

de cambiar sus billetes por oro y el gobierno pagó puntualmente el servicio de la deuda externa. El gobierno colombiano, sin embargo, no fue capaz de obtener nuevos empréstitos externos. Se creía que una reforma económica completa, que señalara el compromiso de Colombia con el patrón oro, podría renovar los flujos de capital.

Agosto y septiembre fueron meses de intenso debate. Los periódicos estaban repletos de artículos acerca de los mejores caminos para salir de las crisis económica y monetaria⁶⁹. Aunque había distintos puntos de vista sobre el alcance de las reformas que se necesitaban, la opinión general estaba a favor de combatir la deflación aumentando tanto la capacidad de emisión del Banco de la República como de préstamo de los bancos comerciales, pero permaneciendo dentro del patrón oro. De hecho, éste fue el núcleo de las reformas de Kemmerer. Las reformas institucionales propuestas al Banco de la República cubrían la Junta Directiva, el respaldo legal de oro de los billetes del Banco de la República y el encaje bancario y la capacidad de descuento de los bancos miembros⁷⁰. Específicamente, la Junta Directiva estaría compuesta por diez miembros, de la siguiente manera: tres nombrados por el gobierno por un período de tres años; dos elegidos por los bancos accionistas colombianos; uno elegido por los bancos miembros extranjeros; uno por las cámaras de comercio de las ciudades con más de 40 000 habitantes; uno por las asociaciones agrícolas departamentales y uno por la Federación Nacional de Cafeteros. Para evitar que los bancos miembros tuvieran demasiado capital invertido y ocioso en las acciones del Banco de la República, se estableció que cuando el valor de las acciones estuviera por encima de 120 pesos, el banco bajaría su precio emitiendo nuevas. Los bancos comerciales, sin embargo, se opusieron a esta reforma, ya que, según ellos, constituía una manipulación del precio de las acciones por parte del Banco de la República. Al final, esta parte de la reforma no fue aprobada.

Se estableció que la reserva de oro de los billetes del Banco de la República se reduciría de 60% a 50% y que el cambio de billetes por oro podría ser hecho por monedas de oro, por metálico y giros sobre Nueva York o

69. Véanse, por ejemplo, "La contracción monetaria y su remedio", en *El Relator*, Cali, septiembre 4 de 1930; "Kemmerer analiza el régimen monetario", en *El Espectador*, septiembre 13 de 1930; "El Banco de la República y la crisis económica", en *El Relator*, Cali, agosto 28 de 1930; "La reforma del Banco de la República debe meditar y estudiarse", en *El Mundo al Día*, Medellín, septiembre 11 de 1930.

70. Véanse "Proyecto de ley por el cual se modifica la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República", en *Anales del Senado*, Bogotá, octubre 3 de 1930; "Reform to the Banco de la República. Kemmerer Bills", en *Colombian News Digest*, octubre 6 de 1930, depositado en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 124, Universidad de Princeton.

Londres. Los requisitos de encaje de los bancos se disminuyeron de 50% a 40% en las cuentas corrientes y de 25% a 20% en los depósitos a término. Los bancos miembros del Banco de la República podrían mantener sólo la mitad de ese requisito. Los descuentos se harían sobre títulos con madurez hasta de 90 días, excepto para aquellos con respaldo de productos agrícolas o ganado, cuya madurez podría ser hasta de seis meses. Sin embargo, se permitió a los bancos hacer descuentos sobre bonos de cinco años del gobierno y sobre bonos del tesoro de seis meses, hasta en una cantidad igual al 15% de su capital pagado. En la misma dirección, el Banco de la República autorizó hacer negocios con el público a través de operaciones de mercado abierto. Kemmerer apremió al gobierno para que emitiera bonos del Tesoro de corto plazo, para fomentar y facilitar esas operaciones⁷¹.

El Congreso aprobó casi todas las propuestas de Kemmerer, las cuales se convirtieron en la Ley 82 de 1931. A pesar de ello, algunas de sus recomendaciones fueron criticadas por los bancos extranjeros miembros y por el gerente del Banco de la República. Por un lado, los bancos se oponían a que las cámaras de comercio y las asociaciones agrícolas eligieran algunos de los directores del banco⁷². Por el otro, el gerente del banco argumentaba a Kemmerer que para cualquier modificación de la ley orgánica del Banco de la República era necesario el consentimiento de los miembros de la Junta Directiva, ya que era una modificación al contrato inicial en el cual se basaba la fundación del banco. Para dar respuesta y a su vez rechazar la protesta del gerente, Kemmerer replicó diciendo que cualquier ley que regulara contratos podía cambiarse sin el permiso de las personas que inicialmente los habían suscrito. La opinión del gerente, sin embargo, reflejaba el miedo de que el Congreso eventualmente modificara la ley orgánica del Banco de la República por conveniencia política⁷³.

1931

Los prospectos del nuevo año eran oscuros. Durante las últimas semanas de 1930, la Junta Directiva tuvo que ocuparse de la difícil situación finan-

-
71. Para la visión de Kemmerer con respecto a la reforma, véase "Porque convienen las medidas propuestas para la reforma", en *El Espectador*, octubre 7 de 1930.
 72. "Carta de los bancos extranjeros dirigida a Mr. William McQibban", octubre 13 de 1930, Bogotá, en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 121, Universidad de Princeton.
 73. Para más información acerca de esta discusión, véanse los siguientes documentos: "Memorandum de Julio Caro a la misión encabezada por E. W. Kemmerer"; "Carta de E. W. Kemmerer, dirigida al señor Esteban Jaramillo", noviembre 18, 1930; "Carta del señor Julio Caro a E. W. Kemmerer", octubre 21, 1930, en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 121, Universidad de Princeton.

ciera de los municipios, causada por la suspensión de trasferencias del gobierno central. Para enfrentar ese problema, el gobierno decidió emitir 6,0 millones de pesos en bonos de cinco años. La Tropical Oil Corporation y la Andean Oil Corporation, dos compañías petroleras, compraron dos millones; el banco compró 2,0 millones (después de que la ley para invertir hasta el 15% de su capital fuera ratificada); la ciudad de Cartagena, 0,5 millones y los bancos compraron el 1,5 restante con el compromiso de que esos bonos no se ofrecerían en el mercado y que serían comprados por el gobierno un año más tarde⁷⁴. El debate en el Congreso sobre la emisión de los bonos estuvo acompañada de una fuerte presión de la Cámara de Representantes y del congreso cafetero para que se disminuyera la tasa de descuento. Aunque el ministro de Hacienda pensaba que la disminución en la tasa no tendría efectos económicos estaba, sin embargo, a favor de ella por razones políticas, y argumentaba que el público pedía la disminución de esa tasa y que en el Congreso estaban creciendo las voces en contra de la política del Banco de la República. De hecho, el banco había sido acusado de obstruir el trabajo de la Comisión Interparlamentaria cuyo objetivo era poner en marcha un plan para salir de la crisis económica. Los representantes de los bancos miembros se oponían a una disminución en la tasa de descuento, pues temían que ello podía llevar a un retiro masivo de depósitos. Algunos bancos miembros amenazaron incluso con cancelar su afiliación al Banco de la República si tal medida llegaba a producirse. Los bancos, sin embargo, estaban satisfechos con el manejo que hasta ese momento, el banco le estaba dando a la crisis⁷⁵. La decisión de bajar la tasa de descuento se pospuso indefinidamente, a pesar de la difícil situación del Banco frente al público y al Congreso⁷⁶.

Entre enero y abril, las reservas de oro del banco cayeron de 27,4 a 20,0 millones de pesos. La caída era tan preocupante que un miembro de la Junta propuso que no se publicara la hoja de balance del banco, para evitar pánico en el público⁷⁷. En junio y julio, las reservas de oro aumentaron en

74. *Actas de la Junta Directiva*, noviembre 28 de 1930, p. 1729; enero 5, enero 17 y enero 21 de 1931, pp. 1737-1750.

75. El gerente del Banco de la Colombia, por ejemplo, escribió en su informe anual: "El Banco de la República ha mantenido la estabilidad de la moneda corriente y le ha dado a los bancos toda la ayuda necesaria. Esta saludable política ha contribuido a aumentar la confianza absoluta en los bancos y les ha permitido salir de la actual crisis, que en otros países ha alcanzado niveles peligrosos". Véase *Informe del gerente a la asamblea general de accionistas*, Editorial Cromos, Banco de Colombia, II Semestre de 1930.

76. *Actas de la Junta Directiva*, febrero 25 de 1931, pp. 1760-1761 y marzo 2 de 1931, pp. 1765-1768.

77. *Acta de la Junta Directiva*, marzo 18 de 1931, p. 1773.

2,0 millones pero la campaña en contra del banco y de los bancos comerciales continuaba creciendo. El gerente del Banco de la República envió un memorando a la comunidad de comerciantes para contrarrestar las alarmantes noticias acerca de la situación bancaria del país. En agosto, las reservas volvieron a caer a 20,0 millones de pesos y la caída fue empeorada por el comportamiento de algunos bancos extranjeros que descontaron profusamente con el objetivo de comprar oro⁷⁸.

El frente fiscal no estaba en mejores condiciones. El gobierno colombiano hizo un esfuerzo por conseguir 4,0 millones de pesos en impuestos pagados en forma anticipada, pago que fue solicitado a compañías colombianas y extranjeras, con el ánimo de mejorar las finanzas públicas y el nivel de las reservas de oro. Pero el estado de las reservas internacionales era tan desalentador que la junta votó por no publicar el balance de la segunda semana de agosto, después de consultar con el presidente de la República, a pesar de la oposición de la Superintendencia Bancaria. Además, el Banco de la República obtuvo 3,5 millones de dólares en préstamos de emergencia de bancos americanos⁷⁹. A comienzos de septiembre, la Cámara de Representantes citó a una audiencia al gerente del banco para que explicara la política que la institución a su cargo estaba implementando. La Junta Directiva sostuvo que, dado que el gerente del banco no era un funcionario público y que el banco era una institución independiente, el gerente no tenía por qué asistir a esa citación. No obstante, el banco se ofreció a suministrar al Congreso toda la información que necesitara⁸⁰.

La segunda semana de septiembre fue complicada y difícil. El gerente del banco se quejaba de que las reservas habían caído drásticamente debido a que los bancos estaban descontando fuertemente. De hecho, las reservas habían caído 2,4 millones de pesos en las dos primeras semanas de septiembre. Se propusieron algunas medidas para limitar los descuentos bancarios, la emisión de giros y las importaciones y el aumento de la tasa de descuento. El parecer de la junta era que esas medidas podrían empeorar la situación, provocando un pánico general. No obstante, la Asociación de Banqueros recomendó que los bancos debían restringir los préstamos bancarios dirigidos a la compra de giros y que se disminuyera la tasa de interés pagada a las cuentas corrientes en moneda extranjera⁸¹. El 21 de septiem-

78. *Acta de la Junta Directiva*, agosto 12 de 1931, p. 1833.

79. El pool que otorgó el préstamo estaba compuesto por los siguientes bancos: el Irving Trust Co., el Chase Manhattan, el Guaranty Trust Company y el Central Hanover Bank. *Acta de la Junta Directiva*, agosto 19 de 1931, p. 1836.

80. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 4 de 1931, p. 1847.

81. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 11 y 16 de 1931, pp. 1850-1854.

bre, Inglaterra abandonó el patrón oro, y ese mismo día, después de una reunión de emergencia de la Junta Directiva convocada para manejar la situación, el banco suspendió los descuentos a los bancos miembros, excepto para *emergencias*. Las solicitudes de descuento de emergencia serían evaluadas y autorizadas por el comité ejecutivo del Banco. Éste, sin embargo, permaneció dentro del patrón oro, y mantuvo la convertibilidad de sus billetes, fundamentalmente para evitar el fracaso de una negociación en marcha con varios bancos de Nueva York, para la obtención de un préstamo. El 24 de septiembre, en otra reunión de emergencia en la que la situación mundial se hizo más clara, la junta aprobó un proyecto de ley del gobierno, que ya había sido aprobado por la Comisión *interparlamentaria* para problemas económicos y financieros. La ley suspendía temporalmente el libre comercio de oro y la convertibilidad de los billetes del Banco de la República, además de establecer controles a las operaciones de cambio⁸².

La suspensión era temporal, ya que se creía que Inglaterra volvería al patrón oro tan pronto como superara la crisis. En ese momento, se nombró la Comisión para el control de cambios. Estaba compuesta por el superintendente bancario, un miembro designado por el presidente de la República y otro por la Junta Directiva del Banco de la República. El señor Julio Caro, gerente del banco en esa época tan difícil, describió la situación vivida durante la tercera semana de septiembre, así: "...mientras tanto, el pánico empeoraba. El público se apresuró a retirar sus depósitos y por primera vez en la vida de esa institución central, vimos nuestras oficinas repletas de gente que pedía el cambio de billetes por oro. Al mismo tiempo, los bancos americanos cancelaron por télex los créditos que ya habían sido otorgados a las instituciones colombianas (...) era el pleno pánico"⁸³.

Después de la suspensión de la convertibilidad, algunos bancos extranjeros objetaron la suspensión temporal de los descuentos⁸⁴, pero después de algunos días hubo consenso alrededor de las medidas que se habían tomado. En septiembre de 1931, las reservas de oro cayeron drásticamente de 20,4 a 14,6 millones de pesos, mientras que los descuentos aumentaron tremendamente de 14,8 a 19,3 millones, dejando los medios de pago y la base monetaria prácticamente iguales en 55 y 42 millones de pesos, respectivamente.

82. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 24 y 25 de 1931, pp. 1861-1866.

83. *Informe del gerente a la Junta Directiva*, Banco de la República, julio de 1932.

84. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 25 de 1931, p. 1867.

La reflación

Casi inmediatamente después de la suspensión del patrón oro, el gobierno le solicitó al Banco de la República un aumento de su cuota de descuentos. La junta estableció un límite de 5,0 millones de pesos y concedió al gobierno un préstamo, sin intereses, por esa misma cantidad. Un mes después, en noviembre de 1931, el gobierno y el banco firmaron un contrato en el que cedía a este último la administración de las minas de sal a cambio de un préstamo de 16 millones de pesos, que el gobierno pagaría con las utilidades de las minas. El préstamo sería utilizado para incrementar el capital pagado de la recién fundada Caja de Crédito Agrario, para financiar el déficit existente, pagar el dinero que se debía a los departamentos y llevar a cabo un modesto plan de obras públicas. El primer desembolso de 3,8 millones de pesos, tuvo lugar en diciembre de 1931⁸⁵. Este préstamo, así como los otros que se cargaron a la cuenta denominada *Avances para la concesión de las minas de sal*, aumentó notoriamente el nivel de los préstamos y descuentos del gobierno. De hecho, aumentaron de 2,8 a 7,3 millones de pesos entre septiembre y diciembre de 1931 y llegaron a 18,4 millones en junio de 1932. Como complemento a las medidas de septiembre de 1931, la reserva legal de oro de los billetes del Banco de la República se disminuyó de 50% a 40%.

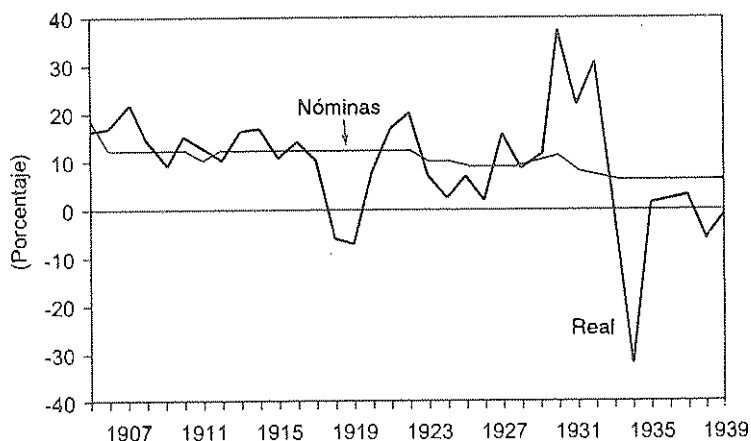
En diciembre de 1931, la Federación Nacional de Cafeteros y algunas asociaciones de productores solicitaron al banco la reducción de la tasa de descuento como una manera de bajar la tasa de colocación de los bancos. De hecho, como resultado de la deflación, la tasa de interés real de los bancos alcanzaba niveles por encima del 30%, como se muestra en el Gráfico 2.10. La reducción se decretó en enero de 1932. Se fijó en 6% para los bancos miembros y el gobierno y en 5% para operaciones agrícolas, esta última modificada nuevamente en marzo, cuando quedó en 4%⁸⁶.

Además de las presiones para disminuir la tasa de descuento, la Federación de Cafeteros pedía un incremento en la tasa de cambio. Aunque en realidad no se devaluó, el Banco de la República decidió pagar, por un año, una prima de 10% sobre las letras de cambio que resultaran de las exportaciones cafeteras. La prima se pagaría en bonos de 6%, redimibles en un año con 2% de las rentas del gobierno. La financiación de esa operación estaría a cargo del Banco de la República, que había sido autorizado para invertir en ella hasta el 15% de su capital pagado. Estas medidas apuntaban a mantener la estabilidad monetaria, preservar el patrón oro suspendido tempo-

85. *Actas de la Junta Directiva*, octubre 1, octubre 10 y noviembre 14 de 1931, pp. 1867-1880.

86. *Actas de la Junta Directiva*, enero 21 de 1931, p. 1959 y marzo 3 de 1932, p. 1979.

GRÁFICO 2.10
TASAS DE COLOCACIÓN DE LOS BANCOS, 1905-1934



ralmente, mantener la tasa de cambio dentro de los *gold points* y proteger tanto las industrias que dependían de las importaciones como los deudores en moneda extranjera y en metálico⁸⁷.

En 1932, se creó el Banco Central Hipotecario cuyo propósito era facilitar la distribución de nuevos préstamos de largo plazo a los deudores hipotecarios, cuyas deudas se habían incrementado en términos reales, como resultado de la deflación. Se había permitido a estas personas pagar el 50% de sus deudas originales con cédulas hipotecarias, emitidas por los bancos comerciales y por el Banco Central Hipotecario, BCH. Estas cédulas, con un interés del 8% se vendieron al 50% de su valor nominal y fueron recibidas a su valor nominal, de acuerdo con un pacto entre los bancos y el gobierno. Ese mismo mecanismo operó para las deudas con los bancos comerciales, pero el instrumento utilizado fueron bonos del gobierno⁸⁸. Como complemento a esas medidas destinadas a disminuir la carga de las deudas comerciales e hipotecarias, el gobierno estableció límites a las tasas de interés de los préstamos y de los depósitos. Se impuso un impuesto marginal de 100% sobre las tasas de interés que estuvieran por encima del

87. *Acta de la Junta Directiva*, marzo 3 de 1932, p. 1975 y *Revista del Banco de la República*, Banco de la República, marzo de 1932.

88. *Acta de la Junta Directiva*, abril 21 de 1932, pp. 2002-2004.

7% en el caso del crédito hipotecario, 9% en el del crédito bancario y 10% en el del privado. La tasa de captación se fijó así: hasta 6% para depósitos de 24 meses, 5,5% para los de 12 meses y 4% para los de seis meses. Estas tasas estaban un punto porcentual por debajo del nivel existente en ese momento⁸⁹.

Además de las exigencias de la Federación de Cafeteros, había un sentimiento muy fuerte en favor de declarar la moratoria del servicio de la deuda externa. Aunque el presidente de la República estaba en contra de declarar la moratoria, los municipios y departamentos decidieron no seguir depositando los fondos destinados a cubrir los vales que se habían emitido para pagar los intereses de la deuda. De hecho, en diciembre de 1931, el gobierno había acordado con los tenedores de bonos la suspensión temporal del servicio de la deuda y que continuaría pagando el interés de las deudas que no estaban garantizadas con letras del gobierno de tres años, al 6% de interés⁹⁰. El Banco de la República se inclinó por la posición del presidente de la República, y en junio de 1932 decidió no devolver a los departamentos o municipios, los fondos que ya habían sido depositados en el exterior para pagar el servicio de la deuda, a pesar de que el gobierno había autorizado tal devolución. La Junta Directiva del banco argumentó que la protesta de los fiadores y el hecho de que el gobierno solamente *autorizó* pero no *ordenó* la devolución de los fondos, les daba a ellos la discreción para no hacerla⁹¹. El gobierno nacional continuó pagando el servicio de la deuda hasta comienzos de 1933, cuando por razones de defensa nacional se interrumpieron esos pagos. Más tarde, en octubre de 1933, un proyecto de ley que se aprobó en la Cámara baja, requería la total suspensión de los pagos⁹².

El 19 de septiembre de 1932 se disminuyó la tasa de descuento a 5% para préstamos comunes y a 4% para operaciones agrícolas. Días después comenzó la guerra contra el Perú y los bancos nacionales suscribieron un préstamo de 3,5 millones de pesos para la defensa nacional, de los cuales 1,5 millones serían suscritos por el Banco de la República⁹³.

89. *Acta de la Junta Directiva*, marzo 22 de 1932, pp. 1983-1985.

90. Véase "Carta de Colombia. La cuestión de la moratoria", en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 122, Universidad de Princeton.

91. *Acta de la Junta Directiva*, junio 22 de 1932, p. 2029.

92. Para un informe más detallado de las negociaciones de la deuda externa en los años treinta, véase S. Randall, (1977) *The Diplomacy of Modernization: Colombian-American Relations, 1920-1940*, University of Toronto Press.

93. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 16 de 1932, p. 2062 y septiembre 22 de 1932, p. 2066.

Durante 1932 la fuente principal para el crecimiento del nivel de la base monetaria fueron los préstamos y descuentos al gobierno, que ascendieron de 7,3 a 19,3 millones de pesos. Los préstamos y descuentos a los bancos se redujeron 16,5 a 7,3 millones, mientras que las reservas de oro, durante un año, crecieron de 14,2 a 17,1 millones de pesos. Finalmente, la base monetaria aumentó de 46,3 a 54,9 millones mientras que los medios de pago aumentaron de 56,6 a 73,7 millones de pesos.

El denominado *bono cafetero* fue el tema central de la discusión dentro de la junta a comienzos de 1933. Los productores de café decían que la adhesión al patrón oro los había puesto en desventaja frente otros países productores de café muy importantes, particularmente Brasil, ya que ellos habían depreciado su moneda con el fin de seguir siendo competitivos dentro del mercado internacional. La prima de 10% sobre las letras de cambio para exportación de café estaba a punto de expirar y era necesario renovar el subsidio a las exportaciones pero permaneciendo dentro del patrón oro. El problema se resolvió estableciendo tasas de cambio diferenciales: 1,13 pesos por dólar para los exportadores, 1,16 para los importadores y 1,05 para el gobierno. La Junta Directiva del banco dijo que la medida era similar a la que se había adoptado el año anterior, pero que los importadores debían pagar esta prima. La modificación de la tasa de cambio hizo que ésta se situara por fuera de los *gold points* y por esa razón algunos miembros de la junta consideraron tal medida como un abandono virtual del sistema de patrón oro⁹⁴. La adhesión de Colombia al patrón oro se vio aún más debilitada por los acontecimientos internacionales, especialmente por el colapso bancario en los Estados Unidos en marzo de 1933, el abandono de parte de ese país del patrón oro en abril de 1933 y la prohibición de exportar oro. Estos eventos llevaron a que la junta adoptara una política menos rígida con respecto a la devaluación de la tasa de cambio. La reacción inmediata de la junta frente a la crisis bancaria en los Estados Unidos fue mantener el precio del dólar tal como estaba, en 1,16, y fijar el precio de las demás monedas extranjeras de acuerdo con la tasa que se fijara en Nueva York. Pero en mayo de 1933, debido a la caída en el valor del dólar, la junta decidió pagar los lingotes de oro al 123% de su valor en dólares⁹⁵.

Algunos meses después, en septiembre de 1933, la Junta discutió sobre si el banco tenía aún el derecho de fijar la tasa de cambio por fuera de los *gold points*, después de que el decreto legislativo que suspendió la conver-

94. *Actas de la Junta Directiva*, febrero 14 y marzo 3 de 1932, pp. 2132-2137. *Revista del Banco de la República*, Banco de la República, marzo de 1933.

95. *Acta de la Junta Directiva*, mayo 12 de 1933, p. 2165.

tibilidad ya no era efectivo. Sin embargo, dado que la prima sobre los lingotes había excedido los *gold points*, la junta consideró que todavía tenía el derecho de fijar la tasa de cambio. Mientras tanto, el banco había acumulado 7,0 millones de dólares en solicitudes de giro, lo cual llevó a que se fijaran nuevos precios del dólar, para compra y venta de giros en 1,23 y 1,26, respectivamente. La tasa del gobierno se fijó en 1,13. El nuevo precio incluía las primas que se habían establecido a comienzos del año para los exportadores⁹⁶. Las presiones de los productores cafeteros para liberar la tasa de cambio, combinadas con el aumento en las solicitudes de giro, llevaron a la Comisión de tasa de cambio de la Cámara de Representantes y a la Junta de tasa de cambio a presionar a la Junta Directiva del banco para que autorizara a los exportadores a vender el 85% de sus existencias de moneda extranjera al banco a precios de mercado, y el 15% restante a 1,13 para que el gobierno pudiera suplir sus necesidades. La propuesta fue aceptada. De acuerdo con la junta, aunque esa política produciría fluctuaciones en la tasa de cambio, "permitiría a los exportadores vender sus giros a un precio fijado por la oferta y la demanda y ayudaría a restablecer el equilibrio de la balanza de pagos del país (...) y como resultado de una restricción exagerada sobre las importaciones, las industrias nacionales obtendrán una nueva protección"⁹⁷.

En octubre de 1933, la tasa de cambio aumentó a 1,52 y llegó en diciembre a 1,57. En este mismo mes, el banco suspendió la venta de giros debido a una enorme caída en las reservas. Sin embargo, el banco mantuvo el derecho de intervenir en el mercado cambiario, para evitar pánicos⁹⁸.

En 1933, la política monetaria doméstica enfrentó dos problemas principales. Por un lado la solicitud hecha por el gobierno de 5,0 millones de pesos, para financiar los gastos de defensa en febrero de 1933 y 5,0 millones para el financiamiento de obras públicas, en julio del mismo año. Ambos préstamos se concedieron rápidamente. Además, había un paquete de medidas tomadas por el gobierno nacional para reducir la deuda pública con los bancos, que había crecido en términos reales como resultado de la deflación de la depresión. Estas medidas incluían: una disminución de la tasa de descuento a 4%; la reducción de la tasa de colocación en un punto porcentual; y la extensión del plazo de la deuda financiada por el gobierno nacional con bonos de deuda doméstica. Además, como una manera de hacer más suaves las condiciones de crédito para los productores de café, se re-

96. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 3 y 4 de 1933, pp. 2212-2216.

97. *Actas de la Junta Directiva*, septiembre 9, 22 y 23 de 1933, pp. 2224-2230. *Revista del Banco de la República*, Banco de la República, septiembre y octubre de 1933.

98. *Acta de la Junta Directiva*, diciembre 5 de 1933, pp. 2254-2255.

dujo en 40% la deuda de éstos con el Banco Agrícola Hipotecario. La tasa de interés sobre la deuda también se redujo⁹⁹.

En 1933, los medios de pago subieron de 73,9 a 89,5 millones de pesos, mientras que la base monetaria aumentó de 54,1 a 67,1 millones de pesos. El crecimiento de la base monetaria fue producto del incremento de los préstamos y descuentos al gobierno, los cuales se elevaron de 19,5 a 25,9 millones de pesos. Los descuentos del banco tan sólo subieron de 3,3 a 4,8 millones, mientras que las reservas de oro permanecieron estables alrededor de 17,0 millones de pesos. Los préstamos para defensa contribuyeron al crecimiento de la base monetaria y al proceso de reflación en 1933, pero fueron tan sólo de 4,8 millones, mientras que la expansión del crédito que vino después de la suspensión del patrón oro llegó, hacia finales de 1932, a 15,0 millones de pesos. La guerra también contribuyó a la reflación, pero el rápido crecimiento de crédito al gobierno había tenido lugar un año antes.

Durante 1934, la política cambiaria dominó las discusiones de la Junta Directiva. Hacia 1934, las solicitudes de giro acumuladas habían disminuido de 7,0 a 3,5 millones de pesos, lo cual redujo la presión sobre las reservas de oro. Sin embargo, buscando evitar fluctuaciones repentinas de la tasa de cambio y futuras pérdidas provocadas por la incertidumbre sobre el precio del dólar, el banco estuvo renuente a intervenir en el mercado y por tanto se limitó a comerciar en especie. En marzo de 1934, en nombre de la defensa nacional, la junta incrementó de 15% a 20% la cantidad de giros de exportación que los productores de café tenían que vender al gobierno a 1,13, mientras que la tasa de cambio no cayera por debajo de 1,40 y el precio internacional del café no fuera menor de 15 centavos de dólar. Esta medida provocó una fuerte oposición por parte de los cafeteros¹⁰⁰. El precio del dólar continuó aumentando y para abril de 1934 llegó a 1,67. Para enfrentar la situación, la junta aprobó la eliminación de los intermediarios en el mercado cambiario, y para evitar la especulación estableció un máximo de 30 días para vender los giros de exportación a los importadores¹⁰¹. Pero la tasa de cambio del dólar siguió aumentando, y en junio, en un intento por estabilizar el mercado, el Banco comenzó a vender giros, lo cual causó una

99. *Acta de la Junta Directiva*, julio 10 de 1933, pp. 2184-2185.

100. *Actas de la Junta Directiva*, enero 17 de 1934, p. 2275 y marzo 21 de 1934, pp. 2303-2304. Algunos de los representantes de los bancos en la junta estaban tan incómodos con las presiones de los cafeteros, que decidieron aclararles que las medidas crediticias que se habían tomado fueron para favorecerlos, a expensas del resto del público. Además culpaban a los productores de café por la crítica situación social, resultado de los bajos salarios y de las malas condiciones de trabajo a que estaban sometidos los trabajadores.

101. *Actas de la Junta Directiva*, abril 4 y 16 de 1934, pp. 2310, 2323-2324. *Revista del Banco de la República*, Banco de la República, abril de 1934.

caída momentánea en el precio del dólar y fuertes recriminaciones de la Federación Nacional de Cafeteros contra el banco, pidiendo definición a la política cambiaria. La respuesta del banco fue que continuaría vendiendo giros en la misma cantidad que había comprado en metálico la semana inmediatamente anterior. En agosto de 1934, el precio llegó a 1,80 pero comenzó a caer gradualmente hasta situarse en 1,15 en diciembre.

Además del problema de la tasa de cambio, la financiación de los gastos del gobierno constituyó una de las mayores preocupaciones de la Junta Directiva en 1934. El gobierno hizo su primera solicitud por 8,0 millones de pesos, en marzo, cantidad que sería financiada con las utilidades de la acuñación de 12,0 millones de pesos en monedas, a un costo de 6,0 millones de pesos, con 1,5 millones provenientes de la concesión de las minas de sal y 0,5 millones resultado de la depreciación del peso. La depreciación se había decretado en septiembre de 1934, estableciéndose que no sería mayor a la que se había adoptado en Estados Unidos. La adopción de tal medida redujo el contenido de oro del peso al 51,4% de su valor de paridad que, según la junta, implicaba un precio de 1,25 para el dólar. Se estableció que las ganancias del incremento nominal de las reservas de oro serían para el país y que se destinarían a disminuir la deuda del gobierno con el Banco de la República¹⁰². El decreto de devaluación establecía, además:

1. La creación de un fondo a través del cual el Banco de la República podía intervenir en el mercado de los bonos. Cinco por ciento de las utilidades del banco se destinarían a ese fondo, autorizándose al banco invertir hasta el 15% de su capital pagado y reservas, en el mercado de los bonos del gobierno.
2. Establecer que el gobierno sólo podría comprar hasta el 15% del total de los giros de exportación y especies que entraran en el país.
3. La creación de una cuenta especial para las pérdidas y ganancias del banco en el mercado cambiario y de una provisión para transferir regularmente esas ganancias al Tesoro nacional.

Durante 1934, los medios de pago y la base monetaria aumentaron de 89,5 a 105,8 y de 67,1 a 77,9 millones de pesos, respectivamente. Sin embargo, el crecimiento de estos dos agregados monetarios se estancó en el segundo semestre de 1934, debido a la caída de los descuentos vigentes del gobierno, de 34,2 a 28,0 millones de pesos, entre julio y diciembre. Los descuentos urgentes de los bancos permanecieron prácticamente constantes durante todo el año con un leve incremento entre noviembre y diciembre, cuando

102. *Acta de la Junta Directiva*, septiembre 10 de 1934, pp. 2367-2368.

pasaron de 5,2 a 8,0 millones de pesos. Las reservas de oro también permanecieron constantes. Al incremento de las reservas durante el primer semestre, de 16,7 a 20,1 millones de pesos, siguió una reducción similar en el segundo semestre de 1934, llegando a 16,1 millones hacia el final del año.

Determinantes de los medios de pago, 1929-1934

Los medios de pago, la base monetaria y el multiplicador

Los Cuadros 2.6 y 2.7 contienen los determinantes de los cambios en M , BM , y m para los períodos enero de 1929 a septiembre de 1931, y de octubre de 1931 a diciembre de 1934. El primer período corresponde al corazón de la Gran Depresión, cuyas principales características son una caída en M , determinada por una reducción en BM y m , y el colapso del patrón oro. El segundo período corresponde al período posterior a la Depresión y a los intentos del Banco de la República para inflar la economía e incrementar la actividad económica.

Como se muestra en el Gráfico 2.5, M cayó de 106,4 a 54,6 millones entre enero de 1929 y septiembre de 1931, con una reducción del 49,7%, y cayendo a una tasa promedio mensual de -2,13%. La reducción en M estuvo determinada por una disminución de BM y m . BM cayó a una tasa mensual promedio de -1,91%, siendo responsable por un 89% de la caída de M . El multiplicador monetario, que era igual a 1,30 en enero de 1929, disminuyó a 1,23 en septiembre de 1931, como se muestra en el Gráfico 2.6. La relación reservas/dépósitos determinó totalmente la caída del multiplicador. De hecho, r era igual a 0,37 a comienzos de 1929, y se incrementó gradualmente a 0,50 alrededor de septiembre de 1931, como se muestra en el Gráfico 2.7.

En septiembre de 1931, Colombia suspende temporalmente el patrón oro y la autoridad monetaria comienza a expandir M a través de aumentos en los préstamos y descuentos al gobierno, creando nuevos bancos oficiales y haciendo más fáciles las condiciones del crédito. El Cuadro 2.7 muestra los determinantes del crecimiento de los medios de pago de octubre de 1931 a diciembre de 1934, que es el período que siguió inmediatamente a la suspensión de la convertibilidad. Durante este período, M creció a una tasa mensual de 1,69% y se incrementó en un 93%, pasando de 53,5 a 105,8 millones de pesos, como se observa en el Gráfico 2.5. El crecimiento de M estuvo determinado por incrementos en BM y m . La base se incrementó a un promedio mensual de 1,58% y contribuyó en un 93% al crecimiento de M . El multiplicador se incrementó a una tasa mensual de 0,11% y contribuyó con un 7% al crecimiento de M . De hecho, el multiplicador monetario se incrementó de 1,23 a 1,34, principalmente como resultado de una disminu-

ción de la relación efectivo en poder del público a depósitos de 1,73 a 1,18; *c* cayó inmediatamente después de la suspensión de la convertibilidad, resultado del aumento de confianza entre el público en el sistema bancario.

CUADRO 2.6

DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO (Enero de 1929 a septiembre de 1931)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. <i>M</i>	-2,13	-
2. <i>m</i>	-0,22	-10,32
3. <i>BM</i>	-1,91	-89,68
Relación de <i>c</i> y <i>r</i>		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}))$	-0,01	-0,47
5. $\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	-0,21	-9,85
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. <i>RI</i>	-4,48	121,83
7. <i>AD</i>	1,09	-21,83
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. <i>DB</i>	0,80	90,86
9. <i>DG</i>	1,08	9,27
10. <i>PNM</i>	0,55	0,70
11. <i>MT</i>	-0,12	-0,83

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2..

Variables: *M* = medios de pagos; *BM* = base monetaria; *m* = multiplicador monetario; *c* = relación efectivo en poder del público y depósitos; *r* = relación reservas bancarias a depósitos; *RI* = reservas internacionales; *DB* = descuentos bancarios; *GD* = descuentos del gobierno; *AD* = activos domésticos; *MT* = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea uno en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (1); líneas 2-3, 6-7 y 8-11 suman 100,0 en la columna (3).

CUADRO 2.7
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
 (octubre de 1931 a diciembre de 1934)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. <i>M</i>	1,69	-
2. <i>m</i>	0,11	6,50
3. <i>BM</i>	1,58	93,50
Relación de <i>c</i> y <i>r</i>		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}) / r_t + C_{t-1})$	0,06	3,55
5. $\ln(1+C_{t-1} / r_t + C_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	0,05	3,45
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. <i>RI</i>	0,24	4,28
7. <i>AD</i>	1,89	95,72
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. <i>DB</i>	-0,22	-35,6
9. <i>DG</i>	5,87	79,2
10. <i>PNM</i>	14,94	40,2
11. <i>MT</i>	0,48	16,2

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variabes: *M* = medios de pagos; *BM* = base monetaria; *m* = multiplicador monetario; *c* = relación efectivo en poder del público y depósitos; *r* = relación reservas bancarias a depósitos; *RI* = reservas internacionales; *DB* = descuentos bancarios; *DG* = descuentos del gobierno; *AD* = activos domésticos; *MT* = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea uno en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (1); líneas 2-3, 6-7 y 8-11 suman 100,0 en la columna (3).

Fuentes de la base monetaria

Los Cuadros 2.6 y 2.7 contienen información sobre la fuentes de crecimiento de la base monetaria para los períodos comprendidos entre enero de 1929 y septiembre de 1931 y de octubre de 1931 a diciembre de 1934. Durante el primer período, la *BM* se contrajo de 81,4 a 44,2 millones de pesos

como se observa en el Gráfico 2.5, cayendo a una tasa mensual de -4,4%. Esta drástica caída en *MB* estuvo determinada principalmente por la contracción de las reservas de oro, que cayeron de 61,4 a 14,6 millones de pesos, como se observa en el Gráfico 2.8. La contracción de *BM* estuvo parcialmente compensada por un incremento de los activos domésticos que pasaron de 20,0 a 29,5 millones. Los descuentos de los bancos fueron los que más contribuyeron al incremento en los activos domésticos, al pasar de 10,7 a 19,2 millones, seguidos por los descuentos al gobierno que pasaron de 0,0 a 2,8 millones de pesos, como se observa en el Gráfico 2.9. Los pasivos no monetarios, constituidos por depósitos del gobierno y del público en el Banco de la República, permanecieron constantes durante el período, alrededor de 12,0 millones.

Durante el período que siguió a la suspensión de la convertibilidad y el abandono virtual de Colombia del patrón oro, la política monetaria tuvo como objetivo reflactar la economía a través de préstamos y descuentos del Banco de la República al gobierno. Durante este período, la guerra entre Colombia y Perú permitió al gobierno conseguir el apoyo del público y prestar fuertemente para necesidades de defensa, especialmente en 1933. No sorprende entonces que el principal determinante del crecimiento de *BM* durante el período fueran los préstamos y descuentos al gobierno, especialmente en 1933, como se observa en el Cuadro 2.7 y el Gráfico 2.9. De hecho, las reservas de oro crecieron muy poco, de 15,5 a 16,1 millones de pesos durante todo el período, alcanzando un pico de 20,0 millones en el segundo semestre de 1934. Aunque Colombia tuvo una balanza comercial positiva de 1931 a 1934, como resultado de la caída en las importaciones reales, las reservas de oro no crecieron debido a una completa ausencia de flujos de capital hacia el país; por el contrario, se presentaron salidas de capital ya que Colombia pagó puntualmente el servicio de su deuda externa. Los descuentos y préstamos al gobierno, *GD*, crecieron abundantemente, de 5,3 a 34,2 millones de pesos de octubre de 1931 a mayo de 1934, cayendo ligeramente a 28,0 millones hacia el final de 1934. Los *GD* crecieron a una tasa promedio mensual de 5,8% y son responsables de la mayor parte del crecimiento de los activos domésticos. Los descuentos de los bancos cayeron en forma extraordinaria de 19,3 a 0,79 millones de pesos entre octubre de 1931 y septiembre de 1933, para incrementarse de nuevo y llegar a 8,0 en diciembre de 1934, como se observa en el Gráfico 2.9. Finalmente, los pasivos no monetarios del Banco de la República constantemente disminuyeron de -15,5 a +2,0 millones entre octubre de 1931 y agosto de 1934, lo que también contribuyó al crecimiento de los activos domésticos y de la base monetaria. Este cambio tuvo sus fuentes en el incremento que tuvo el banco de sus tenencias de papeles de deuda pública y de acciones del recientemente fundado Banco Central Hipotecario.

El Banco de la República y el patrón oro

La literatura de las reglas del juego

La literatura del patrón oro ha analizado el papel del Banco Central para enfrentar los *shocks* macroeconómicos y acelerar el llamado *ajuste automático*. Para acelerar tal ajuste, el Banco Central debería guiarse con las llamadas *reglas de juego* del patrón oro. Un banco central seguiría estas reglas si dejara funcionar automáticamente el mecanismo de ajuste del patrón oro, evitando la esterilización de los flujos de oro y reforzando los efectos sobre la oferta monetaria de los déficit y superávit en balanza de pagos para acelerar tal ajuste¹⁰³.

El propósito de esta sección es analizar si el Banco de la República siguió las *reglas del juego* del patrón oro desde su fundación en julio de 1923 hasta el colapso del régimen en septiembre de 1931. Bajo las *reglas del juego* del patrón oro, el Banco de la República debería acelerar el *mecanismo de ajuste* permitiendo que el crédito doméstico siguiera los movimientos de los flujos de oro, absteniéndose de ejercer una política anticíclica en respuesta a cambios en la actividad económica y en los precios¹⁰⁴. Cambios en los activos domésticos y el crédito son el resultado de decisiones de política monetaria y sus movimientos deben reflejar el compromiso del Banco Central con el patrón oro o el grado de su política anticíclica. Para probar si el Banco de la República siguió las reglas del juego, será estimado un modelo similar al de Dutton, y al de Eichengreen, Watson y Grossman¹⁰⁵. El modelo de Dutton estima una *función de respuesta* para el Banco de Inglaterra durante el período anterior a la primera guerra mundial para establecer los determinantes de los cambios en la tasa de descuento y en las tenencias del banco de papeles financieros. Dutton encuentra que el Banco de Inglaterra llevó a cabo una política anticíclica, ya que la actividad doméstica y la tasa de inflación tuvieron un efecto directo sobre la tasa de descuento del banco.

103. Esta es la definición de las reglas de juego dada por A. Bloomfield (1959), *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, Nueva York, Federal Reserve Bank of New York. Esta definición de las *reglas del juego* fue citada por A. Giovanni, "Rules of the Game" under the International Gold Standard", en *Journal of International Money and Finance*, 5, 1985.

104. Para un análisis de las reglas del juego véanse J. Dutton, "The Bank of England and the Rules of the Game under the international Gold Standard: New Evidence", en *Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-931*; M. Bordo y A. Schwartz (editores) (1984), The University of Chicago Press; B. Eichengreen et al., "Bank Rate Policy under the Interwar Gold Standard", en *Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919-1939* (1990), Cambridge University Press.

105. J. Dutton, *op. cit.*, y B. Eichengreen et al., *op. cit.*

Dutton también encontró, sin embargo, que las reservas de oro del banco y la relación reservas de oro a pasivos del Departamento Bancario (Banking Department) del Banco de Inglaterra tenían una fuerte relación inversa con la tasa de descuento, lo que muestra una fuerte preocupación del Banco de Inglaterra por mantener la convertibilidad de la moneda. Pero sus resultados también muestran que caídas en las reservas de oro llevaban a incrementos en las tenencias del banco de papeles financieros, lo que implica que el banco esterilizó los efectos de los cambios en las reservas de oro sobre la oferta monetaria. El modelo de Eichengreen, Watson y Grossman es similar al de Dutton, pero estimado para el período entre guerras. Estos autores encontraron que el Banco de Inglaterra respondió en forma asimétrica a ganancias y pérdidas de reservas de oro. El banco incrementaba la tasa de descuento cuando perdía reservas, pero no la bajaba cuando ganaba. Estos autores también encontraron una fuerte sensibilidad de la tasa de descuento a condiciones domésticas tales como el desempleo. Modelos similares a los de Dutton, Eichengreen, Watson y Grossman serán estimados para el Banco de la República para el período que va desde comienzos de 1924 hasta septiembre de 1931, cuando el patrón oro fue suspendido.

La función de reacción

El propósito del siguiente modelo es estimar la función de reacción del Banco de la República, es decir, la forma como el banco reaccionó a los cambios en las reservas de oro o en la relación oro a billetes del Banco en circulación. La dirección del cambio en los activos domésticos y en el crédito doméstico o descuentos del Banco de la República a cambios en las reservas de oro o en la relación oro a billetes indicaría el compromiso del Banco de la República con las *reglas del juego* y con la convertibilidad. El modelo por estimar es como sigue:

$$\Delta AD = f(\Delta GR, \Delta GR+, \Delta GR-, DBAC, DBAC_{t-1}) \quad (1)$$

donde ΔAD son los cambios en los activos domésticos, ΔGR son los cambios en las reservas de oro. Para permitir la posibilidad de que el banco responda asimétricamente a incrementos, $\Delta GR+$, y a disminuciones, $\Delta GR-$, en reservas de oro, se estimará un modelo especificando cada caso. $DBAC$ son las desviaciones de la relación reservas de oro a billetes del Banco de la República en circulación de su tendencia temporal. La reserva legal de oro del banco era 60%, pero este siempre mantuvo una reserva de oro por encima de este nivel, aunque esta tendencia cayó paulatinamente en el tiempo. Esta variable se rezagó un mes, ya que la Junta Directiva no siempre

tenía a la mano el valor del momento de la relación reservas de oro a billetes¹⁰⁶. Las regresiones también incluyeron una variable *dummy* para el mes de diciembre y una variable de tendencia temporal.

Los resultados de la estimación del modelo se presentan en el Cuadro 2.8. La regresión (1) muestra que los cambios en los activos domésticos estuvieron negativamente correlacionados con los cambios en las reservas de oro. El signo de ΔGR implica que el banco esterilizó los flujos de oro y no siguió las *reglas del juego* al menos durante el mes en que el flujo ocurría. El resultado de la ecuación (2) es bastante sorprendente. La magnitud de los coeficientes de $\Delta GR+$ y $\Delta GR-$ muestra que el banco respondió asimétricamente al signo del flujo de oro. Si el flujo era positivo, la esterilización era más alta que si el flujo era negativo. Un incremento de un peso en las reservas de oro implicaba una caída de 1,16 pesos en *DA*, pero una caída de un peso traía como resultado un incremento de 0,53 pesos en *DA* en el mismo mes. ¿Por qué esta diferencia? Una posible interpretación es que un flujo positivo de oro mejoraba la posición de liquidez de los bancos comerciales, al incrementarse sus depósitos, disminuyendo aún más la necesidad de descontar¹⁰⁷.

Las regresiones (1) y (2) del Cuadro 2.8 muestran que la respuesta de *GR* a las desviaciones de la relación oro a billetes del banco de su tendencia en el tiempo, *DBAC*, tiene un signo diferente al esperado durante el mes contemporáneo. Sin embargo, la respuesta después de un mes de rezago era positiva y más fuerte, ya que el coeficiente de *DBACt-1* es siempre más grande que el coeficiente para el mes contemporáneo. Este resultado muestra que el Banco de la República incrementaba el crecimiento de sus activos domésticos cuando ocurría un incremento en la relación oro/billetes y disminuía el crecimiento de *DA* cuando ocurría una caída en esta relación. Este resultado es consistente con lo encontrado en las *Actas de la Junta Directiva* del banco. De hecho, la relación oro/billetes era una variable observada de cerca por la autoridad monetaria colombiana durante ese período.

Las regresiones (3) a (6) del Cuadro 2.8 contienen los coeficientes estimados para ΔGR , $\Delta GR+$, $\Delta GR-$, y *DBAC*, para los cambios en descuentos bancarios, ΔDB , y en los descuentos totales, *DT*. Los resultados obtenidos

106. El nivel y las variaciones de la tasa de cambio (peso por dólar) se utilizaron en el modelo, pero los coeficientes que se obtuvieron no son significativos.

107. Una simple regresión del cambio en depósitos contra los flujos de oro arroja el siguiente resultado:

$$\Delta DEP = 0,005 + 0,195 \cdot \Delta GR, R^2 = 0,06, D.W. = 2,05$$

(0,05) (2,40)

donde *DEP* = depósitos; estadístico *t* entre paréntesis.

CUADRO 2.8
FUNCIÓN DE REACCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA.
ACTIVOS DOMÉSTICOS Y DESCUENTOS
 (enero 1924 a septiembre 1931)

Variable independiente	(1) ΔDA	(2) ΔDA	(3) ΔDB	(4) ΔDB	(5) ΔDT	(6) ΔDT
C	0,03 (1,3) **	0,05 (1,7) +	0,11 (2,8) **	0,10 (2,62) *	0,11 (2,9) **	0,13 (3,3) **
ΔGR	-0,81 (4,1) **		-0,81 (-4,1) **		-1,16 (-3,9) **	
ΔGR+		-1,16 (-4,0) **		-1,18 (-2,8) *		-1,72 (4,1) **
ΔGR-		-0,53 (-2,0) *		-0,51 (-1,3)		-0,69 (1,8) +
DBAC	-0,27 (1,48)	-0,50 (1,9) +	-0,46 (-1,7) +	-0,50 (-1,9) +	-0,21 (-0,8)	-0,50 (1,9) +
DBAC(-1)	0,30 (1,78) +	0,73 (2,82) **	0,70 (2,9) **	0,73 (2,8) **	0,45 (1,7) +	0,73 (2,8) **
Diciembre	0,07 (2,0) *	0,09 (-2,4) **	0,15 (2,8) **	0,17 (3,1) **	0,20 (3,8) **	0,23 (4,2) **
T	-0,0007 (-1,65) +	-0,0007 (-1,59)	-0,0015 (-2,3) *	-0,0015 (2,4) *	-0,002 (-2,9) **	-0,002 (2,9) **
R ²	0,36	0,39	0,33	0,35	0,37	0,39
D.W.	1,98	2,09	1,90	1,98	1,81	1,91
F	9,24	9,02	8,29	7,19	9,42	8,64

Estadístico *t* entre paréntesis.

+ = significativo al 90%.

* = significativo al 95%.

** = significativo al 99%.

Variabes: DB: descuentos bancarios; AD: activos domésticos; GR: reservas de oro; GR+: flujo positivo de reservas; GR-: flujo negativo de reservas; DBAC: desviaciones de la relación oro/billetes del Banco de la República de su tendencia temporal; DT= descuentos totales; diciembre = variable *dummy* para diciembre; T = tendencia en el tiempo.

son similares a los de los activos domésticos, aunque en algunos casos el valor absoluto de los coeficientes es más grande. Por ejemplo, la ecuación (5) muestra que un incremento en las reservas de oro llevaba a una caída de 1,16% en los descuentos totales, comparado con un 0,81% de los activos domésticos, como se muestra en la ecuación (1). Los modelos estimados en el Cuadro 2.8 muestran una fuerte esterilización contemporánea de los flujos de oro, quizás como una reacción pasiva a los cambios en la posición de liquidez de los bancos¹⁰⁸. Sin embargo, la respuesta de *reglas de juego* del Banco de la República no tenía que ocurrir necesariamente en el mes contemporáneo en el que ocurría el flujo de oro. La respuesta del banco pudo ser rezagada. El siguiente modelo trata de captar la dinámica de la respuesta del banco a los flujos de oro.

Un modelo dinámico para la función de reacción

Un modelo para estimar la respuesta rezagada a los cambios en las reservas de oro está presentado en el Cuadro 2.9. Este es un modelo dinámico que intenta capturar la respuesta de los cambios en los activos domésticos a los valores contemporáneos y rezagados de los flujos de oro. La estimación de los coeficientes se hizo por el método de rezagos polinomiales distribuidos, de la siguiente forma:

$$\Delta AD_t = W_0 + W_1 \Delta GR_t + W_{1-1} \Delta GR_{t-1} + \dots + W_{1-n} \Delta GR_{t-n} \quad (2)$$

donde W_i es el coeficiente que resulta del procedimiento de estimación polinomial¹⁰⁹. Los resultados presentados en el Cuadro 2.9 son bastante sorprendentes. La regresión (1) muestra que el banco tendió a esterilizar los flujos de activos domésticos durante los primeros seis meses, y después de ese período había una acomodación gradual a las reglas del juego que duraba otros seis meses y compensaba en parte el proceso de esterilización previo. El resultado final era que después de un año el banco esterilizaba alrededor del 50% de los flujos de oro. Una posible interpretación de estos resultados es que el banco respondía fuertemente en el mes contemporáneo a la ganancia (pérdida) de liquidez que originaba una entrada (salida) de oro, disminuyendo (aumentando) sus activos domésticos. En el tiempo, y una

108. La idea corresponde a Bloomfield, *op. cit.*, y es aceptada por J. Dutton, *op. cit.*

109. Para una explicación detallada del proceso de estimación de rezagos polinomiales distribuidos véase P. Dhrymes, (1971) *Distributed Lags. Problems of Estimation and Formulation*, Holden-Day, Inc, San Francisco.

vez que tenía lugar el ajuste de las variables financieras y reales, disminuía el exceso (escasez) de liquidez producido por la entrada (salida) inicial de oro¹¹⁰. El ajuste de liquidez duraba cerca de seis meses. Después de ese período el Banco de la República empezaba a cambiar sus activos domésticos en la misma dirección en que el flujo de oro ocurría. Los resultados obtenidos significan que, después de un año, un incremento de 100 pesos en las reservas de oro ocasiona un incremento de 50 pesos en la base monetaria. Las regresiones (2) y (3) en el Cuadro 2.9 muestran unos resultados bastantes diferentes. La esterilización de los flujos de oro a través de descuentos bancarios y descuentos totales se asemeja al patrón de los activos domésticos durante los primeros seis meses pero durante los seis meses posteriores el banco tuvo éxito en compensar casi completamente el proceso de esterilización anterior. Después de un año, un incremento de 100 pesos en las reservas de oro conducía a una caída de alrededor de 10 pesos en los descuentos bancarios y de 17 pesos en los descuentos totales.

El Cuadro 2.10 contiene los coeficientes estimados para los valores rezagados de los flujos regresados contra ΔDA , ΔDB , ΔDT . El objetivo del ejercicio es establecer si la respuesta dinámica de estas variables a los flujos de oro era diferente, dado un flujo positivo de oro, $\Delta GR+$, o uno negativo, $\Delta GR-$. Las regresiones (1), (2) y (3) muestran que, de hecho, la respuesta del banco al signo del flujo de oro era asimétrica. Los coeficientes de $GR+$ indican que un flujo de oro positivo era esterilizado en el mes contemporáneo y en los siguientes tres meses. En los siete meses siguientes el banco revertía la reacción inicial pero no la compensaba totalmente. Después de diez meses, un incremento de 100 pesos en las reservas de oro llevaba a una disminución de 92 pesos en los activos domésticos y a reducciones de 69 pesos y de 38 pesos en los descuentos totales y bancarios, respectivamente. El coeficiente de $\Delta GR-$ muestra que la respuesta inicial del banco a una pérdida en reservas de oro igual a 100 pesos llevaba a incrementos contemporáneos de 48 pesos, 69 pesos y 71 pesos en los activos domésticos, descuentos bancarios y descuentos totales, respectivamente. Pero en los meses siguientes el banco comenzaba a seguir las *reglas del juego*. Después de ocho meses, una pérdida en las reservas de oro de 100 pesos llevaba a un incre-

110. Después de un tiempo, el efecto de un flujo de oro sobre las cuentas corrientes disminuía. Un ejercicio econométrico que utiliza cambios en las cuentas corrientes como la variable dependiente y rezagos polinomiales distribuidos de los flujos de oro como variable independiente, muestra que, después de nueve meses, una entrada (salida) de oro de 100 pesos traía consigo un aumento (disminución) de 36 pesos en las cuentas corrientes.

mento de 4 pesos en los *AD* y después de cinco meses a incrementos de 19 y 24 pesos en los descuentos bancarios y totales, respectivamente.

CUADRO 2.9
REZAGOS DISTRIBUIDOS DE RESERVAS DE ORO CONTRA ACTIVOS DOMÉSTICOS, DESCUENTOS BANCARIOS Y DESCUENTOS TOTALES

Rezago ΔGR	(1) ΔAD	(2) ΔBD	(3) $\Delta TOT \cdot D$
0	-0,506	-0,512	-0,609
1	-0,340	-0,363	-0,429
2	-0,198	-0,233	-0,270
3	-0,080	-0,119	-0,134
4	-0,014	-0,023	-0,019
5	0,084	0,054	0,072
6	0,130	0,115	0,142
7	0,153	0,158	0,189
8	0,151	0,183	0,214
9	0,125	0,191	0,217
10	0,076	0,181	0,198
11	0,023	0,154	0,157
12	-0,095	0,109	0,093
Suma de los coeficientes	-0,491	-0,103	-0,179
R^2	0,22	0,15	0,18
<i>D.W.</i>	1,93	1,90	1,94
<i>F</i>	8,04 **	4,94 **	6,14 **
Grado del polinomio	2	2	2
Restricciones	0	0	0

+ = significativo al 90%.

* = significativo al 95%.

** = significativo al 99%.

Variables: *AD*: activos domésticos; *BD*: descuentos bancarios; *TOTD*: descuentos totales; *GR*: reservas de oro.

CUADRO 2.10
REZAGOS DISTRIBUIDOS DE RESERVAS DE ORO CONTRA ACTIVOS
DOMÉSTICOS, DESCUENTOS BANCARIOS Y DESCUENTOS TOTALES

Rezago de ΔGR	(1) ΔAD	(2) ΔBD	(3) $\Delta TOT \cdot D$
0	-0,774	-0,935	-1,154
1	-0,513	-0,588	-0,751
2	-0,293	-0,298	-0,409
3	-0,113	-0,062	-0,129
4	0,024	0,117	0,088
5	0,121	0,242	0,245
6	0,177	0,311	0,340
7	0,192	0,326	0,373
8	0,165	0,285	0,346
9	0,098	0,187	0,255
10	-0,010	0,035	0,103
Suma de los coeficientes	-0,926	-0,380	-0,693
Rezago de GR			
0	-0,487	-0,710	-0,680
1	-0,184	0,013	0,034
2	0,041	0,417	0,429
3	0,189	0,508	0,505
4	0,261	0,265	0,261
5	0,256	-0,296	-0,301
6	0,175		
7	0,016		
8	-0,220		
Suma de los coeficientes	0,047	0,197	0,248
R^2	0,30	0,22	0,26
D.W.	2,05	2,02	2,09
F	5,80 **	3,86 **	4,66 **
Grado del polinomio	2	2	2
Restricciones	0	0	0

+ = significativo al 90%.

* = significativo al 95%.

** = significativo al 99%

Variables: AD: activos domésticos; BD: descuentos bancarios; TOTD: descuentos totales; GR: reservas de oro.

Una posible interpretación de estos resultados es que el exceso de liquidez producido por el incremento inicial en las reservas de oro era compensado en los tres meses siguientes por una caída aún más grande en los activos domésticos del Banco de la República. Después de ese tiempo y por cerca de ocho meses, los activos domésticos crecían otra vez pero no lo suficiente para compensar la caída inicial. El comportamiento del banco era diferente cuando ocurría una salida de oro. La reacción inicial del banco a la pérdida de liquidez era incrementar los activos domésticos en menor cantidad de lo que disminuían las reservas de oro. Dos meses después, y por cerca de seis meses, los activos domésticos empezaban a caer, para compensar casi completamente la expansión inicial. Este comportamiento asimétrico del Banco de la República implicaba que la base monetaria permanecía casi inmodificada dado un flujo positivo de oro y disminuía casi en la misma cantidad cuando ocurría una salida de oro. El comportamiento del banco también implica que el mecanismo de ajuste bajo el patrón oro operaba más rápido cuando enfrentaba una pérdida de oro y enfatiza el compromiso del Banco con el patrón oro durante los años de la Depresión y explica, en parte, la profundidad de la deflación.

Pruebas de causalidad de Granger para las reglas del juego

Los ejercicios econométricos presentados en los Cuadros 2.8 a 2.10 han estimado las diferentes funciones de reacción para determinar si el Banco de la República siguió las *reglas del juego* del patrón oro. Sin embargo, la aproximación aquí utilizada ha sido criticada por Giovannini¹¹¹. Este autor sostiene que:

1. Las funciones de reacción estimadas no reconocen el problema de optimización que el Banco Central intenta resolver.
2. La evidencia empírica no dice si el Banco Central siguió las *reglas del juego*, ya que un incremento (disminución) en los activos domésticos, siguiendo un incremento (disminución) en las reservas de oro, no produce necesariamente un ajuste más rápido y más suave.

111. Véanse A. Giovannini, "Rules of the Game during the International Gold Standard", en *Journal of International Money and Banking*, 5, 1985; A. Giovannini, "How do fixed exchange regimes work? Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS", en *Blueprints for Exchange Rate Management*, M. Marcus, B. Eichengreen y R. Portes (1989), Academic Press, San Diego.

Para probar si el Banco Central siguió las *reglas del juego*, Giovannini lleva a cabo un procedimiento diferente. Él define las *reglas del juego* como el intento sistemático del Banco Central para minimizar los flujos internacionales de oro. Para alcanzar esta meta, el Banco Central usa una serie de instrumentos, x_t , tales como la tasa de descuento, las tenencias de papeles del gobierno y privados, instrumentos que deben ser funciones de los valores pasados de la variable objetivo, los flujos de oro, q_t , ya que el comportamiento del Banco Central debió haberse retroalimentado con la información disponible. Si ese era el caso, los valores pasados de la variable objetivo deben ayudar a predecir o causar en el sentido de Granger los instrumentos y éstos no deben ayudar a predecir la variable objetivo¹¹². La relación entre los instrumentos, x_t , los objetivos, q_t , y un vector de variables exógenas, z_t , puede ser escrita como sigue:

$$q_t = Aq_{t-1} + Bx_t + Cz_t + e_t \quad (3)$$

donde e_t es el vector de errores estocásticos.

Los resultados de la prueba de causalidad de Granger son presentados en el Cuadro 2.11. La primera columna contiene la prueba de significancia conjunta de los rezagos de los flujos de oro, que era la variable objetivo, y la significancia de cada instrumento en las regresiones que explican los flujos de oro. Las columnas (2) a (5) contienen la significancia conjunta de los valores rezagados de los instrumentos y de la variable objetivo en la regresión que explica los instrumentos. Los vectores autorregresivos son estimados utilizando observaciones mensuales de julio de 1923 a septiembre de 1931. Todas las variables han sido rezagadas de uno a seis meses. Las ecuaciones incluyen una variable *dummy* para el mes de diciembre, una constante y una variable de tendencia temporal lineal. Los números en paréntesis son el nivel de significancia marginal del F-estadístico que prueba la restricción de que los coeficientes de la variable explicatoria son en conjunto iguales a cero. Se supone que los instrumentos usados por el banco fueron los cambios en los activos domésticos, ΔAD , los cambios en los descuentos totales, ΔDT , cambios en los descuentos bancarios, ΔDB , y cambios

112. La prueba fue llevada a cabo por el Banco de Inglaterra y el Reichsbank de Alemania bajo el supuesto de que ambos bancos podían afectar los mercados internacionales y domésticos. Giovannini encuentra que el Banco de Inglaterra no siguió las *reglas del juego*, ya que valores pasados de las importaciones de oro no ayudan a predecir ninguno de los instrumentos. En contraste, Alemania sí siguió las *reglas del juego*, ya que dados los instrumentos y el objetivo, los flujos internacionales de oro fueron efectivamente minimizados.

en otros activos y pasivos del Banco de la República, ΔPNM . La hipótesis de que el Banco de la República siguió las reglas del juego es rechazada.

Cambios pasados en los descuentos bancarios y en los descuentos totales ayudan a predecir los flujos de oro, pero los flujos de oro no ayudan a predecir ninguno de los instrumentos, como se muestra en la columnas (2) a (5) del Cuadro 2.11. Estos resultados también confirman la creencia de los miembros de la Junta Directiva del banco de que los bancos comerciales descontaban frecuentemente para obtener oro del banco.

CUADRO 2.11

PRUEBA DE CAUSALIDAD DE GRANGER PARA LAS REGLAS DE JUEGO DEL PATRÓN ORO (enero 1924 a septiembre 1931)

Variable explicatoria (rezago 1 a 6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ΔGR	ΔAD	ΔBD	ΔTD	ΔPMM	ΔBAC
ΔGR	8,15 (0,000)	0,71 (0,641)	1,06 (0,393)	1,38 (0,230)	0,47 (0,822)	2,21 (0,052)
ΔAD	0,78 (0,586)	1,15 (0,334)				
ΔBD	2,08 (0,064)		2,19 (0,357)			
ΔTD	2,12 (0,063)			2,18 (0,036)		
ΔPMM	0,94 (0,467)				2,47 (0,018)	
ΔBAC	1,14 (0,348)					1,71 (0,110)

El cuadro registra el F-estadístico, que prueba la restricción de que los coeficientes de una variable explicatoria dada o un conjunto de variables explicatorias son en conjunto iguales a cero. Los números en paréntesis son los niveles de significancia.

Variables: *BD*: descuentos bancarios; *AD*: activos domésticos; *GR*: reservas de oro; *GR+*: flujo positivo de reservas; *GR-*: flujo negativo de reservas; *TD*: descuentos totales; *PMM*: pasivos no monetarios; *BAC*: relación oro/billetes del Banco de la República.

La columna (6) del cuadro 2.11 lleva a cabo una prueba diferente. Esta es la prueba del modelo asimétrico de tasa de cambio fija para el Banco de la República. Este modelo establece que un país *centro* como Inglaterra acomodaba los *stocks* mundiales de demanda de dinero, pues podía influir

sobre la tasa de interés internacional. En un país periférico como Colombia, cualquier cambio en la política de crédito interna era neutralizada, pues dada la tasa de interés internacional y una función de demanda por dinero, el *stock* de medios de pago era endógeno. El país de la periferia renunciaba, pues, al control de su objetivo doméstico para alcanzar estabilidad en los flujos de oro¹¹³. Para un país *centro*, las desviaciones de su objetivo doméstico, por ejemplo la relación oro/billetes del Banco Central en circulación, de su valor deseado no debería estar correlacionado con valores pasados de su objetivo externo, por ejemplo exportaciones netas de oro, mientras que la hipótesis alternativa debería ser cierta para un país de la periferia. El resultado presentado en la columna (6) implica que la hipótesis nula de no correlación entre los cambios de la relación oro/billetes del Banco de República, BAC, y los flujos de oro, GR, es rechazada al 5%, lo cual muestra que las autoridades monetarias colombianas no tenían un control completo de su objetivo doméstico¹¹⁴. Este resultado implica que los movimientos de la relación oro/billetes de Banco de la República alrededor de su valor objetivo estuvieron determinados por los flujos de oro. Este resultado muestra también el compromiso del Banco de la República por mantener la convertibilidad de sus billetes.

LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL PERÍODO POSTERIOR A LA DEPRESIÓN, 1935-1939

La economía colombiana, 1935-1939

El Cuadro 2.5 contiene los indicadores macroeconómicos de la economía colombiana para el período 1923-1939. Como se muestra en este cuadro, después de 1932 la economía colombiana empezó a recuperarse. De acuerdo con estimativos de la Cepal, la economía colombiana creció a un promedio de 6% durante 1932 y 1934. Entre 1935 y 1937, la tasa de crecimiento disminuyó a 3% en promedio; pero en 1938 y 1939 se recuperó la tasa del 6% de años anteriores. Durante este período, Colombia no tuvo déficit comercial, como resultado del cierre de los mercados de crédito internacionales, lo cual eliminó las fuentes externas de financiación. El equilibrio en

113. Véase A. Giovannini, "How do fixed-exchange regimes work?", en *Blueprints for Exchange Rate Management* (1989). Editado por Eichengreen, B., Marcus, M. y Portes, R., Academic Press, San Diego.

114. La prueba que Giovannini llevaba a cabo muestra el mismo resultado para Francia y Alemania durante el patrón oro anterior a la primera guerra mundial. Inglaterra, por otra parte, muestra un comportamiento de país *centro*.

la balanza comercial se alcanzó a través de controles a las importaciones, los cuales funcionaron así: se imponían barreras a la entrada a los bienes provenientes tanto de países que habían restringido su comercio con Colombia como de aquellos con los que el país tenía déficit comercial. La política de control a las importaciones fue, en general, de éxito y tuvo el siguiente desarrollo: en 1935, se estableció un sistema de registro de importaciones. Un año después se transformó en un sistema de licencias de importación. Finalmente, en 1937, se impuso un requisito de depósito previo, equivalente al 5% de la importación. Desde 1935 hasta 1938, la balanza comercial de Colombia fue superavitaria, en 1939 hubo un pequeño déficit de 6,0 millones de dólares¹¹⁵.

Las finanzas públicas colombianas también estuvieron en buena forma. Entre 1934 y 1939, el gobierno colombiano tuvo un superávit fiscal que alcanzó 1,28% del PIB en 1937. Se aprobó un paquete de medidas económicas que buscaban mejorar las finanzas del gobierno, de las cuales la más importante era el establecimiento de un impuesto de renta y al patrimonio. Este impuesto, que representaba el 7% de las rentas del gobierno en 1935, se incrementó al 20% en 1939¹¹⁶. Dado que el gobierno tuvo superávit fiscal entre 1935 y 1939, no requirió préstamos domésticos ni extranjeros para financiar el gasto. No obstante, se aprobaron varios proyectos de ley que aliviaron la carga financiera que el gobierno había acumulado durante los últimos años. El primer proyecto fue la Ley 7 de 1935, que establecía que la deuda del gobierno con el Banco de la República, acumulada en los *Avances de la concesión de las minas de sal*, debía pagarse a comienzos de 1936 y que el Banco recibiría sólo la mitad de las ganancias totales de las minas de sal, y no su totalidad. Esa misma ley establecía que las ganancias provenientes de las reservas de oro, después de computar su valor a la tasa de cambio del mercado, irían al gobierno y se utilizarían para pagar las deudas acumuladas durante la guerra contra el Perú. Esas ganancias también serían destinadas a crear un *fondo de estabilización* que mantuviera el precio de los bonos del gobierno dentro de una banda de fluctuación, y para llevar a cabo operaciones de mercado abierto. Sin embargo, las consecuencias monetarias de ese fondo no fueron importantes, ya que sus recursos alcanzaron tan

115. Para un informe detallado de los aspectos macroeconómicos de la economía colombiana entre 1935 y 1945, véase A. López, "El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.

116. A. López, *op. cit.*

sólo el 3% de la base monetaria¹¹⁷. El segundo proyecto fue la Ley 167 de 1938, que determinó el destino de los 17,3 millones de pesos que se generaron por la devaluación del peso.

El Banco de la República y la política cambiaria

Uno de los objetivos principales de la política del Banco de la República después de la Gran Depresión era la estabilización de la tasa de cambio. En enero de 1935, la Junta Directiva, al enfrentar una caída de 2,0 millones de pesos en las reservas de oro, decidió autorizar al gerente del banco para que continuara con la política de modificación de la tasa de cambio *de acuerdo con la demanda*, urgiéndolo a que hiciera todo lo posible para evitar fluctuaciones repentinas en esa tasa. En enero de 1935, se fijó la tasa de cambio del dólar en 1,58¹¹⁸. En febrero, se cambió la política y la junta permitió que el mercado fijara la tasa de cambio y que se subastaran en Bogotá dólares por la misma cantidad del metálico comprado por el banco la semana inmediatamente anterior. Los dólares se venderían para operaciones que ya habían sido aprobadas por la Junta de Control de Cambios¹¹⁹. La función de esta junta, creada en 1931, era proyectar el comportamiento de la balanza comercial y, basándose en esa información, conceder licencias de importación. En enero de 1935, las reservas de oro cayeron en 3,7 millones, de 16,1 a 12,4 millones de pesos. La junta recibió, no obstante, protestas de la Cámara de Comercio de Medellín, en las cuales pedía que el banco hiciera la subasta de dólares en otras ciudades, además de Bogotá. La junta no extendió la subasta argumentando que al hacerlo, desorganizaría el proceso existente¹²⁰. La tasa de cambio del dólar siguió creciendo hasta agosto de 1935, cuando llegó a 1,88 pesos y empezó a caer hasta alrededor de 1,75 hacia finales del año. Esta caída en el precio del dólar reflejaba el superávit de la balanza comercial en 1935.

A comienzos de 1936, la junta discutió de nuevo la política que el Banco debía seguir con respecto a la tasa de cambio. Como el precio del dólar había caído a 1,71, algunos de los miembros estaban a favor de hacer más laxos los controles a las salidas de capital y de agilizar el proceso de subasta¹²¹. El banco continuó con su política de estabilizar el precio del dólar y

117. Véase P. Gómez, (1949) *El fondo de estabilización*, Imprenta del Banco de la República, Bogotá.

118. *Acta de la Junta Directiva*, enero 23 de 1935, pp. 2426-2427.

119. *Acta de la Junta Directiva*, enero 30 de 1935, p. 2430.

120. *Acta de la Junta Directiva*, febrero 25 de 1935, pp. 2455-2456.

121. *Actas de la Junta Directiva*, febrero 5, 1936 de pp. 2562-2563 y febrero 26 de 1936, p. 2573.

estableció una banda de fluctuación entre 1,72 y 1,75 pesos por dólar. En abril de 1936 el precio del dólar alcanzó 1,78 pesos y la junta decidió subastar giros en cantidades suficientes para mantener el precio de cierre del día anterior¹²². Pero en mayo, la junta suspendió la subasta de giros en la bolsa y comenzó a vender giros directamente al público para operaciones que hubieran sido aprobadas con anterioridad por la Junta de Control de Cambios. Se fijó la tasa de cambio en 1,75 para la venta y 1,73 para la compra¹²³. Entre mayo y diciembre, la tasa de cambio sufrió pequeñas fluctuaciones alrededor de 1,76 que no obligaron a la junta a tomar medidas especiales.

A comienzos de 1937, la junta discutió la disminución del contenido de oro del peso, un paso que Inglaterra y otros países ya habían dado, y la distribución de las utilidades que se obtendrían de esa medida. Se acordó que esas utilidades debían ir a la recién creada Cuenta Especial de Cambios, CEC, y que sólo después de eso, se establecería la asignación final de esa cuenta. Los representantes del gobierno estaban a favor de gastar 6,0 millones de pesos de las utilidades de la CEC en obras públicas¹²⁴. Otros miembros de la junta estaban en contra de transferir esas ganancias al gobierno, argumentando que era una forma inflacionaria de creación de dinero. La junta, sin embargo, aprobó el contrato entre el banco y el gobierno colombiano, para distribuir las ganancias de la CEC. El borrador final del contrato, que fue aprobado en el Congreso colombiano en octubre de 1938, establecía que las ganancias de las operaciones con oro pertenecían al Estado (gobierno) y que 16,0 millones de pesos de las ganancias serían distribuidos de la siguiente manera:

1. 3,0 millones para crear un fondo de estabilización que sería utilizado para intervenir en el mercado de bonos del gobierno y para llevar a cabo operaciones de mercado abierto.
2. 8,0 millones de pesos para cancelar los préstamos sin intereses del gobierno con el Banco de la República, que se habían adquirido con propósitos de defensa nacional.
3. 5,0 millones que serían remitidos al gobierno. El resto de las ganancias permanecerían en la CEC, hasta que se reanudara el comercio de oro¹²⁵. En ese momento, el contenido de oro del peso, se fijó en 0,56 gramos.

122. *Acta de la Junta Directiva*, abril 22 de 1936, pp. 2594-2595.

123. *Acta de la Junta Directiva*, mayo 20 de 1936.

124. *Actas de la Junta Directiva*, febrero 3 de 1938, pp. 2702-2703 y febrero 10 de 1938, pp. 2705-2706.

125. *Actas de la Junta Directiva*, febrero 17 de 1938, pp. 2710-2713 y noviembre 23 de 1938, pp. 2954-2957.

La tasa de cambio permaneció en 1,76 hasta octubre de 1937, mes en el que el precio de una libra de café cayó de 11,6 a 9,9 centavos de dólar. Además, la Oficina de Control de Cambios reportó un déficit comercial que se reflejaba en la caída de las reservas de dólares del Banco de la República, de 50,5 a 34,1 millones de pesos, entre febrero y octubre de 1937. De hecho, el gerente del Banco de la República informó en octubre de ese año, una caída de 1,5 millones en las reservas de oro del banco, que tuvo como consecuencia un aumento en la tasa de cambio a 1,82 en noviembre de 1937. Para enfrentar la situación, la junta aprobó la concesión de licencias de importación en cantidad igual a las compras en especies y giros hechas por el Banco de la República durante la semana anterior y demorar la distribución de las solicitudes de dólares para el pago de servicios de la deuda y otros servicios. La junta también ordenó que las solicitudes de dólares del gobierno y de agencias oficiales se vendieran al precio de mercado¹²⁶. La tasa de cambio aumentó a 1,85 en diciembre de 1937 pero en enero de 1938 volvió a bajar a 1,83, reflejando el incremento en las reservas, las cuales habían pasado de 36,3 a 44,8 millones de pesos, entre diciembre de 1937 y enero de 1938. Aun así, el nivel de 1,83 en el precio del dólar estaba por encima del 1,75 aprobado por el banco. Éste, sin embargo, no modificó su política de vender dólares en la misma cantidad de las compras de la semana anterior¹²⁷.

En junio de 1938, la Oficina de Control de Cambios informó que no había habido demoras en las solicitudes de compra de dólares, y para octubre del mismo año, una vez el Congreso había pasado el proyecto de ley sobre la devaluación del peso y la distribución de las utilidades de la CEC, la tasa de cambio cayó a 1,75 y permaneció en ese nivel hasta finales de 1945.

El Banco de la República y la Federación Nacional de Cafeteros

Uno de los objetivos de política de la Federación Nacional de Cafeteros era la regulación del precio internacional del café. Esta política comenzó a llevarse a cabo muy tímidamente en 1931. En enero de 1931, el congreso cafetero estableció que la federación podía intervenir en el mercado, ya fuera para evitar caídas anormales del precio en alguna localidad, comparándolo con el precio de otros sitios, o para promover las ventas de café colombiano

126. *Acta de la Junta Directiva*, noviembre 9 de 1937, pp. 2817-2818. La resolución de la junta también señalaba que el banco no podía mantener la tasa de cambio existente.

127. *Acta de la Junta Directiva*, marzo 30 de 1938, p. 2879.

en el exterior, o para enviar el grano a puertos extranjeros en los que los inventarios o las exportaciones de café colombiano fuesen insuficientes¹²⁸. Hacia 1935, esta política ya se había modificado y la federación estaba interviniendo el mercado para controlar el precio a nivel nacional, y no local, como se había establecido en el congreso de 1931. En 1936, la federación patrocinó una conferencia panamericana en la que Brasil y Colombia acordaron fijar los precios del café Santos (Brasil) a US\$10,5 centavos por libra y del café Manizales (Colombia) a US\$12,0 centavos por libra, y establecieron una diferencia mínima entre los dos de 1,5 centavos.

Entre octubre de 1936 y abril de 1937, la federación compró 353 mil sacos de café, lo cual representaba el 8% de la producción nacional. Sin embargo, se hacía necesario que la intervención tuviera un soporte financiero tanto para continuar manteniendo el precio interno del café como para comprar la cosecha de café que estaba en proceso. En enero de 1937, el presidente de la federación, quien al mismo tiempo era miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, solicitó al banco un préstamo para la federación por 500 mil pesos¹²⁹. Aunque los miembros de la junta no rechazaron la solicitud, estuvieron bastante renuentes a concederlo. La federación fue víctima de fuertes críticas de parte de algunos miembros de la junta, quienes afirmaban que el acuerdo con Brasil era imperfecto debido a que sólo incluía el denominado café Santos y no incluía otros tipos de café que podrían sacar a Colombia del mercado cafetero. Además, el pacto no incluía otros países¹³⁰.

La discusión entre la federación y la junta duró varias semanas, pero al final la federación no pudo convencer a la junta de que su plan era viable. Según esta última, el plan ignoraba las operaciones de largo plazo, las cuales eran consideradas como un elemento indispensable para sostener los precios del café. Además se excluía el departamento de Santander de la acción de la federación y no tenía previsiones claras para evadir la mezcla de café colombiano con otros tipos de calidad inferior, especialmente en el mercado de Nueva York. Aunque la federación no hizo cambios sustanciales al plan, la junta finalmente aprobó la solicitud de préstamo en abril de 1937, en parte como resultado de presiones ejercidas por el presidente de la República, Alfonso López¹³¹. El gobierno

128. Véase J. A. Ocampo y S. Montenegro, S. (1984), "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", en *Crisis mundial, protección e industrialización*, Cerec, Bogotá.

129. *Acta de la Junta Directiva*, enero 28 de 1937, pp. 2699-2670.

130. *Acta de la Junta Directiva*, enero 28 de 1935, pp. 2699-2700 y febrero 3 de 1935, pp. 2701-2702.

131. *Actas de la Junta Directiva*, abril 14 de 1937, pp. 2728-2733.

respaldó el préstamo con el 40% de las utilidades provenientes del impuesto de exportación de café.

La situación del mercado cafetero se había complicado como consecuencia tanto de la interrupción de las exportaciones de café a Alemania como del incremento en el precio del café Santos, por encima del mínimo de la diferencia acordada en el pacto cafetero entre Colombia y Brasil. Esa diferencia, que se había fijado en 1,5 centavos, se había reducido en febrero de 1937 a 0,9 centavos. Se hizo indispensable, entonces, que el Banco de la República respaldara la tentativa de la federación de defender el precio del café. En marzo de 1937, la federación suspendió las compras de café¹³². Dadas las circunstancias, el gerente general de la federación hizo una nueva solicitud de préstamo al Banco de la República por otros 500 mil pesos. Ese funcionario argumentaba que la caída del precio del café en Nueva York, la disminución de las ventas debido a que los compradores estaban esperando una caída mayor del precio del café de la federación y la venta del *stock* de café al precio actual traerían enormes pérdidas para la federación. La federación fue objeto de nuevas críticas por parte de algunos miembros de la junta, quienes indicaban que el Banco de la República no podía hacerse cargo del financiamiento de las políticas de la federación y, todavía peor, que los flujos de ingreso esperados por parte de esta institución, no eran suficientes para cubrir los préstamos que el banco pudiera otorgarle¹³³.

Mientras tanto, la oposición política a las medidas de la federación había crecido. Tanto la prensa como el Congreso nacional la acusaban de estar comprometida en operaciones especulativas y de hacer compromisos financieros sin el apoyo apropiado. La oposición a las políticas de la federación, que estaban lideradas por el señor Mariano Ospina, miembro del partido conservador y quien además tenía enorme influencia entre los productores de café, llevó a la renuncia del gerente general de la federación, el señor Alejandro López. En mayo de 1937, el Congreso colombiano aprobó un aumento en el impuesto de exportación de café y extendió el impuesto de giro hasta 1938. Los réditos provenientes de esos dos impuestos estaban destinados a la federación y reforzaron su capacidad financiera. Dentro del mismo proyecto, el Congreso autorizó al Banco de la República a conceder préstamos a la federación sin importar la cantidad. Las entradas provenientes de los dos impuestos serían la garantía

132. Véase J. A. Ocampo y S. Montenegro, "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", en *op. cit.*

133. *Acta de la Junta Directiva*, abril 19 de 1937, pp. 2735-2737.

de tales operaciones. Poco después de que el proyecto fue aprobado, el banco autorizó préstamos por 1,7 millones de pesos a la federación, para la financiación de sus operaciones de mayo y junio de 1937¹³⁴. Sin embargo, algunos de los miembros todavía se mostraban renuentes a financiar tales operaciones, a las que consideraban inflacionarias y especulativas, particularmente aquellas relacionadas con compras futuras.

Durante 1937, el mercado mundial del café se tornó bastante inestable. El denominado café Santos llegó a 11,5 centavos, mientras que el precio del café colombiano estaba por debajo de 12 centavos, lo cual quería decir que la diferencia de precios había prácticamente desaparecido. La posibilidad de llegar a un nuevo acuerdo era bastante remota¹³⁵. En noviembre de 1937, Brasil declaró una *guerra de precios*, liberó sus exportaciones de café y redujo los impuestos cafeteros, aunque continuó con la política de quemar café para sostener su precio. Los precios del café colombiano cayeron inmediatamente después de que el Brasil implementó su política, pero se recuperaron rápidamente y, en consecuencia, la participación colombiana en el mercado norteamericano no varió. A comienzos de la segunda guerra mundial, todavía era persistente el problema de sobreproducción. La pérdida de los mercados europeos llevaron a Brasil y a Colombia a firmar en noviembre de 1940 el primer acuerdo internacional de cuotas.

Determinantes de los medios de pago, 1935-1939

Los medios de pago y el multiplicador

Los Cuadros 2.12 y 2.13 contienen los determinantes de los cambios en M , MB y m , para dos períodos, el primero de los cuales comienza en enero de 1935 y finaliza en diciembre de 1936 y el segundo comienza en enero de 1937 y termina en diciembre de 1939. La elección de estos dos períodos se basa en el Gráfico 2.1, en el que se muestra la tasa de crecimiento anual de M . El gráfico indica que el crecimiento anual de esa variable tuvo dos ciclos:

134. *Actas de la Junta Directiva*, mayo 17 de 1937, pp. 2747-2749 y mayo 19 de 1937, pp. 2752-2753.

135. Véase J. A. Ocampo y S. Montenegro, "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", en *op. cit.* La reducción en la diferencia de precios tuvo diferentes interpretaciones por parte de los dos países. En Brasil se pensaba que un aumento en el precio del café Santos desplazaría al café brasileño del mercado. En Colombia, se creía que una caída en los precios del café colombiano era resultado de la baja credibilidad en la capacidad de la federación para mantener el precio.

el primero comenzó a principios de 1935 y siguió hasta finales de 1936 y el segundo comenzó a principios de 1937 y continuó hasta finales de 1939. La tasa de crecimiento de los medios de pago, así como la contribución relativa de las fuentes de la base monetaria a su tasa de crecimiento, son diferentes para ambos períodos.

El Cuadro 2.12 presenta los determinantes del crecimiento de los medios de pago, desde enero de 1935 hasta diciembre de 1936. M creció de 104,2 a 133,3 millones de pesos, a una tasa promedio mensual de 0,9%. El aumento en M estuvo determinado tanto por BM como por m . BM aumentó a una tasa promedio mensual de 0,85%, pasando de 73,0 a 95,6 millones y contribuyó con un 89,2% al crecimiento de M . El multiplicador monetario creció a una tasa anual de 0,1% y contribuyó en 10,8% al crecimiento de los medios de pago. La relación reservas a depósitos, r , dominó el crecimiento del multiplicador y contribuyó en un 14,6% al aumento de los medios de pago, que se vio contrarrestado por la contribución negativa de la relación efectivo en poder del público a depósitos en cuenta corriente, c . A pesar de ello, el incremento en el multiplicador del dinero fue más bien pequeño, pasando de 1,35 a 1,39. La relación reservas a depósitos cayó de 0,37 a 0,35, mientras que c creció de 1,25 a 1,29 durante el período. El Cuadro 2.13 presenta los determinantes del crecimiento de los medios de pago desde enero de 1937 hasta diciembre de 1939. Durante este período M creció a una tasa mensual promedio de 0,51% y subió de 133,3 a 160,2 millones de pesos. BM creció a una tasa mensual promedio de 0,4%, pasando de 95,6 a 110,7 millones y contribuyó en 78,4% al crecimiento de M . m creció a 0,11 y participó con 11,6% en el crecimiento de M . El multiplicador monetario pasó de 1,39 a 1,44, mientras que la relación reservas a depósitos aumentó de 0,35 a 0,36. La relación efectivo en poder del público a depósitos en cuenta corriente cayó de 1,29 a 1,05 y contribuyó en 29,4% al incremento de M .

La base monetaria

Los Cuadros 2.12 y 2.13 contienen las fuentes del crecimiento de la base monetaria para los períodos comprendidos entre enero de 1935 y diciembre de 1936, y enero de 1937 y diciembre de 1939. Durante el primer período, BM aumentó de 73,0 a 95,7 millones de pesos, a una tasa mensual de 0,85%. El incremento en esta variable estuvo determinado por el ascenso de las reservas internacionales, las cuales pasaron de 12,4 a 41,9 millones de pesos. El aumento más importante en las reservas ocurrió entre marzo y abril de 1935 y fue el resultado de medir las reservas internacionales en pesos a una tasa de cambio diferente. De hecho, durante este período, las reservas se incrementaron de 12,7 a 27,4 millones de pesos. Después de

CUADRO 2.12
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
 (enero de 1935 a diciembre 1936)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. <i>M</i>	0,96	-
2. <i>m</i>	0,10	10,41
3. <i>BM</i>	0,86	89,59
Relación de <i>c</i> y <i>r</i>		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}))$	-0,037	-3,85
5. $\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	0,137	14,26
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. <i>RI</i>	3,98	130,12
7. <i>AD</i>	-0,57	-30,12
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. <i>DB</i>	0,22	30,0
9. <i>DG</i>	0,04	12,9
10. <i>PNM</i>	20,57	-165,3
11. <i>MT</i>	0,0	0,0
12. <i>PDR</i>	3,25	22,4

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variables: *M* = medios de pagos; *BM* = base monetaria; *m* = multiplicador monetario; *c* = relación efectivo en poder del público y depósitos; *r* = relación reservas bancarias a depósitos; *RI* = reservas internacionales; *DB* = descuentos bancarios; *GD* = descuentos del gobierno; *AD* = activos domésticos; *MT* = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea 1 en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (2); líneas 2-3, 6-7 y 8-12 suman 100,0 en la columna (3).

abril de 1935, las reservas crecieron de manera constante hasta llegar a 41,9 y contribuyeron 130,12% al crecimiento de *MB*, mientras que los activos domésticos cayeron de 60,6 a 53,8 millones de pesos durante el mismo período. Entre los activos domésticos, los descuentos del Banco de la República a los bancos, el gobierno y el público contribuyeron de manera

positiva al crecimiento de *MB*. De hecho, *BD* contribuyó con un 30%, *GD* con 12,9% y los descuentos al público, *PRD*, en 22,4%, al crecimiento de los activos domésticos. Sin embargo, los pasivos no monetarios del Banco de la República, los cuales crecieron de 0,4 a 15,0 millones de pesos, contribuyeron con -165,3% al crecimiento de los *AD*. Los *PNM* estaban compuestos principalmente por depósitos del gobierno, depósitos de los importadores en el Banco de la República mientras esperaban la distribución de las reservas internacionales, y las ganancias de la CEC, las cuales variaban de acuerdo con el volumen de divisas intercambiadas y la tasa de cambio. La tasa de crecimiento relativamente baja de la base monetaria reflejó la caída de los préstamos del Banco de la República al gobierno y los superávits fiscales de 1935 y 1936. El gobierno no tuvo la necesidad de seguir descontando para financiar su gasto, como había ocurrido a comienzos de la década del 30. De hecho, el gobierno se convirtió en una fuente de contracción de la base monetaria debido a que sus depósitos, en el Banco de la República para finales de 1936, ascendían al 10% de la base monetaria, en comparación con el 5,5% de comienzos de 1935.

El segundo período bajo estudio, cubre desde enero de 1937 hasta diciembre del mismo año. Como se muestra en el Cuadro 2.13, *MB* creció a una tasa mensual promedio de 0,4% aumentando de 95,7 a 110,7 millones de pesos. En contraste con el período anterior, la contribución de las reservas internacionales al crecimiento de la base monetaria es relativamente pequeña, tan sólo de 2,7%, mientras que la de los activos domésticos fue el 97,3% restante. Los descuentos de los bancos miembros participaron con 95,1% al crecimiento de los *AD* y los pasivos no monetarios contribuyeron con 53%. Los descuentos del gobierno y los descuentos al público tuvieron contribuciones negativas al crecimiento de los *AD*, siendo éstas -42,0% y -9,6%, respectivamente. Durante este período, los descuentos vigentes del gobierno cayeron a medida que el gobierno pagó los préstamos de defensa con las ganancias de la CEC.

Las reservas de oro, la tasa de cambio y los activos domésticos después del patrón oro

La relación entre las reservas de oro, los descuentos bancarios, los descuentos totales y los activos domésticos, para el período 1923-1931, se estimó en la segunda sección. Se encontró que el Banco de la República esterilizó los flujos de oro y no siguió exactamente las reglas del juego del patrón oro. Aquí se estimarán funciones de respuesta y pruebas *Granger* similares a las que se registran en los Cuadros 2.8 y 2.11, respectivamente, para el período posterior al patrón oro, desde octubre de 1931 hasta diciembre de 1939.

CUADRO 2.13
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
 (enero de 1937 a diciembre 1939)

(1) Variable	(2) Tasa de crecimiento mensual (porcentaje)	(3) Contribución al crecimiento Medios de pago (porcentaje)
1. M	0,51	-
2. m	0,11	21,56
3. BM	0,40	78,44
Relación de c y r		
Multiplicador		
4. $\ln m_t - (\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}))$	0,06	11,76
5. $\ln(1+C_{t-1}/r_t+C_{t-1}) - \ln m_{t-1}$	0,05	9,8
Fuentes de la base monetaria		Contribución al crecimiento de la base monetaria
6. RI	0,027	2,7
7. AD	0,66	97,3
		Contribución al crecimiento de los activos domésticos
8. DB	2,68	95,1
9. DG	-0,67	-42,0
10. PNM	-1,97	54,0
11. MT	0,04	2,5
12. PRD	-1,03	-9,6

Fuentes y metodología: véanse apéndices 1 y 2.

Variables: M = medios de pagos; BM = base monetaria; m = multiplicador monetario; c = relación efectivo en poder del público y depósitos; r = relación reservas bancarias a depósitos; RI = reservas internacionales; DB = descuentos bancarios; DG = descuentos del gobierno; AD = activos domésticos; MT = moneda de Tesorería.

Notas: líneas 2 y 3 suman línea 1 en la columna (2); líneas 4 y 5 suman línea dos en la columna (2); líneas 2-3, 6-7 y 8-12 suman 100,0 en la columna (3).

Aunque Colombia no permaneció dentro del régimen de patrón oro, las autoridades monetarias del país vigilaron muy de cerca el nivel de moneda extranjera y de oro que estaban en un período de escasez, como resultado del cierre de los mercados internacionales de capitales y de una demanda creciente de importaciones. Las autoridades monetarias racionaron la mo-

neda extranjera y el oro, imponiendo controles y restricciones a las cantidades que de ellos se vendieran por semana. Además practicaron un sistema de tasa de cambio flotante pero controlada, dado que intervenían constantemente el mercado para minimizar las fluctuaciones de esa tasa. Los efectos de la moneda extranjera y de los flujos de oro sobre los activos domésticos del Banco de la República definen la *función de respuesta* del banco.

La función de reacción

La regresión (1) del Cuadro 2.14 muestra que el Banco de la República esterilizó los flujos de moneda extranjera y de oro, GR , a través de la disminución de sus activos domésticos, AD . El resultado obtenido implica que si las reservas internacionales aumentaban en un peso, los activos domésticos disminuían en promedio 37 centavos en el mes contemporáneo, durante el período comprendido entre octubre de 1931 y diciembre de 1939. Las regresiones (2) y (3) registran el ejercicio para los períodos comprendidos entre octubre de 1931 y diciembre de 1934, y enero de 1935 y diciembre de 1939. Aunque el valor de los coeficientes para los dos períodos no es muy diferente, los cambios en GR explican más del 50% de los cambios en los activos domésticos del último período. La regresión (4) del Cuadro 2.14 prueba si el Banco de la República reaccionó de manera asimétrica a un aumento y a una disminución de las reservas internacionales o del oro. Los resultados muestran que un peso de aumento en moneda extranjera o en oro, producía una caída de 40 centavos en los activos domésticos, mientras que una disminución de un peso en las reservas producía un incremento de 25 centavos en los activos domésticos en los meses contemporáneos. Se estimaron además regresiones (no informadas) de los descuentos bancarios, los descuentos del gobierno y los descuentos totales contra los flujos de moneda extranjera y de oro. Los coeficientes para los descuentos bancarios, del gobierno y los descuentos totales resultaron insignificantes, lo cual implica que la política de crédito doméstico que el Banco de la República implementó desde octubre de 1931 hasta diciembre de 1939, no estuvo relacionada con los cambios en las reservas de oro y de la moneda extranjera como sí ocurrió durante los años del patrón oro. Esto constituye un cambio importante en la función de reacción del Banco de la República cuando se comparan los años del sistema de patrón oro y los años siguientes a su desaparición. Durante el primero de estos períodos, el banco utilizó el crédito doméstico como un instrumento monetario para controlar el crecimiento de los medios de pago. Después de la suspensión del patrón oro, se abandonó ese

CUADRO 2.14
 FUNCIÓN DE REACCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA.
 ACTIVOS DOMÉSTICOS
 (octubre 1931 a diciembre 1939)

Indep. Var.	1935.01-1939.12		1931.10-1939.12		1931.10-1934.12	
	(1) ΔAD	(2) ΔAD	(3) ΔAD	(4) ΔAD	(5) ΔAD	(6) ΔAD
C	0,014 (3,4) **	0,08 (3,5) **	0,015 (2,6) *	0,027 (3,1) **	0,012 (1,9) +	0,011 (1,5)
ΔGR	-0,37 (8,9) **		-0,30 (-2,8) **		-0,37 (-7,8) **	
$\Delta GR+$		-0,41 (-7,7) **		-0,37 (-1,8) +		-0,40 (-6,8) **
$\Delta GR-$		-0,26 (-2,4) **		-0,26 (-1,3)		-0,29 (-2,1) *
$\Delta AD(-1)$	-0,21 (3,0) **	-0,20 (3,0) **	-0,22 (-2,0) *	-0,29 (-2,0) *	-0,23 (-2,7) **	-0,24 (2,6) **
R^2	0,48	0,49	0,27	0,27	0,54	0,55
D.W.	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	2,1
F	45,7	30,9	6,9	4,3	26,1	22,8

Estadístico *t* entre paréntesis.

+ = significativo al 90%.

* = significativo al 95%.

** = significativo al 99%.

Variabes: AD: activos domésticos; G+: flujo positivo de reservas; GR-; flujo negativo de reservas.

instrumento. Sin embargo, el Banco de la República continuó esterilizando los flujos de divisas y de oro, con los activos domésticos como un agregado.

Los resultados obtenidos difieren sustancialmente de aquellos que se obtuvieron para los años durante los cuales funcionó el patrón oro. Los coeficientes de ΔGR , $\Delta GR+$, y $\Delta GR-$ en la función de reacción de los años del patrón oro son mayores en valores absolutos que los coeficientes de esas mismas variables durante los años posteriores a ese sistema. Esto es consistente, sin embargo, con la naturaleza del mecanismo de ajuste en cada sistema. Bajo tasas de cambio fijas, el exceso (escasez) de liquidez pro-

ducido por una entrada (salida) de divisas, es compensado por una disminución (aumento) en el componente doméstico de la base monetaria. Bajo un régimen de tasa de cambio flexible, el ajuste debe ocurrir sólo a través de variaciones en la tasa de cambio, lo cual despeja continuamente el mercado de divisas, haciendo que el componente doméstico permanezca constante. Finalmente, bajo un régimen de tasa de cambio flotante pero controlada, como era el caso colombiano durante los años posteriores al patrón oro, el mecanismo de ajuste debía operar a través de variaciones tanto en el componente doméstico de la base monetaria como en la tasa de cambio. La autoridad monetaria decidió, al convertir la tasa de cambio en un objetivo, qué proporción de los cambios de liquidez que se originaban en los flujos de divisas debía compensarse a través de cambios en los activos domésticos. En consecuencia, no sorprende que los coeficientes de esterilización sean diferentes al comparar los dos períodos¹³⁶. Estos coeficientes de esterilización también debieron haber sido afectados por la política de racionamiento de divisas, que tuvo lugar durante ese período.

Pruebas de causalidad de Granger

El Cuadro 2.15 registra los resultados de un ejercicio de causalidad de Granger, similar al que se presentó en el cuadro 2.11, no solamente por la relación entre los activos domésticos y los flujos de oro, sino también por la relación entre los activos domésticos y la tasa de cambio. De los resultados del cuadro 2.11, se concluyó que el Banco de la República no siguió las reglas del juego del patrón oro. Valores rezagados de la variable objetivo (flujos de oro) no ayudaron a predecir o a causar en el sentido Granger los instrumentos (descuentos de los bancos comerciales, descuentos totales y activos domésticos). Este resultado significó que el Banco de la República no se retroalimentó con la información disponible y que los flujos de oro no se convirtieron en un objetivo de manera sistemática durante los años de patrón oro. El Cuadro 2.15 registra el significado marginal de un estadístico *F*, que prueba la restricción según la cual los coeficientes de una variable explicatoria son iguales a cero. Todas las variables se rezagaron de uno a seis meses. Las ecuaciones también incluyen un término constante. Se eliminaron de las ecuaciones la variable *dummy* para diciembre y la tendencia de tiempo, dado que no eran significativas. De los resultados de

136. Para una explicación de los diferentes mecanismos de ajuste, véase T. Humphrey y T. Keleher (1982), *The Monetary Approach to the Balance of Payments, Exchange Rates and World Inflation*, Praeger Publishers, Nueva York.

la columna (2) del Cuadro 2.15 se puede concluir que el Banco de la República sistemáticamente tuvo como objetivo las reservas internacionales. Valores pasados de esta variable causaron en el sentido *Granger* los activos domésticos, y valores pasados del instrumento no causaron en el sentido *Granger* la variable objetivo. Este resultado se mantiene para todo el período 1932-1939 y para el subperíodo 1935-1939. Los activos domésticos, en consecuencia, fueron un instrumento efectivo para controlar el flujo de reservas internacionales durante el período subsiguiente al patrón oro, pero por razones diferentes a las que se dieron durante aquel período. Después de 1931, el Banco de la República enfrentó una severa escasez de reservas internacionales, la cual se vio empeorada por el cierre de los mercados internacionales de capitales. Se hizo necesario evitar las fuertes presiones de demanda sobre las reservas, que habrían sido causadas por un excesivo crecimiento de los activos domésticos. Para el período comprendido entre 1932 y 1939 y el subperíodo entre 1935 y 1939, los activos domésticos fueron un instrumento de control efectivo sobre el flujo de reservas internacionales. También se encontró que ni los descuentos bancarios, ni los descuentos totales se utilizaron de manera efectiva para influir los flujos de reservas internacionales. Los resultados de la columna (2) se confirman con los de la (6), los cuales muestran que los flujos de oro y de reservas internacionales fueron el objetivo sistemático de los cambios de los pasivos no monetarios del banco. Los cambios en los *PNM* se retroalimentaron de la información disponible sobre los flujos de las reservas de oro, para el período 1932-1939 y el subperíodo 1935-1939.

El segundo objetivo de la política del Banco de la República fue minimizar las fluctuaciones en la tasa de cambio a través de la intervención en el mercado de las divisas. Para alcanzar ese objetivo, el banco debía cambiar sus tenencias de divisas y oro, cambiando sus activos y pasivos domésticos. Los resultados de la columna (7) muestran que cambios pasados en la tasa de cambio ($\Delta TASA$) causan en el sentido *Granger* los ΔPNM , y valores anteriores de ΔPNM no causan *Granger* $\Delta TASA$, cuando se considera el período total, 1932-1939. Para el subperíodo 1935-1939 (panel 2 en el Cuadro 2.15) se encuentra que valores pasados de ΔPNM causan según las pruebas de causalidad de *Granger* $\Delta TASA$ y que valores pasados de $\Delta TASA$, de acuerdo con esa misma prueba, causan ΔPNM . Este resultado implicaba que los *PNM* del banco no se utilizaron de manera óptima para manejar la tasa de cambio durante este subperíodo. Sin embargo, se obtienen diferentes resultados cuando se utilizan los activos domésticos en la prueba. La columna (2) del panel 2 del Cuadro 2.15 muestra que valores pasados de $\Delta TASA$ causan *Granger* ΔAD , mientras que la columna (7) muestra que valores pasados de ΔAD no causan $\Delta TASA$, de acuerdo con la prueba de *Granger*. De estos resultados se puede concluir que el banco estuvo en capacidad de

CUADRO 2.15

PRUEBA DE CAUSALIDAD DE GRANGER PARA RESERVAS
INTERNACIONALES Y TASA DE CAMBIO PARA EL PERÍODO
POSPATRÓN ORO
(octubre 1931 a diciembre 1939)

Variable explicatoria (rezago 1 a 6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ΔGR	ΔAD	ΔDB	ΔDT	ΔPNM	$\Delta TASA$
ΔGR	1,13 (0,35)	2,25 (0,046)	0,74 (0,625)	0,79 (0,581)	2,47 (0,030)	
ΔAD	1,62 (0,158)	2,44 (0,033)				0,55 (0,768)
ΔDB	0,49 (0,621)		2,53 (0,029)			1,80 (0,109)
ΔDT	0,40 (0,872)			1,33 (0,251)		1,66 (0,139)
ΔPNM	0,92 (0,483)				1,10 (0,386)	1,71 (0,119)
$\Delta TASA$		0,65 (0,686)	0,41 (0,869)	1,78 (0,114)	8,33 (0,000)	1,96 (0,080)

(enero 1935 a diciembre 1939)

Variable explicatoria (rezago 1 a 6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ΔGR	ΔAD	ΔDB	ΔDT	ΔPNM	$\Delta TASA$
ΔGR	1,00 (0,346)	1,93 (0,092)	0,11 (0,379)	0,79 (0,581)	3,01 (0,014)	
ΔAD	1,43 (0,221)	2,32 (0,045)				0,55 (0,786)
ΔDB	0,27 (0,994)		2,22 (0,054)			0,78 (0,586)
ΔDT	0,28 (0,943)			1,33 (0,251)		0,53 (0,776)
ΔPNM	1,70 (0,140)				1,35 (0,249)	3,614 (0,051)
$\Delta TASA$		2,14 (0,066)	0,09 (0,996)	0,38 (0,884)	25,2 (0,00)	2,97 (0,010)

El cuadro registra el F= estadístico, que prueba la restricción de que los coeficientes de una variable explicatoria dada o un conjunto de variables explicatorias son en conjunto iguales a cero. Los números en paréntesis son los niveles de significado.

Variables: DB: descuentos bancarios; AD: activos domésticos; GR: reservas de oro; DT: descuentos totales; PNM: pasivos monetarios; TASA: tasa de cambio.

manejar con mucho éxito la tasa de cambio, a pesar de la enorme escasez de divisas y de las fuertes críticas de parte de algunos grupos de interés, como la Federación Nacional de Cafeteros.

CONCLUSIONES

Este trabajo ha examinado la historia monetaria de Colombia durante el período de entreguerras y cubre los años anteriores a la creación del Banco de la República; la primera Misión Kemmerer en 1923, los primeros años del Banco de la República, caracterizados por el *boom* de las exportaciones cafeteras y las entradas masivas de capital; los años de la Depresión y el colapso del patrón oro entre 1929 y 1931; el proceso de reflación, llevado a cabo a través de fuertes préstamos al gobierno y de la creación de nuevas instituciones financieras; la severa escasez de moneda extranjera en la década del treinta y las devaluaciones y políticas cambiarias de esa misma década.

Se pueden identificar dos períodos principales:

1. Los años bajo el sistema de patrón oro.
2. Los años que siguieron al patrón oro.

El período del patrón oro comenzó después del desastroso experimento del Banco Nacional y el papel moneda, entre 1886 y 1903. En este año, el Congreso colombiano fijó la paridad del peso con el dólar americano, la cual se mantuvo hasta septiembre de 1931, cuando Colombia, siguiendo a Inglaterra, abandonó el patrón oro. Los años posteriores al patrón oro van desde octubre de 1931 hasta el final de 1939. Durante este período el nivel de la tasa de cambio se determinaba por el mercado, aunque el Banco de la República intervenía para minimizar sus fluctuaciones. Se impusieron controles cambiarios, debido al cierre de los mercados financieros internacionales y la escasez de moneda extranjera. Estos dos períodos ofrecen un contraste en la operación de la política monetaria en un país periférico, sujeto a *shocks* externos. Bajo el sistema de patrón oro y de tasas de cambio fijas, la autoridad monetaria se vio obligada a acelerar el mecanismo de ajuste, evitando la esterilización de los flujos de oro y absteniéndose de ejecutar políticas anticíclicas. Colombia no tuvo ninguna autoridad monetaria durante las dos primeras décadas del siglo XX, por lo cual se permitía que operara el mecanismo automático de ajuste del patrón oro¹³⁷.

137. Este mecanismo, también presente en el siglo XIX, operaba como sigue: un *boom* exportador generaba una entrada de letras de cambio, que aumentaban el valor de la tasa de cambio entre las paridades oro, y como consecuencia había un aumento de las importaciones, aunque con algún retraso. Los precios domésticos también aumentaban con el *boom*

La economía colombiana tenía la flexibilidad necesaria para que el patrón oro operara, lo cual incluía un comportamiento procíclico de las importaciones, de la oferta de dinero y, más importante, de los precios domésticos. Estos rasgos distintivos todavía estaban presentes en la economía colombiana cuando se creó el Banco de la República, en 1923. El *boom* exportador del decenio del veinte presentó muchas de las características ya mencionadas. Entre 1923 y 1928, los precios del café se duplicaron al igual que las importaciones reales. Los precios domésticos aumentaron en un 25% y la tasa de cambio real se apreció en 15%. El *boom* de exportaciones, junto con una entrada masiva de capitales, hicieron que el PIB creciera a una tasa promedio de 7%.

Sin embargo, los flujos de capital no se transmitieron completamente a los medios de pago, dado que el Banco de la República los esterilizó parcialmente, disminuyendo los activos domésticos y estableciendo límites a los descuentos bancarios. El Banco de la República no siguió las *reglas del juego*, y la política monetaria pudo haber tenido un gran efecto sobre la economía. Primero que todo, la economía colombiana gozaba de un *boom* de préstamos externos sin precedentes en el país. Si se hubiera permitido que los flujos de capital completaran su efecto, la inflación se habría disparado. La autoridad monetaria, sin embargo, fue capaz de apaciguar los temores de inflación presentes en el país, después del fallido experimento del Banco Nacional y la hiperinflación a comienzos del siglo. En segundo lugar, después de la primera Misión Kemmerer, la economía colombiana era considerada como una economía estable, con un fuerte compromiso hacia la convertibilidad, y atrajo considerable inversión extranjera¹³⁸. El punto de quiebre ocurrió en el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a caer, las entradas de capitales

(Continuación nota 137)

exportador a medida que la demanda interna y el *stock* de dinero aumentaban. Esto conllevó una apreciación real del peso, fenómeno éste que redujo la rentabilidad de las exportaciones y aumentó la demanda por bienes importados. Durante una época de deterioro de las exportaciones operaba el mismo mecanismo, junto con dificultades fiscales, dado que las rentas del gobierno estaban muy ligadas a los ciclos de exportación. Para una explicación detallada del mecanismo de ajuste, durante el siglo XIX, véase J. A. Ocampo, *Regímenes monetarios variables en una economía preindustrial: Colombia, 1850-1933*. Capítulo 1.

138. El compromiso con el patrón oro y sus *reglas del juego* se percibían internamente como una forma de ampliar el acceso a los mercados de capitales internacionales. Para una discusión sobre las reglas del juego y el compromiso con el patrón oro, véase M. Bordo y F. Kydland, *The Gold Standard as a Rule*. Working Paper 9205, Federal Reserve Bank of Cleveland, marzo de 1992.

comenzaron a disminuir, al igual que las reservas de oro. Bajo estas circunstancias adversas, la economía colombiana mostró, otra vez, un grado de flexibilidad para amortiguar los severos efectos reales de la Depresión. Entre 1928 y 1929, las importaciones reales cayeron en 13% y, entre 1928 y 1932, en un 68%, mientras que las exportaciones reales se redujeron en tan sólo 6,2%. Esa diferencia hizo que la balanza comercial colombiana pasara de un déficit de 29 millones de pesos en 1928 a un superávit de 74 millones en 1932. Los precios domésticos (alimentos sin procesar) cayeron en 47% entre 1928 y 1932, lo cual condujo a una depreciación real de 34% en la tasa de cambio, en el mismo período. Las presiones deflacionarias a nivel mundial se transmitieron a la economía colombiana, la cual perdió 78% de sus reservas de oro. Aun así, el PIB real disminuyó en tan sólo 2,4% y la producción industrial en 5%. El compromiso de las autoridades monetarias del país con el patrón oro era notable. Aunque había algún grado de esterilización de las salidas de oro, la caída en las reservas se reflejó perfectamente en la reducción del 53% en los medios de pago.

A pesar de las imperfecciones del sistema de patrón oro de entreguerras, incluyendo el fracaso para lograr la cooperación entre los bancos centrales de los países más importantes y la esterilización de los superávits de la balanza de pagos por parte de los Estados Unidos y de Francia (lo cual ejerció enormes presiones deflacionarias sobre el resto de la economía)¹³⁹, la política monetaria de Colombia fue de éxito. La autoridad monetaria permitió la disminución del nivel de precios y la depreciación real de la tasa de cambio, permaneciendo dentro del sistema de patrón oro, con un compromiso muy fuerte de mantener la convertibilidad del peso. Después de abandonar el patrón oro y de que la devaluación de la tasa de cambio nominal comenzara, Colombia ya tenía una ventaja relativa de precios, que facilitó la recuperación económica y una alta tasa de crecimiento de la producción industrial: un promedio anual de 12% entre 1932 y 1939.

Desde el mismo momento en que se suspendió el patrón oro en 1931, la autoridad monetaria colombiana siguió una política expansionista, a través de aumentos en los préstamos y descuentos al gobierno. Hasta 1934, se constituyeron como la fuente principal del crecimiento de la base monetaria. Al mismo tiempo, el Banco de la República contribuyó a la creación de instituciones financieras gubernamentales, con miras a aligerar la carga de las deudas del público con los bancos comerciales. Pero los verdaderos pro-

139. Para un análisis más detallado sobre el sistema de patrón oro de entreguerras, véase B. Eichengreen (1992), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.

blemas durante los años siguientes al patrón oro fueron el manejo de la tasa de cambio y la distribución de las reservas internacionales. Las decisiones de devaluar reflejaban las tensiones entre los grupos de interés, especialmente entre la Federación Nacional de Cafeteros y el Banco de la República, cuyo argumento era que la suspensión del patrón oro era temporal, que el país volvería a las viejas paridades tan pronto como saliera de la crisis y que la devaluación era un indicio de inestabilidad monetaria. No obstante, el abandono del patrón oro por parte de los Estados Unidos en 1933 fue una buena muestra de que el sistema monetario mundial no retornaría al patrón oro. Colombia continuó devaluando hasta 1938, cuando la tasa de cambio peso/dólar se estabilizó en 1,75.

La política cambiaria después de la suspensión del patrón oro no dejó de tener problemas. La evidencia está en la existencia de tasas de cambio múltiples y en los continuos cambios en la política de intervención del mercado. Las pruebas econométricas muestran, sin embargo, que el Banco de la República tuvo éxito en controlar la tasa de cambio nominal y minimizar sus fluctuaciones. La devaluación nominal tuvo efectos fuertes sobre la tasa de cambio real, la cual se depreció 63% entre 1932 y 1935. Esa tendencia se revirtió, parcialmente, después de 1936, cuando la tasa de cambio real se apreció 15%, entre 1936 y 1939. Como se mencionó anteriormente, la devaluación real hizo que aumentaran los precios relativos de los bienes transables fortaleciendo la tasa de crecimiento de la producción industrial colombiana¹⁴⁰.

Otro de los problemas principales era la distribución de las reservas internacionales y el control de cambios. El Banco de la República tuvo éxito en el manejo del *stock* de reservas internacionales, limitando el acceso a la moneda extranjera a través de la imposición de controles a las importaciones. Esta política evitó el agotamiento de las reservas y previno una crisis en la balanza de pagos. Otro elemento que contribuyó al éxito de esta política fue la baja tasa de crecimiento de los medios de pago, ya que ello disminuyó las presiones de demanda sobre las reservas internacionales. De hecho, los medios de pago crecieron a una tasa anual promedio de 8% entre 1935 y 1939, manteniendo así la tasa de inflación en un promedio anual de 6,6% durante ese mismo período.

140. Los efectos de la devaluación de la década del treinta, han sido precisados por B. Eichengreen y J. Sachs, "Exchange rates and economic recovery in the 1930's", en *Journal of Economic History* (1985), Vol. 45. Para el caso Latinoamericano véase M. Campa, (1990) "Exchange rates and economic recovery in the 1930's: An extension to Latin America", en *Journal of Economic History*, Vol. 50.

Este trabajo ha analizado los cambios en los medios de pago y la política monetaria durante los años que trascurrieron entre las dos guerras mundiales, época que estuvo marcada por disturbios económicos y transformaciones a nivel nacional y mundial. Durante cada subperíodo de esos años, la autoridad monetaria tuvo la habilidad e independencia suficientes para enfrentar de una manera adecuada los numerosos *shocks* económicos. Se controlaron las fuerzas inflacionarias del decenio del veinte, se amortiguaron los efectos reales de la Gran Depresión y la posibilidad de una crisis en la balanza de pagos en la década del treinta desapareció. La experiencia y los efectos catastróficos del manejo monetario irresponsable de finales del siglo XIX fueron una gran lección para la autoridad monetaria de las cuatro primeras décadas del presente siglo. Por ese mismo motivo, el manejo responsable y efectivo de las variables monetarias por parte de las autoridades colombianas en esa materia durante las décadas del veinte y treinta, ofrece lecciones muy importantes a quienes en el presente tienen a cargo el manejo de las políticas monetarias del país.

Apéndice 1

Metodología para calcular las fuentes de crecimiento de los medios de pago

Los medios de pago en el momento t , se definen como:

$$M_t = m_t * MB_t \quad (1)$$

donde m es el multiplicador del dinero y MB la base monetaria. El multiplicador monetario se define como:

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

donde c es el coeficiente de efectivo (la razón efectivo en manos del público a cuentas corrientes) y r el coeficiente de reservas (la razón reservas bancarias a cuentas corrientes).

La contribución relativa de m y MB al crecimiento de los medios de pago, M , es:

$$1 = dm_t/dM_t + dMB_t/dM_t \quad (3)$$

donde d muestra la primera derivada del logaritmo natural de la variable. La primera derivada del multiplicador del dinero se puede descomponer de la siguiente manera:

$$dm_t = (\ln m_t - \ln((1+c_{t-1})/(c_{t-1}+r_{t-1}))) + (\ln((1+c_t)/(c_t+r_t)) - \ln m_{t-1}) \quad (4)$$

donde los términos dentro de la suma capturan la contribución del coeficiente de efectivo y del coeficiente de reservas a dm_t , respectivamente.

Las tasas de crecimiento de la base monetaria dependen del promedio ponderado de las tasas de crecimiento de las reservas de oro, GR , y de los activos domésticos, AD .

$$MB_t/MB_{t-1} = (GR/BM)_{t-1} * \Delta GR/GR_{t-1} + (AD/BM)_{t-1} * \Delta AD/AD_{t-1} \quad (5)$$

Finalmente, el crecimiento de los activos domésticos refleja la tasa de crecimiento ponderada de sus fuentes: los descuentos bancarios BD , los descuentos del gobierno GD y los descuentos privados PRD , la moneda de tesorería TM y los pasivos no monetarios del Banco de la República PNM , se puede expresar como sigue:

$$\begin{aligned} \Delta AD_t/AD_{t-1} = & (BD/AD)_{t-1} * \Delta BD/BD_{t-1} + (GD/AD)_{t-1} * \Delta GD/GD_{t-1} + \\ & (PRD/AD)_{t-1} * \Delta PRD/PRD_{t-1} + (TM/AD)_{t-1} * \Delta TM/TM_{t-1} + \\ & (PNM/AD)_{t-1} * \Delta PNM/PNM_{t-1} \quad (6) \end{aligned}$$

Apéndice 2.

Estadísticas monetarias (miles de pesos)

Año (mes)	Medios de pago	Base monetaria	Reservas de oro	Activos domésticos
1923 (07)	45 459,66	39 625,55	2 685000	36 940,55
1923 (08)	44 869,01	39 110,70	2 490000	36 620,70
1923 (09)	44 028,95	38 378,45	2 313000	36 065,45
1923 (10)	43 904,29	38 269,79	3 975000	34 294,79
1923 (11)	43 761,94	38 145,71	7 133000	31 012,71
1923 (12)	44 573,59	38 853,20	7 449000	31 404,20
1924 (01)	46 017,99	39 540,95	7 632000	31 908,95
1924 (02)	45 661,01	39 234,21	8 793000	30 441,21
1924 (03)	45 711,82	39 277,87	8 711000	30 566,87
1924 (04)	46 585,78	40 028,82	9 519000	30 509,82
1924 (05)	49 346,49	42 400,96	12 682,00	29 718,96
1924 (06)	50 920,00	43 753,00	14 125,00	29 628,00
1924 (07)	52 808,02	45 242,79	15 206,00	30 036,79
1924 (08)	53 633,73	45 950,21	16 961,00	28 989,21
1924 (09)	54 297,13	46 518,57	18 130,00	28 388,57
1924 (10)	54 484,18	46 678,83	17 541,00	29 137,83
1924 (11)	55 226,67	47 314,95	19 711,00	27 603,95
1924 (12)	57 574,00	49 326,00	23 131,00	26 195,00
1925 (01)	60 278,18	50 933,34	24 481,00	26 452,34
1925 (02)	59 624,66	50 381,13	25 932,00	24 449,13
1925 (03)	59 085,18	49 925,28	26 770,00	23 155,28
1925 (04)	58 705,77	49 604,70	27 028,00	22 576,70
1925 (05)	59 598,82	50 359,30	26 957,00	23 402,30
1925 (06)	61 608,00	52 057,00	26 565,00	25 492,00
1925 (07)	66 619,34	51 707,56	25 838,00	25 869,56
1925 (08)	68 040,41	52 810,54	26 984,00	25 826,54
1925 (09)	66 350,52	51 498,91	27 911,00	23 587,91
1925 (10)	69 211,67	53 719,63	29 013,00	24 706,63
1925 (11)	69 307,06	53 793,67	29 852,00	23 941,67
1925 (12)	73 270,56	56 870,00	36 272,00	20 598,00
1926 (01)	74 202,91	56 916,16	35 979,00	20 937,16
1926 (02)	75 437,32	57 863,00	35 177,00	22 686,00
1926 (03)	76 728,66	58 853,50	33 574,00	25 279,50
1926 (04)	77 322,08	59 308,67	34 042,00	25 266,67
1926 (05)	80 017,95	61 376,50	36 960,00	24 416,50
1926 (06)	82 334,02	63 153,00	37 470,00	25 683,00
1926 (07)	84 337,34	62 066,92	35 624,00	26 442,92
1926 (08)	84 040,63	61 848,56	35 978,00	25 870,56
1926 (09)	84 732,58	62 357,79	37 601,00	24 756,79
1926 (10)	84 033,73	61 843,48	36 895,00	24 948,48
1926 (11)	84 026,96	61 838,50	36 396,00	25 442,50
1926 (12)	87 469,15	64 371,73	42 973,00	21 398,73
1927 (01)	85 870,84	63 373,04	42 981,00	20 392,04
1927 (02)	85 833,27	63 345,31	43 262,00	20 083,31
1927 (03)	86 202,00	63 617,43	42 958,00	20 659,43
1927 (04)	85 663,84	63 220,27	42 593,00	20 627,27
1927 (05)	86 073,66	63 522,72	44 274,00	19 248,72
1927 (06)	86 153,55	63 581,67	42 201,00	21 380,67

Año (mes)	Medios de pago	Base monetaria	Reservas de oro	Activos domésticos
1927 (07)	79 871,13	62 034,00	42 321,00	19 713,00
1927 (08)	78 942,82	61 313,00	43 491,00	17 822,00
1927 (09)	78 444,55	60 926,00	43 391,00	17 535,00
1927 (10)	79 074,15	61 415,00	43 907,00	17 508,00
1927 (11)	80 884,43	62 821,00	44 065,00	18 756,00
1927 (12)	94 504,00	73 399,00	44 221,00	29 178,00
1928 (01)	96 071,00	73 610,00	46 622,00	26 988,00
1928 (02)	96 965,00	74 235,00	48 030,00	26 205,00
1928 (03)	99 918,00	73 780,00	50 335,00	23 445,00
1928 (04)	102 780,0	77 212,00	55 545,00	21 667,00
1928 (05)	102 268,0	77 039,00	59 266,00	17 773,00
1928 (06)	104 352,0	78 411,00	62 419,00	15 992,00
1928 (07)	108 695,0	83 104,00	67 605,00	15 499,00
1928 (08)	106 272,0	77 877,00	66 636,00	11 241,00
1928 (09)	107 608,0	79 994,00	65 942,00	14 052,00
1928 (10)	110 213,0	83 229,00	66 679,00	16 550,00
1928 (11)	114 250,0	88 439,00	66 763 00	21 676,00
1928 (12)	110 557,0	85 255,00	64 658,00	20 597,00
1929 (01)	106 476,0	81 450,00	61 442,00	20 008,00
1929 (02)	106 125,0	81 014,00	59 457,00	21 557,00
1929 (03)	104 317,0	79 993,00	51 949,00	28 044,00
1929 (04)	102 041,0	77 905,00	51 743,00	26 162,00
1929 (05)	101 428,0	77 531,00	55 171,00	22 360,00
1929 (06)	99 324,00	77 227,00	55 307,00	21 920,00
1929 (07)	96 892,00	74 607,00	55 408,00	19 199,00
1929 (08)	93 361,00	71 870,00	50 580,00	21 290,00
1929 (09)	91 317,00	70 103,00	47 679,00	22 424,00
1929 (10)	90 110,00	68 740,00	44 337,00	24 403,00
1929 (11)	84 636,00	65 624,00	40 441,00	25 183,00
1929 (12)	80 936,00	65 263,00	37 748,00	27 515,00
1930 (01)	81 111,00	61 116,00	32 167,00	28 949,00
1930 (02)	78 685,00	59 236,00	30 729,00	28 507,00
1930 (03)	76 053,00	57 255,00	30 425,00	26 830,00
1930 (04)	74 066,00	55 204,00	30 027,00	25 177,00
1930 (05)	73 477,00	55 991,00	31 219,00	24 772,00
1930 (06)	69 597,00	55 055,00	31 162,00	23 893,00
1930 (07)	67 598,00	52 448,00	29 061,00	23 387,00
1930 (08)	66 468,00	50 898,00	31 591,00	19 307,00
1930 (09)	65 375,00	49 510,00	29 300,00	20 210,00
1930 (10)	65 331,00	49 912,00	28 271,00	21 641,00
1930 (11)	64 292,00	48 922,00	27 421,00	21 501,00
1930 (12)	64 342,00	50 598,00	27 417,00	23 181,00
1931 (01)	62 796,00	49 598,00	24 062,00	25 536,00
1931 (02)	60 860,00	48 435,00	22 322,00	26 113,00
1931 (03)	59 691,00	47 563,00	21 269,00	26 294,00
1931 (04)	58 424,00	47 006,00	20 072 00	26 934,00
1931 (05)	59 055,00	47 929,00	20 264,00	27 665,00
1931 (06)	58 556,00	48 600,00	21 169,00	27 431,00
1931 (07)	58 100,00	47 099,00	22 148,00	24 951,00
1931 (08)	55 467,00	44 096,00	20 424,00	23 672,00

Año (mes)	Medios de pago	Base monetaria	Reservas de oro	Activos domésticos
1931 (09)	54 656,00	44 249,00	14 699,00	29 550,00
1931 (10)	53 548,00	44 474,00	15 555,00	28 919,00
1931 (11)	55 793,00	45 589,00	15 317,00	30 272,00
1931 (12)	57 861,00	47 771,00	13 778,00	33 993,00
1932 (01)	56 678,00	46 320,00	14 287,00	32 033,00
1932 (02)	57 331,00	45 356,00	13 562,00	31 794,00
1932 (03)	59 003,00	45 608,00	13 517,00	32 091,00
1932 (04)	62 249,00	46 484,00	14 412,00	32 072,00
1932 (05)	65 459,00	48 259,00	16 037,00	32 222,00
1932 (06)	67 031,00	50 865,00	16 270,00	34 595,00
1932 (07)	69 597,00	50 425,00	16 684,00	33 741,00
1932 (08)	66 056,00	49 069,00	17 567,00	31 502,00
1932 (09)	69 503,00	51 200,00	16 584,00	34 616,00
1932 (10)	72 100,00	52 170,00	15 984,00	36 186,00
1932 (11)	72 682,00	52 726,00	17 818,00	34 908,00
1932 (12)	73 706,00	54 928,00	17 171,00	37 757,00
1933 (01)	73 916,00	54 172,00	16 908,00	37 264,00
1933 (02)	77 423,00	55 789,00	17 119,00	38 670,00
1933 (03)	76 985,00	56 370,00	16 915,00	39 455,00
1933 (04)	79 256,00	57 912,00	17 762,00	40 150,00
1933 (05)	78 866,00	59 018,00	18 054,00	40 964,00
1933 (06)	79 355,00	60 082,00	18 029,00	42 053,00
1933 (07)	81 934,00	60 865,00	18 257,00	42 608,00
1933 (08)	81 161,00	60 594,00	17 724,00	42 870,00
1933 (09)	81 707,00	60 766,00	17 672,00	43 094,00
1933 (10)	86 125,00	65 792,00	17 719,00	48 073,00
1933 (11)	86 647,00	64 536,00	16 293,00	48 243,00
1933 (12)	89 569,00	67 165,00	16 762,00	50 403,00
1934 (01)	94 188,00	69 163,00	18 090,00	51 073,00
1934 (02)	96 762,00	70 655,00	17 716,00	52 939,00
1934 (03)	102 810,0	72 250,00	17 691,00	54 559,00
1934 (04)	105 259,0	74 335,00	17 883,00	56 452,00
1934 (05)	105 056,0	75 331,00	19 206,00	56 125,00
1934 (06)	106 081,0	77 843,00	20 116,00	57 727,00
1934 (07)	105 323,0	76 515,00	19 807,00	56 708,00
1934 (08)	105 848,0	78 504,00	20 793,00	57 711,00
1934 (09)	105 065,0	77 030,00	20 114,00	56 916,00
1934 (10)	105 835,0	77 541,00	19 889,00	57 652,00
1934 (11)	106 029,0	76 846,00	17 331,00	59 515,00
1934 (12)	105 865,0	77 929,00	16 143,00	61 786,00
1935 (01)	104 289,0	73 091,00	12 449,00	60 642,00
1935 (02)	102 752,0	74 143,00	12 758,00	61 385,00
1935 (03)	101 827,0	74 779,00	12 790,00	61 989,00
1935 (04)	103 464,0	75 461,00	27 482,00	47 979,00
1935 (05)	104 325,0	77 781,00	30 310,00	47 471,00
1935 (06)	104 138,0	79 593,00	30 486,00	49 107,00
1935 (07)	109 045,0	79 550,00	30 864,00	48 686,00
1935 (08)	107 166,0	78 652,00	30 627,00	48 025,00
1935 (09)	107 835,0	79 278,00	28 640,00	50 638,00
1935 (10)	109 265,0	78 737,00	30 600,00	48 137,00

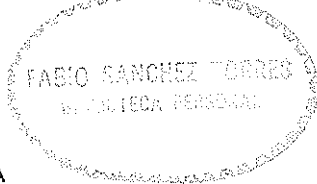
Año (mes)	Medios de pago	Base monetaria	Reservas de oro	Activos domésticos
1935 (11)	110 704,0	79 619,00	31 962,00	47 657,00
1935 (12)	111 106,0	81 388,00	32 222,00	49 166,00
1936 (01)	113 449,0	81 844,00	34 442,00	47 402,00
1936 (02)	114 403,0	83 357,00	35 141,00	48 216,00
1936 (03)	114 591,0	83 316,00	34 448,00	48 868,00
1936 (04)	114 645,0	84 634,00	35 527,00	49 107,00
1936 (05)	112 657,0	83 253,00	32 913,00	50 340,00
1936 (06)	113 506,0	84 187,00	32 470,00	51 717,00
1936 (07)	118 421,0	86 725,00	33 226,00	53 499,00
1936 (08)	118 926,0	86 811,00	32 346,00	54 465,00
1936 (09)	118 049,0	84 395,00	32 589,00	51 806,00
1936 (10)	124 933,0	88 518,00	33 094,00	55 424,00
1936 (11)	130 184,0	92 454,00	36 593,00	55 861,00
1936 (12)	133 396,0	95 783,00	41 977,00	53 806,00
1937 (01)	136 885,0	95 605,00	47 220,00	48 385,00
1937 (02)	139 019,0	99 066,00	50 504,00	48 562,00
1937 (03)	140 168,0	98 699,00	49 903,00	48 796,00
1937 (04)	136 142,0	97 477,00	43 994,00	53 483,00
1937 (05)	136 442,0	103 501,0	45 337,00	58 164,00
1937 (06)	136 821,0	98 910,00	44 607,00	54 303,00
1937 (07)	137 821,0	98 879,00	42 294,00	56 585,00
1937 (08)	137 146,0	95 774,00	41 441,00	54 333,00
1937 (09)	137 474,0	95 476,00	37 626,00	57 850,00
1937 (10)	142 764,0	97 508,00	34 134,00	63 374,00
1937 (11)	143 414,0	96 263,00	37 609,00	58 654,00
1937 (12)	137 693,0	98 889,00	36 338,00	62 551,00
1938 (01)	139 521,0	94 809,00	44 831,00	49 978,00
1938 (02)	139 560,0	93 650,00	44 162,00	49 488,00
1938 (03)	139 255,0	94 226,00	40 417,00	53 809,00
1938 (04)	137 695,0	95 556,00	45 588,00	49 968,00
1938 (05)	141 706,0	98 296,00	40 338,00	57 958,00
1938 (06)	140 684,0	97 584,00	43 103,00	54 481,00
1938 (07)	145 135,0	99 900,00	42 103,00	57 797,00
1938 (08)	144 329,0	99 962,00	41 466,00	58 496,00
1938 (09)	148 534,0	101 555,0	45 293,00	56 262,00
1938 (10)	153 642,0	108 277,0	49 641,00	58 636,00
1938 (11)	156 506,0	103 260,0	48 025,00	55 235,00
1938 (12)	154 819,0	106 035,0	47 198,00	58 837,00
1939 (01)	147 983,0	104 277,0	47 977,00	56 300,00
1939 (02)	159 129,0	106 139,0	47 598,00	58 541,00
1939 (03)	147 642,0	104 506,0	43 413,00	61 093,00
1939 (04)	157 595,0	103 896,0	42 614,00	61 282,00
1939 (05)	155 110,0	104 571,0	42 237,00	62 334,00
1939 (06)	156 052,0	107 354,0	41 852,00	65 502,00
1939 (07)	159 207,0	106 415,0	39 974,00	66 441,00
1939 (08)	169 121,0	108 551,0	42 996,00	65 555,00
1939 (09)	159 183,0	106 906,0	42 927,00	63 979,00
1939 (10)	161 853,0	106 283,0	42 177,00	64 106,00
1939 (11)	162 878,0	107 752,0	43 599,00	71 153,00
1939 (12)	160 282,0	110 757,0	42 367,00	68 370,00

Año (mes)	Depósitos en cuenta corriente	Reservas bancarias	Efectivo en poder del público	Descuentos bancarios
1923 (07)	15 272,11	9 438000	30 187,55	1 150000
1923 (08)	15 196,31	9 438000	29 672,70	1 180000
1923 (09)	15 088,50	9 438000	28 940,45	1 050000
1923 (10)	15 072,50	9 438000	28 831,79	1 312000
1923 (11)	15 054,23	9 438000	28 707,71	1 339000
1923 (12)	15 158,39	9 438000	29 415,20	1 907000
1924 (01)	15 915,04	9 438000	30 102,95	2 397000
1924 (02)	15 864,80	9 438000	34 315,00	2 373000
1924 (03)	15 871,95	9 438000	29 839,87	2 197000
1924 (04)	15 994,96	9 438000	30 590,82	2 108000
1924 (05)	16 383,53	9 438000	32 962,96	2 648000
1924 (06)	16 605,00	9 438000	34 315,00	3 206000
1924 (07)	19 144,23	11 579,00	33 663,79	3 130000
1924 (08)	19 262,52	11 579,00	34 371,21	3 182000
1924 (09)	19 357,56	11 579,00	34 939,57	3 339000
1924 (10)	19 384,35	11 579,00	35 099,83	3 618000
1924 (11)	19 490,72	11 579,00	35 735,95	4 177000
1924 (12)	19 827,00	11 579,00	37 747,00	4 071000
1925 (01)	19 757,84	10 413,00	40 520,34	3 063000
1925 (02)	19 656,53	10 413,00	39 968,13	3 070000
1925 (03)	19 572,90	10 413,00	39 512,28	3 015000
1925 (04)	19 514,07	10 413,00	39 191,70	4 329000
1925 (05)	19 652,52	10 413,00	39 946,30	6 224000
1925 (06)	19 964,00	10 413,00	41 644,00	7 469000
1925 (07)	23 304,79	8 393000	43 314,56	7 759000
1925 (08)	23 622,87	8 393000	44 417,54	7 489000
1925 (09)	23 244,61	8 393000	43 105,91	6 310000
1925 (10)	23 885,04	8 393000	45 326,63	7 306000
1925 (11)	23 906,39	8 393000	45 400,67	7 712000
1925 (12)	24 793,56	8 393000	48 477,00	8 646000
1926 (01)	28 281,75	10 995,00	45 921,16	9 822000
1926 (02)	28 569,32	10 995,00	46 868,00	9 967000
1926 (03)	28 870,16	10 995,00	47 858,50	10 915,00
1926 (04)	29 008,41	10 995,00	48 313,67	11 094,00
1926 (05)	29 636,45	10 995,00	50 381,50	11 706,00
1926 (06)	30 176,02	10 995,00	52 158,00	11 638,00
1926 (07)	34 867,42	12 597,00	49 469,92	11 145,00
1926 (08)	34 789,07	12 597,00	49 251,56	11 749,00
1926 (09)	34 971,79	12 597,00	49 760,79	11 915,00
1926 (10)	34 787,25	12 597,00	49 246,48	12 119,00
1926 (11)	34 785,46	12 597,00	49 241,50	12 850,00
1926 (12)	35 694,42	12 597,00	51 774,73	12 810,00
1927 (01)	35 139,80	12 642,00	50 731,04	12 505,00
1927 (02)	35 129,96	12 642,00	50 703,31	12 591,00
1927 (03)	35 226,57	12 642,00	50 975,43	14 605,00
1927 (04)	35 085,57	12 642,00	50 578,27	14 212,00
1927 (05)	35 192,94	12 642,00	50 880,72	13 783,00
1927 (06)	35 268,88	12 697,00	50 884,67	14 358,00
1927 (07)	30 534,13	12 697,00	49 337,00	13 256,00
1927 (08)	30 326,82	12 697,00	48 616,00	12 991,00

Año (mes)	Depósitos en cuenta corriente	Reservas bancarias	Efectivo en poder del público	Descuentos bancarios
1927 (09)	30 215,55	12 697,00	48 229,00	13 849,00
1927 (10)	30 356,15	12 697,00	48 718,00	13 099,00
1927 (11)	30 760,43	12 697,00	50 124,00	14 494,00
1927 (12)	33 802,00	12 697,00	60 702,00	17 237,00
1928 (01)	37 196,00	14 735,00	58 875,00	14 677,00
1928 (02)	37 488,00	14 758,00	59 477,00	13 601,00
1928 (03)	40 326,00	14 188,00	59 592,00	11 583,00
1928 (04)	40 781,00	15 213,00	61 999,00	7 620000
1928 (05)	40 817,00	15 588,00	61 451,00	6 377000
1928 (06)	40 399,00	14 458,00	63 953,00	7 325000
1928 (07)	44 290,00	18 699,00	64 405,00	4 293000
1928 (08)	44 046,00	15 651,00	62 226,00	4 500000
1928 (09)	44 475,00	16 861,00	63 133,00	5 988000
1928 (10)	45 036,00	18 052,00	65 177,00	7 000000
1928 (11)	44 737,00	18 926,00	69 513,00	7 920000
1928 (12)	40 009,00	14 707,00	70 548,00	11 251,00
1929 (01)	41 697,00	16 671,00	64 779,00	10 736,00
1929 (02)	41 583,00	16 472,00	64 542,00	10 400,00
1929 (03)	39 140,00	14 816,00	65 177,00	16 954,00
1929 (04)	39 394,00	15 258,00	62 647,00	15 273,00
1929 (05)	38 917,00	15 020,00	62 511,00	14 509,00
1929 (06)	36 824,00	14 727,00	62 500,00	14 753,00
1929 (07)	37 138,00	14 853,00	59 754,00	11 316,00
1929 (08)	35 333,00	13 842,00	58 028,00	13 867,00
1929 (09)	34 863,00	13 649,00	56 454,00	15 360,00
1929 (10)	34 534,00	13 164,00	55 576,00	16 135,00
1929 (11)	31 098,00	12 086,00	53 538,00	16 585,00
1929 (12)	27 180,00	11 507,00	53 756,00	18 134,00
1930 (01)	31 660,00	11 665,00	49 451,00	17 979,00
1930 (02)	30 490,00	11 041,00	48 195,00	17 689,00
1930 (03)	29 688,00	10 890,00	46 365,00	14 466,00
1930 (04)	29 424,00	10 562,00	44 642,00	13 427,00
1930 (05)	28 025,00	10 539,00	45 452,00	13 591,00
1930 (06)	24 208,00	9 666000	45 389,00	13 518,00
1930 (07)	24 775,00	9 625000	42 823,00	12 188,00
1930 (08)	24 977,00	9 407000	41 491,00	11 820,00
1930 (09)	25 153,00	9 288000	40 222,00	11 090,00
1930 (10)	24 723,00	9 304000	40 608,00	11 365,00
1930 (11)	24 429,00	9 059000	39 863,00	11 396,00
1930 (12)	22 763,00	9 019000	41 579,00	13 509,00
1931 (01)	23 333,00	10 135,00	39 463,00	13 230,00
1931 (02)	22 598,00	10 173,00	38 262,00	13 445,00
1931 (03)	22 357,00	10 229,00	37 334,00	13 414,00
1931 (04)	21 055,00	9 637000	37 369,00	13 746,00
1931 (05)	21 055,00	9 929000	38 000,00	14 744,00
1931 (06)	20 299,00	10 343,00	38 257,00	14 942,00
1931 (07)	21 621,00	10 620,00	36 479,00	13 320,00
1931 (08)	20 667,00	9 296000	34 800,00	14 843,00
1931 (09)	19 979,00	9 572000	34 677,00	19 396,00
1931 (10)	18 934,00	9 860,00	34 614,00	19 514,00

Año (mes)	Depósito en cuenta corriente	Reservas bancarias	Efectivo en poder del público	Descuentos bancarios
1931 (11)	20 204,00	10 000,00	35 589,00	18 771,00
1931 (12)	20 646,00	10 556,00	37 215,00	18 228,00
1932 (01)	21 408,00	11 050,00	35 270,00	16 516,00
1932 (02)	22 859,00	10 884,00	34 472,00	15 072,00
1932 (03)	25 850,00	12 455,00	33 153,00	13 963,00
1932 (04)	28 390,00	12 625,00	33 859,00	13 432,00
1932 (05)	31 371,00	14 171,00	34 088,00	11 023,00
1932 (06)	31 569,00	15 403,00	35 462,00	8 425000
1932 (07)	34 728,00	15 556,00	34 869,00	6 256000
1932 (08)	31 818,00	14 831,00	34 238,00	4 427000
1932 (09)	33 519,00	15 216,00	35 984,00	5 255000
1932 (10)	35 186,00	15 256,00	36 914,00	6 195000
1932 (11)	35 388,00	15 432,00	37 294,00	5 883000
1932 (12)	34 149,00	15 371,00	39 557,00	7 315000
1933 (01)	35 661,00	15 917,00	38 255,00	3 326000
1933 (02)	36 759,00	15 125,00	40 664,00	4 309000
1933 (03)	36 775,00	16 160,00	40 210,00	4 656000
1933 (04)	37 996,00	16 652,00	41 260,00	3 448000
1933 (05)	37 436,00	17 588,00	41 430,00	3 751000
1933 (06)	36 446,00	17 173,00	42 909,00	3 426000
1933 (07)	39 700,00	18 631,00	42 234,00	2 009000
1933 (08)	39 533,00	18 966,00	41 628,00	1 257000
1933 (09)	39 979,00	19 038,00	41 728,00	7 930000
1933 (10)	42 422,00	22 089,00	43 703,00	1 568000
1933 (11)	41 235,00	19 124,00	45 412,00	1 673000
1933 (12)	39 109,00	16 705,00	50 460,00	4 877000
1934 (01)	44 701,00	19 676,00	49 487,00	4 262000
1934 (02)	45 805,00	19 698,00	50 957,00	3 662000
1934 (03)	49 664,00	19 104,00	53 146,00	6 594000
1934 (04)	50 531,00	19 607,00	54 728,00	6 741000
1934 (05)	49 769,00	20 044,00	55 287,00	3 498000
1934 (06)	48 083,00	19 845,00	57 998,00	3 782000
1934 (07)	49 659,00	20 851,00	55 664,00	2 764000
1934 (08)	50 094,00	22 750,00	55 754,00	3 112000
1934 (09)	50 153,00	22 118,00	54 912,00	3 599000
1934 (10)	51 706,00	23 412,00	54 129,00	4 448000
1934 (11)	51 704,00	22 521,00	54 325,00	5 281000
1934 (12)	47 024,00	19 088,00	58 841,00	8 078000
1935 (01)	49 460,00	18 262,00	54 829,00	6 465000
1935 (02)	47 482,00	18 873,00	55 270,00	6 748000
1935 (03)	45 893,00	18 845,00	55 934,00	6 545000
1935 (04)	47 850,00	19 847,00	55 614,00	6 521000
1935 (05)	47 648,00	21 104,00	55 677,00	6 489000
1935 (06)	45 510,00	20 965,00	58 628,00	5 284000
1935 (07)	51 503,00	22 008,00	57 542,00	3 762000
1935 (08)	50 082,00	21 568,00	57 084,00	3 794000
1935 (09)	50 834,00	22 277,00	57 001,00	3 618000
1935 (10)	51 286,00	20 758,00	57 979,00	3 048000
1935 (11)	53 202,00	22 117,00	57 502,00	2 763000
1935 (12)	49 571,00	19 853,00	61 535,00	4 375000

Año (mes)	Depósitos en cuenta corriente	Reservas bancarias	Efectivo en poder del público	Descuentos bancarios
1936 (01)	55 381,00	23 776,00	58 068,00	1 458000
1936 (02)	54 963,00	23 917,00	59 440,00	1 208000
1936 (03)	55 709,00	24 434,00	58 882,00	8 870000
1936 (04)	53 981,00	23 970,00	60 664,00	1 477000
1936 (05)	51 495,00	22 091,00	61 162,00	2 382000
1936 (06)	50 561,00	21 242,00	62 945,00	3 570000
1936 (07)	56 038,00	24 342,00	62 383,00	2 982000
1936 (08)	55 018,00	22 903,00	63 908,00	4 035000
1936 (09)	54 961,00	21 307,00	63 088,00	5 148000
1936 (10)	59 187,00	22 772,00	65 746,00	7 622000
1936 (11)	61 534,00	23 804,00	68 650,00	6 979000
1936 (12)	58 126,00	20 513,00	75 270,00	8 520000
1937 (01)	65 986,00	24 706,00	70 899,00	3 318000
1937 (02)	67 543,00	27 590,00	71 476,00	3 646000
1937 (03)	70 250,00	28 781,00	69 918,00	2 729000
1937 (04)	65 148,00	26 483,00	70 994,00	5 978000
1937 (05)	60 930,00	27 989,00	75 512,00	6 273000
1937 (06)	63 142,00	25 231,00	73 679,00	7 296000
1937 (07)	65 379,00	26 437,00	72 442,00	7 156000
1937 (08)	65 598,00	24 226,00	71 548,00	8 542000
1937 (09)	66 692,00	24 694,00	70 782,00	11 246,00
1937 (10)	70 753,00	25 497,00	72 011,00	17 937,00
1937 (11)	72 939,00	25 788,00	70 475,00	23 563,00
1937 (12)	63 603,00	24 799,00	74 090,00	18 032,00
1938 (01)	69 613,00	24 901,00	69 908,00	11 615,00
1938 (02)	69 627,00	23 717,00	69 933,00	12 319,00
1938 (03)	70 437,00	25 408,00	68 818,00	13 420,00
1938 (04)	67 695,00	25 556,00	70 000,00	13 665,00
1938 (05)	70 751,00	27 341,00	70 955,00	15 641,00
1938 (06)	66 129,00	23 029,00	74 555,00	18 338,00
1938 (07)	69 675,00	24 440,00	75 460,00	14 691,00
1938 (08)	71 195,00	26 828,00	73 134,00	16 375,00
1938 (09)	74 137,00	27 158,00	74 397,00	13 833,00
1938 (10)	77 206,00	31 841,00	76 436,00	15 776,00
1938 (11)	79 932,00	26 686,00	76 574,00	16 716,00
1938 (12)	73 797,00	25 013,00	81 022,00	18 252,00
1939 (01)	71 839,00	28 133,00	76 144,00	14 794,00
1939 (02)	82 611,00	29 621,00	76 518,00	15 946,00
1939 (03)	71 334,00	28 198,00	76 308,00	15 260,00
1939 (04)	80 902,00	27 203,00	76 693,00	15 957,00
1939 (05)	78 299,00	27 760,00	76 811,00	15 918,00
1939 (06)	75 068,00	26 370,00	80 984,00	17 227,00
1939 (07)	81 506,00	28 714,00	77 701,00	15 384,00
1939 (08)	91 522,00	30 952,00	77 599,00	16 491,00
1939 (09)	82 800,00	30 523,00	76 383,00	18 531,00
1939 (10)	86 401,00	30 831,00	75 452,00	19 705,00
1939 (11)	87 542,00	32 416,00	75 336,00	18 950,00
1939 (12)	78 107,00	28 582,00	82 175,00	22 373,00



Año (mes)	Descuentos del gobierno	Multiplicador monetario	Moneda de tesorería	Tasa de cambio peso/dólar
1923 (07)	0,000000	1,147231	37 822,55	1,047400
1923 (08)	0,000000	1,147231	37 576,70	1,047500
1923 (09)	0,000000	1,147231	37 332,45	1,046500
1923 (10)	0,000000	1,147231	37 089,79	1,045200
1923 (11)	0,000000	1,147231	36 848,71	1,027900
1923 (12)	5500000	1,147231	36 609,20	1,038800
1924 (01)	5500000	1,163806	36 084,95	1,030000
1924 (02)	5500000	1,163806	35 568,21	1,025400
1924 (03)	5500000	1,163806	35 058,87	1,008000
1924 (04)	5500000	1,163806	34 556,82	1,003000
1924 (05)	5500000	1,163806	34 061,96	0,998000
1924 (06)	0,000000	1,163806	33 574,00	1,007300
1924 (07)	0,000000	1,167214	33 324,79	1,001400
1924 (08)	0,000000	1,167214	32 962,21	1,003000
1924 (09)	2000000	1,167214	32 603,57	1,006400
1924 (10)	2000000	1,167214	32 248,83	1,001900
1924 (11)	0,000000	1,167214	31 897,95	1,000000
1924 (12)	0,000000	1,167214	31 471,00	1,000000
1925 (01)	0,000000	1,183472	31 020,34	1,007900
1925 (02)	0,000000	1,183472	30 576,13	1,008100
1925 (03)	0,000000	1,183472	30 138,28	1,013700
1925 (04)	0,000000	1,183472	29 706,70	1,012800
1925 (05)	0,000000	1,183472	29 281,30	1,020000
1925 (06)	0,000000	1,183472	28 862,00	1,032500
1925 (07)	0,000000	1,288387	28 547,56	1,024400
1925 (08)	6000000	1,288387	28 236,54	1,016100
1925 (09)	1 000000	1,288387	27 928,91	1,014600
1925 (10)	1 000000	1,288387	27 624,63	1,013800
1925 (11)	1 000000	1,288387	27 323,67	1,013800
1925 (12)	1 000000	1,288387	27 028,00	1,013100
1926 (01)	1 000000	1,303723	26 893,16	1,013500
1926 (02)	0,000000	1,303723	26 759,00	1,014200
1926 (03)	0,000000	1,303723	26 625,50	1,013800
1926 (04)	0,000000	1,302723	26 492,67	1,011900
1926 (05)	0,000000	1,303723	26 360,50	1,010900
1926 (06)	0,000000	1,303723	26 229,00	1,007600
1926 (07)	0,000000	1,358813	25 778,92	1,015500
1926 (08)	0,000000	1,358813	25 336,56	1,019300
1926 (09)	0,000000	1,358813	24 901,79	1,022300
1926 (10)	0,000000	1,358813	24 474,48	1,027000
1926 (11)	0,000000	1,358813	24 054,50	1,027600
1926 (12)	0,000000	1,358813	23 641,73	1,020500
1927 (01)	0,000000	1,355006	23 236,04	1,021100
1927 (02)	0,000000	1,355006	22 837,31	1,020800
1927 (03)	0,000000	1,355006	22 445,43	1,026600
1927 (04)	0,000000	1,355006	22 060,27	1,027500
1927 (05)	0,000000	1,355006	21 681,72	1,026000
1927 (06)	0,000000	1,355006	21 309,67	1,025500
1927 (07)	0,000000	1,287538	2,0994,00	1,022000
1927 (08)	0,000000	1,287538	20 943,00	1,025700

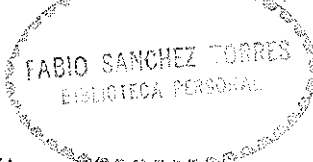
Año (mes)	Descuentos del gobierno	Multiplicador monetario	Moneda de tesorería	Tasa de cambio peso/dólar
1927 (09)	0,000000	1,287538	20 744,00	1,022700
1927 (10)	0,000000	1,287538	20 744,00	1,027300
1927 (11)	0,000000	1,287538	20 744,00	1,024800
1927 (12)	1 000000	1,287538	20 744,00	1,020800
1928 (01)	1 000000	1,305148	20 742,00	1,019400
1928 (02)	1 000000	1,306199	20 507,00	1,020200
1928 (03)	1 000000	1,354280	20 507,00	1,018500
1928 (04)	1 000000	1,331151	20 507,00	1,017500
1928 (05)	1 000000	1,327496	20 507,00	1,017800
1928 (06)	0,000000	1,330834	20 507,00	1,018100
1928 (07)	0,000000	1,307939	20 266,00	1,018000
1928 (08)	0,000000	1,364625	20 266,00	1,026400
1928 (09)	0,000000	1,345203	20 266,00	1,027000
1928 (10)	0,000000	1,324225	20 268,00	1,024100
1928 (11)	0,000000	1,291853	20 268,00	1,027500
1928 (12)	2 000000	1,296780	20 268,00	1,027500
1929 (01)	0,000000	1,307256	20 332,00	1,027500
1929 (02)	3 000000	1,309959	20 332,00	1,027500
1929 (03)	3 000000	1,304077	20 332,00	1,030900
1929 (04)	2 000000	1,309813	20 332,00	1,035000
1929 (05)	0,000000	1,308225	20 332,00	1,035000
1929 (06)	0,000000	1,286131	20 332,00	1,035000
1929 (07)	0,000000	1,298699	20 032,00	1,034300
1929 (08)	0,000000	1,299026	20 032,00	1,035000
1929 (09)	0,000000	1,302612	20 032,00	1,035000
1929 (10)	9000000	1,310882	20 032,00	1,035000
1929 (11)	1 200000	1,289711	20 032,00	1,035000
1929 (12)	1 500000	1,240151	20 032,00	1,035000
1930 (01)	1 450000	1,327165	20 032,00	1,035000
1930 (02)	1 950000	1,328331	20 032,00	1,035000
1930 (03)	2 550000	1,328321	20 032,00	1,035000
1930 (04)	3 340000	1,341678	20 032,00	1,035000
1930 (05)	3 440000	1,312300	20 032,00	1,035000
1930 (06)	4 047000	1,264136	19 732,00	1,035000
1930 (07)	4 087000	1,288858	19 732,00	1,035000
1930 (08)	9 000000	1,305906	19 612,00	1,035000
1930 (09)	1 895000	1,320440	19 612,00	1,035000
1930 (10)	2 916000	1,308924	19 612,00	1,035000
1930 (11)	3 602000	1,314174	19 612,00	1,035000
1930 (12)	4 002000	1,271631	19 612,00	1,035000
1931 (01)	4 127000	1,266099	19 482,00	1,035000
1931 (02)	4 127000	1,256529	19 482,00	1,035000
1931 (03)	3 125000	1,254988	19 481,00	1,035000
1931 (04)	3 996000	1,242905	19 481,00	1,035000
1931 (05)	3 996000	1,232135	19 481,00	1,035000
1931 (06)	3 976000	1,204856	19 481,00	1,035000
1931 (07)	1 806000	1,233572	19 482,00	1,035000
1931 (08)	1 985000	1,257869	19 482,00	1,035000
1931 (09)	2 830000	1,235192	19 481,00	1,035000
1931 (10)	3 512000	1,204029	19 481,00	1,035000

Año (mes)	Descuentos del gobierno	Multiplicador monetario	Moneda de tesorería	Tasa de cambio peso/dólar
1931 (11)	5 458000	1,223826	19 481,00	1,035000
1931 (12)	7 358000	1,211216	21 482,00	1,035000
1932 (01)	8 736000	1,223618	21 482,00	1,041300
1932 (02)	9 492000	1,264022	21 482,00	1,050000
1932 (03)	10 307,00	1,293698	21 482,00	1,050000
1932 (04)	12 414,00	1,339149	21 482,00	1,050000
1932 (05)	17 847,00	1,356410	21 482,00	1,050000
1932 (06)	18 488,00	1,317822	21 482,00	1,050000
1932 (07)	18 485,00	1,380208	21 482,00	1,050000
1932 (08)	18 558,00	1,346186	21 482,00	1,050000
1932 (09)	18 711,00	1,357481	21 482,00	1,050000
1932 (10)	18 810,00	1,382020	21 482,00	1,050000
1932 (11)	18 851,00	1,378485	21 482,00	1,050000
1932 (12)	19 393,00	1,341866	21 482,00	1,050000
1933 (01)	19 588,00	1,364469	21 482,00	1,063800
1933 (02)	19 649,00	1,387783	21 482,00	1,160000
1933 (03)	21 025,00	1,365709	21 482,00	1,160000
1933 (04)	21 141,00	1,368559	21 482,00	1,160000
1933 (05)	20 842,00	1,336304	21 482,00	1,160000
1933 (06)	22 478,00	1,320778	21 482,00	1,160000
1933 (07)	23 880,00	1,346160	21 482,00	1,160000
1933 (08)	24 075,00	1,339423	21 482,00	1,160000
1933 (09)	23 968,00	1,344617	21 482,00	1,275400
1933 (10)	24 343,00	1,309050	21 482,00	1,520100
1933 (11)	24 661,00	1,342615	21 582,00	1,500000
1933 (12)	25 997,00	1,333567	21 582,00	1,570200
1934 (01)	26 042,00	1,361826	21 582,00	1,493800
1934 (02)	26 321,00	1,369500	21 582,00	1,430000
1934 (03)	33 601,00	1,422976	21 582,00	1,475000
1934 (04)	33 454,00	1,416009	21 582,00	1,675600
1934 (05)	34 241,00	1,394592	21 662,00	1,633800
1934 (06)	28 872,00	1,362756	21 742,00	1,730000
1934 (07)	28 357,00	1,376501	21 742,00	1,780600
1934 (08)	28 467,00	1,348313	21 742,00	1,809500
1934 (09)	28 179,00	1,363949	21 742,00	1,735000
1934 (10)	27 989,00	1,364891	22 542,00	1,653000
1934 (11)	27 797,00	1,379760	23 522,00	1,539600
1934 (12)	28 034,00	1,358480	23 542,00	1,550000
1935 (01)	27 399,00	1,426838	24 242,00	1,560000
1935 (02)	27 030,00	1,385862	24 742,00	1,700000
1935 (03)	25 592,00	1,361706	26 242,00	1,840000
1935 (04)	25 324,00	1,371092	26 242,00	1,810000
1935 (05)	25 324,00	1,341266	26 762,00	1,820000
1935 (06)	25 335,00	1,308381	26 783,00	1,840000
1935 (07)	27 812,00	1,370773	26 811,00	1,890000
1935 (08)	27 800,00	1,362534	26 847,00	1,880000
1935 (09)	27 790,00	1,360213	27 214,00	1,780000
1935 (10)	27 778,00	1,387721	27 434,00	1,750000
1935 (11)	27 767,00	1,390422	27 445,00	1,770000
1935 (12)	27 724,00	1,365140	27 459,00	1,750000

Año (mes)	Descuentos del gobierno	Multiplicador monetario	Moneda de tesorería	Tasa de cambio peso/dólar
1936 (01)	28 147,00	1,386161	27 459,00	1,740000
1936 (02)	27 961,00	1,372446	27 459,00	1,710000
1936 (03)	28 092,00	1,375378	27 480,00	1,750000
1936 (04)	27 863,00	1,354597	27 480,00	1,760000
1936 (05)	27 719,00	1,353189	27 480,00	1,760000
1936 (06)	28 827,00	1,348260	27 501,00	1,760000
1936 (07)	28 800,00	1,365477	27 510,00	1,760000
1936 (08)	28 410,00	1,369942	27 529,00	1,760000
1936 (09)	27 993,00	1,398768	27 530,00	1,760000
1936 (10)	28 071,00	1,411385	27 542,00	1,760000
1936 (11)	28 168,00	1,408095	27 542,00	1,760000
1936 (12)	28 287,00	1,392690	27 542,00	1,760000
1937 (01)	28 442,00	1,431777	27 542,00	1,740000
1937 (02)	28 579,00	1,403297	27 542,00	1,750000
1937 (03)	28 745,00	1,420156	27 542,00	1,760000
1937 (04)	28 902,00	1,396658	27 542,00	1,760000
1937 (05)	29 049,00	1,318267	27 542,00	1,760000
1937 (06)	28 208,00	1,383288	27 542,00	1,760000
1937 (07)	29 151,00	1,393835	27 542,00	1,760000
1937 (08)	29 090,00	1,431975	27 542,00	1,769000
1937 (09)	29 034,00	1,439880	27 542,00	1,760000
1937 (10)	28 984,00	1,464126	27 542,00	1,760000
1937 (11)	28 919,00	1,489814	27 542,00	1,820000
1937 (12)	28 833,00	1,392400	27 542,00	1 850000
1938 (01)	28 799,00	1,471601	27 542,00	1,800000
1938 (02)	29 176,00	1,490230	27 542,00	1,820000
1938 (03)	29 661,00	1,477883	27 542,00	1,830000
1938 (04)	29 917,00	1,440987	27 542,00	1,830000
1938 (05)	29 847,00	1,441625	27 542,00	1,800000
1938 (06)	29 996,00	1,441671	27 542,00	1,810000
1938 (07)	28 947,00	1,452803	27 542,00	1,780000
1938 (08)	29 851,00	1,443839	27 823,00	1,770000
1938 (09)	29 763,00	1,462597	27 892,00	1,760000
1938 (10)	29 907,00	1,418972	27 880,00	1,750000
1938 (11)	22 056,00	1,515650	27 880,00	1,750000
1938 (12)	21 999,00	1,460075	27 893,00	1,750000
1939 (01)	21 944,00	1,419134	28 002,00	1,750000
1939 (02)	25 888,00	1,499251	28 014,00	1,750000
1939 (03)	21 835,00	1,412761	28 030,00	1,760000
1939 (04)	21 764,00	1,516853	28 042,00	1,760000
1939 (05)	21 736,00	1,483298	28 052,00	1,750000
1939 (06)	21 629,00	1,453621	28 131,00	1,750000
1939 (07)	21 569,00	1,496095	28 031,00	1,750000
1939 (08)	21 924,00	1,557987	28 031,00	1,750000
1939 (09)	21 993,00	1,489000	28 031,00	1,750000
1939 (10)	22 063,00	1,522849	28 031,00	1,750000
1939 (11)	22 179,00	1,511601	28 031,00	1,750000
1939 (12)	22 199,00	1,447150	28 031,00	1,750000

Año (mes)	Pasivos no monetarios	Coefficiente de efectivo	Coefficiente de reservas	Precio del café (centavos de dólar)
1923 (07)	-2 032000	1,976646	0,617989	15,63000
1923 (08)	-2 136000	1,952625	0,621072	17,00000
1923 (09)	-2 317000	1,918047	0,625510	18,00000
1923 (10)	-4 107000	1,912874	0,626173	20,38000
1923 (11)	-7 175000	1,906953	0,626933	18,75000
1923 (12)	-7 662000	1,940523	0,622625	20,00000
1924 (01)	-7 123000	1,891478	0,593024	21,00000
1924 (02)	-8 050000	1,878133	0,594902	26,00000
1924 (03)	-7 239000	1,880038	0,594634	26,25000
1924 (04)	-6 705000	1,912529	0,590061	24,75000
1924 (05)	-7 541000	2,011957	0,576066	22,50000
1924 (06)	-7 152000	2,066546	0,568383	23,88000
1924 (07)	-6 418000	1,758430	0,604830	25,25000
1924 (08)	-7 155000	1,784357	0,601116	25,38000
1924 (09)	-7 754000	1,804958	0,598164	26,25000
1924 (10)	-6 929002	1,810730	0,597337	28,50000
1924 (11)	-8 471000	1,833485	0,594078	21,38000
1924 (12)	-9 347000	1,903818	0,584002	21,38000
1925 (01)	-7 631000	2,050849	0,527031	28,50000
1925 (02)	-9 197002	2,033326	0,529748	28,25000
1925 (03)	-9 997998	2,018724	0,532011	27,25000
1925 (04)	-11 459,00	2,008382	0,533615	24,00000
1925 (05)	-12 103,00	2,032630	0,529856	26,63000
1925 (06)	-10 839,00	2,085955	0,521589	26,63000
1925 (07)	-10 437,00	1,858612	0,360141	24,38000
1925 (08)	-10 549,00	1,880277	0,355291	29,31000
1925 (09)	-11 701,00	1,854447	0,361073	25,63000
1925 (10)	-11 268,00	1,897699	0,351391	30,25000
1925 (11)	-12 138,00	1,899102	0,351078	30,25000
1925 (12)	-16 120,00	1,955225	0,338515	30,38000
1926 (01)	-16 818,00	1,623703	0,388767	31,38000
1926 (02)	-14 080,00	1,640501	0,384853	30,00000
1926 (03)	-12 301,00	1,657715	0,380843	28,75000
1926 (04)	-12 355,00	1,665506	0,379028	28,88000
1926 (05)	-13 715,00	1,699984	0,370996	29,88000
1926 (06)	-12 249,00	1,728458	0,364362	28,63000
1926 (07)	-10 546,00	1,418801	0,361283	29,75000
1926 (08)	-11 280,00	1,415719	0,362096	28,88000
1926 (09)	-12 125,00	1,422884	0,360205	27,75000
1926 (10)	-11 680,00	1,415648	0,362115	26,25000
1926 (11)	-11 497,00	1,415577	0,362134	26,50000
1926 (12)	-15 088,00	1,450499	0,352912	25,25000
1927 (01)	-15 349,00	1,443691	0,359763	24,38000
1927 (02)	-15 345,00	1,443307	0,359864	23,00000
1927 (03)	-16 391,00	1,447073	0,358877	23,75000
1927 (04)	-15 645,00	1,441569	0,360319	22,88000
1927 (05)	-16 216,00	1,445765	0,359220	22,25000
1927 (06)	-14 287,00	1,442764	0,360006	23,50000
1927 (07)	-14 537,00	1,615798	0,415830	24,50000
1927 (08)	-16 112,00	1,603069	0,418672	24,25000

Año (mes)	Pasivos no monetarios	Coefficiente de efectivo	Coefficiente de reservas	Precio del café (centavos de dólar)
1927 (09)	-17 058,00	1,596165	0,420214	26,63000
1927 (10)	-16 335,00	1,604881	0,418268	28,25000
1927 (11)	-16 482,00	1,629496	0,412771	28,38000
1927 (12)	-9 803000	1,795811	0,375629	29,19000
1928 (01)	-9 431000	1,582832	0,396145	29,24000
1928 (02)	-8 903000	1,586561	0,393673	28,49000
1928 (03)	-9 645000	1,477756	0,351833	28,04000
1928 (04)	-7 460000	1,520291	0,373041	27,27000
1928 (05)	-10 111,00	1,505525	0,381900	27,72000
1928 (06)	-11 840,00	1,583034	0,357880	27,46000
1928 (07)	-9 060000	1,454166	0,422195	27,54000
1928 (08)	-13 525,00	1,412750	0,355333	27,71000
1928 (09)	-12 202,00	1,419517	0,379112	27,30000
1928 (10)	-10 718,00	1,447220	0,400835	26,27000
1928 (11)	-6 512000	1,553815	0,423050	25,41000
1928 (12)	-12 922,00	1,763303	0,367592	24,65000
1929 (01)	-11 060,00	1,553565	0,399813	25,12000
1929 (02)	-12 175,00	1,552125	0,396123	25,44000
1929 (03)	-12 242,00	1,665227	0,378539	24,95000
1929 (04)	-11 443,00	1,590268	0,387318	24,66000
1929 (05)	-12 481,00	1,606265	0,385950	24,33000
1929 (06)	-13 165,00	1,697263	0,399929	23,87000
1929 (07)	-12 149,00	1,608972	0,399941	23,48000
1929 (08)	-12 609,00	1,642317	0,391758	22,61000
1929 (09)	-12 968,00	1,619310	0,391504	23,29000
1929 (10)	-12 664,00	1,609313	0,381190	20,68000
1929 (11)	-12 634,00	1,721590	0,388642	18,72000
1929 (12)	-12 151,00	1,977778	0,423363	16,59000
1930 (01)	-10 512,00	1,561939	0,368446	19,32000
1930 (02)	-11 164,00	1,580682	0,362119	18,97000
1930 (03)	-10 218,00	1,561742	0,366815	18,25000
1930 (04)	-11 622,00	1,517197	0,358959	17,50000
1930 (05)	-12 291,00	1,621838	0,376057	17,40000
1930 (06)	-13 404,00	1,874959	0,399289	16,19000
1930 (07)	-12 620,00	1,728476	0,388496	15,80000
1930 (08)	-13 025,00	1,661168	0,376626	15,25000
1930 (09)	-12 387,00	1,599094	0,369260	16,31000
1930 (10)	-12 253,00	1,642519	0,376330	17,90000
1930 (11)	-13 110,00	1,631790	0,370830	16,70000
1930 (12)	-13 944,00	1,826605	0,396213	17,25000
1931 (01)	-11 305,00	1,691296	0,434363	17,87000
1931 (02)	-10 943,00	1,693159	0,450173	17,40000
1931 (03)	-9 728000	1,669902	0,457530	17,25000
1931 (04)	-10 379,00	1,774828	0,457706	16,92000
1931 (05)	-10 650,00	1,804797	0,471574	16,39000
1931 (06)	-11 110,00	1,884674	0,509533	16,22000
1931 (07)	-10 306,00	1,687202	0,491189	15,82000
1931 (08)	-13 358,00	1,683844	0,449799	14,83000
1931 (09)	-12 859,00	1,735672	0,479103	14,59000
1931 (10)	-15 532,00	1,828140	0,520756	13,42000



Año (mes)	Pasivos no monetarios	Coficiente de efectivo	Coficiente de reservas	Precio del café (centavos de dólar)
1931 (11)	-15 382,00	1,761483	0,494951	13,30000
1931 (12)	-15 039,00	1,802528	0,511285	12,53000
1932 (01)	-16 650,00	1,647515	0,516162	12,08000
1932 (02)	-16 190,00	1,508027	0,476136	11,53000
1932 (03)	-15 595,00	1,282514	0,481818	10,88000
1932 (04)	-16 602,00	1,192638	0,444699	10,94000
1932 (05)	-19 583,00	1,086609	0,451723	11,35000
1932 (06)	-15 385,00	1,123317	0,487915	10,98000
1932 (07)	-14 038,00	1,004060	0,447938	10,54000
1932 (08)	-14 405,00	1,076058	0,466120	11,56000
1932 (09)	-12 470,00	1,073540	0,453951	13,42000
1932 (10)	-11 998,00	1,049110	0,433582	11,83000
1932 (11)	-13 002,00	1,053860	0,436080	10,64000
1932 (12)	-12 206,00	1,158365	0,450116	10,52000
1933 (01)	-9 157000	1,072741	0,446342	10,20000
1933 (02)	-8 830000	1,106233	0,411464	10,06000
1933 (03)	-8 681000	1,093406	0,439429	10,31000
1933 (04)	-6 906000	1,085904	0,438257	9,870000
1933 (05)	-6 177000	1,106689	0,469815	10,26000
1933 (06)	-6 377000	1,177331	0,471190	9,960000
1933 (07)	-5 757000	1,063829	0,469295	10,49000
1933 (08)	-5 313000	1,052994	0,479751	10,65000
1933 (09)	-5 472000	1,043748	0,476200	10,86000
1933 (10)	-1 639000	1,030197	0,520697	10,41000
1933 (11)	-1 948000	1,101297	0,463781	11,11000
1933 (12)	-4 263000	1,290240	0,427140	11,38000
1934 (01)	-2 975000	1,107067	0,440169	12,77000
1934 (02)	-7 190000	1,112477	0,430040	14,45000
1934 (03)	-9 028000	1,070111	0,384665	14,67000
1934 (04)	-7 294000	1,083058	0,388019	14,72000
1934 (05)	-5 208000	1,110872	0,402741	14,13000
1934 (06)	7170000	1,206206	0,412724	14,19000
1934 (07)	1 026000	1,120925	0,419884	13,35000
1934 (08)	2 035000	1,112988	0,454146	13,86000
1934 (09)	1 222000	1,094890	0,441011	13,78000
1934 (10)	8430000	1,046861	0,452791	13,27000
1934 (11)	1 208000	1,050692	0,435576	12,78000
1934 (12)	-56,00000	1,251297	0,405920	12,43000
1935 (01)	-457,0000	1,108552	0,369228	11,97000
1935 (02)	-169,0000	1,164020	0,397477	11,01000
1935 (03)	647,0000	1,218791	0,410629	10,16000
1935 (04)	-13 268,00	1,162257	0,414775	9,880000
1935 (05)	-14 078,00	1,189494	0,442915	9,799999
1935 (06)	-11 344,00	1,288244	0,460668	9,920000
1935 (07)	-12 783,00	1,117255	0,427315	9,820000
1935 (08)	-13 299,00	1,139811	0,430654	9,660000
1935 (09)	-10 469,00	1,121316	0,438230	10,18000
1935 (10)	-12 437,00	1,130503	0,404750	10,23000
1935 (11)	-12 506,00	1,080824	0,415717	10,02000
1935 (12)	-12 771,00	1,241351	0,400496	10,45000

Año (mes)	Pasivos no monetarios	Coficiente de efectivo	Coficiente de reservas	Precio del café (centavos de dólar)
1936 (01)	-12 345,00	1,048518	0,429317	11,43000
1936 (02)	-11 048,00	1,081455	0,435147	13,00000
1936 (03)	-10 137,00	1,056957	0,438601	11,53000
1936 (04)	-10 459,00	1,123803	0,444045	10,64000
1936 (05)	-10 055,00	1,187727	0,428993	10,40000
1936 (06)	-11 117,00	1,244932	0,420126	10,29000
1936 (07)	-8 887000	1,113227	0,434384	10,85000
1936 (08)	-8 327000	1,161583	0,416282	11,25000
1936 (09)	-11 078,00	1,147869	0,387675	10,87000
1936 (10)	-11 021,00	1,110818	0,384747	10,87000
1936 (11)	-11 158,00	1,115643	0,386843	11,64000
1936 (12)	-15 078,00	1,294945	0,352906	12,30000
1937 (01)	-15 100,00	1,074455	0,374413	12,46000
1937 (02)	-15 164,00	1,058230	0,408481	12,73000
1937 (03)	-14 415,00	0,995274	0,409694	12,72000
1937 (04)	-14 158,00	1,089734	0,406505	11,83000
1937 (05)	-10 908,00	1,239324	0,459363	11,93000
1937 (06)	-15 681,00	1,166878	0,399591	11,95000
1937 (07)	-14 706,00	1,108032	0,404365	11,63000
1937 (08)	-17 882,00	1,090704	0,369310	11,79000
1937 (09)	-16 250,00	1,061327	0,370269	11,67000
1937 (10)	-16 284,00	1,017780	0,360366	11,61000
1937 (11)	-26 425,00	0,966218	0,353556	9,990000
1937 (12)	-17 115,00	1,164882	0,389903	9,080000
1938 (01)	-22 674,00	1,004238	0,357706	9,640000
1938 (02)	-24 010,00	1,004395	0,340629	9,330000
1938 (03)	-20 677,00	0,977015	0,360720	9,300000
1938 (04)	-24 202,00	1,034050	0,377517	9,000000
1938 (05)	-17 814,00	1,002883	0,386440	10,05000
1938 (06)	-24 314,00	1,127418	0,348244	10,32000
1938 (07)	-16 724,00	1,083028	0,350771	10,98000
1938 (08)	-18 117,00	1,027235	0,376824	11,35000
1938 (09)	-17 033,00	1,003507	0,366322	11,68000
1938 (10)	-16 634,00	0,990027	0,412416	12,98000
1938 (11)	-13 183,00	0,957989	0,333859	13,88000
1938 (12)	-12 186,00	1,097904	0,338943	13,10000
1939 (01)	-11 431,00	1,059926	0,391612	12,31000
1939 (02)	-14 447,00	0,926245	0,358560	11,45000
1939 (03)	-6 916000	1,069728	0,395295	11,04000
1939 (04)	-7 302000	0,947974	0,336246	11,02000
1939 (05)	-5 919000	0,980996	0,354538	12,28000
1939 (06)	-4 068000	1,078809	0,351281	12,53000
1939 (07)	-1 579000	0,953316	0,352293	12,20000
1939 (08)	-3 602000	0,847873	0,338192	12,27000
1939 (09)	-6 948000	0,922500	0,368635	12,34000
1939 (10)	-7 801000	0,873277	0,356836	12,12000
1939 (11)	-4 930000	0,860570	0,370291	10,90000
1939 (12)	-7 361000	1,052082	0,365934	9,430000

Bibliografía

- Andrade, J. (1929). *El Banco de la República: glosas y comentarios*, Editorial Minerva, Bogotá.
- Bejarano, J. A., "El despegue cafetero, 1900-1928", en *Historia Económica de Colombia* (1987), editado por Ocampo, J. A., Siglo XXI Editores, Bogotá.
- Bernal, J., "Las finanzas del sector público en los años veinte y treinta en Colombia", en *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, junio de 1984.
- Bloomfield, A. (1959), *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, Nueva York, Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M. y Kydland, F., *The Gold Standard as a Rule*, Working Paper 9205, Federal Reserve Bank of Cleveland, marzo de 1992.
- Bustamante, D. (1980), *Efectos económicos del papel moneda durante la Regeneración, La Carreta*, Bogotá.
- Campa, M., "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930's: An Extension to Latin America", en *Journal of Economic History* (1990), Vol 50.
- Cepal, "El desarrollo económico de Colombia", en *Análisis y proyecciones del desarrollo económico* (1957), ONU, México.
- Drake, P. (1989), *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University Press.
- Dhrymes, P. (1971), *Distributed Lags. Problems of Estimation and Formulation*, Holden-Day, Inc., San Francisco.
- Dutton, J., "The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence", en *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (1984), editado por Bordo, M. y Schwartz, A., The University of Chicago Press.
- Echeverry, L. (1990), *Free Banking in Colombia, 1870-1866*, Ph.D Dissertation, University of Georgia.
- Eichengreen, B. y Sachs, J., "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930's", en *Journal of Economic History* (1985), Vol. 45.
- Eichengreen, B. "Bank Rate Policy under the Interwar Gold Standard", en *Elusive Stability. Essays in the History of the International Finance, 1919-1939* (1990), Cambridge University Press.
- , (1992), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- Friedman, M. y Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press.
- Giovannini, A., "Rules of the Game during the International Gold Standard", en *Journal of International Money and Finance*, 1985, 5.
- , "How do fixed-exchange regimes work? Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS", en *Blueprints for the Exchange Rate Management* (1989), editado por Marcus, M., Eichengreen, B. y Portes, R., Academic Press, San Diego.
- Humphrey, T. y Keleher, T. (1982), *The Monetary Approach to the Balance of Payments, Exchange Rates and World Inflation*, Praeger Publishers, Nueva York.

- Kindelberger, C. (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press.
- López, A., "La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.
- , "El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.
- Meisel, A., "Los bancos comerciales en la época de la banca libre, 1871-1923", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.
- Meisel, A. y López, A., "El patrón metálico", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.
- Montenegro, S., "La política arancelaria en la primera fase de la industrialización", en *Crisis mundial, protección e industrialización* (1984), Cerec, Bogotá.
- Nieto, L. (1912), *El curso forzoso y su historia en Colombia*, Linotipo de la Gaceta Republicana, Bogotá.
- Ocampo, J. A., *Variable Monetary Regimes in a Preindustrial Economy: Colombia, 1850-1933*. Paper presentado en el seminario "El patrón oro en los países de la periferia", Lisboa, diciembre de 1991.
- , (1987), *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Siglo XXI Editores, Bogotá.
- Ocampo, J. A. y Montenegro, S. (1984), *Crisis mundial, protección e industrialización*, Cerec, Bogotá.
- Ospina, L. (1950), *Industria y protección en Colombia*, E.S.F.
- Palacios, M. (1983), *El café en Colombia, 1850-1970. Una historia económica, política y social*, El Áncora Editores, Bogotá.
- Patiño, A. (1981), *La prosperidad al debe y la gran crisis, 1925-1935*, Banco de la República, Bogotá.
- Randall, S. (1977), *The Diplomacy of Modernization: Colombian American Relations, 1920-1940*, University of Toronto Press.
- Rippy, F. (1970), *El capital norteamericano y la penetración imperialista en Colombia*, Editorial La Oveja Negra, Medellín.
- Romero, A. (1992), *La banca libre en Bogotá, 1870-1923*, Tesis de Máster, Universidad Nacional de Colombia.
- Spinellei, F. y Frattiani, M., "Italy in the Gold Standard Period, 1861-1914", en *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (1984), editado por Bordo, M. y Schwartz, A., The University of Chicago Press.
- Thorp, R. (ed.) (1984), *Latin America in the 1930's: The Role of the Periphery in the World Crisis*, Saint Martin Press, Nueva York.
- Torres García, G. (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Faes, Medellín.
- Towney, M., "The Depression in Latin America: A Macro Analysis", en *Exploration in Economic History* (1983), Vol. 20.
- Uribe, A. (1931), *Cuestiones económicas*, Editorial Minerva, Bogotá.

Capítulo 3. INFLACIÓN Y MERCADOS CAMBIARIOS DURANTE LA REGENERACIÓN Y LA GUERRA DE LOS MIL DÍAS. UN ANÁLISIS ECONÓMICO

*Adolfo Meisel Roca**

INTRODUCCIÓN

La historia de Colombia en el período que va de 1886 a 1906 es de cataclismos en el campo de la política y la economía. En 1886 se promulgó la Constitución que rigió la organización del país hasta 1991 y en 1899 estalló la guerra civil más cruenta de todas las que enfrentaron los Partidos Liberal y Conservador durante el siglo pasado.

En el terreno económico, el período se inició con el abandono del patrón oro y la instauración del papel moneda de curso forzoso¹. Con la instauración del curso forzoso vino el aumento en la base monetaria debido a la financiación del déficit fiscal con emisiones. Esto condujo, por supuesto, al aumento acelerado en los precios y a la devaluación del peso con respecto a la libra esterlina y al dólar norteamericano.

En este trabajo se estudia la evolución de la tasa de cambio del peso colombiano con respecto a la libra esterlina en los mercados de Bogotá y Medellín entre 1886 y 1906. El objetivo es determinar que tan integrados

* El autor agradece la colaboración de la doctora Marta Misas Arango para la realización de las pruebas de cointegración que se presentan en el Apéndice 3. Una primera versión de este trabajo se presentó en el seminario de Historia monetaria de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional. Los comentarios de los participantes, y en especial los de Fabio Sánchez y Carmen Astrid Romero, ayudaron a precisar algunos conceptos. Las observaciones de Roberto Steiner sobre la forma como se podía generar la serie mensual de inflación fueron muy útiles.

1. Para una discusión de la política monetaria durante este período véase Adolfo Meisel Roca, "Free Banking in Colombia", en Kevin Dowd (1992) (editor), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres y Nueva York.

estaban estos dos mercados, por cuanto a menudo se arguye que por esa época la abrupta topografía del país y el escaso desarrollo de las vías de comunicación impedían el funcionamiento de un mercado nacional. Para este análisis contamos con las series mensuales de la tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina durante los 20 años comprendidos entre 1886 y 1906. Se toma el año 1886 como fecha de partida debido a que fue en ese momento cuando se inició el período de tasa de cambio libre. Antes de esa fecha operaba el patrón oro, donde la tasa de cambio es fija y varía sólo dentro de unos límites muy estrechos que dependen de los *gold points*. El análisis se extiende hasta 1906, principalmente porque la serie para Bogotá llega hasta ese año. Sin embargo, por otro tipo de información (como la tasa de cambio anual con respecto al dólar) sabemos que entre 1906 y 1923, cuando nuevamente se instauró el patrón oro, imperó una gran estabilidad en el mercado cambiario colombiano.

En la segunda sección de este trabajo se hace un análisis de la evolución en las principales variables monetarias en el período 1886 - 1906. En particular, se analiza lo que fue el comportamiento de los precios, la devaluación y la base monetaria. También se explora la consistencia de esas variables entre sí, con el fin de determinar si su comportamiento parece estar de acuerdo con lo que la teoría económica haría esperar.

En la tercera sección se trata de responder a la pregunta: ¿estaban integrados los mercados cambiarios de Medellín y Bogotá entre 1886 y 1906? Para ello, primero se hace un análisis estadístico sencillo, utilizando el coeficiente de correlación entre la variación de las dos tasas. A continuación, se analiza el coeficiente de variación de la razón entre la tasa de cambio con respecto a la libra esterlina en las dos ciudades. Finalmente, se hace uso de la metodología de la cointegración para determinar si estas dos variables mantuvieron una relación de equilibrio de largo plazo entre sí. Tanto del análisis de cointegración como del de correlación se concluye que para el período en su conjunto las dos series comparten una tendencia común en el tiempo. Sin embargo, del análisis de correlación también se concluye que en algunos subperíodos cortos (de varios meses) ese nexo casi que desapareció o se redujo significativamente.

EVOLUCIÓN MONETARIA Y CAMBIARIA, 1886-1906

En 1880, Rafael Núñez creó el Banco Nacional para atender las necesidades de financiación del gobierno. A partir de esa fecha, el Banco Nacional emitió billetes de papel moneda convertibles por oro. Sin embargo, en 1886 el gobierno decretó el curso forzoso de los billetes del Banco Nacional. Entre esa fecha y 1923, Colombia estuvo bajo el régimen de papel moneda incon-

vertible, en el cual la tasa de cambio del peso con respecto a las monedas extranjeras se fijó en un mercado libre².

Desde que se decretó la no convertibilidad de los billetes del Banco Nacional en 1886, se inició un proceso de expansión en la oferta monetaria que se tradujo en un aumento en los precios y en la devaluación del peso. Es posible establecer tres subperíodos en la evolución de la tasa de cambio entre 1886 y 1906. En los años que van de 1886 a 1898 la devaluación fue relativamente moderada, pasando del 20% solamente en 1887. A continuación, entre 1899 y 1903, ésta se elevó drásticamente y alcanzó el 165,8% en 1902, para estabilizarse a partir de 1904 (véanse Gráfico 3.1 y Cuadro 3.1).

Sobre la devaluación del peso en este período es preciso hacer una aclaración. Un error muy común entre los historiadores que estudian el período es que confunden la tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina con el premio de la libra esterlina sobre el peso³. El premio corresponde al excedente que había que pagar en pesos para comprar una libra: o sea que un premio de 100% implica que la tasa de cambio era de 2,0 pesos por una libra esterlina. Por esa confusión, los autores que incurren en este error hablan de una tasa de 10 000, cuando el nivel más alto que alcanzó durante todo el período fue de 190 pesos por una libra esterlina, en octubre de 1902.

El análisis de los diferentes índices de precios revela que éstos son bastante consistentes entre sí y con otras variables relacionadas, como la base monetaria y la devaluación. Esa consistencia hace pensar que esos índices, sobre los cuales a menudo los historiadores tienen muy poca confianza, reflejan en términos bastante fidedignos lo que realmente sucedió⁴.

Para el estudio de la inflación durante el período, hemos utilizado tres índices diferentes (véase Cuadro 3.2). El único que cubre todo el período

-
2. Para la suerte final de los billetes del Banco Nacional véase Adolfo Meisel Roca, "La historia monetaria de Mauricio Avella: Hamlet con tres príncipes", en *Ensayos sobre política económica*, No. 13, junio de 1988.
 3. Por ejemplo, véase Charles Bergquist (1981), *Café y conflicto en Colombia, 1886-1910*, Faes, Medellín, pp. 272-273.
 4. En general, los historiadores económicos son menos reacios que los historiadores a utilizar información estadística deficiente, por cuanto consideran que a menudo se puede demostrar que los resultados son robustos a los sesgos que se puedan presentar. Al respecto, comenta uno de los principales practicantes de la cliometría, Robert Fogel: "...la ausencia de información completa en puntos particulares es muchas veces intrascendente" (*Which Road to the Past, Two Views of History* (1983), Yale University Press, New Haven, p. 28).

1886-1906 es el que construyó Alberto Pardo con base en los archivos de la Beneficencia de Cundinamarca⁵.

CUADRO 3.1
DEVALUACIÓN ANUAL DEL PESO CON RESPECTO
A LA LIBRA ESTERLINA

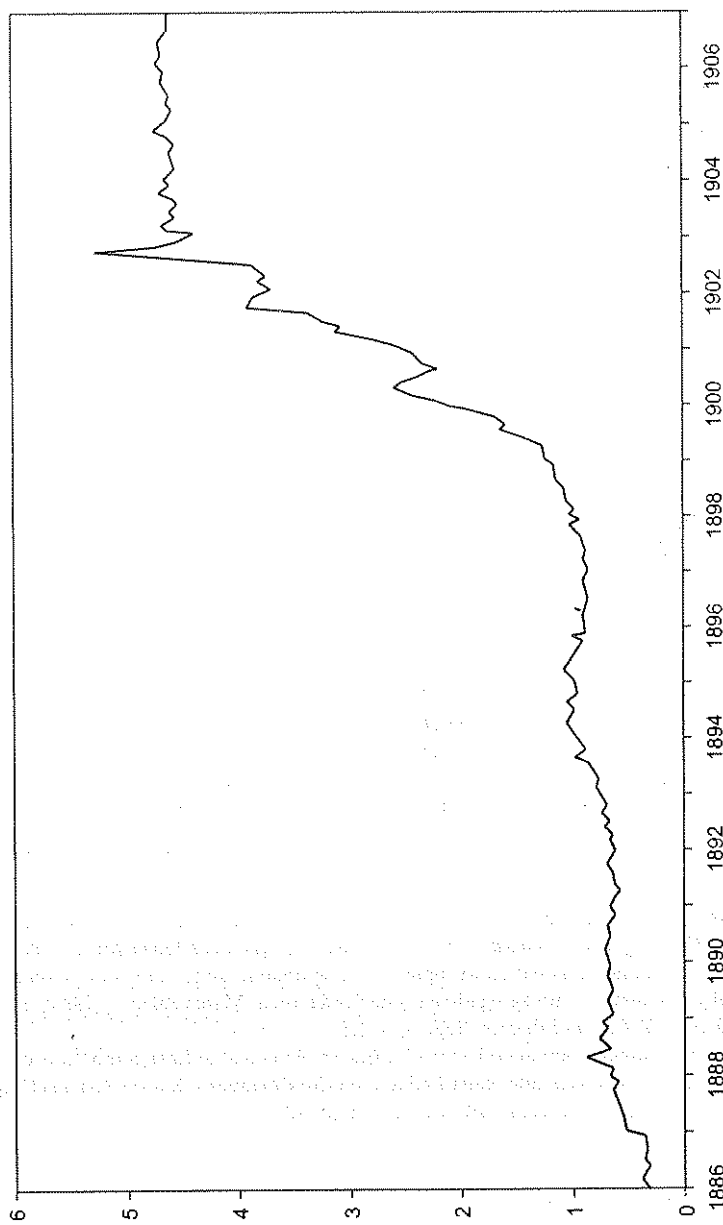
Años	Devaluación en Bogotá (%)	Devaluación en Medellín (%)
1886	11,7	13,5
1887	26,2	18,0
1888	15,5	17,4
1889	- 4,7	- 4,7
1890	0,0	0,5
1891	-3,7	-3,3
1892	4,2	4,5
1893	17,0	16,4
1894	17,9	18,2
1895	-1,4	-1,7
1896	-9,5	-9,0
1897	3,5	4,1
1898	17,2	17,1
1899	50,2	45,8
1900	142,7	116,7
1901	158,0	163,6
1902	165,8	175,1
1903	33,4	46,3
1904	2,4	- 4,2
1905	2,4	8,3
1906	2,6	3,1

Fuente: Apéndice 1 y cálculos del autor.

Para 1887-1896, también utilizamos un índice de los costos laborales de la hacienda Santa Bárbara, localizada en Sasaima, Cundinamarca⁶. Por último, se construyó un índice de precios para 1897-1906, utilizando el valor

5. Alberto Pardo Pardo (1972), *Geografía económica y humana de Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, p. 221.
6. Marco Palacios (1983), *El café en Colombia, 1850-1970*, El Áncora Editores, Bogotá, p. 247.

GRÁFICO 3.1
 EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO DEL PESO CON RESPECTO A LA LIBRA ESTERLINA EN BOGOTÁ
 (1886-1906)



Fuente: Apéndice 1 y cálculos del autor.

del jornal diario de un agregado en la hacienda Jonás⁷. Como se aprecia en el Cuadro 3.2, sólo se produjo un proceso inflacionario agudo (más de 60% de aumento anual en los precios) entre 1900 y 1903, es decir durante la Guerra de los Mil Días y en el año después de su culminación.

CUADRO 3.2
INFLACIÓN ANUAL EN COLOMBIA
(1886-1906)

Año	Inflación 1	Inflación 2	Inflación 3
1886	0,0	ND	ND
1887	10,9	ND	13,4
1888	-21,4	ND	31,6
1889	28,4	ND	0,0
1890	-3,5	ND	0,0
1891	-0,9	ND	29,0
1892	0,0	ND	16,3
1893	6,5	ND	8,0
1894	11,3	ND	14,2
1895	5,5	ND	-5,4
1896	14,0	ND	11,4
1897	7,8	5,9	ND
1898	-4,2	-25,9	ND
1899	-1,9	17,5	ND
1900	37,8	61,7	ND
1901	186,5	57,9	ND
1902	318,0	262,5	ND
1903	168,6	150,6	ND
1904	14,1	35,3	ND
1905	17,4	-11,2	ND
1906	-21,2	3,6	ND

Nota: ND: No disponible.

Inflación 1 = Aumento anual en los precios que se obtiene con el índice de precios de Alberto Pardo Pardo (1972), *Geografía económica y humana de Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, p. 221.

Inflación 2 = Aumento anual en los precios que se obtiene utilizando como índice de precios el valor del jornal diario de un agregado en la hacienda Jonás; Marco Palacios (1983), *El café en Colombia, 1850-1970*, El Áncora Editores, Bogotá, p. 225.

Inflación 3 = Aumento anual en los precios que se obtiene al utilizar como índice de precios los costos laborales en la hacienda Santa Bárbara, en Cundinamarca; Marco Palacios (1983), *El café en Colombia, 1850-1970*, El Áncora Editores, Bogotá, p. 247.

7. Marco Palacios (1983), *op. cit.*, p. 225.

CUADRO 3.3
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL
 (1896=100)

Año	Índice
1886	100,9
1887	112,1
1888	171,0
1889	126,9
1890	136,3
1891	131,0
1892	130,1
1893	142,9
1894	136,7
1895	124,3
1896	100,0
1897	97,3
1898	125,5
1899	207,0
1900	394,9
1901	336,0
1902	213,7
1903	106,1
1904	91,9
1905	83,0
1906	116,8

La tasa de cambio real es igual a la tasa de cambio nominal del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá por el índice de precios doméstico y todo esto dividido por el índice de precios de Inglaterra. Para el índice de precios doméstico se utilizó el de Alberto Pardo Pardo, (*Geografía económica y humana de Colombia* (1972), Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, p. 221); para el índice de precios de Inglaterra, el de B. R. Mitchell, (*Abstract of British Historical Statistics* (1962), Cambridge University Press, Great Britain, pp. 471-473). La tasa de cambio nominal anual se obtuvo del promedio de la tasa de cambio mensual del apéndice 1.

Hay que destacar que aunque *a priori* existen razones muy valederas para poner en duda un análisis de la inflación del período con los índices de precios y las *proxys* de estos que venimos discutiendo, la consistencia de los diferentes índices entre sí y con las principales variables macroeconómicas del período, hace pensar que estos se acercan bastante a lo que ocurrió. Por ejemplo, el coeficiente de correlación entre el índice de precios de Pardo con el jornal diario de un agregado en la hacienda Jonás entre 1887 y 1896 es de 0,99 y el del índice de Pardo con el índice de los costos laborales en Santa Bárbara para 1897-1906 es de 0,76.

CUADRO 3.4
TASA DE DEVALUACIÓN
[1899(01) - 1904(12)]

Período	Porcentaje	Período	Porcentaje	Período	Porcentaje
1899(01)	5,67	1901(09)	11,54	1904(05)	1,06
1899(02)	0,60	1901(10)	68,97	1904(06)	0,00
1899(03)	1,19	1901(11)	0,00	1904(07)	4,21
1899(04)	0,59	1901(12)	-4,08	1904(08)	-4,04
1899(05)	4,96	1902(01)	-10,64	1904(09)	-4,21
1899(06)	9,17	1902(02)	-4,76	1904(10)	0,00
1899(07)	10,43	1902(03)	5,00	1904(11)	5,05
1899(08)	17,97	1902(04)	7,14	1904(12)	7,69
1899(09)	-4,69	1902(05)	-5,56	1905(01)	-6,70
1899(10)	2,87	1902(06)	2,35	1905(02)	-4,31
1899(11)	10,96	1902(07)	8,05	1905(03)	-1,00
1899(12)	16,70	1902(08)	48,94	1905(04)	-1,01
1900(01)	25,23	1902(09)	57,14	1905(05)	3,06
1900(02)	7,62	1902(10)	72,73	1905(06)	-0,99
1900(03)	24,77	1902(11)	-42,11	1905(07)	-0,50
1900(04)	11,25	1902(12)	-16,36	1905(08)	2,01
1900(05)	10,36	1903(01)	-4,35	1905(09)	0,99
1900(06)	-5,89	1903(01)	-9,09	1905(10)	3,41
1900(07)	-14,57	1903(03)	26,25	1905(11)	0,00
1900(08)	-7,04	1903(04)	2,97	1905(12)	-0,94
1900(09)	-11,07	1903(05)	-7,69	1906(01)	0,95
1900(10)	13,23	1903(06)	3,13	1906(02)	5,66
1900(11)	5,54	1903(07)	-4,04	1906(03)	-3,79
1900(12)	2,44	1903(08)	-2,11	1906(04)	0,46
1901(01)	12,00	1903(09)	3,23	1906(05)	0,23
1901(02)	9,57	1903(10)	10,42	1906(06)	-0,69
1901(03)	14,70	1903(11)	0,94	1906(07)	-2,10
1901(04)	20,36	1903(12)	-5,61	1906(08)	-4,76
1901(05)	22,11	1904(01)	1,98	1906(09)	0,00
1901(06)	-3,85	1904(02)	-0,97	1906(10)	0,00
1901(07)	15,10	1904(03)	-4,90	1906(11)	0,00
1901(08)	4,00	1904(04)	-3,09	1906(12)	0,00

Fuente: Apéndice 1 y cálculos del autor.

También se encuentra que entre 1886 y 1906 hubo una correlación bastante alta entre el índice de precios de Pardo y la tasa de cambio nominal (0,97) y entre el índice de precios de Pardo y la base monetaria (0,97). Estos resultados son consistentes con lo que la teoría económica nos hace esperar. Por lo anterior, pues, consideramos que el índice de precios de Alberto Pardo refleja bastante bien lo que ocurrió con los precios, por lo menos en Bogotá, durante la Regeneración y la Guerra de los Mil Días.

La inflación que obtenemos para el período de la Guerra de los Mil Días con el índice de precios de Pardo, aunque elevada, no parece estar en los niveles que normalmente se alcanzan en los episodios de hiperinflación (donde los aumentos anuales en los precios tienden a estar por encima de 1 000%). En efecto, con ese índice se encuentra que el año en que los precios subieron más fue 1902, cuando se elevaron en 318%.

En la literatura sobre historia monetaria la definición más conocida de hiperinflación es la de Phillip Cagan de 1956: "Yo defino que las hiperinflaciones comienzan en el mes en que el aumento en los precios excede de 50% y terminan en el mes anterior a aquel en que el aumento en los precios cae por debajo de ese valor y se mantiene por debajo por lo menos durante un año. Esta definición no excluye aumentos en los precios por debajo del 50% mensual en los meses intermedios, y muchos meses de esos pueden tener tasas por debajo de ese nivel"⁸. Aunque esta definición es completamente arbitraria, sí cubre a la mayoría de las *hiperinflaciones* de Europa entre las dos guerras mundiales y de América Latina en épocas más recientes. Si aceptamos como válida la definición de Cagan, ¿podemos decir que en Colombia hubo hiperinflación durante la Guerra de los Mil Días? La respuesta tiene que ser no, o si la hubo, duró a lo sumo muy pocos meses.

Antes de adentrarnos en la discusión sobre si hubo o no hiperinflación es necesario señalar que para ese período no hay disponible ningún tipo de índice de precios calculado mensualmente. Sin embargo, si utilizamos una identidad económica ampliamente conocida y realizamos algunos supuestos sobre el comportamiento de varios de sus componentes, podemos construir una *proxy* del índice de precios mensual para el período que más nos interesa (1899-1904). Esto se obtiene partiendo de la definición de la tasa de cambio real, que es igual a la tasa de cambio nominal por el índice de precios externo y todo esto dividido por el índice de precios doméstico. Si suponemos que el índice de precios externo no varía, obtenemos que la

8. Phillip Cagan, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Milton Friedman (editor) (1956), *Studies in The Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, USA, p. 25.

inflación es igual a la devaluación nominal menos la devaluación real⁹. Como no tenemos la devaluación real sino la anual, suponemos que la variación anual se distribuyó uniformemente a lo largo del año¹⁰. La serie de inflación mensual que se obtiene de esta forma se presenta en el cuadro 3.5.

Con la tasa de inflación que se obtiene al igualar el aumento de los precios con la devaluación mensual nominal menos la devaluación real, encontramos que ese aumento fue superior al 50% en sólo cuatro meses (octubre de 1901, agosto de 1902, septiembre de 1902 y octubre de 1902).

Tenemos, pues, que la aplicación de la definición de hiperinflación de Phillip Cagan que presentamos anteriormente nos señala el período comprendido entre octubre de 1901 y octubre de 1902, como el de hiperinflación. Esto por cuanto en el primero de estos meses el aumento en los precios superó el 50,0% y a partir del último se colocó por debajo de ese nivel, y se mantuvo allí en los meses siguientes. Sin embargo, si analizamos en detalle este episodio encontramos que la evidencia no es muy contundente. En primer lugar, en los once meses intermedios solamente dos veces se presentó un aumento de precios por encima del 50,0%. Peor aún, en cuatro meses se presentó una caída en los precios. Como resultado, el aumento promedio en los precios en los meses intermedios fue de 12,1% (y de -1,3% entre diciembre de 1901 y junio de 1902). Estas tasas de inflación (y de deflación en varios casos) evidencian un fenómeno inflacionario más bien moderado.

Otro aspecto que es necesario analizar con el fin de dilucidar hasta qué punto se presentó un proceso de hiperinflación durante la Guerra de los Mil Días, es el comportamiento de la oferta monetaria real. Uno de los argumentos centrales de Phillip Cagan en su ya clásico estudio sobre las experiencias de hiperinflación, es que estas se caracterizan por la caída en los saldos monetarios reales como resultado del aumento en el costo de mantener dinero (que en estos casos está dado principalmente por la tasa de aumento en los precios). Para este caso, esa caída en los saldos monetarios reales no ocurrió a lo largo del período comprendido entre octubre de 1901 y octubre de 1902. En efecto, luego de una reducción de la base monetaria real en octubre de 1901, en los

9. Esto es $TCR = \frac{(TCN) \cdot P^*}{P}$ diferenciando logarítmicamente y suponiendo que la

variación en los precios externos es igual a cero llegamos a que: $P = TCN - TCR$ (P =índice de precios domésticos, P^* =índice de precios externos, TCN =Tasa de cambio nominal y TCR =tasa de cambio real). El punto encima de una variable indica que se trata de la tasa de crecimiento de ésta.

10. El supuesto de que los precios de Inglaterra no variaron es bastante razonable por cuanto entre 1901 y 1903 estos se mantuvieron constantes y tuvieron variaciones menores en 1899 y 1900 (de acuerdo con el Rosseaux Price Index).

CUADRO 3.5
TASA DE INFLACIÓN MENSUAL EN BOGOTÁ
(1899(01) - 1904(12))

Período	Variación porcentual en el índice de precios	Período	Variación porcentual en el índice de precios
1899(01)	0,3	1902(01)	-7,5
1899(02)	-4,8	1902(02)	-1,7
1899(03)	-4,2	1902(03)	8,1
1899(04)	-4,8	1902(04)	10,2
1899(05)	-0,4	1902(05)	-2,5
1899(06)	3,8	1902(06)	5,5
1899(07)	5,0	1902(07)	11,2
1899(08)	12,6	1902(08)	52,0
1899(09)	-10,1	1902(09)	60,2
1899(10)	-2,5	1902(10)	75,8
1899(11)	5,6	1902(11)	-39,0
1899(12)	11,3	1902(12)	-13,3
1900(01)	17,6	1903(01)	-0,2
1900(02)	0,0	1903(02)	-4,9
1900(03)	17,2	1903(03)	30,5
1900(04)	3,7	1903(04)	7,2
1900(05)	2,8	1903(05)	-3,5
1900(06)	-13,5	1903(06)	7,3
1900(07)	-22,2	1903(07)	0,2
1900(08)	-14,6	1903(08)	2,1
1900(09)	-18,7	1903(09)	7,4
1900(10)	-20,8	1903(10)	14,6
1900(11)	-13,2	1903(11)	5,1
1900(12)	10,0	1903(12)	-1,4
1901(01)	13,2	1904(01)	3,1
1901(02)	10,8	1904(02)	0,1
1901(03)	15,9	1904(03)	3,8
1901(04)	21,6	1904(04)	-2,0
1901(05)	23,3	1904(05)	2,2
1901(06)	-2,7	1904(06)	1,1
1901(07)	16,3	1904(07)	5,3
1901(08)	5,2	1904(08)	-2,9
1901(09)	12,7	1904(09)	5,3
1901(10)	70,2	1904(10)	1,1
1901(11)	1,2	1904(11)	6,2
1901(12)	-2,9	1904(12)	8,8

Nota: la inflación mensual se calculó restandole a la devaluación nominal mensual la devaluación real, tal como se explica en la nota de pie de página 9. La devaluación mensual que se utilizó es la que aparece en el Cuadro 3.4 para Bogotá. Para la devaluación real se utilizó la del Cuadro 3.3, dividiéndola por 12 para obtenerla en forma mensual.

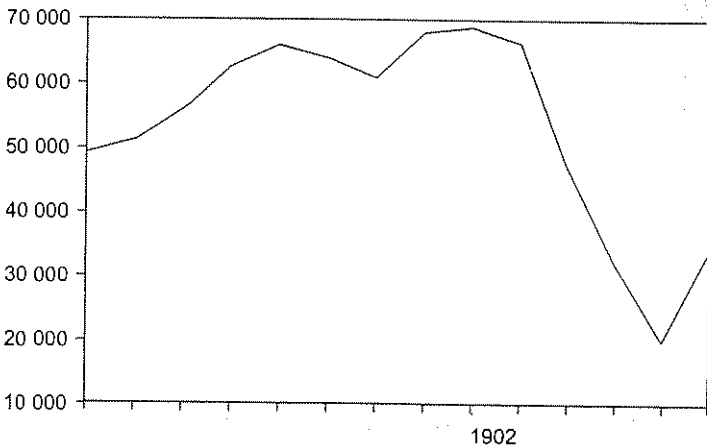
siguientes nueve meses ésta aumentó con excepción de dos meses en los cuales hubo caídas de menos del 5,0%. Como resultado de esta situación, en julio de 1902, la base monetaria real era mayor que la de octubre de 1901, cuando supuestamente se había iniciado la hiperinflación (véanse Cuadro 3.6 y Gráfico 3.2). Difícilmente se puede pensar que los saldos monetarios reales aumenten en forma sostenida durante un proceso de hiperinflación.

Por tanto, consideramos que en términos estrictos sólo los meses de septiembre y octubre de 1902 son consistentes con las características que Phillip Cagan le atribuye a un episodio de hiperinflación:

1. Aumento en los precios por encima del 50,0% mensual.
2. Caída en los saldos monetarios reales.

Por tanto, de haberse presentado el evento que hemos venido discutiendo, fue tan corto y de tan poca intensidad que ya para febrero de 1903, la base monetaria real había recuperado el nivel anterior al de la aceleración de los precios en agosto de 1902. Tal vez ello explica la razón por la cual la recuperación de la economía después de la guerra no requirió una reforma monetaria en la cual se abandonara el peso. En efecto, esa moneda continuó en circulación hasta 1923, cuando la reemplazó el billete convertible por oro, emitido por el Banco de la República.

GRÁFICO 3.2
BASE MONETARIA REAL [1901(10)-1902(11)]



Fuente: Cuadro 3.6.

CUADRO 3.6
BASE MONETARIA
 (miles de pesos)

Período	Base monetaria nominal (miles de pesos)	Base monetaria real (miles de pesos de enero de 1901)
1900(01)	58 994	30 630
1900(02)	63 906	28 215
1900(03)	71 397	31 522
1900(04)	77 913	29 357
1900(05)	86 455	31 415
1900(06)	90 597	32 024
1900(07)	92 847	37 943
1900(08)	95 780	50 305
1900(09)	98 827	60 779
1900(10)	100 209	75 801
1900(11)	107 503	102 677
1900(12)	115 209	126 743
1901(01)	121 019	121 019
1901(02)	126 799	114 440
1901(03)	138 748	108 059
1901(04)	145 838	93 366
1901(05)	157 086	81 603
1901(06)	172 208	91 942
1901(07)	184 942	84 914
1901(08)	195 874	85 497
1901(09)	206 748	80 073
1901(10)	215 464	49 024
1901(11)	225 233	50 637
1901(12)	239 779	55 517
1902(01)	249 003	62 329
1902(02)	256 121	65 221
1902(03)	270 051	63 616
1902(04)	283 953	60 700
1902(05)	308 615	67 664
1902(06)	328 712	68 311
1902(07)	354 037	66 163
1902(08)	379 704	46 681
1902(09)	411 524	31 580
1902(10)	453 658	19 803
1902(11)	479 011	34 276

Nota: como base monetaria a diciembre de 1899 se utilizó 52 861 000 y a ese valor se le agregaron las emisiones mensuales ocurridas entre enero de 1900 y noviembre de 1902. La base monetaria real se calculó con el índice de precios que se obtiene a partir de la inflación mensual que se presenta en el Cuadro 3.5.

Fuente: *Memoria del Tesoro 1904*, pp. 66-69.

Se podría argumentar que la utilización de la devaluación del peso con respecto a la libra esterlina para la construcción de una *proxy* de la inflación requiere varios supuestos que permiten cuestionar su validez. Sin embargo, la evidencia empírica indirecta nos hace pensar que los resultados son bastante confiables. Por ejemplo, la *proxy* de los precios que hemos utilizado tiene una alta correlación con la base monetaria durante este período, ya que el coeficiente de correlación es de 0,89 (véase Gráfico 3.3).

¿ESTABAN INTEGRADOS LOS MERCADOS CAMBIARIOS EN MEDELLÍN Y BOGOTÁ ENTRE 1886 Y 1906?

Entre los estudiosos de la economía nacional del siglo pasado, es común que se afirme que los mercados regionales estaban muy poco integrados entre sí¹¹. Es innegable que la abrupta topografía del país y su clima tropical, combinado con el escaso desarrollo de los medios de comunicación (como el ferrocarril, por ejemplo), llevaron a que la economía pudiera caracterizarse como de archipiélagos, para usar la expresión de Luis Eduardo Nieto Arteta. Sin embargo, la integración entre los mercados no se puede ver como algo categórico, que existe o no existe. Más bien, la integración es un espectro en el cual hay algunos productos, como los perecederos, en el rango inferior y otros como el oro, cuyo costo de transporte con respecto al valor es mínimo, que se encuentran en el rango superior. El caso de las monedas extranjeras es similar al del oro, pues su costo de transporte es bajo con respecto a su valor. Por tal motivo, uno esperaría que su precio en los distintos mercados no se diferencie sino en una magnitud que como máximo sea igual al costo de transporte.

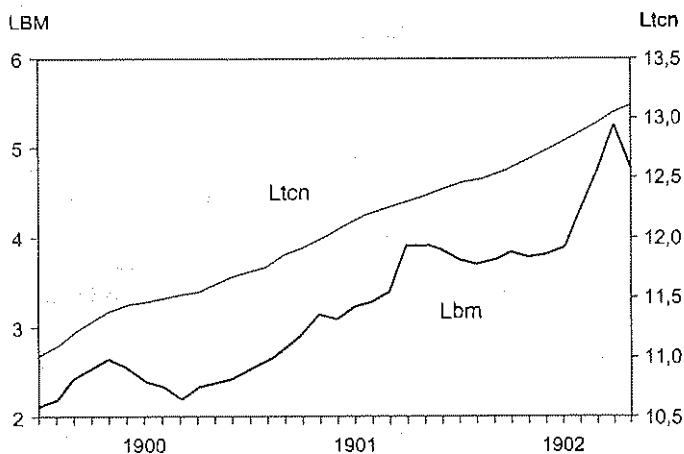
Contamos con series mensuales para la tasa de cambio entre el peso colombiano y la libra esterlina en Medellín y Bogotá, para el período 1886-1906. Como a menudo se argumenta que en el siglo pasado los mercados regionales estaban muy poco integrados entre sí, hay que preguntarse: ¿estaban integrados los mercados cambiarios en Medellín y Bogotá en ese período?

Para responder la anterior pregunta inicialmente se realiza un análisis estadístico descriptivo de la relación entre las dos variables con base en el

11. Por ejemplo, Marco Palacios en un ensayo crítico acerca del libro de historia económica de Colombia de W.P. McGreevey afirma: "McGreevey ha dado por supuesta la existencia de una nación o de un país integrado en sus espacios económicos, aunque sabemos que la suposición es falsa", Marco Palacios, "Las condiciones de la oferta de café", en *Historia económica de Colombia, un debate en marcha* (1979), Banco Popular, Bogotá.

GRÁFICO 3.3

LOGARITMO DE LA TASA DE CAMBIO DEL PESO CON RESPECTO A LA LIBRA ESTERLINA Y LOGARITMO DE LA BASE MONETARIA



Nota: lbm: logaritmo de la base monetaria nominal.

lcn: logaritmo de la tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá.

Fuente: Apéndice 1 y Cuadro 3.6.

coeficiente de correlación. Además, se utiliza la metodología de la cointegración para determinar si la cotización de la libra esterlina en los mercados de Medellín y Bogotá tuvo una relación estable y compartió una misma tendencia en el tiempo. De ambos análisis se concluye que para el período en su conjunto, 1886-1906, estos mercados estuvieron ligados entre sí. Sin embargo, y como veremos, cuando se hace el análisis para subperíodos más cortos, encontramos algunos años para los cuales la integración entre los dos mercados se redujo significativamente.

Análisis descriptivo de la relación entre la cotización del peso en Medellín y Bogotá

En primer lugar, el coeficiente de correlación entre las variaciones de la tasa de cambio mensual del peso con respecto a la libra esterlina para el período 1886-1906, es de 0,65¹². La estrecha correlación que se observa para el pe-

12. El análisis se realiza con la variación y no con los niveles de las variables, por cuanto se trata de una serie no estacionaria.

río 1886 -1906, entre la variación en la cotización de la libra esterlina en Medellín y Bogotá, se redujo significativamente en algunos años. Por ejemplo, en 1904 el coeficiente de correlación se redujo a 0,49. En ese año, se presentó en Medellín un pánico bancario como resultado de las especulaciones en torno a la cotización del peso en la cual estaban involucrados la mayoría de los bancos de la capital antioqueña¹³.

Es necesario precisar que el análisis del coeficiente entre la tasa de cambio en Medellín y Bogotá revela tres subperíodos muy claramente definidos (véase Gráfico 3.4). Hay un primer subperíodo que va de enero de 1886 hasta septiembre de 1899, donde la relación entre las dos tasas se mantiene en un rango en que la una no supera a la otra en más de 10,0%, con la excepción de un mes, pues en mayo de 1888 la diferencia se elevó al 16,0%.

Hay un segundo subperíodo, que va de octubre de 1899 (cuando estalló la Guerra de los Mil Días) hasta diciembre de 1904. Durante este período, la diferencia entre las dos tasas se amplió significativamente, llegando en ocasiones al 38,0%. Además, durante este lapso las fluctuaciones del cociente entre las dos tasas se hacen mucho más pronunciadas, reflejando una mayor inestabilidad en el mercado cambiario. Ello se aprecia claramente en el coeficiente de variación del cociente entre las dos tasas, que se elevó de 0,03 en 1886(01)-1899(09) a 0,13 en 1899(10)-1904(12) (véase Cuadro 3.7).

CUADRO 3.7

COEFICIENTE DE VARIACIÓN DEL COCIENTE ENTRE LA TASA DE CAMBIO MENSUAL DEL PESO CON RESPECTO A LA LIBRA ESTERLINA EN BOGOTÁ Y MEDELLÍN

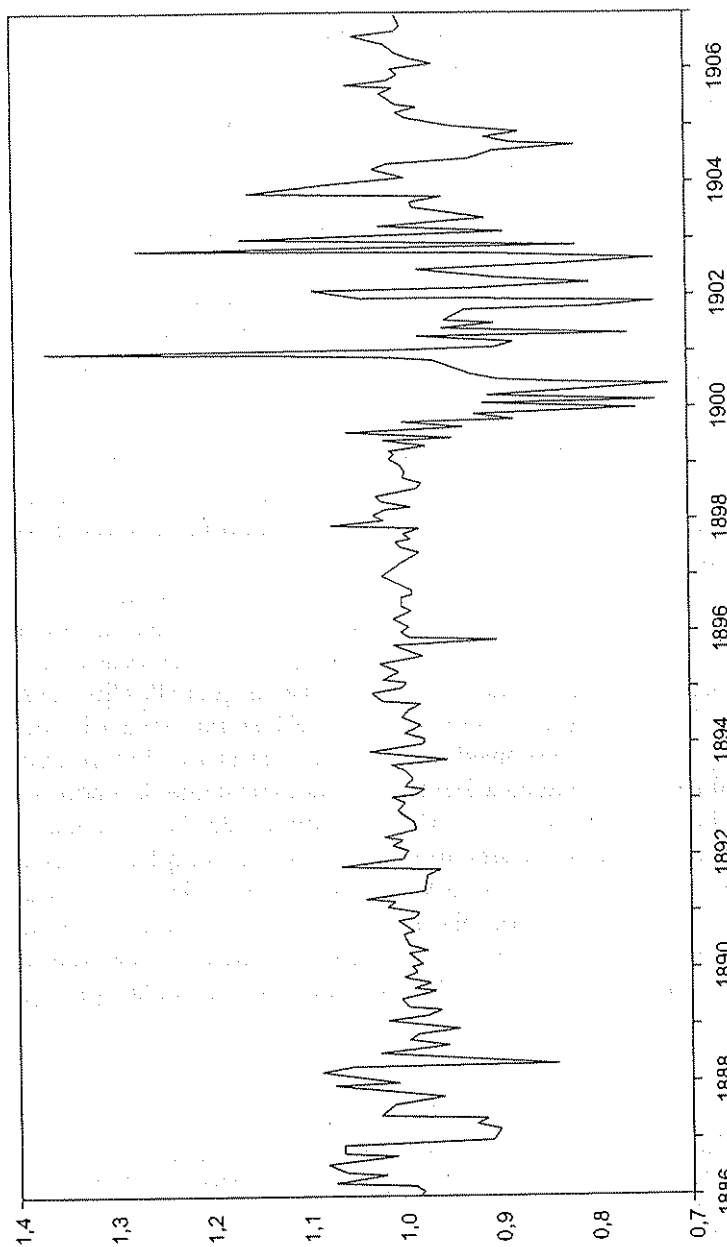
(tasa de cambio en Medellín/tasa de cambio en Bogotá)

Período	Coefficiente de variación
1886(01) - 1899(09)	0,03
1899(10) - 1904(02)	0,13
1905(01) - 1906(12)	0,03

Fuente: Apéndice 1.

13. Adolfo Meisel Roca, "Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990), Banco de la República, Bogotá.

GRÁFICO 3.4
PROPORCIÓN ENTRE LA TASA DE CAMBIO MENSUAL DEL PESO CON RESPECTO A LA LIBRA
ESTERLINA EN BOGOTÁ Y MEDELLÍN (1886-1906)



Nota: el Gráfico presenta el coeficiente que se obtiene al dividir la tasa de cambio en Medellín por la tasa de cambio en Bogotá.

Fuente: Apéndice 1.

El período de inestabilidad en el cociente entre las dos tasas de cambio se inició en octubre de 1899, al estallar la Guerra de los Mil Días, pero no se terminó al finalizar esa contienda en noviembre de 1902, sino que se prolongó hasta finales de 1904. Es decir, la estabilización de los mercados cambiarios duró cerca de dos años.

El último subperíodo va de enero de 1905 a diciembre de 1906. Aquí el comportamiento del cociente de las tasas de Medellín y Bogotá es similar al del período 1886-1899.

¿A qué factores obedecen las enormes diferencias en la cotización de la libra esterlina que se presentaron entre Medellín y Bogotá durante la Guerra de los Mil Días y los meses posteriores a su culminación? Consideramos que la respuesta a este interrogante es el sistema de comunicaciones, principalmente la red de telégrafos. En efecto, desde comienzos de la década de 1880 el país había empezado a conectarse por medio de una red de telégrafos. Al estallar la guerra, las principales poblaciones estaban comunicadas entre sí a través de los telégrafos¹⁴. Por tanto, no sorprende que en el período 1886-1899, la correlación entre la variación de las tasas de cambio en Medellín y Bogotá fuera tan elevada y que las diferencias entre ellas no pasaran de ser un porcentaje reducido (menos de 10,0%).

Al iniciarse el conflicto, la situación anterior cambió, por varias razones. Primera, la inseguridad que se apoderó de las zonas rurales implicó que el transporte de valores se volviera más arriesgado, y en ocasiones imposible. Además, fue común que hacia el final de ésta las guerrillas liberales destruyeran las redes del telégrafo. Al respecto, dice el historiador Charles W. Bergquist: "Durante la guerra fue considerable el daño al sistema de comunicaciones. A su terminación, el sistema telegráfico, blanco constante de ataques de las guerrillas liberales, estaba en ruinas"¹⁵. El resultado de ello se puede observar en las comunicaciones internas entre los bancos. Por ejemplo, el 24 de noviembre de 1899, el comerciante Pedro Vélez Racedo le escribió desde Cartagena al gerente del Banco de Colombia en Bogotá: "Le agradeceré que una vez restablecida la comunicación con la Costa me imponga por telégrafo del tipo de cambio sobre el exterior a fin de ver si en relación con las que rigen acá me

14. La red telegráfica en Colombia aumentó de 20 kilómetros en 1865 a 9 689 en 1892, Helen Delpar, (1981) *Red Against Blue, The Liberal Party in Colombia, 1863-1899*, University of Alabama Press, USA, p. 14. En la *Enciclopedia de Bolsillo*, publicada en Bogotá en 1891 por Julio Cuervo, aparece una relación de las 258 oficinas de telégrafo que había en el país en ese momento.

15. Bergquist, *op. cit.*, p. 236.

conviene traer letras¹⁶. En 1903, el Banco de Colombia le comunicó al señor Henry Meland en Honda: "Tampoco hemos podido, por interrupción de la línea telegráfica, avisar a Paúl Richux, que tenemos a su orden, por cuenta de ustedes, £1 000, que ustedes nos han ordenado poner a disposición de dicho señor. Esta situación ha causado malestar en el manejo de sus negocios pero ha sido por situaciones ajenas a la voluntad de nuestra firma"¹⁷. Por ello, al restablecerse la red telegráfica nacional en el transcurso de 1903-1904, las diferencias entre la cotización del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín y Bogotá, vuelven a reducirse a niveles inferiores al 10,0%, como se observa a lo largo de 1905-1906.

Análisis de la cointegración de la tasa de cambio del peso en Medellín y Bogotá

Se utilizó la metodología de la cointegración para indagar si en el período 1886-1906 existió una relación de largo plazo entre la tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín y Bogotá. Ello se realizó con las cotizaciones mensuales del peso que se presentan en el Apéndice 1. El desarrollo de las pruebas se presenta en el Apéndice 3.

Los resultados de las pruebas de cointegración permiten aseverar que durante el período 1886-1906, la tasa de cambio del peso con respecto a la libra en Medellín y Bogotá guarda una relación de equilibrio de largo plazo. Ello no implica, sin embargo, que durante algunos subperíodos no se hubieran presentado divergencias de corto plazo.

Desde el punto de vista económico esta cointegración implica que no se presentaban, en forma permanente, oportunidades ilimitadas de ganancia para las personas que compraran y vendieran en los dos mercados.

16. *Archivo del Banco de Colombia*, Fondo Correspondencia, Tomo I, Folio 132. Esta información fue suministrada gentilmente por Carmen Astrid Romero.

17. *Archivo del Banco de Colombia*, CIBC, Tomo III, 1903, Folio 866. Información suministrada por Carmen Astrid Romero.

CONCLUSIONES

El análisis estadístico de la relación entre la tasa de cambio mensual del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín y Bogotá entre 1886 y 1906 señala que estos mercados estaban integrados entre sí. La excepción se presenta después de la Guerra de los Mil Días, cuando la red de telégrafos del país se hallaba destruida. Además, la inestabilidad que se presentó durante la guerra civil amplió el margen entre la cotización en estas dos ciudades y aumentó su variabilidad en forma significativa. Sin embargo, con la paz se logró que en 1905 volviera a observarse una clara integración en las cotizaciones de la libra esterlina en los dos principales centros urbanos del país.

Estos resultados muestran que la visión de que la economía nacional en esa época estaba constituida por compartimientos estancos es una burda simplificación y que ya desde entonces para algunos bienes existía un mercado nacional.

Apéndice 1

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1886(01)	1,37	1,35	0,99
1886(02)	1,40	1,38	0,98
1886(03)	1,44	1,42	0,99
1886(04)	1,40	1,50	1,07
1886(05)	1,38	1,41	1,02
1886(06)	1,36	1,45	1,06
1886(07)	1,41	1,53	1,08
1886(08)	1,40	1,51	1,08
1886(09)	1,42	1,43	1,01
1886(10)	1,40	1,49	1,06
1886(11)	1,40	1,49	1,06
1886(12)	1,40	1,49	1,06
1887(01)	1,63	1,48	0,91
1887(02)	1,68	1,52	0,90
1887(03)	1,69	1,53	0,90
1887(04)	1,69	1,56	0,92
1887(05)	1,73	1,58	0,91
1887(06)	1,76	1,80	1,02
1887(07)	1,79	1,82	1,02
1887(08)	1,81	1,83	1,01
1887(09)	1,84	1,83	0,99
1887(10)	1,91	1,83	0,96
1887(11)	1,83	1,84	1,01
1887(12)	1,82	1,95	1,07
1888(01)	1,94	1,95	1,01
1888(02)	1,91	1,99	1,04
1888(03)	1,93	2,10	1,09
1888(04)	2,11	2,23	1,06
1888(05)	2,40	2,01	0,84
1888(06)	2,00	1,90	0,95
1888(07)	1,95	2,00	1,03
1888(08)	2,00	2,01	1,00
1888(09)	2,11	2,01	0,95
1888(10)	2,03	2,01	0,99
1888(11)	1,99	1,96	0,98
1888(12)	2,10	1,97	0,94
1889(01)	1,96	1,93	0,98
1889(02)	1,90	1,93	1,02
1889(03)	1,91	1,86	0,97
1889(04)	1,96	1,88	0,96
1889(05)	1,97	1,96	0,99
1889(06)	1,95	1,95	1,00
1889(07)	1,92	1,92	1,00
1889(08)	1,96	1,89	0,96
1889(09)	1,95	1,93	0,99

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1889(10)	1,97	1,91	0,97
1889(11)	1,92	1,93	1,00
1889(12)	1,95	1,92	0,98
1890(01)	1,93	1,91	0,99
1890(02)	1,97	1,93	0,98
1890(03)	1,98	1,95	0,98
1890(04)	1,97	1,96	0,99
1890(05)	2,00	1,95	0,98
1890(06)	1,97	1,96	0,99
1890(07)	1,94	1,93	0,99
1890(08)	1,93	1,93	1,00
1890(09)	1,95	1,93	0,99
1890(10)	1,92	1,92	1,00
1890(11)	1,87	1,88	1,01
1890(12)	1,90	1,88	0,99
1891(01)	1,92	1,89	0,98
1891(02)	1,87	1,90	1,02
1891(03)	1,86	1,87	1,01
1891(04)	1,75	1,82	1,04
1891(05)	1,82	1,78	0,98
1891(06)	1,84	1,80	0,98
1891(07)	1,87	1,83	0,98
1891(08)	1,88	1,83	0,97
1891(09)	1,90	1,85	0,97
1891(10)	1,98	1,90	0,96
1891(11)	1,88	2,00	1,06
1891(12)	1,90	1,90	1,00
1892(01)	1,86	1,86	1,00
1892(02)	1,88	1,87	0,99
1892(03)	1,88	1,90	1,01
1892(04)	1,95	1,95	1,00
1892(05)	1,93	1,97	1,02
1892(06)	1,99	1,98	0,99
1892(07)	1,93	1,90	0,98
1892(08)	1,98	1,95	0,98
1892(09)	2,01	2,00	1,00
1892(10)	2,00	2,00	1,00
1892(11)	1,99	2,00	1,01
1892(12)	2,01	2,00	1,00
1893(01)	2,06	2,08	1,01
1893(02)	2,07	2,04	0,99
1893(03)	2,16	2,11	0,98
1893(04)	2,12	2,11	1,00
1893(05)	2,16	2,14	0,99
1893(06)	2,24	2,22	0,99

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1893(07)	2,28	2,27	1,00
1893(08)	2,35	2,38	1,01
1893(09)	2,59	2,46	0,95
1893(10)	2,53	2,48	0,98
1893(11)	2,38	2,46	1,03
1893(12)	2,44	2,46	1,01
1894(01)	2,53	2,47	0,98
1894(02)	2,59	2,53	0,98
1894(03)	2,73	2,72	1,00
1894(04)	2,83	2,80	0,99
1894(05)	2,86	2,80	0,98
1894(06)	2,76	2,74	0,99
1894(07)	2,68	2,68	1,00
1894(08)	2,70	2,68	0,99
1894(09)	2,78	2,72	0,98
1894(10)	2,66	2,71	1,02
1894(11)	2,59	2,64	1,02
1894(12)	2,58	2,64	1,03
1895(01)	2,60	2,59	1,00
1895(02)	2,67	2,65	0,99
1895(03)	2,85	2,90	1,02
1895(04)	2,89	2,90	1,00
1895(05)	2,76	2,80	1,01
1895(06)	2,73	2,79	1,02
1895(07)	2,66	2,65	1,00
1895(08)	2,58	2,52	0,98
1895(09)	2,57	2,54	0,99
1895(10)	2,48	2,50	1,01
1895(11)	2,66	2,39	0,90
1895(12)	2,39	2,37	0,99
1896(01)	2,42	2,42	1,00
1896(02)	2,42	2,40	0,99
1896(03)	2,42	2,42	1,00
1896(04)	2,46	2,48	1,01
1896(05)	2,39	2,38	1,00
1896(06)	2,38	2,35	0,99
1896(07)	2,34	2,34	1,00
1896(08)	2,40	2,40	1,00
1896(09)	2,40	2,38	0,99
1896(10)	2,40	2,38	0,99
1896(11)	2,41	2,40	1,00
1896(12)	2,38	2,40	1,01
1897(01)	2,36	2,40	1,02
1897(02)	2,40	2,42	1,01
1897(03)	2,41	2,42	1,00

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1897(04)	2,45	2,45	1,00
1897(05)	2,42	2,41	1,00
1897(06)	2,43	2,38	0,98
1897(07)	2,45	2,45	1,00
1897(08)	2,49	2,50	1,00
1897(09)	2,53	2,50	0,99
1897(10)	2,61	2,60	1,00
1897(11)	2,75	2,70	0,98
1897(12)	2,52	2,70	1,07
1898(01)	2,72	2,76	1,01
1898(02)	2,63	2,70	1,03
1898(03)	2,66	2,70	1,02
1898(04)	2,80	2,77	0,99
1898(05)	2,84	2,90	1,02
1898(06)	2,85	2,92	1,02
1898(07)	2,90	2,91	1,00
1898(08)	3,04	2,98	0,98
1898(09)	3,14	3,06	0,97
1898(10)	3,09	3,08	1,00
1898(11)	3,12	3,10	0,99
1898(12)	3,17	3,16	1,00
1899(01)	3,35	3,35	1,00
1899(02)	3,37	3,40	1,01
1899(03)	3,41	3,42	1,00
1899(04)	3,43	3,46	1,01
1899(05)	3,60	3,50	0,97
1899(06)	3,93	4,00	1,02
1899(07)	4,34	4,10	0,94
1899(08)	5,12	5,40	1,05
1899(09)	4,88	4,55	0,93
1899(10)	5,02	5,00	1,00
1899(11)	5,57	4,90	0,88
1899(12)	6,50	6,00	0,92
1900(01)	8,14	6,10	0,75
1900(02)	8,76	8,00	0,91
1900(03)	10,93	8,00	0,73
1900(04)	12,16	11,00	0,90
1900(05)	13,42	11,00	0,82
1900(06)	12,63	9,10	0,72
1900(07)	10,79	9,60	0,89
1900(08)	10,03	9,20	0,92
1900(09)	8,92	8,30	0,93
1900(10)	10,10	9,50	0,94
1900(11)	10,66	10,20	0,96
1900(12)	10,92	10,70	0,98

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1901(01)	12,23	16,70	1,37
1901(02)	13,40	12,00	0,90
1901(03)	15,37	13,50	0,88
1901(04)	18,50	18,20	0,98
1901(05)	22,59	17,20	0,76
1901(06)	21,72	20,70	0,95
1901(07)	25,00	22,60	0,90
1901(08)	26,00	24,80	0,95
1901(09)	29,00	27,20	0,94
1901(10)	49,00	45,45	0,93
1901(11)	49,00	38,90	0,79
1901(12)	47,00	34,52	0,73
1902(01)	42,00	43,16	1,03
1902(02)	40,00	43,50	1,09
1902(03)	42,00	39,25	0,93
1902(04)	45,00	36,00	0,80
1902(05)	42,50	37,82	0,89
1902(06)	43,50	41,40	0,95
1902(07)	47,00	46,00	0,98
1902(08)	70,00	59,67	0,85
1902(09)	110,00	80,20	0,73
1902(10)	190,00	161,35	0,85
1902(11)	110,00	139,30	1,27
1902(12)	92,00	75,00	0,82
1903(01)	88,00	102,44	1,16
1903(02)	80,00	81,00	1,01
1903(03)	101,00	89,75	0,89
1903(04)	104,00	105,74	1,02
1903(05)	96,00	93,30	0,97
1903(06)	99,00	89,90	0,91
1903(07)	95,00	90,70	0,95
1903(08)	93,00	91,35	0,98
1903(09)	96,00	94,50	0,98
1903(10)	106,00	100,70	0,95
1903(11)	107,00	123,50	1,15
1903(12)	101,00	111,50	1,10
1904(01)	103,00	110,80	1,08
1904(02)	102,00	101,00	0,99
1904(03)	97,00	97,60	1,01
1904(04)	94,00	96,20	1,02
1904(05)	95,00	95,90	1,01
1904(06)	95,00	87,93	0,93
1904(07)	99,00	90,50	0,91
1904(08)	95,00	85,47	0,90
1904(09)	99,00	80,55	0,81

Período	(1) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá (pesos)	(2) Tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín (pesos)	(2/1) T
1904(10)	99,00	87,10	0,88
1904(11)	104,00	94,25	0,91
1904(12)	112,00	97,50	0,87
1905(01)	104,50	97,00	0,93
1905(02)	100,00	97,00	0,97
1905(03)	99,00	98,00	0,99
1905(04)	98,00	97,75	1,00
1905(05)	101,00	98,60	0,98
1905(06)	100,00	100,50	1,00
1905(07)	99,50	100,25	1,01
1905(08)	101,50	103,00	1,01
1905(09)	102,50	102,83	1,00
1905(10)	106,50	111,50	1,05
1905(11)	106,00	106,83	1,01
1905(12)	105,00	104,50	1,00
1906(01)	106,00	106,00	1,00
1906(02)	112,00	107,66	0,96
1906(03)	107,75	106,15	0,99
1906(04)	108,25	107,25	0,99
1906(05)	108,00	108,25	1,00
1906(06)	107,25	107,85	1,01
1906(07)	105,00	108,00	1,03
1906(08)	100,00	104,25	1,04
1906(09)	100,00	100,00	1,00
1906(10)	100,00	99,50	1,00
1906(11)	100,00	99,70	1,00
1906(12)	100,00	100,50	1,00

Fuente: tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Bogotá, *Crédito, moneda y cambio exterior*, (1909). Bogotá, pp. 66-67; tasa de cambio del peso con respecto a la libra esterlina en Medellín, Alejandro López, *Escritos escogidos* (1976). Colcultura, Bogotá. pp. 408-408.

Apéndice 2

Año	Índice de precios 1 (1896=100)	Índice de precios 2 (1896=100)	Índice de precios 3 (1896=100)
1886	65,58	N.D	34,36
1887	72,73	N.D	38,97
1888	57,14	N.D	51,28
1889	73,38	N.D	51,28
1890	70,78	N.D	51,28
1891	70,13	N.D	66,15
1892	70,13	N.D	76,92
1893	74,68	N.D	83,08
1894	83,12	N.D	94,87
1895	87,66	N.D	89,74
1896	100,00	100,00	100,00
1897	107,79	105,88	N.D
1898	103,25	78,43	N.D
1899	101,30	92,16	N.D
1900	139,61	149,02	N.D
1901	400,00	235,39	N.D
1902	1 672,00	852,94	N.D
1903	4 491,56	2 137,26	N.D
1904	5 126,62	2 892,16	N.D
1905	6 020,13	2 568,63	N.D
1906	4 745,45	2 660,78	N.D

Fuente: Índice de precios 1 = índice de precios de algunos artículos, construido por Alberto Pardo, (1972) *Geografía económica y humana de Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, p. 221.

Índice de precios 2 = índice construido con base en el valor nominal del jornal diario de un agregado en la hacienda Jonás, Marco Palacios, (1983) *El café en Colombia 1850-1970*, El Áncora Editores, Bogotá, p. 247.

Índice de precios 3 = índice de precios construido con base en el índice de los costos laborales de la hacienda Santa Bárbara (Marco Palacios, *op. cit.*, p. 247).

Apéndice 3

Análisis de cointegración entre las series TAME y TABO

El primer paso para la comprobación de cointegración de las series tasa de cambio del peso en Medellín, TAME, y tasa de cambio del peso en Bogotá, TABO, es verificar que cada una de ellas esté integrada del mismo orden. Es decir, que cada una de ellas requiera el mismo orden de diferenciación para ser estacionaria.

La presencia de raíces unitarias es analizada mediante, primero, las pruebas de Dickey-Fuller, teniendo en cuenta subperíodos, y segundo, las pruebas desarrolladas por Perron para el período completo.

Debido a que la regresión de cointegración (véase Cuadro 3.8) presenta inestabilidad en los parámetros, como puede verse en la prueba de residuales recursivos (Gráfico 3.5), lo cual puede deberse a un cambio en el nivel de la media, se decidió dividir el período de estudio en dos subperíodos: 1886(01)-1899(04) y 1899(05)-1906(12).

CUADRO 3.8
REGRESIÓN DE COINTEGRACIÓN PERÍODO COMPLETO

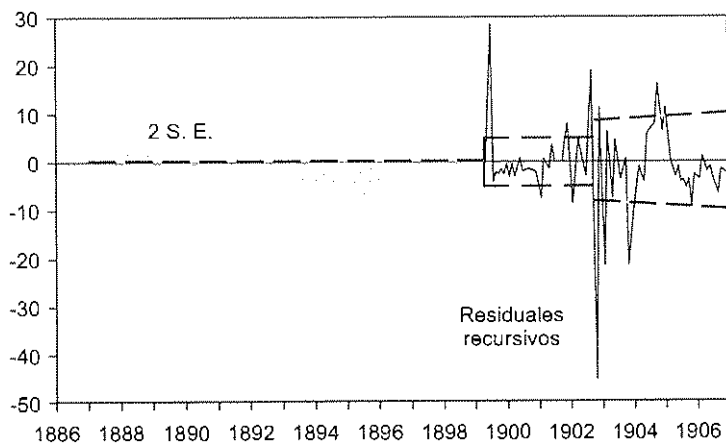
M.C.O. // variable dependiente es TABO

Rango de la muestra: 1886.01 - 1906.12

Número de observaciones: 252

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,5213018	0,3710449	1,4049560	0,1613
TAME	1,0145189	0,0078640	129,00795	0,0000
R cuadrado	0,985201	Media de la variable dep.		26,15123
R cuadrado ajustado	0,985142	DE. de la variable dep.		40,81162
E.E regresión	4,974697	Suma de res ²		6186,904
Max. verosimilitud	-760,8684	F estadístico		16643,05
Est. Durbin-Watson	1,780898	Prob(F estadístico)		0,000000

GRÁFICO 3.5
PRUEBA DE RESIDUALES RECURSIVOS. REGRESIÓN
DE COINTEGRACIÓN COMPLETA



Pruebas de cointegración por subperíodos
(Dickey-Fuller y Engle-Yoo)

A continuación se presentan los resultados obtenidos en las pruebas de Dickey-Fuller¹⁸ sobre presencia de raíces unitarias en las series de TABO y TAME, como también los resultados de las pruebas de Engle-Yoo¹⁹ sobre cointegración desarrolladas para cada subperíodo.

Período 1886(01)-1899(04)

Los Cuadros 3.9 y 3.10 presentan los resultados obtenidos en el chequeo de raíz unitaria para el período 1886(01)-1899(04) para las series TABO y TAME.

Para $n=100$ y un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba t_T es $-3,45$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : presencia de raíz unitaria en la serie TABO.

18. D. Dickey y W. Fuller, "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", en *Econometría*, Vol. 49, 1981.
19. R. Engle y B. Yoo, "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", en *Journal of Econometrics*, Vol. 35, 1987.

CUADRO 3.9
CHEQUEO DE RAÍZ UNITARIA (tasa de cambio Bogotá)

M.C.O. // variable dependiente es D (TABO)

Rango de la muestra: 1886.09 - 1899.04

Número de observaciones: 152

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,1151024	0,0556038	2,0700441	0,0403
T	0,0006950	0,0003292	2,1112388	0,0365
TABO (-1)	-0,0735766	0,0358091	-2,0546875	0,0417
D (TABO (-1))	-0,0876814	0,0842160	-1,0411490	0,2996
D (TABO (-2))	-0,0621786	0,0843104	-0,7374958	0,4620
D (TABO (-3))	-0,0239995	0,0844141	-0,2843072	0,7766
D (TABO (-4))	0,1462527	0,0849431	1,7217714	0,0873
D (TABO (-5))	0,0724701	0,0850798	0,8517894	0,3958
D (TABO (-6))	0,0560152	0,0839145	0,6675273	0,5055
D (TABO (-7))	0,2986095	0,0825432	3,6176149	0,0004
R cuadrado	0,136285	Media de la variable dep.		0,01335
R cuadrado ajustado	0,081543	M.E de la variable dep.		0,085312
E.E regresión	0,081759	Suma de res ²		0,949213
Max. verosimilitud	170,0976	F estadístico		2,489574
Est. Durbin-Watson	2,071514	Prob (F estadístico)		0,011350
Box-Pierce	Q = 23.71	Prob .9424	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 28.29	Prob .8167	rezago 36	

Para $n=100$ y un nivel de significancia $\alpha = 0,05$, el punto crítico de la prueba t_T es $-3,45$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : presencia de raíz unitaria en la serie TABO.

El Cuadro 3.11 presenta la regresión de cointegración entre TABO y TAME, y el Cuadro 3.5 los resultados obtenidos en la prueba de cointegración de Engle-Yoo para el primer subperíodo.

CUADRO 3.10
CHEQUEO DE RAÍZ UNITARIA (tasa de cambio Medellín)

M.C.O. // variable dependiente es D (TAME)

Rango de la muestra: 1886.08 - 1899.04

Número de observaciones: 153

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,0611483	0,0403657	1,5148569	0,1320
T	0,0004586	0,0002449	1,8726693	0,0631
TAME (-1)	-0,0413780	0,0263214	-1,5720299	0,1181
D (TAME (-1))	0,2751767	0,0831336	3,3100531	0,2996
D (TAME (-2))	-0,1759193	0,0843104	-2,0645205	0,0408
D (TAME (-3))	0,1063085	0,0857930	1,2391271	0,2173
D (TAME (-4))	0,0656399	0,0866138	0,7578461	0,4498
D (TAME (-5))	-0,0573721	0,0843570	-0,6801110	0,4975
D (TAME (-6))	0,2084041	0,0829740	2,5116788	0,0131
R cuadrado	0,133040	Media de la variable dep.		0,012614
R cuadrado ajustado	0,084876	ME. de la variable dep.		0,062458
E.E regresión	0,059749	Suma de res ²		0,514068
Max. verosimilitud	218,6340	F estadístico		2,762203
Est. Durbin-Watson	2,022448	Prob (F estadístico)		0,007205
Box-Pierce	Q = 26.37	Prob .8801	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 30.50	Prob .7273	rezago 36	

Para $N=2$ con un tamaño de muestra de $n=100$ con un nivel de significancia $=0,05$, el punto crítico de la prueba de Engle-Yoo (aumentada) es $-3,17$ y para $n=200$ es de $-3,25$. Por tanto, se rechaza H_0 : presencia de raíz unitaria. Lo cual significa que las series están cointegradas en el período considerado.

CUADRO 3.11
REGRESIÓN DE COINTEGRACIÓN (primer subperíodo)

M.C.O. // variable dependiente es TABO
Rango de la muestra: 1886.01 - 1899.04
Número de observaciones: 160

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,0334405	0,0260459	1,2839093	0,2011
TAME	1,9884757	0,0115751	85,397040	0,0000
R cuadrado	0,978794	Media de la variable dep.		2,210188
R cuadrado ajustado	0,978660	D.E. de la variable dep.		0,463559
E.E. regresión	0,067718	Suma de res ²		0,724554
Max. verosimilitud	204,7597	F estadístico		7292,654
Est. Durbin-Watson	1,500290	Prob(F estadístico)		0,000000

CUADRO 3.12
ANÁLISIS DE COINTEGRACIÓN (primer subperíodo)

M.C.O. // variable dependiente es D (RES1)
Rango de la muestra: 1886.06 - 1899.04
Número de observaciones: 155

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
RES1 (-1)	-0,8418797	0,1404995	-5,9920483	0,0000
D (RES1 (-1))	0,1335391	0,1317391	1,0136631	0,3124
D (RES1 (-2))	0,0378617	0,1167948	0,3241733	0,7463
D (RES1 (-3))	0,0767479	0,0971534	0,7899661	0,4308
D (RES1 (-4))	0,2211662	0,0788423	2,8051707	0,0057
R cuadrado	0,422292	Media de la variable dep.		0,000152
R cuadrado ajustado	0,406887	D.E. de la variable dep.		0,083281
E.E. regresión	0,064138	Suma de res ²		0,617050
Max. verosimilitud	208,3473	F estadístico		27,41174
Est. Durbin-Watson	1,983279	Prob (F estadístico)		0,000000
Box-Pierce	Q = 28.44	Prob .8111	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 32.76	Prob .6223	rezago 36	

RES1: residuales de la regresión de cointegración primer subperíodo.

Período 1899(05)-1906(12)

Los Cuadros 3.13 y 3.14 presentan los resultados obtenidos en el chequeo de raíz unitaria para el período 1899(05)-1906(12) para las series TABO y TAME.

CUADRO 3.13
CHEQUEO DE RAÍZ UNITARIA (tasa de cambio Bogotá)

M.C.O. // variable dependiente es D (TABO)

Rango de la muestra: 1899.05 - 1906.11

Número de observaciones: 91

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	4,8538685	2,5798135	1,8814804	0,0632
TABO (-1)	-0,0574272	0,0326413	-1,7593400	0,0820
R cuadrado	0,033610	Media de la variable dep.		1,061209
R cuadrado ajustado	0,022751	D.E. de la variable dep.		13,67506
E.E regresión	13,51861	Suma de res ²		16264,99
Max. verosimilitud	-365,0823	F estadístico		3,095277
Est. Durbin-Watson	2,046590	Prob(F estadístico)		0,081956
Box-Pierce	Q = 11.99	Prob .99	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 13.58	Prob .99	rezago 36	

Para $n=100$ y un nivel de significancia $\alpha = 0,05$, el punto crítico de la prueba t_u es $-2,89$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : presencia de raíz unitaria en la serie TABO.

CUADRO 3.14
CHEQUEO DE RAÍZ UNITARIA (tasa de cambio Medellín)

M.C.O. // variable dependiente es D (TAME)

Rango de la muestra: 1899.05 - 1906.11

Número de observaciones: 91

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	4,4360066	2,4247741	1,8294515	0,0707
TAME (-1)	-0,0528434	0,0314722	-1,6790482	0,0967
R cuadrado	0,030704	Media de la variable dep.		1,057582
R cuadrado ajustado	0,019813	D.E. de la variable dep.		13,03782
E.E. regresión	12,90802	Suma de res ²		14828,91
Max. verosimilitud	-360,8765	F estadístico		2,819203
Est. Durbin-Watson	2,102880	Prob(F estadístico)		0,096650
Box-Pierce	Q = 25.05	Prob .9146	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 29.03	Prob .7885	rezago 36	

Para $n=100$ y un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba t_{μ} es $-2,89$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : presencia de raíz unitaria en la serie TAME.

El Cuadro 3.15 presenta la regresión de cointegración entre TABO y TAME, y el Cuadro 3.16 los resultados obtenidos en la prueba de cointegración de Engle-Yoo para el segundo subperíodo.

CUADRO 3.15
REGRESIÓN DE COINTEGRACIÓN (segundo subperíodo)

M.C.O. // variable dependiente es TABO

Rango de la muestra: 1899.05 - 1906.11

Número de observaciones: 91

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	2,5504991	1,4513752	1,7572982	0,0823
TAME	0,9932813	0,0186673	53,209728	0,0000
Cuadrado	0,969523	Media de la variable dep.		67,10410
R cuadrado ajustado	0,969181	D.E. de la variable dep.		43,28910
E.E. regresión	7,599564	Suma de res ²		5140,050
Max. verosimilitud	-312,6685	F estadístico		2831,275
Est. Durbin-Watson	1,751445	Prob(F estadístico)		0,000000

CUADRO 3.16
ANÁLISIS DE COINTEGRACIÓN (segundo sub-período)

M.C.O. // variable dependiente es D (RES 2)
 Rango de la muestra: 1899.06 - 1906.11
 Número de observaciones: 90

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
RES2 (-1)	-0,8764785	0,1051528	-8,3352874	0,0000
R cuadrado	0,438404	Media de la variable dep.		0,009404
R cuadrado ajustado	0,438404	D.E. de la variable dep.		10,05742
E.E regresión	7,537005	Suma de res ²		5055,773
Max. verosimilitud	-308,9859	F estadístico		2,034245
Box-Pierce	Q = 17.29	Prob .99	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 20.98	Prob .97	rezago 36	

RES2: residuales de la regresión de cointegración segundo subperíodo.

Para $n=2$ con un tamaño de muestra de $n=100$ y con un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba de Engle-Yoo (simple) es $-3,37$. Por tanto, se rechaza H_0 : presencia de raíz unitaria. Lo cual significa que las series están cointegradas en el período considerado.

Prueba de cointegración período completo

Como es conocido, la presencia de un cambio en la media de una serie impide el chequeo sobre existencia de raíces unitarias utilizando las pruebas de Dickey-Fuller tradicionales. Éstas se ven sesgadas para aceptar la hipótesis nula H_0 : existencia de raíz unitaria. Dentro de las pruebas existentes para el chequeo de raíces unitarias, y que toman en cuenta estos cambios de media, están las presentadas por Perron²⁰ en su artículo sobre raíces unitarias y cambios en la media.

Debido al cambio de nivel que presentan las series a partir de 1899, la existencia de raíz unitaria para el período completo fue chequeada median-

20. P. Perron, "Testing for a Unit Root in a Time Series With a Changing Mean", en *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 8, No. 2, abril de 1990.

te el uso de la prueba *Innovational-Outlier Model* presentada por Perron. Los Cuadros 3.17 y 3.18 muestran los resultados obtenidos en esa prueba para las series. El Cuadro 3.19 presenta el análisis de cointegración (pruebas de Engle-Yoo) para el período completo.

CUADRO 3.17
PRUEBA INNOVATIONAL OUTLIER MODEL (tasa de cambio Bogotá)

M.C.O. // variable dependiente es D (TABO)

Rango de la muestra: 1886.04 - 1906.11

Número de observaciones: 248

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,1311267	0,6488215	0,2020997	0,8400
TB	-4,4045281	8,2526089	-0,5337134	0,5940
UT	4,6298094	1,6743965	2,7650616	0,0061
TABO (-1)	-0,0525438	0,0201491	-2,6077459	0,0097
D (TABO (-1))	-0,0321281	0,0632014	-0,5083448	0,6117
D (TABO (-2))	-0,1385059	0,0630958	-2,1951679	0,0291

R cuadrado	0,057748	Media de la variable dep.	0,397419
R cuadrado ajustado	0,038280	M.E. de la variable dep.	8,270503
E.E regresión	8,110662	Suma de res ²	15919,45
Max. verosimilitud	-867,9684	F estadístico	2,966298
Est. Durbin-Watson	2,022448	Prob (F estadístico)	0,012814
Box-Pierce	Q = 30.96	Prob .706	rezago 36
Ljung-Box	Q = 32.37	Prob .699	rezago 36

Para $\lambda=0,6$ con $n=200$ y para un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba de Perron es $-3,34^{21}$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : existencia de raíz unitaria en la serie TABO.

21. *Op. cit.*, (Cuadro 11).

CUADRO 3.18
PRUEBA INNOVATIONAL OUTLIER MODEL (tasa de cambio Medellín)

M.C.O. // variable dependiente es D (TAME)

Rango de la muestra: 1887.02 - 1906.11

Número de observaciones: 238

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
C	0,0950641	0,5888076	0,1614519	0,8719
TB	-3,9464853	7,2458727	-0,5446529	0,5865
UT	4,0630154	1,4746600	2,7552219	0,0064
TAME (-1)	-0,0311368	0,0182457	-1,7065316	0,0893
D (TAME (-1))	-0,0027632	0,0667870	-0,0413736	0,9670
D (TAME (-2))	-0,3713119	0,0655892	-5,6611789	0,0000
D (TAME (-3))	0,0641201	0,0703638	0,9112655	0,3631
D (TAME (-4))	-0,3610220	0,0704724	-5,1228824	0,0000
D (TAME (-5))	0,0303306	0,0744797	0,4072331	0,6842
D (TAME (-6))	-0,1364109	0,0744798	-1,8315155	0,0684
D (TAME (-7))	-0,0447553	0,0743450	-0,6019951	0,5478
D (TAME (-8))	-0,0532239	0,0744795	-0,7146119	0,4756
D (TAME (-9))	-0,0673563	0,0700066	-0,9621417	0,3370
D (TAME (-10))	-0,0156429	0,0701384	-0,2230286	0,8237
D (TAME (-11))	-0,1787483	0,0648670	-2,7556114	0,0063
D (TAME (-12))	0,1789138	0,0660036	2,7106660	0,0072

R cuadrado	0,266888	Media de la variable dep.	0,412689
R cuadrado ajustado	0,217353	M.E. de la variable dep.	8,050603
E.E regresión	7,122152	Suma de res ²	11260,96
Max. verosimilitud	-796,6697	F estadístico	5,387911
Est. Durbin-Watson	2,020891	Prob (F estadístico)	0,000000
Box-Pierce	Q = 28.21	Prob .819	rezago 36
Ljung-Box	Q = 31.14	Prob .699	rezago 36

Para $\lambda=0,6$ con $n=200$ y para un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba de Perron es $-3,34$. Por tanto, no hay evidencia para rechazar H_0 : existencia de raíz unitaria en la serie TAME.

TB y UT variables dummies conformadas así:

TB = 1, si t = fecha siguiente a la fecha de ruptura.

TB = 0, en otro caso.

UT = 0, si $t \leq$ fecha de ruptura.

UT = 1, en otro caso.

En el caso presente, la fecha de ruptura es 1899(04).

CUADRO 3.19 ANÁLISIS DE COINTEGRACIÓN (período completo)

M.C.O. // variable dependiente es D (RES)

Rango de la muestra: 1887.02 - 1906.11

Número de observaciones: 238

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTADÍSTICO	T-ESTADÍSTICO	SIG 2 COLAS
RES (-1)	-0,8168002	0,1829959	-4,4634898	0,0000
D (RES (-1))	-0,0598011	0,1763303	-0,3391426	0,7348
D (RES (-2))	0,1153120	0,1675623	0,6881740	0,4921
D (RES (-3))	0,2064034	0,1619035	1,2748547	0,2037
D (RES (-4))	0,1070194	0,1529951	0,6994953	0,4850
D (RES (-5))	0,2086361	0,1406092	1,4838013	0,1393
D (RES (-6))	0,2565872	0,1312442	1,9550374	0,0518
D (RES (-7))	0,0520582	0,1266682	0,4109812	0,6815
D (RES (-8))	-0,0671403	0,1196453	-0,5611616	0,5752
D (RES (-9))	0,0156423	0,1094308	0,1429427	0,8865
D (RES (-10))	0,1510709	0,1013224	1,4909920	0,1374
D (RES (-11))	-0,0074697	0,0898684	-0,0831178	0,9338
D (RES (-12))	0,0627141	0,0671941	0,9333263	0,3517
R cuadrado	0,510444	Media de la variable dep.		-0,006229
R cuadrado ajustado	0,484335	M.E. de la variable dep.		6,224555
E.E regresión	4,469843	Suma de res ²		4495,387
Max. verosimilitud	-687,3932	F estadístico		19,55003
Est. Durbin-Watson	2,014488	Prob (F estadístico)		0,000000
Box-Pierce	Q = 27.81	Prob .833	rezago 36	
Ljung-Box	Q = 30.65	Prob .721	rezago 36	

Res: residuales de la regresión de cointegración para el período completo (Cuadro 3.8).

Para $N=2$ con un tamaño de muestra de $n=200$ con un nivel de significancia $\alpha=0,05$, el punto crítico de la prueba de Engle-Yoo (aumentada) es $-3,25$; por tanto, se rechaza H_0 : presencia de raíz unitaria. Lo cual significa que las series están cointegradas en el período completo.

Capítulo 4. EL BANCO DE ANTIOQUIA Y EL BANCO DE SUCRE 1872-1920

María Mercedes Botero Restrepo

INTRODUCCIÓN

Este trabajo tiene como objetivo presentar la historia y el papel en la vida económica antioqueña de los bancos de Antioquia y Sucre en el período 1872-1920.

En 1871, poco después de la fundación del Banco de Bogotá, se aprobó la Ley 194 del Estado Soberano de Antioquia por medio de la cual se autorizó la creación en Medellín de un banco denominado Banco de Antioquia¹.

Desde entonces y hasta la organización del Banco de la República en 1923, la banca privada en Antioquia experimentó un gran dinamismo. Sin embargo, éste no fue continuo: se dieron momentos de crisis y períodos de auge. Así, por ejemplo, durante el federalismo se crearon ocho establecimientos bancarios y tres casas bancarias en Medellín. Las medidas de Rafael Núñez golpearon duramente a los bancos privados y la mayoría se liquidaron.

A principios de la década de 1890 se fundaron nuevos bancos: el Banco de Sonsón en la localidad de Sonsón y el Banco del Comercio.

1. Sobre este trabajo investigativo existen ya documentos publicados. Véanse M. Mercedes Botero, "Instituciones bancarias en Antioquia 1872-1886", en *Lecturas de Economía*, Medellín. No. 17, mayo-agosto de 1985; "El Banco de Antioquia: un modelo de banco regional 1872-1886", en *Estudios sociales*, Medellín. No. 5, septiembre de 1989. La investigación relacionada con el Banco de Sucre fue financiada por la Fundación para la Promoción de la Investigación y la Tecnología del Banco de la República. La mayor parte es inédita.

En 1901, en una época de intensa especulación financiera, surgieron seis nuevas entidades bancarias, las cuales, junto con algunas casas bancarias previamente establecidas, quebraron durante la crisis financiera que se registró en Medellín en 1904.

Con la fundación del Banco de Sucre en 1905 y posteriormente la creación del Banco Alemán Antioqueño (1912), primera entidad creada con aportes de capital extranjero, la banca antioqueña experimentó nuevamente un gran dinamismo.

Las entidades bancarias que funcionaron en Antioquia en el período 1872-1923 no fueron homogéneas y existieron diferencias entre sí. En primer lugar, es necesario distinguir los bancos que surgieron durante el período del federalismo de aquellos fundados posteriormente. Los primeros gozaron del privilegio de emisión de billetes bancarios. También existieron diferencias en cuanto al tamaño del capital, el radio de acción de sus actividades, así como el tipo de operaciones que realizaban. Por ejemplo, unos pocos bancos, el Banco de Antioquia, el Banco de Sucre y el Banco Alemán Antioqueño, llevaron a cabo operaciones con el exterior, sirviendo de intermediarios a comerciantes tanto de Medellín como de otras plazas del país que requerían letras de cambio. Los bancos locales tales como el Banco de Oriente en Rionegro, el Banco de Yarumal o el Banco de Sonsón limitaban sus operaciones al descuento de pagarés comerciales y al préstamo de dinero a clientes de las poblaciones vecinas. Los bancos pequeños tampoco realizaron operaciones con las autoridades regionales o con el gobierno central. Estas operaciones, como recibir en depósito los fondos del gobierno, otorgarle créditos, comprar y enviar letras de cambio al exterior por cuenta del Estado, corrieron a cargo de los bancos más grandes de Medellín.

De todos los bancos del período, el Banco de Antioquia (1872-1890) y el Banco de Sucre (1905-1920) fueron indiscutiblemente las instituciones bancarias más importantes. Ambos bancos centralizaron en buena medida el ahorro de la economía regional, y a través de estos recursos, y contando con créditos recibidos del exterior, sus principales accionistas financiaron ciertas actividades y/o promovieron otras que consideraron de su interés principal. Así, otorgaron créditos al gobierno departamental, a los ferrocarriles, a la ganadería y sobre todo a la actividad comercial. En general, la actividad bancaria en todo el período no tuvo como objetivo financiar la inversión productiva (salvo algunas excepciones) sino actividades altamente lucrativas ligadas al proceso de circulación. Junto con la actividad crediticia llevaron a cabo otro tipo de operaciones, tales como el cambio de moneda y el negocio de giros sobre el exterior.

Tanto el Banco de Antioquia como el Banco de Sucre representan el tipo de institución bancaria que prevaleció en Antioquia hasta la segunda década del siglo XX, esto es, bancos privados controlados por miembros de la élite económica unidos entre sí por nexos familiares y de negocios, y estrechamente ligados al poder político. A continuación se examinan las operaciones realizadas por ambas entidades.

EL BANCO DE ANTIOQUIA

El surgimiento del primer banco comercial en Antioquia

El Banco de Antioquia fue creado en 1872 mediante la Ley 194 del Estado Soberano de Antioquia y a él se vincularon los socios de las más importantes casas comerciales de Medellín. La Ley 194 le otorgó una serie de privilegios que hicieron de esa entidad un banco *semioficial* estrechamente ligado al gobierno de Antioquia, al cual financió frecuentemente. Esa ley no sólo autorizó al banco a emitir billetes sino que se constituyó en garante ante los tenedores de los mismos, es decir, en caso de que éstos no fueran cambiados a su presentación en las oficinas del banco o en las agencias de cambio, el gobierno se comprometía a cubrirlos en moneda metálica (oro o plata). Así mismo, ordenó que los billetes fueran admitidos como moneda corriente por todas las oficinas de Hacienda del Estado de Antioquia y convirtió al banco en el cajero general del gobierno. En efecto, todos los fondos pertenecientes al Estado que entraran en la administración general del Tesoro debían ser depositados en esta institución y no en ningún otro establecimiento ni asociación particular.

Operaciones del Banco de Antioquia

Emisión de billetes

Fue una de las operaciones más importantes y su éxito radicó en la aceptación y amplia circulación que alcanzaron sus billetes. A continuación se examinan los principales aspectos relacionados con esta actividad.

El banco y la circulación de los billetes

Antes de la creación de las primeras instituciones bancarias no se conocía el papel moneda, salvo unos billetes que con poco éxito había tratado de

CUADRO 4.1 FUNDACIÓN DE BANCOS EN ANTIOQUIA, 1872-1923

Nombre	Año de fundación	Lugar	Tipo de sociedad	Capital inicial \$	Número de accionistas	Número de acciones	Valor de cada acción \$	Emisión de billetes	Año de liquidación
Restrepo & Cia.	1854	Medellín	Regular		4			Si	¿1930?
Fernando Restrepo e Hijos	1868	Medellín	Anónima	694.500	61	1.389	500	Si	¿1892?
Banco de Antioquia	1872	Medellín	Regular	40.000	4	40.000	1	Si	1878
Bco. Mercantil de Medellín	1875	Medellín	Colectiva						
			Colectiva						
Botero Arango e Hijos	1879*	Medellín	Regular		4			Si	1890
			Colectiva						
Banco de Medellín	1881	Medellín	Anónima	1.539.200	442	15.392	100	Si	1902
Banco Popular	1882	Medellín	Anónima	60.000	22	60	1.000	Si	1904
Banco del Progreso	1883	Medellín	Anónima	100.000	7	100	1.000	Si	
Banco de Oriente	1883	Rionegro	Anónima	125.820	227	6.291	20	Si	
Banco del Zancudo	1883	Medellín	Anónima					Si	
Banco de Sopetrán	1883	Sopetrán	Anónima					Si	
Vicente E. Villa e Hijos	1884*	Medellín	Anónima	20.000	8		20	Si	1904
Chaves Vázquez & Cia.	1890	Medellín	Anónima	20.000	3			No	1934
Banco de Sonsón	1894	Sonsón	Anónima		8			No	
Luis Ma. Botero e hijos	1894	Medellín	Anónima					No	1902
Banco del Comercio	1896	Medellín	Anónima	400.000		5.000	1.000	No	
Angel López & Co.	1900	Medellín	Anónima					No	
Banco de Atlántico	1901	**	Anónima					No	
Banco de Yarumal	1901	**	Anónima					No	
Banco Central	1901	Medellín	Anónima	1.000.000				No	
Banco Minero	1901	Medellín	Anónima	4.000.000				No	
Banco Agrícola	1901	Medellín	Anónima	6.000.000				No	
Banco Republicano	1901	Medellín	Anónima	6.000.000		6.000	1.000	No	1920
Banco de Sucre	1905	Medellín	Anónima					No	
Banco de Jericó	1905	Jericó	Anónima					No	
Vásquez Correa & Cia.	1907	Bremón	Anónima	3.000.000	5			No	1920
Banco Alemán Antioqueño	1912	(Alemania)	Anónima					No	
Mutualidad Nacional	1913	Medellín	Anónima					No	
Miguel y C. de Vázquez	1914	Medellín	Anónima					No	
Instituto Postal Banking	1919	Medellín	Anónima					No	
Banco de Fomento	1919	Fredonia	Anónima	50.000	9	5.000	10	No	
Bco. Hipotecario de Medellín	1920	Medellín	Anónima	1.000.000		50.000	20	No	
Bco. de Londres y América del Sur	1922	Sucursali	Anónima					No	
Bco. Mercantil Americano			Anónima					No	

* Estas tres sociedades venían funcionando como casas comerciales desde tiempo atrás: Restrepo & Cia. había sido fundada en 1864 y Botero Arango e Hijos en 1867; en 1875, Restrepo & Cia. reorganiza su sociedad; admiten como socios a dos hijos de don Luciano Restrepo, su fundador, y comienzan a emitir billetes. Vicente E. Villa, quien había operado como casa comercial desde la década de 1860, funda con sus hijos en 1884 una casa bancaria.

** Fundado en Medellín para funcionar en Barranquilla.

*** Fundado en Medellín para funcionar en Yarumal.

Fuente: *Archivo Histórico de Antioquia*, Fondos Notariales, Enrique Echavarría (1946), *Crónica e historia bancaria de Antioquia*, Medellín, Tipografía Bedout.

hacer circular el general Tomás Cipriano de Mosquera alrededor de 1860². Así, hasta la aparición de los billetes de los bancos privados, el circulante monetario en Antioquia estaba conformado básicamente por moneda metálica y oro en polvo. "La generación actual —comentaba la *Voz de Antioquia* en 1886— recuerda la época no lejana en que abundaban en nuestro mercado las monedas de oro y plata. No había moneda de vellón ni billete bancario [...]"³.

A raíz de la creación del Banco de Antioquia apareció el billete bancario. Éste, sin embargo, no constituía un *papel moneda* de curso forzoso emitido por el Estado sino una promesa de pago a la vista y al portador. Puesto que existía la libre convertibilidad, las instituciones bancarias se obligaban a cambiar sus propios billetes por moneda legal de oro o plata en el momento de su presentación. Los billetes de los bancos —señalaba la prensa— podían y debían ser considerados como documentos a cargo de los bancos pagaderos en moneda legal. Y ésta seguía siendo la moneda de oro y de plata reglamentada por ley nacional⁴.

Si estos billetes no constituían moneda de curso forzoso sino documentos a cargo de los bancos, su aceptación era voluntaria. Significaba que debía existir por parte del público una gran confianza ya que como simples documentos podían sufrir descuentos y tropiezos en la circulación.

¿Cómo, entonces, un billete de papel pudo actuar en lugar del oro y de la plata con las funciones propias de la moneda metálica? ¿Cómo logró el banco que un papel que de hecho era un documento de deuda lograra permanecer en circulación? Estas preguntas son pertinentes porque todo parece indicar que tanto los billetes del Banco de Antioquia como aquellos de las otras instituciones bancarias privadas en Antioquia, llegaron con el transcurso del tiempo a circular ampliamente. El público llegó a tener confianza en que ese billete era signo de valor. No sólo llegaron a estar a la par con la moneda metálica y a circular por su valor nominal en el Estado de Antioquia, sino que en ocasiones obtuvieron prima de 1% a 2% sobre la moneda metálica⁵. El público tuvo gran confianza en que, efectivamente, el billete era signo representativo de buena moneda metálica depositada en el banco. Lo anterior es importante ya que la moneda de oro y plata sufría verdaderas devaluaciones en la circulación: era adulterada, limada o agujereada, perdiendo así intrínsecamente parte de su valor.

2. *La Voz de Antioquia*, Medellín, agosto 30 de 1889.

3. Responsabilidad bancaria, *La Voz de Antioquia*, No. 88, Medellín, 4 de noviembre de 1886.

4. *La Voz de Antioquia*, No. 126, Medellín, agosto 30 de 1889.

5. *Mensajero Noticioso*, Medellín, mayo 7 de 1885.

El Estado de Antioquia desempeñó un papel importante en la circulación de los billetes, al constituirse en garante ante los tenedores de esos billetes y al conceder el privilegio para que los billetes fueran admitidos como moneda corriente por todas las oficinas de Hacienda del Estado.

Las agencias de cambio que estableció el banco en las poblaciones desempeñaron también un papel importante, ya que constituían una garantía para el público —especialmente en lugares apartados de Medellín— de que los billetes serían convertidos. En 1875, en vista del rumor que se propagó en Sonsón de que los billetes del Banco de Antioquia se estaban descontando hasta un 2%, un grupo de la élite de Sonsón expidió en la prensa un comunicado apoyando los billetes del banco y a su agente en esa población⁶.

Pero el éxito en la aceptación y aclimatación de los billetes a nivel regional se logró a través de los vínculos existentes entre las clientelas en las poblaciones y sus proveedores, las grandes casas comerciales de Medellín.

Como se señaló, los principales accionistas del banco eran a su vez grandes comerciantes estrechamente vinculados al comercio exterior. De tiempo atrás, éstos habían venido creando una amplia red comercial y tenían en las poblaciones de su radio de acción agentes de entera confianza, a través de los cuales hacían circular sus mercancías. Lo que revelan los archivos de algunas casas comerciales es que para la década de 1870 éstas contaban ya con una compleja organización tanto con agentes en el exterior como con agentes y clientelas en diferentes poblaciones antioqueñas: desde Medellín hacia el sur por Caldas, Amagá, Fredonia pasando por Caramanta hasta las minas de Marmato y a lo largo de la colonización del sur bajando por Manizales hasta el Cauca; por el nordeste, hacia Yarumal, Zaragoza, Amalfi y Remedios, poblaciones que formaban parte del circuito del oro. Y en la medida que esos circuitos comerciales se volvían más extensos y abarcaban nuevas zonas geográficas, las operaciones se iban haciendo también más complejas: se daba una ampliación del dominio monetario y comenzaron a difundirse letras de cambio entre los comerciantes. En efecto, en lugar de saldar los pagos con moneda metálica cobraba fuerza el pago a través de letras de cambio libradas sobre casas comerciales de Medellín. Por tanto, cuando se fundó el Banco de Antioquia y emitió billetes no debió representar mayor problema para las grandes firmas convencer a su clientela para que aceptaran los billetes bancarios.

6. *Boletín Industrial*, No. 73, Medellín, 18 de marzo de 1875.

Los billetes bancarios como medio de sustitución monetaria

Al ir aclimatándose y arraigándose la utilización del billete bancario, ya no se requería que la circulación monetaria se hiciera totalmente con moneda metálica, pues existían otros medios. Todo parece indicar que las emisiones del Banco de Antioquia fueron sustituyendo la moneda de oro.

El oro amonedado comenzó a salir de la circulación, bien porque se atesoraba sobre todo en períodos de guerra y crisis, bien porque comenzó a exportarse a los mercados europeos. A nivel regional, algunas personas percibían este fenómeno, señalando cómo el oro, lejos de llegar a la Casa de Moneda de Medellín, se estaba exportando a Europa no sólo en barras como siempre se había hecho, sino también en moneda acuñada. Juan de S. Martínez, administrador de la Casa de Moneda de Medellín, señalaba en 1875: "El alza en los cambios sobre Londres y París ha retraído de la amonedación considerables cantidades de oro [...]. En efecto, sobrepasando el precio del oro el límite de su valor monetario, huye de la amonedación. El alto precio a que las demandas del comercio exterior lo han colocado tal es la razón para que en los últimos tiempos se hayan hecho fuertes exportaciones de moneda de oro del país"⁷.

El Cuadro 4.2 muestra la evolución de la acuñación de monedas de oro y plata entre 1867 —fecha en que se reabre la Casa de Moneda de Medellín después de un cierre— y 1882. Mientras en los últimos años de la década de 1860 y comienzos de 1870 la moneda de oro representa un alto porcentaje del total acuñado, a partir de 1875 —salvo el año de la revuelta de 1877— el oro comienza a perder participación hasta el punto que no vuelve a introducirse a la Casa de Moneda. La plata a su turno, que inicialmente tuvo una baja participación, llegó a constituirse en la única moneda acuñada.

Lo anterior obedecía tanto a condiciones internas como a fenómenos internacionales. Hasta 1872 la relación oro-plata a nivel internacional había permanecido prácticamente constante. Sin embargo, a partir de ese año la demanda monetaria de oro se incrementó a medida que varios países liderados por Alemania adoptaron el patrón oro. Para la plata las condiciones de oferta como de demanda cambiaron en dirección opuesta. Así, el oro subió y la plata descendió en valor⁸. La relación oro-plata pasó de 1:15,92 en 1873 a 1:20,17 en 1876⁹.

-
7. *Informe del administrador de la Casa de Moneda de Medellín, Medellín, s.n., marzo de 1875.*
 8. William Ashworth (1982), *An Economic History of England 1870-1939*, Methuen & Co. Ltd., Londres.
 9. Charles P. Klinderberger (1984), *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, Londres.

CUADRO 4.2
CASA DE MONEDA DE MEDELLÍN
ACUÑACIÓN DE MONEDAS DE ORO Y PLATA: 1867-1882

Año	Amonedación oro	%	Amonedación plata	%	Totales
1867	32 080	100,00	N.D.	0,00	32 080
1868	384 910	99,73	1 057	0,27	385 967
1869	244 240	98,47	3 788	1,53	248 028
1870	266 510	88,30	35 311	11,70	301 821
1871	393 904	86,47	61 650	13,53	45 554
1872	246 382	88,07	33 365	11,93	279 747
1873	231 535	79,62	59 253	20,38	290 788
1874	46 987	33,69	92 485	66,31	139 472
1875	12 590	11,32	98 587	88,68	111 177
1876	20 830	12,98	139 620	87,02	160 450
1877	314 150	70,83	129 408	29,17	443 558
1878	860	0,54	159 158	99,46	160 018
1879	-	0,00	187 700	100,00	187 700
1880	-	0,00	205 500	100,00	205 500
1881	-	0,00	191 500	100,00	191 500
1882	-	0,00	500 085	100,00	500 085

Fuente: informe presentado por el administrador contador, en *Registro oficial. Periódico Oficial del Estado de Antioquia*, Medellín, 13 de mayo de 1883, No. 995-APO.

Pero mientras en el mercado mundial la relación oro-plata disminuía, en el país permaneció inmodificada (1:15,5), produciéndose así un premio a la exportación de oro. Fue así como en pocos años se exportó la mayor parte del oro en circulación y nuestra moneda quedó constituida básicamente por la plata¹⁰.

La moneda de plata también escaseaba en Antioquia y en coyunturas tales como la guerra civil de 1876 la escasez se hacía más aguda. Fue durante este período que el Banco de Antioquia a través de su cuenta en Londres, compró e importó barras de plata para amonedar.

10. Darío Bustamante, "Efectos económicos del papel moneda durante la Regeneración", en *Cuadernos Colombianos*, Medellín. Vol. 1, No. 4, octubre-diciembre de 1984.

Operaciones con el exterior

Desde su fundación el banco estableció corresponsalía con la casa B. Fourquet en París y Stiebel Brothers en Londres. Esta última pertenecía a ese grupo de firmas que surgieron en Inglaterra a lo largo del siglo XIX conocidas con el nombre de *Merchant Banks*. Entre las más famosas figuraron la casa Rothchild, Baring Brothers, Lazard Brothers¹¹.

Stiebel Brothers debió ocupar un lugar relativamente modesto comparado con las más importantes firmas londinenses. Pero era bien conocida por los comerciantes de Medellín vinculados al mercado externo. Éstos enviaban barras de oro y plata aurífera al cuidado de Stiebel Brothers, que se encargaba de venderlas al Banco de Inglaterra. Una vez deducidos los gastos de corretaje, de fundición y de cobrar una comisión, la casa bancaria depositaba el producido de la venta en la cuenta corriente de sus clientes, cuenta contra la cual podían girar letras de cambio.

Las transacciones del banco con sus agentes europeos siguieron los mismos mecanismos utilizados por las casas comerciales. El banco abrió una cuenta corriente de interés recíproco y envió lingotes de oro. Contando con estos fondos y con los créditos previamente acordados con sus banqueros en Londres, el banco vendió letras de cambio giradas a cargo de sus corresponsales.

Actividad crediticia

Tanto el Banco de Antioquia como los otros establecimientos bancarios fundados en el período establecieron como plazo general de los préstamos 180 días. Salvo cuando el banco tenía en dinero y documentos una suma mayor al valor de los billetes que se hallaban en circulación podía otorgar crédito a un plazo mayor pero no superior a un año. Se trataba, por tanto, de un banco comercial que atendía créditos a corto plazo.

Antes de la fundación del Banco de Antioquia, uno de los rasgos más importantes en el mercado de dinero era la gran heterogeneidad en las tasas de interés. Esta variable fluctuaba entre el 8% y el 12% anual fijado por algunas de las grandes casas de comercio, hasta tasas *usureras* del 18% anual y aun más, entre prestamistas particulares de Medellín y poblaciones vecinas (La Estrella, Envigado e Itagüí).

11. Stanley Chapman (1985), *The Rise of Merchant Banking*, George Allen & Unwin, Londres, p. 56.

El inicio de las operaciones del Banco de Antioquia trajo como resultado la disminución de la tasa de interés sobre préstamos, la cual se fijó al 6% anual. Esta tasa de interés obedecía a la decisión de la Junta Directiva y se mantuvo hasta finales de 1875. A partir de 1876, el Banco de Antioquia incrementó el interés al 8% anual, lo mantuvo hasta 1883 y de ese año en adelante lo incrementó hasta el 12% anual. Ahora bien, ¿hacia cuáles actividades económicas canalizó el banco sus recursos? Es difícil establecer las diferentes actividades hacia las cuales se canalizaron los préstamos¹². Tratando de subsanar esa dificultad, se elaboró una lista de deudores buscando establecer alguna o varias de las actividades económicas a las que estaban vinculados.

Préstamos al Estado de Antioquia

El gobierno de Antioquia fue uno de los mayores beneficiarios del banco. A cambio de los privilegios otorgados, el Banco de Antioquia se convirtió en el banquero y gran financiador del Estado Soberano de Antioquia. Dos meses después de iniciar operaciones, el banco otorgó al Estado un crédito por \$57 000. El banco recibía como garantía una hipoteca sobre barras de plata que el gobierno tenía para amonedar. A partir de entonces, la demanda de crédito por parte del Estado se hizo frecuente, otorgando en garantía sus ingresos futuros. Así, por ejemplo, entregaba escrituras otorgadas a su favor por remates de la renta de licores destilados.

Durante la guerra civil de 1876, una de las escasas operaciones de consideración que autorizó la Junta Directiva del banco fue otorgar un préstamo al Estado de Antioquia por \$70 000. El gobierno había solicitado \$100 000 con 90 días de plazo, debido a las grandes dificultades para el sostenimiento del Ejército y, sobre todo, "para el regreso de éste al Estado del Cauca". El gobierno ofreció al banco que el reembolso se haría dentro del término del plazo y con los primeros fondos que entraran del empréstito forzoso de \$750 000 que se había decretado.

El Ferrocarril de Antioquia se encuentra también entre las entidades que recibieron crédito por parte del banco. En 1877 se le otorgaron \$54 000

12. No fue posible contar con libros contables del Banco de Antioquia puesto que desaparecieron. La mayor parte de la información acerca del banco fue tomada de la prensa del período. La información sobre préstamos bancarios se obtuvo de los fondos notariales del archivo histórico de Antioquia. Allí se hallan registrados los préstamos otorgados (con base en hipoteca) tanto de los bancos como de las casas comerciales. A través de las escrituras se construyeron cuadros en los que se registraron mes a mes los préstamos otorgados, los beneficiarios y la procedencia por poblaciones, la cuantía del préstamo, la tasa de interés y el plazo.

a Francisco Javier Cisneros, bajo la garantía de las principales casas de comercio de Medellín¹³.

También los grandes comerciantes, socios de casas de comercio importadoras de mercancías, fueron beneficiarios del Banco de Antioquia. En ocasiones se trataba de accionistas del banco; tal es el caso de Recaredo de Villa, Fortis Mejía, Botero Arango e Hijos, Fernando Restrepo e Hijos. Los comerciantes intermediarios de otras poblaciones también se beneficiaron de los préstamos del banco. El crédito lo obtenían a través de las conexiones que tenían en Medellín con las grandes casas de comercio, de las propiedades hipotecables que poseían o a través de sus proveedores, quienes se convertían en sus fiadores.

Salvo unos cuantos préstamos otorgados por el banco a empresas mineras, en general los créditos fueron canalizados hacia actividades altamente lucrativas ligadas al proceso de circulación de mercancías y de dinero.

El editorialista de un periódico de la época comentaba: "Los bancos de giro y descuento son especialmente útiles para los negocios de gran movimiento en los cuales el capital ocupado se rembolsa en muy corto tiempo [...] El banco de giro y descuento es el banco de los negociantes y comerciantes activos"¹⁴.

Liquidación del banco

Un estudio acerca del Banco Nacional¹⁵ muestra la fuerte oposición que recibió el proyecto político y económico de Rafael Núñez por parte de los comerciantes y banqueros en Antioquia. En efecto, estas medidas golpearon duramente a la actividad bancaria y varios bancos optaron por liquidarse.

Al parecer, la liquidación del Banco de Antioquia se produjo alrededor de 1893, ya que partir de entonces no vuelve a tenerse noticia de este banco.

EL BANCO DE SUCRE

Fundación del Banco de Sucre

Pasada la Guerra de los Mil Días, la situación de la República no podía ser más crítica. Según los observadores del período, las finanzas públicas se

13. *Boletín Oficial del Estado Soberano de Antioquia*, No. 341, Medellín, enero 4 de 1878.

14. "Editorial", en *El Correo Mercantil*, No. 33, Bogotá, noviembre 24 de 1883.

15. José Ignacio Díaz, "El Banco Nacional 1880-1904. El fracaso de la moneda legal", en *Lecturas de Economía*, No. 28, enero-abril de 1989.

hallaban en un estado caótico, el crédito nacional prácticamente había dejado de existir y la circulación monetaria y el cambio sobre el exterior se encontraban en un estado anárquico¹⁶.

En Antioquia la crisis financiera de 1904 había llevado a la quiebra de nueve firmas entre las cuales se encontraban varios bancos y casas comerciales. Según el informe del vicecónsul británico, "los establecimientos bancarios, abusando del crédito, se habían involucrado en la peor de las especulaciones, aquella de prestar papel moneda y convertirlo en oro, a la espera de que un alza en el cambio les generara un margen de ganancia más alto. Para atraer depósitos ofrecieron intereses hasta de un 120% anual. Infortunadamente [...], el cambio bajó en vez de subir y el público se apresuró a retirar sus depósitos [...]"¹⁷.

Así las cosas, el gobierno de Rafael Reyes debió dedicar los mayores esfuerzos a organizar el sistema monetario¹⁸. Durante su administración, el lugar prioritario en materia monetaria y cambiaria lo ocuparía la creación de un nuevo banco, el cual debía afrontar problemas tales como la conversión del papel moneda, la estabilidad cambiaria, la recuperación del crédito y la disminución del tipo de interés. El Decreto 647 del 15 de junio de 1905 autorizó a un grupo de ciudadanos para que organizaran en Bogotá el Banco Central de Colombia¹⁹. Encabezaron la lista de accionistas particulares José María (Pepe) Sierra, Nemesio Camacho y Pedro Jaramillo²⁰, a su turno promotores y accionistas del Banco de Sucre.

Un mes más tarde, el 15 de julio de 1905, se organizó en Bogotá la sociedad anónima denominada *Banco de Sucre* para que operara en Medellín. Los accionistas de esta sociedad están consignados en el Cuadro 4.3.

El Banco Central fue socio fundador y los vínculos desde el comienzo fueron muy estrechos. Como se verá posteriormente, el Banco de Sucre actuó como agente en Medellín. Otro socio importante fue Alejandro Ángel Londoño, quien actuó como agente corresponsal a través de su firma establecida en Nueva York. Pero indiscutiblemente la casa comercial más estre-

16. Guillermo Torres García (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Fondo Rotatorio de Publicaciones FAES, Medellín.

17. Una excelente descripción de la crisis de 1904 en Medellín se puede ver en S. Dickson Spencer, "Informe del vicecónsul británico sobre la crisis financiera en Medellín en 1904", en *Estudios Sociales*, No. 4, Medellín, marzo de 1989.

18. Mauricio Avella Gómez (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia: 1886-1945*, Contraloría General de la República, Bogotá.

19. Mauricio Avella Gómez, *op. cit.*

20. "Decreto legislativo No. 47 del 6 de marzo de 1905 sobre autorización para fundar un banco y sobre amortización del papel moneda", en *Diario Oficial* jueves 9 de marzo de 1905.

chamente vinculada a las actividades del banco fue Vásquez Correas & Co.; en 1912, aproximadamente, este grupo llegó a tener el control accionario²¹. Fueron esos nexos tan estrechos los que le ocasionaron al banco las serias dificultades que debió enfrentar en 1920 llevándolo a su liquidación. Los socios de la casa bancaria Vásquez Correas & Co. pueden observarse en el Cuadro 4.4.

CUADRO 4.3
ACCIONISTAS DEL BANCO DE SUCRE

Nombre	Representante	Sede	Acciones
Pedro Jaramillo	Angel Jaramillo & Cía.	Medellín	
		Manizales	120
Pedro Jaramillo	Angel López & Cía.	Medellín	60
Pedro Jaramillo	Jaramillo Escobar	Manizales	40
José J. Salazar	Félix Salazar e Hijo	Manizales	150
Eduardo Correa	Hijos de Félix A. Correa	Medellín	105
Nemesio Camacho	Por sí	Bogotá	100
Nemesio Camacho	Banco Central	Bogotá	120
Víctor M. Salazar	Bonifacio Vélez & Cía.	Medellín	100
José M. Sierra S.	Por sí	Bogotá	200
Clímaco Mejía	Por sí	Bogotá	40
Rogelio Rosas	Por sí	Bogotá	5
Isaías Yepes	Por sí	Medellín	130
Sixto Jaramillo	Por sí	La Ceja	30

Fuente: Archivo Histórico Nacional. *Fondos Notariales*, Notaría Segunda de Bogotá, Bogotá, julio 15 de 1905, No. 1315.

Esta firma funcionó como casa bancaria y comercial y sus actividades no la distinguieron de las de otras casas comerciales similares: exportación de oro, café, cueros y sombreros; negocios de ganado en compañía, y operaciones de crédito comercial interno y externo²².

21. Se tienen datos de que ya en 1912, Vásquez Correas & Co. junto con Eduardo Vásquez Jaramillo eran socios mayoritarios del banco.
22. Toda la información relacionada con la firma Vásquez Correas & Co. fue tomada de un trabajo inédito elaborado por Jaime Uribe López de Mesa, quien trabajó exhaustivamente el *Archivo Vásquez Correas & Co.*, hoy en día en la Fundación Antioqueña para los Estudios Sociales, Faes, en Medellín.

CUADRO 4.4

Nombre	En representación
Ester Uribe de Vásquez	Socios de la casa comercial Vásquez Hermanos & Co.
Inés Vásquez de Pérez	
Uladislao Vásquez U.	
Pedro Vásquez U.	
Julián Vásquez U.	
Maximiliano Correa U.	Socios de la casa comercial Hijos de Félix A. Correa
Emilio Correa U.	
Julio Correa U.	
Félix María Correa U.	
Eduardo Correa U.	
Ismael Correa C.	Socios de la casa comercial Hijos de Lisandro María Uribe & Cía.
Obdulia Gaviria de Uribe	
María Uribe Gaviria	
Magdalena Uribe Gaviria	
Mario Uribe Gaviria	
Eduardo Vásquez	Por sí
Emilio Correa C.	Por sí

Fuente: A. H. A. *Fondos notariales de Medellín*. Notaría Segunda, Escritura No. 384, abril de 1907.

Sin embargo, Vásquez Correas & Co. tuvo una serie de rasgos particulares. Aunque esta casa comercial no era estrictamente una sociedad familiar, en ella se dio una concentración de sociedades familiares (Vásquez Hermanos & Co., Félix A. Correa e Hijos, Hijos de Lisandro María Uribe) con dos de los comerciantes más reconocidos y *acreditados* de la época (Eduardo Vásquez y Emilio Correa). De esta manera se estableció una especie de concentración del *crédito*. Además, algunos de los socios tenían estrechos vínculos con el poder político (ellos mismos o sus parientes) lo que significaba un mecanismo de influencia o de conocimiento sobre medidas de política, indispensables para el éxito de la empresa.

Vásquez Correas & Co. cumplió funciones de casa bancaria en lo relativo a la centralización de capital-dinero, a través de captación del ahorro público con mecanismos diversos, como depósitos disponibles y depósitos fijos; pero estos recursos, recibidos como casa bancaria, los utilizaba como casa comercial para realizar actividades diversas más propias de *negociantes* que de banqueros.

Refiriéndose a las actividades de Vásquez Correas & Co., Erich Thiel, director del Banco Alemán Antioqueño escribió en sus memorias: "Unas pocas familias muy negociantes pero muy especuladoras en sus negocios, han tomado para sí los principales negocios de la ciudad, esto es, el café, las pieles y la banca. Los Vásquez, los Correas, los Londoño dominan todo, incluido el Banco de Sucre"²³.

Efectivamente, este grupo de agentes ligados a través de vínculos económicos y familiares controlaron la comercialización del café y de las pieles. Se dio además una verdadera integración entre las empresas de su propiedad: a través de una firma denominada X y Y controlaron la compra interna del café y de las pieles en las poblaciones antioqueñas. La Sociedad Colombiana de Exportación, creada en 1914, fue la encargada de llevar a cabo las exportaciones a las casas comisionistas en Nueva York, la Antioquia Comercial Corporation y la Vásquez Correas & Co. Inc, ambas de su propiedad. Por último, el Banco de Sucre actuó como el banco intermediario a través del cual centralizaron los negocios de giros sobre el exterior.

Principales operaciones del Banco de Sucre

Depósitos

El banco captó recursos a través de los depósitos disponibles y a término tanto en papel moneda (hasta 1912) como en oro (libras esterlinas, marcos, francos, barras de oro). Fueron clientes del banco sus principales accionistas y las casas comerciales Vásquez Correas & Co., Hijos de Félix A. Correa & Co., Vásquez Hermanos & Co., Alejandro Ángel Londoño, José María Sierra, Ángel López & Co.

Las principales firmas importadoras de Medellín²⁴ y las empresas mineras del período, entre las cuales figuraban la Sociedad del Zancudo, Sociedad de Trinidad, la Sociedad Echandía, depositaron sus fondos en el Banco de Sucre. Así mismo, el Banco manejó las cuentas del departamento de Antioquia, del Ferrocarril de Antioquia y el Ferrocarril de Amagá, así como los fondos de la Administración Departamental de Rentas Naciona-

23. Erich Thiel, *Cincuenta años de actividad bancaria*, Memorias inéditas, Mimeografiado.

24. Banco de Sucre. *Depósitos disponibles*. Libro No. 1, febrero de 1905 - febrero de 1908; Libro No. 2, marzo de 1906 - noviembre de 1908; Libro No. 3, mayo de 1907; Libro No. 4, junio de 1907 - abril de 1910; Libro No. 9.

les²⁵. También recibió en depósito fondos de las primeras empresas fabriles de Medellín²⁶.

CUADRO 4.5
MEDELLÍN. BANCO DE SUCRE: EVOLUCIÓN Y CRECIMIENTO
DE LOS DEPÓSITOS 1905-1923
 (Pesos oro y porcentajes)

1. TOTAL DEPÓSITOS			
Años	Disponibles	A término	Totales
1913	715 883,1	492 159,3	1 208 042,4
1914	411 025,7	449 053,5	860 079,3
1915	771 406,4	690 171,7	1 461 578,1
1916	1 364 395,4	889 658,5	2 254 053,9
1917	937 685,0	995 395,0	1 933 080,0
1918	1 345 222,8	1 072 670,0	2 417 892,8
1919	3 139 383,2	1 738 094,7	4 877 477,9
1920	756 222,2	1 724 518,8	2 480 741,0
1921	111 063,9	1 312 284,0	1 423 347,9
1922	113 285,7	874 349,4	987 635,1
1923	71 115,6	505 400,7	576 516,3

2. VARIACIONES			
1913	-	-	-
1914	-42,6	-8,8	-28,8
1915	87,7	53,7	69,9
1916	76,9	28,9	54,2
1917	-31,3	11,9	-14,2
1918	43,5	7,8	25,1
1919	133,4	62,0	101,7
1920	-75,9	-0,8	-49,1
1921	-85,3	-23,9	-42,6
1922	2,0	-33,4	-30,6
1923	-37,2	-42,2	-41,6

Fuente: *Banco de Sucre. Libro Mayor*; julio de 1912-octubre de 1914; septiembre de 1914-septiembre de 1919; septiembre de 1919-1933.

25. Posteriormente, el Banco Alemán Antioqueño tuvo la cuenta del gobierno departamental.
26. Banco de Sucre. *Depósitos disponibles*. Libro No. 1, febrero de 1905 - febrero de 1908; Libro No. 2, marzo de 1906 - noviembre de 1908; Libro No. 3, mayo de 1907; Libro No. 4, junio de 1907 - abril de 1910; Libro No. 9.

Pero las cuentas más importantes fueron sin duda las de las firmas exportadoras de café. Los nexos con estas sociedades le permitieron centralizar los negocios de giros sobre el exterior. Estas operaciones se examinarán más adelante.

Es de anotar el dinamismo de los depósitos en el período de la primera guerra mundial (hasta 1917), tal como se puede apreciar en el Cuadro 4.5. Con motivo de la guerra, Colombia suspendió las importaciones de mercancías de Inglaterra, Francia, Alemania y por el contrario pudo exportar a los mercados norteamericanos. En opinión del director del Banco Alemán Antioqueño se dio "una corriente líquida en oro hacia los bancos y los depósitos aumentaron considerablemente"²⁷.

En 1919, los depósitos del Banco de Sucre presentan el mayor crecimiento de todo el período. En efecto, como consecuencia del aumento en el precio internacional del café las divisas crecieron notablemente y entraron "varios centenares de dólares amonedados a Medellín"²⁸.

Analizando la prosperidad de este año en Antioquia, Pedro Nel Ospina escribió: "Creo que nunca en la historia de Antioquia hubo una época de mayor y más visible prosperidad material. La propiedad raíz, mueble y semoviente lo mismo que el trabajo se han valorizado en proporciones inesperadas [...]. Diariamente se organizan para el futuro inmediato compañías industriales anónimas. Las acciones de las existentes suben constantemente presentándose casos de cuadruplicación de su valor original [...]"²⁹

El período comprendido entre 1920 y 1923 presenta una desaceleración en el movimiento de los depósitos. Lo anterior guarda relación con la situación que debió enfrentar el banco cuando la casa Vásquez Correas & Co. Inc. N.Y. suspendió los pagos en octubre de 1920³⁰.

Cartera

Tanto el Banco de Sucre como posteriormente el Banco Alemán Antioqueño otorgaron crédito bajo dos modalidades: a plazo fijo y en cuenta corriente³¹. Según Erich Thiel, la modalidad preferida por los antioqueños era la de cuenta corriente. Desde el siglo pasado esta modalidad de crédito había

27. Erich Thiel, *op. cit.*

28. Informe de Deutsche Antioquia Bank A.G. para la asamblea general ordinaria de accionistas. Bremen, 30 de abril de 1915, en *Varios Folletos de Economía*, Vol. I, Universidad de Antioquia.

29. *Archivo General Pedro Nel Ospina*, C. 27, folio 194, septiembre 16 de 1923.

30. Vásquez Correas & Co. Inc. N.Y. en octubre de 1920.

31. Acer. 17/200: 262, marzo 24 de 1916. Carlos E. Restrepo a Adolf Held.

sido la más utilizada tanto por las instituciones bancarias como por las casas bancarias. En un mensaje publicado por la casa bancaria Chaves Vásquez & Co. ésta advertía al público: "En Medellín se llama depósito disponible a lo que en Londres y en casi todas partes se denomina *cuenta corriente*. Aquí en Medellín entendemos por cuenta corriente el crédito flotante que los bancos abren para que la persona favorecida con él pueda retirar sumas hasta la concurrencia del crédito, quedando con la facultad de entregar cantidades en abono antes del vencimiento del plazo"³².

La característica principal en ambos casos, a plazo y en cuenta corriente, era que se trataba de créditos a corto plazo. Éstos se otorgaban por un período que oscilaba entre tres y seis meses, mientras los cupos en cuenta corriente se pactaban por seis meses. El Cuadro 4.6 muestra la evolución de la cartera del Banco de Sucre entre 1913-1923.

Otros negocios del banco

El banco participó con carácter de socio fundador en empresas en las cuales era socio también el grupo Vásquez Correas & Co.: como ejemplos se pueden citar la Compañía Industrial de Calzado, la Compañía de Calzado Rey Sol, la Compañía de Cerveza la Libertad y el Banco de Fredonia³³.

A través de la información obtenida de los libros contables se sabe que el banco era titular de acciones de las siguientes empresas: Banco de Jericó, La Mutualidad Nacional, Compañía Antioqueña de Transportes, Sociedad de Rentas, Sociedad Pecuaría Antioqueña, Compañía General de Seguros, Teatro Bolívar, Manufactura Nacional de Sombreros, Compañía Nacional de Fósforos Olano, Compañía Antioqueña de Clavos, Fábrica de Tejidos Hernández, Fábrica de Tejidos Rey Sol, Compañía Colombiana de Seguros, Compañía de Tejidos Rosellón, Banco Alemán Antioqueño, Compañía Colombiana de Tejidos, Cervecería la Libertad, Chocolate Cruz Roja, Banco de Fredonia, Hotel Colón, Gaseosas Posada & Tobón, Compañía Colombiana de Tabaco, Sociedad Agrícola del Sinú y Ferrocarril de Amagá.

No es posible determinar si esas acciones fueron obtenidas como dación en pago, dados en prenda por los clientes o si el banco orientó sus inversiones a la adquisición de acciones de empresas industriales bien con la finalidad de obtener su control o por razones de mera especulación. Lo

32. "Dos palabras a nuestros relacionados. Chaves, Vásquez & Co.", en *Folleto Misceláneos de Economía*, Vol. XII.

33. A.H.A. *Fondos notariales*. Notaría Primera No. 760, abril de 1912. Notaría Primera No. 216, febrero de 1916. Notaría Primera No. 2776, octubre de 1919.

que puede observarse en el archivo Vásquez Correas & Co. es que a lo largo de la década de 1910 las acciones sufrieron un proceso de valorización. Además parece probable que estas negociaciones las hubiera efectuado en muchas ocasiones en asocio de Vásquez Correas & Co. en razón de sus vínculos comerciales y por ser esta última fuerte accionista del banco.

CUADRO 4.6
MEDELLÍN. BANCO DE SUCRE: EVOLUCIÓN Y CRECIMIENTO
DE LAS CUENTAS DE CARTERA 1913-1923
(Pesos oro)

Años	(1)		(2)		(3)	
	Cuenta corriente	Variación	Obligaciones por cobrar	Variación	Total cartera	Variación
1913	2 759 743,6	-	86 557,0	-	2 846 300,6	-
1914	2 668 371,2	-3,3	234 107,3	170,5	2 902 478,5	2
1915	2 826 994,8	5,9	234 452,3	0,1	3 061 447,1	5,5
1916	4 125 964,7	45,9	345 576,5	47,4	4 471 541,1	46,1
1917	3 792 703,3	-8,1	347 878,0	0,7	4 140 581,3	-7,4
1918	3 660 335,8	-3,5	390 804,6	12,3	4 051 140,4	-2,2
1919	6 091 387,4	66,4	391 022,0	0,1	6 482 409,4	60
1920	6 438 551,7	5,7	792 875,3	102,8	7 231 427,0	11,6
1921	2 851 237,5	-55,7	2 076 986,1	162,0	4 928 223,6	-31,8
1922	1 977 041,0	-30,7	1 133 350,4	-45,4	3 110 391,4	-36,9
1923	1 555 604,3	-21,3	468 399,8	-58,7	2 024 004,1	-34,9

Fuente: *Banco de Sucre. Libro mayor*, julio de 1912-octubre de 1914; septiembre de 1914-septiembre de 1919; septiembre de 1919-1933.

LOS BANCOS Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PERÍODO

A lo largo de las dos primeras décadas de este siglo la economía antioqueña sufrió importantes transformaciones: se inició la etapa de industrialización y Medellín se constituyó en el principal centro fabril a nivel nacional; a su vez la economía cafetera se expandió y consolidó, sustentada en la pequeña producción parcelaria; se dio un notable desarrollo ganadero: los transportes, en especial el Ferrocarril de Antioquia y el Ferrocarril de Amagá tuvieron

ron un gran impulso, al mismo tiempo que Medellín asistió a un proceso de urbanización³⁴.

La actividad bancaria buscó precisar las solicitudes de crédito por parte de las empresas industriales del período, creando así un vínculo muy importante entre los bancos y la actividad económica regional³⁵.

Industria

Al menos hasta 1920 la demanda de crédito por parte de la industria no fue significativa y las empresas establecidas no necesitaron financiamiento por parte de los bancos. Todo parece indicar que la financiación fue provista de los propios recursos de las empresas, esto es, utilidades no distribuidas y destinadas a la reinversión y por aumentos de capital.

Así, por ejemplo en 1918 Pedro Nel Ospina analizaba la situación de la Compañía de Tejidos de Medellín en los siguientes términos: "Es verdad que por haber destinado en los últimos años y estar destinando en el presente esta compañía una partida de sus beneficios al ensanche de sus instalaciones y a la construcción de la tintorería y blanquecimiento [...] sólo ha repartido \$60 por acción al año [...]. Pero ya llega la época de los fuertes dividendos [...]. Estos detalles sólo los conocemos los accionistas y bien saben ustedes que las acciones por falta de vendedor no se cotizan en parte alguna"³⁶. Como observa Santiago Montenegro, el "carácter familiar de muchas empresas antioqueñas fue muy importante, para determinar la forma de financiamiento de la industria [...]. Las dos formas generales de financiamiento fueron la captación de ahorro mediante la conversión de las empresas en sociedades anónimas, y la reinversión de utilidades"³⁷.

Ganadería

Un negocio en el cual el banco siempre estuvo interesado fue el de la ganadería.

34. Véanse Luis Ospina Vásquez (1979), *Industria y protección en Colombia: 1810-1930*, Fondo Rotatorio de Publicaciones FAES, Medellín; Mariano Arango (1977), *Café e industria. 1850-1930*, Carlos Valencia Editores, Bogotá; Jesús Antonio Bejarano, "El despegue cafetero (1900-1928)", en *Historia económica de Colombia*, José Antonio Ocampo (ed.), Editorial Siglo XXI; Alejandro López (1915), *Antioquia. Monografía estadística de este departamento colombiano*, Medellín, Imprenta Oficial.

35. Se consultaron los libros contables del Banco de Sucre: 1905-1936.

36. *Archivo General Pedro Nel Ospina*, C. 23, folio 1, junio de 1918.

37. Santiago Montenegro, "El surgimiento de la industria textil en Colombia 1900-1945", en *Crisis mundial, protección e industrialización* (1984), Bogotá, 1238, Fondo Editorial Cerec.

Desde el siglo pasado, los comerciantes antioqueños habían invertido en el negocio montando haciendas en el Medio Cauca y el nordeste antioqueño para surtir las zonas mineras y la feria de Medellín. Ésta se había convertido en un sitio importante del movimiento de ganado entre el sur y el norte de Antioquia y se llevaba a cabo semanalmente³⁸.

Cálculos aproximados asignaban en 1913 la existencia de 32 000 cabezas de ganado vacuno, cantidad que resultaba insuficiente para atender el consumo. Para suplir la demanda, se introdujeron del departamento de Bolívar 45 270 reses en 1913 y 31 775 en 1914 cuyo valor ascendió a un millón trescientos cincuenta y tres mil ciento treinta y cinco pesos (\$1 353 135 oro)³⁹.

El Banco de Sucre no sólo canalizó créditos a esta actividad sino que participó en varias sociedades ganaderas. En efecto, tuvo participación en la compañía de ganado La Corte & Chaves, Luciano & C. Santa María, Arturo Botero & Otros, Luis María Barrientos & Otros, Emilio Tobón C. & Otros, Carlos J. L. Santamaría, Jenaro Gutiérrez, J. P. Gómez D. Estas compañías funcionaban de la siguiente forma: 60% para los socios y 40% para el Banco de Sucre⁴⁰. Los socios en este negocio siempre obtuvieron amplios créditos.

Trasportes

Los trasportes, especialmente la terminación y ampliación de la red ferroviaria, constituían una prioridad para los empresarios. La correspondencia de las casas comerciales permite observar que la importancia que se le daba a los ferrocarriles en este período era tal, que en algunas ocasiones esas casas ayudaron a financiarlos⁴¹. El Ferrocarril de Antioquia era de propiedad del departamento y se construía con fondos del departamento y auxilios nacionales. A su turno, el Ferrocarril de Amagá era propiedad de una sociedad anónima promovida y organizada en 1907 por Alejandro Ángel⁴².

38. Camilo Botero Guerra, *Anuario estadístico general del departamento de Antioquia en 1888*, Imprenta del Departamento, Medellín, p. 262.

39. En opinión de Alejandro López, la salida de "numerario para pagar el ganado al departamento de Bolívar ocasionaba con frecuencia crisis monetarias". Alejandro López, *Antioquia. Monografía estadísticas de este departamento colombiano* (1915), Imprenta Oficial, Medellín.

40. Banco de Sucre. *Libro cuentas en oro*, No. 6, folio 239. 1912.

41. En 1912, Eduardo Vásquez Jaramillo recibió el capital e intereses que le adeudaba el gobierno departamental por concepto de un préstamo hecho al Ferrocarril de Antioquia. Aevj/c/6. Eduardo Vásquez Jaramillo y Jorge Rodríguez estaban en París, en 1912, tratando de obtener un empréstito. Aevj/c7 folio 230, octubre 1912.

42. Directorio Comercial (1923), *Medellín*, The Schilling Press Inc., Nueva York.

El Banco Alemán Antioqueño otorgó grandes préstamos al Ferrocarril de Antioquia, al Ferrocarril de Amagá y al Ferrocarril de Caldas (*véase* Cuadro 4.7).

CUADRO 4.7

BANCO ALEMÁN ANTIOQUEÑO. PRÉSTAMOS DE LOS FERROCARRILES 1913-1920

Año	Nombre	Cuantía (en O.I.A.)	Interés	Plazo
1913	FFCC. de Antioquia	98 300	N.D.	N.D.
1913	FFCC. de Antioquia	20 000	N.D.	N.D.
1913	FFCC. de Antioquia	70 000	12%	6 meses
1913	FFCC. de Antioquia	2 100	12%	6 meses
1913	FFCC. de Amagá	40 000	N.D.	6 meses
1914	FFCC. de Antioquia	200 000	N.D.	N.D.
1914	FFCC. de Antioquia	70 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Antioquia	41 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Antioquia	23 000	N.D.	N.D.
1914	FFCC. de Amagá	10 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Amagá	10 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Amagá	10 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Amagá	10 000	12%	6 meses
1914	FFCC. de Amagá	9 100	12%	3 meses
1914	FFCC. de Amagá	400	15%	3 meses
1915	FFCC. de Amagá	40 000	12%	2 meses
1915	FFCC. de Amagá	100 000	13 1/2%	2 años
1917	FFCC. de Amagá	25 000	12%	4 meses
1917	FFCC. de Amagá	10 000	12%	3 meses
1918	FFCC. de Amagá	20 000	15%	3 meses
1918	FFCC. de Antioquia	25 000	15%	10 meses

Fuente: Banco Alemán Antioqueño. *Actas de la Junta Directiva.*

Comercio

Los principales clientes y mayores beneficiarios del crédito bancario en este período fueron las casas comerciales importadoras y las firmas exportadoras.

En el listado de los agentes que obtuvieron crédito por parte del Banco de Sucre así como préstamos del Banco Alemán Antioqueño sobresalen las firmas importadoras y las sociedades exportadoras de café. Entre estas úl-

timas figuraban la Sociedad Exportadora, la Compañía Nacional de Exportadores, la Compañía Colombiana de Exportadores, Londoño Hermanos, Ángel López & Co., Vásquez Correas & Co., Luis María Botero e Hijos, Hijos de Félix A. Correa⁴³. Precisamente los estrechos vínculos con estas sociedades y con las filiales abiertas en Nueva York por Vásquez Correas & Co. y por don Alejandro Ángel L., le permitieron al banco una activa participación en el mercado de letras de cambio actuando alternativamente como vendedor y como comprador.

OPERACIONES INTERNACIONALES

El negocio de giros cobró gran importancia sobre todo en la segunda década del siglo y Medellín se convirtió en un importante mercado de letras a nivel nacional. Según Alejandro López, en esta plaza se centralizó la compraventa de giros sobre ciudades extranjeras⁴⁴. Dos de los factores que contribuyeron a dar nuevo impulso a este negocio fueron, en primer lugar, la fundación de casas comisionistas antioqueñas en el exterior, y segundo, el crédito externo. Algunas casas comerciales antioqueñas exportadoras y comercializadoras de café abrieron filiales en Nueva York "dando comienzo al negocio de giros en el cual ganaron grandes sumas de dinero en el período de la guerra mundial"⁴⁵.

En el caso del crédito externo, tanto los exportadores como algunos bancos y casas bancarias antioqueños, intermediarios en el negocio de letras, fueron apoyados fuertemente por los recursos externos. Los créditos revistieron diferentes modalidades y los agentes que los recibieron hicieron uso de ellos en distintas actividades. Pero lo que se quiere hacer notar es esta disponibilidad del crédito externo, muy especialmente de parte de las firmas norteamericanas a comienzos de la primera guerra mundial.

Por tanto, a lo largo de la década de 1910 algunas entidades bancarias y casas comerciales, apoyadas por los recursos financieros conseguidos por sus filiales en el exterior, fortificaron su liderazgo en operaciones de giros, llegando a monopolizar el mercado de *divisas* de Medellín. Las entidades que estuvieron más vinculadas a este negocio fueron: Vásquez Correas & Co., Luis María Botero e Hijos agentes en Medellín de G. Amsinck & Co.; Francisco A. Olarte agente del Anglo South American Bank, el Banco Ale-

43. Banco de Sucre. *Libros contables*.

44. Alejandro López (1915), *Antioquia. Monografía estadística de este departamento colombiano*, Imprenta Oficial, Medellín, p. 38.

45. Erich Thiel, *Cincuenta años de actividad bancaria*. Memorias inéditas.

mán Antioqueño y posteriormente algunos bancos extranjeros que establecieron sus sucursales en Nueva York.

EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES CON EL EXTERIOR

En el período 1905-1910, las transacciones del Banco de Sucre con el exterior no fueron muy importantes. En el Cuadro 4.8 puede observarse el monto de las remesas (en barras de oro y letras) enviados a sus corresponsales en el exterior. La compraventa de giros cobra un mayor dinamismo especialmente a partir de 1913, fecha en que se funda la Antioquia Commercial Corporation (Nueva York). Esta casa comisionista fue creada por Vásquez Correas & Co., Londoño Hermanos & Co., Hijos de Félix A. Correa & Co. y Luis María Toro⁴⁶. La correspondencia de esta casa comisionista con el Banco de Sucre revela cómo, hacia finales de 1913, el gerente había conseguido créditos tanto para el Banco de Sucre como para las operaciones de la firma en Nueva York⁴⁷.

En el Cuadro 4.9 puede observarse la importancia de los giros vendidos a cargo de Antioquia Commercial Corporation (Nueva York) a partir de 1914.

Ante el alza de los precios externos del café y la prosperidad que se vivía en Antioquia en 1919, los socios de Vásquez Correas & Co. estimaron conveniente fundar por cuenta propia una casa comisionista en Nueva York y otra en Medellín⁴⁸. Vendieron las acciones de Vásquez Correas & Co. en Antioquia Commercial Corporation y en la Compañía Nacional de Exportadores a Londoño Hermanos & Co., y fundaron una casa en Nueva York bajo el nombre de Vásquez Correas & Co. Inc. N. Y. y una en Medellín denominada Compañía Colombiana de Exportaciones⁴⁹.

En abril de 1919 Eduardo Correa, presidente de la nueva sociedad, escribió desde Nueva York a Eduardo Vásquez Jaramillo informándole todo lo relacionado con la firma: "Cuando llegué a esta ciudad empecé con la nueva casa que vamos a establecer aquí. Encontré que el crédito de la nueva firma, es tal que no será preciso dar otra clase de garantía que la misma firma para conseguir el dinero que podamos necesitar para el desarrollo de nuestros negocios. Creo que la casa podrá empezar operaciones aquí el 1o. de marzo y con el capital suscrito con que cuenta, un millón de dólares

46. Aevj/c/6, folio 489, abril 19 de 1913.

47. Banco de Sucre. *Correspondencia recibida*. Antioquia Commercial Corporation (N. Y.), septiembre 24 de 1913, Faes.

48. Avc y Co./c/1. *Libro de Actas*, Acta No. 20, marzo 4 de 1919.

49. Avc y Co./c/1. *Libro de Actas*, Acta No. 20, marzo 4 de 1919.

(US\$1 000 000) y el crédito que tiene la nueva firma, me parece que son muchas las posibilidades de hacer buenos negocios"⁵⁰.

CUADRO 4.8
BANCO DE SUCRE. REMESAS ENVIADAS A SUS CORRESPONSALES
1910-1912 (pesos oro)

Nombre	Lugar	1910		1911		1912	
		1er. sem.	2o. sem.	1er. sem.	2o. sem.	1er. sem.	2o. sem.
Fruhling & Goschen	Londres	24 006	50 339	40 256	10 2907		
Credit Lyonnais	París	5 620	800	N.D.	1 500		
G. Amsinck & Co.	Nueva York		193 660	336 007	442 980	1462 148	1508 622
Ángel Jaramillo & Co.	Nueva York	125 152	178 689	158 095			

Fuente: Banco de Sucre. *Libro de cuentas en oro*, No. 6.

El Cuadro 4.9 muestra la importancia de Vásquez Correas & Co. Inc. (N. Y.) en 1919. Las letras vendidas por el Banco de Sucre y a su cargo superaron los cuatro millones de pesos (\$4 000 000): la cifra más elevada en todo el período.

DIFICULTADES Y LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE SUCRE

La suspensión de pagos de la firma Vásquez Correas & Co. Inc (N.Y.) en 1920, las elevadas cifras por concepto de letras vendidas a su cargo y los créditos otorgados a su cliente, la Compañía Colombiana de Exportaciones, afectaron duramente al Banco de Sucre en 1920.

Las dificultades de Vásquez Correas & Co. Inc (N.Y.) obedecieron a la suspensión total de algunos créditos que tenían abiertos en Nueva York y la limitación de otros, a medida que llegó la baja de los precios externos del café, las pieles, los sombreros y demás artículos que se les consignaban para la venta. Finalmente, se vieron obligados a tomar la decisión de suspender los pagos, debido a que no recibieron suficiente café y otros produc-

50. Aevj/c/24, folio 88. Varios 1918-1919.

tos para atender los giros que tenían aceptados del día 20 de octubre de 1920 en adelante⁵¹.

En efecto, ante la baja de los precios externos del café los exportadores en Antioquia optaron por demorar la venta de café y comenzar a vender letras en dólares a 90 días vista. Pero debido a la mala situación del mercado del café en Nueva York, ninguna entidad quería descontar las letras giradas por los exportadores o lo hacían con altos descuentos. Así, las casas exportadoras en Medellín entraron en dificultades⁵². Ante esta situación, el Banco de Sucre financió a la Compañía Colombiana de Exportadores para que ésta a su turno ayudara a Vásquez Correas & Co. Inc. (N. Y.). El 27 de agosto de 1920, la sociedad exportadora envió una fuerte suma para ayudar a pagar las aceptaciones que se iban venciendo en Nueva York⁵³.

Sin embargo, el 20 de octubre de 1920 la sociedad Vásquez Correas & Co. Inc (N.Y.) suspendió pagos y poco tiempo más tarde lo hizo la firma de don Alejandro Ángel lo que vino a agravar la situación del banco, ya que éste había enviado bastantes letras a cargo de esa firma y parte de ellas fueron protestadas. Unos días más tarde, la Antioquia Commercial Corporation también suspendió los pagos⁵⁴. En noviembre de 1920, el Banco de Sucre envió una circular a todos sus clientes pidiéndoles que cancelaran sus cuentas a la mayor brevedad, pero los comerciantes se quejaban de que no estaban en condiciones de pagar⁵⁵.

En su ayuda acudieron los bancos de Bogotá. El Banco López, que a su vez se encontraba enfrentado con una serie de dificultades, no pudo cumplir el préstamo de cincuenta mil pesos (\$50 000) que junto con otros cinco bancos había ofrecido al Banco de Sucre⁵⁶.

El Banco Mercantil Americano de Colombia, por intermedio de su vicepresidente Alfonso López Pumarejo, le prestó ciento sesenta mil pesos (\$160 000 oro)⁵⁷ y el Banco Alemán Antioqueño le otorgó un crédito por cincuenta y cuatro mil quinientos setenta pesos (\$54 570) garantizado por la hipoteca de dos inmuebles de propiedad del banco y por acciones de

51. Avc y co./c/1. *Libro de Actas*. Acta No. 30, noviembre 26 de 1920.

52. Archivo comercial Emilio Restrepo. *Carta enviada a su hijo Eusebio Restrepo*. Medellín, septiembre de 1920.

53. Archivo Emilio Restrepo. *Correspondencia Comercial*, agosto 24 de 1922.).

54. Archivo Comercial Emilio Restrepo. Medellín, octubre de 1920.

55. Legajador sin clasificar: FAES, noviembre de 1920. Carta enviada por Gustavo Restrepo Tamayo a Maximiliano Correa, gerente del Banco de Sucre.

56. Archivo Emilio Restrepo. *Correspondencia comercial*. Medellín, 1920.

57. Archivo Emilio Restrepo, *op. cit.*

CUADRO 4.9
BANCO DE SUCRE. GIROS SOBRE EL EXTERIOR (ORO)

Agente	Lugar	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922
Schulz & Ruckgaber	Nueva York	25 000,0	153 000,0	249 676,0	564 009,9	1050 423,2	757 819,1	854 756,2	357 101,7	257 906,6	15 231,2
Antioquia Commercial Corp.	Nueva York	113 400,0	1068 015,4	2114 414,1	3232 033,8	2746 321,0	1 281 026,7	1 209 579,9	343 047,1	126 025,2	
G. Anusnick & Co.	Nueva York	241 234,0	70 000,0								
Alejandro Ángel & Co.	Nueva York	276 712,0	80 300,0								
Schloss Brothers	Londres	59 935,0	807,9					146 550,0			
Commercial Bank of Spanish		20 750,0	120 500,0								
Senior & Muller	Nueva York		4 475,6								
Isaac y Samuel	Londres		46 500,0	6 903,6			106 000,0	20 900,0	136 341,1	74 569,6	
Fruhling & Greshen	Londres		10 500,0	195 120,0	6 753,0	2 500,0					
Credit Lyonnais	París		1 000,0								
The M & M. National Bank	Nueva York		102 411,0	238 077,9							
The Neulitz & Co.			1 800,0					33 000,0		403,9	
Vásquez Correas & Co.	Nueva York		5 500,0					4 064 355,1	2 482 149,7	311 784,1	8 304,3
Battery Park National Bank	Nueva York				91 350,0	196 875,0	164 565,0	245 000,0	185 000,0	3 055,4	3 000,0
Irving National Bank					1 002,5			36 910,0	334 226,0	309 718,7	47 277,7
The Equitable Trust Co.	Nueva York					197 999,0	189 597,8	577 361,4	961 868,8	890 055,9	102 129,8
Living National Bank							950,0				
Foreign Trade Banking								375 000,0	100 087,0		
The Bank of New York	Nueva York							565 000,0	490 129,0	227 575,6	137 840,6
Bank of the Manhattan Co.	Nueva York							533 495,0	337 705,0	104 236,6	78 888,5
Imbrie y Co.								463 900,0	120 105,1	93 900,0	7 298,0
The Neulitz & Co.								20 000,0			
Bankers Trust Co.								420 000,0	265 065,4	330 029,5	17 971,9
The National City Bank	Nueva York							210 000,0	274 095,5	7 140,0	
The Chemical National Bank	Nueva York							20 000,0	100 308,4	182 165,3	16 945,1
Banco Español de Chile								1 000,0	2 500,0	329,2	
Fred Hulth & Co.	Londres								75 080,0	165 000,0	122 248,4
Totales		677 096,0	1 614 226,0	2 676 632,6	4 193 227,1	4 194 118,2	2 499 958,6	9 796 397,6	6 553 729,8	3 083 945,6	567 134,9
Variación		-	138,40%	65,82%	56,66%	0,02%	-40,39%	291,86%	-33,10%	-52,94%	-81,93%

Fuente: Banco de Sucre. Libro de giros No. 12, mayo 7 de 1913 - diciembre 1.º de 1913; Libro de giros No. 13, diciembre 1.º de 1913-julio 8 de 1914; Libro de giros No. 14, julio 8 de 1914-marzo 2 de 1915; Libro de giros No. 15, marzo 5 de 1915-agosto 26 de 1915.

siete empresas⁵⁸. A pesar de las dificultades que enfrentó el Banco de Sucre, todo parece indicar que siguió operando por unos años más. Los libros contables así lo indican. A raíz de la creación del Banco de la República, el Banco de Sucre no participó como socio accionista y buscó ocultarle a las autoridades monetarias el hecho de que aún continuaba realizando negocios. A finales de 1923, Emilio Restrepo anotaba: "Dice el gerente del banco que no les conviene hacer operaciones en que figure como banco porque el gerente del Banco de la República lo haría liquidar"⁵⁹.

Con todo, esta entidad que hasta la crisis de 1920 habría sido la más importante en Medellín, debió retirarse del mercado y cederle el lugar al Banco Alemán Antioqueño (hoy Banco Comercial Antioqueño). Esta entidad fundada en 1912 con aportes de capital extranjero, tomó liderazgo a partir de 1920, convirtiéndose en el banco más importante a nivel regional. Para entonces el reordenamiento monetario de la nación y la organización del sistema bancario eran asuntos prioritarios. En efecto, la intensificación de la economía cafetera y el desarrollo de la industria requerían una estructura financiera más acorde. La reforma financiera de 1923 era la culminación de un largo proceso en la historia financiera del país.

58. Banco Alemán Antioqueño. *Libro de Actas de la Junta Directiva*. Acta No. 65, marzo de 1922.

59. Banco Alemán Antioqueño, *op. cit.*

Apéndice

Negocio X y Y (1908)

Londoño Hermanos
Vásquez Correas & Co.
Escobar & Co.
Hijos de Félix A. Correa & Co.
Ángel Jaramillo & Co.
J. Escobar & Co.
Carlos Nauts & Echavarría
Ángel López & Co.
Gallón Hermanos & Co.
Cortés Duque & Co.
Baltazar Ochoa

Compañía Nacional de Exportadores (1914)

Londoño Hermanos & Co.
Hijos de Félix A. Correa & Co.
Luis María Toro
Vásquez Correas & Co.

Antioquia Commercial Corporation (N. Y.) 1913

Vásquez Correas & Co.
Hijos de Félix A. Correa & Co.
Londoño Hermanos & Co.
Luis María Toro & Co.

Vásquez Correas & Co. Inc. N. Y. (1919)

Vásquez Correas & Co. (Medellín)

Compañía Colombiana de Exportación (1919)

Vásquez Correas & Co. (Medellín)

Fuente: AVC y Co./C.36, folio 305-313, 1908; A.H.A. Notaría Segunda No. 1210, junio de 1914; "Información Comercial", en *El Espectador*, No. 1016, Medellín. AVC y Co./c/1 Libro de Actas, marzo de 1919.

Bibliografía

Libros fuentes secundarias

- Avella, Mauricio (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia 1886-1945*, Contraloría General de la República, Bogotá.
- Botero, María Mercedes (1985), "Instituciones bancarias en Colombia 1872-1886", en *Lecturas de Economía*, No. 17, mayo-agosto.
- , (1989), "El Banco de Antioquia: un modelo de banco regional 1872-1886", en *Estudios Sociales*, No. 5, septiembre.
- Bustamante, Darío (1974), "Efectos económicos del papel moneda durante la Regeneración", en *Cuadernos Colombianos*, No. 4.
- Censo General de la República de Colombia* (1912), Imprenta Nacional, Bogotá.
- Díaz, José Ignacio (1989), "El Banco Nacional 1880-1904: el fracaso de la moneda legal", en *Lecturas de Economía*, No. 28.
- Dickson S. y Spencer (1989), "Informe del vicecónsul británico sobre la crisis financiera en Medellín en 1904", en *Estudios Sociales*, No. 4, Medellín.
- Echavarría, Enrique (1946), *Crónicas e historia bancaria de Antioquia*, Tipografía Bebout, Medellín.
- Klinderberger, Charles P. (1984), *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, Londres.
- López, Alejandro y Jorge Rodríguez (1915), *Antioquia. Monografía estadística de este departamento colombiano*, Imprenta Oficial, Medellín.
- Norio Tamaki (1983), *The Life Cycle of The Union Bank of Scotland 1830-1954*, Aberdeen University Press, Aberdeen.
- Stanley, Chapman (1985), *The Rise of Merchant Banking*, George Allen & Unwin, Londres.
- Thiel, Erich, *Cincuenta años de actividad bancaria*. Memorias inéditas. Mimeografiado.
- Torres García, Guillermo (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, FAES, Medellín.
- Von Schenck, Friederich (1953), *Viajes por Antioquia en el año 1880*, Publicaciones del Banco de la República [Archivo de la Economía Nacional], Bogotá.

Archivos y fuentes primarias

Archivo Histórico de Antioquia. *Fondos Notariales*.

- Fundación Antioqueña para los Estudios Sociales, FAES.
Libros contables del Banco de Sucre
Archivo Eduardo Vásquez L., AEVS
Archivo General Pedro Nel Ospina, AGPNO
Fondo Botero Arango e Hijos.
- Banco Comercial Antioqueño.
Libro de Actas de la Junta Directiva 1913-1923.
- Archivo Carlos E. Restrepo.

Capítulo 5. LOS BANCOS DE LA COSTA CARIBE, 1873 -1925

*Adolfo Meisel Roca
Eduardo Posada Carbó*

INTRODUCCIÓN

Entre 1873 y 1925 se constituyeron un total de 18 bancos en la costa Caribe de Colombia. Quince de ellos se fundaron en las dos principales ciudades costeñas de la época, Cartagena y Barranquilla. Los otros tres tuvieron una existencia bastante efímera y muy poco impacto en la economía local. En efecto, el Banco de Riohacha se estableció en 1885 y ya por 1888 había sido liquidado. De igual suerte que el anterior fue el Banco del Sinú, que funcionó en Montería entre 1916 y 1923. Sólo el Banco Nacional de Sabanas, establecido en Sincelejo en 1920 por parte de la familia García, ligada a la ganadería en las sabanas de Bolívar, logró ser la excepción a la hegemonía de la banca de Cartagena y Barranquilla en el ámbito regional caribeño. En efecto, ese banco operó hasta comienzos de la década de 1940.

En este trabajo se estudia la evolución de la banca de Cartagena y Barranquilla en el período 1873-1925, el de mayor auge de la banca regional en Colombia.

LOS BANCOS CARTAGENEROS

El siglo XIX fue para Cartagena un período de retroceso económico y estancamiento demográfico. Al finalizar el período colonial, La Heroica, con cerca de 18 000 habitantes, era el segundo centro urbano del Nuevo Reino de Granada. Sin embargo, los estragos causados por la independencia, la pérdida de su importancia como centro burocrático-militar y la abolición del monopolio sobre el comercio exterior, del que disfrutó durante el perio-

do colonial, llevó a que la ciudad entrara en un período de adormecimiento y decadencia (véase Cuadro 5.1)¹.

CUADRO 5.1
POBLACIÓN DE CARTAGENA EN EL SIGLO XIX

Año	Población
1809	17 600
1835	11 929
1841	10 145
1851	9 896
1870	8 603

Fuente: Adolfo Meisel Roca, "Esclavitud, mestizaje y haciendas en la provincia de Cartagena, 1533-1851", en Gustavo Bell (editor) (1988), *El Caribe colombiano*. Ediciones Uninorte, Barranquilla, p. 136.

A pesar de la innegable decadencia del *corralito de piedra* después de la independencia, en la segunda mitad del siglo pasado un grupo de empresarios locales, dedicados principalmente al comercio y la ganadería, logró acumular capitales que para la Colombia de la época eran significativos. En ello contribuyó tanto la recuperación portuaria de Cartagena en las dos últimas décadas del siglo XIX, como el auge de la ganadería en las sabanas de Bolívar y el valle del Sinú, a raíz de la introducción de los pastos artificiales (a mediados de siglo) y el crecimiento vigoroso de las exportaciones de ganado en pie hacia Panamá, Cuba y otras islas del Caribe².

En la revitalización del puerto desempeñó un papel decisivo la inauguración en 1894 del ferrocarril que unió a la ciudad con Calamar. Este ferrocarril, con un tramo de 105 kilómetros, permitió la superación, en parte, de las dificultades en el acceso al río Magdalena por la poca navegabilidad del canal del Dique³.

1. Christine Bellec, "Decadencia y desarrollo de tres puertos colombianos descritos por los franceses en el siglo XIX", en *Boletín Historial*, Vol. 67, No. 156, abril-junio de 1982.
2. Theodore Nichols (1973), *Tres puertos de Colombia*, Biblioteca Banco Popular, Bogotá, p. 146.
3. Gustavo Arias de Greiff (1986), *La mula de hierro*, Carlos Valencia Editores, Bogotá, p. 37.

Una de las características de los hombres de negocios más acaudalados de la Cartagena de fines del siglo decimonónico (entre quienes se destacan Juan B. Mainero, Carlos y Fernando Vélez Daníes y Bartolomé Martínez Bossio), era la tendencia a la diversificación de sus actividades comerciales y su: "...agilidad para saber reconocer nuevas fuentes de participación mercantil y la versatilidad para dominar simultáneamente varios oficios"⁴.

La banca fue una de las nuevas actividades económicas que se desarrollaron en la última parte del siglo pasado y cuyas oportunidades de ganancia aprovecharon los empresarios cartageneros. En efecto, la historia moderna del crédito en Colombia se inicia a partir de 1871, con el establecimiento del Banco de Bogotá, el primer establecimiento bancario de éxito del país⁵.

En el período 1871-1925, se presentó un gran auge de la banca regional privada en Colombia. En efecto, en esa época se establecieron cerca de noventa bancos comerciales: unos treinta y tres en Antioquia, unos 17 en Bogotá, unos 18 en la costa Caribe, cerca de 10 en los santanderes, y por lo menos unos 10 más en otras zonas del país. Sin embargo, el éxito inicial de los bancos regionales fue dando paso a una industria bancaria mucho más centralizada en que los principales bancos bogotanos lograron establecer una clara hegemonía.

Ese proceso de concentración fue especialmente agudo en la década del veinte, debido a que los controles y la legislación bancarios que estableció la primera Misión Kemmerer, en 1923, llevaron a que muchos de los bancos regionales fueran liquidados, por diversas razones. Además, es probable que la consolidación de la integración económica del país hubiera reducido las ventajas de los bancos locales. Como veremos, la historia bancaria cartagenera se ajusta bastante bien a esta evolución de la banca regional en Colombia⁶.

-
4. Jorge A. Restrepo y Manuel Rodríguez B., "La actividad comercial y el grupo de comerciantes de Cartagena a fines del siglo XIX", en *Estudios Sociales* (1986), FAES, Vol. 1, No. 1, septiembre p. 49.
 5. Antes de la creación del Banco de Bogotá, hubo algunos intentos infructuosos por establecer bancos comerciales en la Nueva Granada. El primero de ellos fue en 1839, cuando se estableció el Banco Colonial Británico en Cartagena, pero este duró muy poco (Luis Ospina Vásquez, *Industria y protección en Colombia, 1810-1930* (1974), Editorial Oveja Negra, Medellín, p. 186).
 6. Ya para junio de 1930, sólo tres bancos (el Bogotá, el Colombia y el Comercial Antioqueño) controlaban el 90,7% de los depósitos de los bancos nacionales y esos mismos tres bancos más el Royal Bank of Canada y el Anglo South American controlaban el 82,4% de la totalidad de los depósitos en el sistema bancario colombiano (*Informe del superintendente bancario*, 1931).

CUADRO 5.2
BANCOS FUNDADOS EN CARTAGENA (1874-1925)

Nombre	Fecha de fundación	Capital inicial (pesos)	Fecha de liquidación
Banco Bolívar	1874	145 000	1890 (aprox.)
Banco de Cartagena	1881	100 000	1919
Banco Popular de Bolívar	1883	54 000	N.D.
Banco Unión	1883	160 000	1917
Banco del Estado	1884	100 000	1887
Banco del Departamento	1888	N.D.	1888
Banco de Bolívar	1907	500 000	1939
Banco Industrial	1913	5 000	1925
Banco Comercial de Cartagena	1923	202 000	1925

Nota: el capital inicial se refiere al capital suscrito.

Fuente: Restrepo y Rodríguez, *op. cit.*, pp. 80-81; *Informe anual del superintendente bancario, 1924*, p. 25; "Reseña histórica de la industria bancaria en Colombia (1821-1919)", en: *Revista del Banco de la República* (1944). Vol. XVIII, No. 198, abril, p. 135; *Diario de Bolívar* (543): 232, 23 de agosto; *Diario de Bolívar* (441): 1, 21 de julio de 1887; Carmen Astrid Romero, *Historia monetaria de Colombia, 1880-1905* (1987), Tesis de Grado, Facultad de Economía, Universidad Nacional, Bogotá; José Urueta y Eduardo G. de Piñeres (1912), *Cartagena y sus cercanías*, Tipografía Mogollón, Cartagena, pp. 314-315; *Informe del secretario de Hacienda de la Gobernación del Departamento de Bolívar* (1888), Tipografía Araújo, Cartagena, p. 53; *Mensaje del presidente del Estado Soberano de Bolívar a la Asamblea Legislativa* (1884), Tipografía de Antonio Araújo, Cartagena.

La Ley 33 del 11 de diciembre de 1873 del Estado Soberano de Bolívar se expidió para regular los bancos que se establecieran en el Estado. Esa ley era bastante laxa y reflejaba los principios del liberalismo radical que defendía el *laissez faire*. El artículo primero puntualizaba que: "El establecimiento de los bancos de emisión, depósito, giro y descuento y de bancos hipotecarios, es libre en el Estado, y su ejercicio no está sujeto a otros deberes que los que las leyes imponen a las compañías de comercio y a los comerciantes"⁷. Además, el artículo 19 establecía que cada banco: "Mantendrá siempre, en dinero sonante, u obligaciones realizables, dentro de ciento ochenta días, la cantidad necesaria para recoger y cambiar la totalidad de

7. *Recopilación de las leyes del Estado Soberano de Bolívar 1857-1875* (1876), Tipografía de Antonio Araújo, Cartagena, p. 151.

los billetes al portador que tengan en circulación, la de los depósitos, y la de los saldos en cuentas corrientes que sean a cargo del banco"⁸.

CUADRO 5.3
BANCOS DE CARTAGENA (1888)

Nombre	Valor billetes en circulación (pesos)	Existencias de billetes de otros bancos (pesos)
Banco Unión	155 436	98 578
Banco de Cartagena	105 392	27 690
Banco de Bolívar	56 726	13 921
Banco Popular de Bolívar	30 389	34 333

Fuente: *Informe del Ministerio del Tesoro* (1888), p. 55.

Posteriormente, en 1887, el régimen de la Regeneración expidió la Ley 57 que entró a reglamentar en todo el país la industria bancaria: "...que de tan amplias libertades y omnímodos privilegios había disfrutado por la legislación de los extinguidos Estados ..."⁹.

En el período bajo estudio (1873-1925), se establecieron un total de nueve bancos en Cartagena: estos constituyen la totalidad de los que se han conformado en esta ciudad, y que no han sido sucursales de bancos del extranjero o de otras regiones del país (*véase* Cuadro 5.2). Algunos de ellos tuvieron una existencia efímera y no lograron tener mayor impacto en la vida económica de la ciudad; por ejemplo: el Banco Comercial de Cartagena y el del Estado sólo funcionaron tres y cuatro años, respectivamente. Si se toma la longevidad como uno de los indicadores de la importancia relativa de tales establecimientos de crédito, se podría argumentar que los tres más importantes en la historia de Cartagena han sido el Banco de Cartagena, el Banco Unión y el segundo Banco de Bolívar, ya que estuvieron en actividad durante 38, 34 y 32 años, respectivamente. Otros indicadores, como el capital suscrito, revelan una jerarquía similar.

En las últimas décadas del siglo pasado, los bancos cartageneros de mayor peso económico eran el Unión y el de Cartagena. En un informe del Ministerio del Tesoro de 1888, se puede apreciar la importancia relativa de

8. *Ibid.*

9. *Informe del Ministerio del Tesoro* (1888), p. 53.

los establecimientos financieros que por ese entonces funcionaban en la ciudad. En ese informe se detalla el valor de los billetes emitidos por cada uno de estos bancos (véase Cuadro 5.3)¹⁰.

Como veremos, cuatro grupos familiares dominaron los bancos cartageneros : los Gómez Pombo, los Vélez Daníes, los Mainero Trucco y los Martínez Bossio¹¹. Con excepción de Juan B. Mainero y Trucco, todos acumularon sus capitales, principalmente en el comercio internacional y la ganadería.

La importancia económica relativa de los comerciantes y hacendados cartageneros en la segunda mitad del siglo XIX se refleja, en alguna medida, en el valor que éstos pagaban anualmente por concepto de impuesto sobre la renta. En la lista de 1875 (véase Cuadro 5.4), aparecen en los primeros lugares los cuatro grupos familiares que controlaron la banca local a través de su historia. Los Gómez Pombo (herederos de Manuel Gómez) aparecen en el tercer estrato de pagos (\$250), y en ese mismo estrato aparecen Vélez e Hijos y Vélez, Martínez y Cía. En el cuarto estrato (\$220), aparece Bartolomé Martínez Bossio y Juan Bautista Mainero en el noveno (\$100).

Banco de Bolívar

El primer banco local que se estableció en Cartagena fue el Banco de Bolívar. Este establecimiento abrió sus puertas al público el 28 de octubre de 1874¹². A través de toda su existencia (1874-1890) su gerente fue Pedro Maciá Jr., hijo de un próspero comerciante local. Sin embargo, Pedro Maciá sólo adquirió dos acciones de \$1 000 cada una, o sea que su papel fue básicamente en la administración de la institución¹³.

-
10. Hasta 1887, los bancos comerciales tuvieron la facultad para emitir billetes. La Ley 57 de 1887 acabó con ese privilegio y ordenó la recolección de esos billetes. Sin embargo, los bancos de los departamentos de Antioquia y Bolívar no se sometieron, inicialmente, a esa orden. En efecto, en la *Memoria del Tesoro* de 1888, el tesorero nacional informó: "Allá casi ningún banco ha recogido sus billetes, y muchos han aumentado la emisión después de la expedición de la Ley 57 citada", *Memoria del Tesoro*, p. 53.
 11. En un informe de 1922 sobre el sistema bancario y monetario colombiano decía Phanor Eder: "...la mayoría de los bancos colombianos, sin excluir algunos de Bogotá y de Medellín, y ciertamente incluyendo todos los bancos de la Costa, son bancos de una persona o de una familia" (Phanor Eder, "Notes on Colombian Currency and Banking", en *Edwin Walter Kemmerer Papers* (1922), Box 108, febrero 4, p. 8, Princeton University Manuscript Library).
 12. José Urueta y Eduardo Gutiérrez De Piñeres (1912), *Cartagena y sus cercanías*, Tipografía Mogollón, Cartagena, pp. 314-315.
 13. C. A. Romero, *op. cit.*, p. 364.

CUADRO 5.4
VALOR PAGADO POR CONCEPTO DE IMPUESTO A LA RENTA POR PARTE
DE LOS PRINCIPALES EMPRESARIOS DE CARTAGENA (1875)

Nombre	Actividad	Valor pagado (pesos)
Federico Romero	Importador y comercio al por menor	350 000
Andrés Gómez	Hacendado y comercio de exportación	300 000
Joaquín Araújo	Comercio de importación	250 000
Herederos de Manuel Gómez	Comercio de exportación e importación	250 000
Vélez e Hijos	Importadores y comercio al por menor	250 000
Vélez, Martínez y Cía.	Importadores, exportadores y comercio al por menor	250 000
Bartolomé Martínez Bossio	Importador y comercio al por menor	220 000
Dionisio Vélez	Capitalista	200 000
Herederos de Juan Capela	Capitalistas	200 000
Henríquez y García	Importadores y comercio al por menor	200 000
S. y R. Benedetti	Importadores y comercio al por mayor y por menor	160 000
Mathieu y Cía.	Importador y comercio al por menor	160 000
Macía e Hijos	Hacendados, comercio de exportación e importación	160 000
Delgado y Ramos	Importadores y comercio al por menor	150 000
Rafael del Castillo	Importadores y comercio al por menor	140 000
Herederos de Pascualino Emiliani	Importadores y comercio al por menor	100 000
N. Hamburger	Capitalista	100 000
Jiménez Hermanos	Comerciantes y hacendados	100 000
Margarita Bonoli de MacPherson	Hacendada y comercio al por menor	100 000
Josefa Martínez de Gómez	Hacendada y comercio al por menor	100 000
Juan B. Mainero y Trucco	Capitalista y comercio al por menor	100 000
Vicente García	Hacendado y comercio al por menor	100 000
Juan Manuel Grau	Importador y comercio al por menor	100 000
Angélica Bonoli de Galindo	Capitalista	100 000

Fuente: *Diario de Bolívar*, año XIX, No. 1321, 3 de enero de 1876.

El Estado Soberano de Bolívar apoyó desde un principio este primer banco. Por ejemplo, en 1874 se firmó un convenio entre el banco y el Estado de Bolívar para que todos los fondos del gobierno regional fueran depositados en esa institución y para que sus billetes fueran aceptados en el pago de las rentas y contribuciones¹⁴. Los principales accionistas del Banco de

14. *Gaceta de Bolívar* (983), 406, 7 de noviembre de 1874.

Bolívar fueron los Vélez (Dionisio Vélez y Vélez e Hijos) y Bartolomé Martínez Bossio. En efecto, en 1873 la familia Vélez tenía el 44,13% de las acciones, mientras que Bartolomé Martínez B. tenía el 10,34%; ya para 1886, esos porcentajes habían pasado al 40,22% y 20,67%, respectivamente¹⁵.

CUADRO 5.5
TASA DE GANANCIA ANUAL SOBRE CAPITAL PAGADO
DEL BANCO DE BOLÍVAR

Período	Tasa de ganancia
28 octubre 1874/junio 31 1875	12,25
1 julio/31 diciembre 1875	10,83
1 julio/31 diciembre 1876	8,99
1 enero/30 junio 1877	8,95
1 julio/31 diciembre 1877	13,16
1 julio/31 diciembre 1878	18,96
1 enero/30 junio 1879	18,30
1 julio/30 septiembre 1879	18,33

Fuente: *Diario de Bolívar* (1029): 24, 9 de enero de 1879; (1331): 41-42, 15 de enero de 1876; (1620): 41, 22 de enero de 1877; (1708): 396, 12 de julio de 1877; (1831): 888, 24 de enero de 1878; (2072): 58, 29 de enero de 1879; (2175): 471, 8 de agosto de 1879; (2223): 668, 24 de octubre de 1879.

Es necesario señalar que Dionisio Vélez era padre de los Vélez Danies (Carlos y Fernando), quienes posteriormente desempeñaron un papel protagónico en el segundo Banco de Bolívar y en el Banco Popular de Bolívar.

Durante sus primeros años, el Banco de Bolívar no obtuvo una tasa de ganancia sobre el capital pagado muy elevada ya que por lo menos hasta 1877, ésta estuvo a niveles cercanos al costo de oportunidad, o sea la tasa de interés de mercado que estaba alrededor del 9% anual¹⁶.

15. Romero, *op. cit.*, p. 64.

16. En 1874 el Banco de Bogotá cobraba una tasa del 9% para préstamos de uno a 90 días (*Memoria del Tesoro*, 1875). En Antioquia la tasa de interés que prevaleció durante la década del setenta del siglo pasado fue de 8% (María Mercedes Botero, "Instituciones bancarias en Antioquia, 1872-1886", en *Lecturas de Economía* (1985), No. 17, mayo-agosto, p. 110.

A partir del primer semestre de 1878 las ganancias se elevan significativamente (véase Cuadro 5.5)¹⁷.

En su primer balance, el de octubre 28 a diciembre 31 de 1874, el Banco Bolívar prometió ser un negocio lucrativo para sus accionistas, pues obtuvo una rentabilidad del 20,3% anual sobre su capital pagado (véase Cuadro 5.6). Y aunque durante la década del setenta y comienzos de la del ochenta prosperó, ya para finales de esta última década tuvo algunas dificultades. Una de esas fue su no aceptación de los billetes del Banco Nacional. Al respecto comentó Rafael Núñez en 1887: "Si se hubiera este banco (el Banco Internacional, N. A.) revelado como los otros contra la moneda oficial, su suerte sería tan precaria como la de sus cofrades de la capital; en cuyo penoso caso se halla también —si no engañan los hechos visibles— el antiguo de Bolívar, cuya marcha anterior había sido tan acertada y próspera"¹⁸. Y esas dificultades llevaron a que hacia 1890 fuera liquidado¹⁹.

Banco de Cartagena

El Banco de Cartagena, de "emisión, depósito, giro y descuento", empezó operaciones en enero de 1881. Su director y principal accionista fue don Juan Bautista Mainero y Trucco. El *Viejo Mainero*, como se le conocía, controlaba el 70% de las acciones, que valían \$1 000 cada una (véase Cuadro 5.7); sus allegados y amigos, Juan Martínez, José L. Calvo, Luis de Real y Domingo Trucco, controlaban otro 22%. El subgerente del banco era un pariente de Mainero, Juan B. Trucco, y José L. Calvo era el cajero.

Don Juan Bautista Mainero y Trucco (1831-1918) fue uno de los principales comerciantes del *corralito de piedra* a finales del siglo XIX y comienzos del presente. Además, era todo un personaje. El escritor Daniel Lemaitre lo describió así: "Don Juan Mainero tenía cosas originales. Vestía siempre de lino blanco. Saco corto por la cintura. Sombrero de jipa, de los copones, y corbata blanca de lazo, muy angosta"²⁰.

17. La tasa de ganancia anual se calculó así:

$$\text{Tasa de ganancia anual} = \frac{\text{Pérdidas y ganancias} \times 2}{\text{capital pagado}}$$

si el balance es semestral (o por doce si es mensual). El capital pagado se obtiene restando al capital el valor que aparece en el activo del balance como *accionistas del banco*, ya que en esa cuenta está reflejado el valor de las acciones no pagadas.

18. Rafael Núñez, (1888) *La reforma política*, Bogotá, p. 1085.

19. *Diario de Bolívar* (773): 340, 23 de octubre de 1980.

20. Daniel Lemaitre, (1949) *Corralito de papel*, Editora Bolívar, Cartagena, p. 107.

CUADRO 5.6

BALANCE DEL BANCO DE BOLÍVAR (octubre 28 a diciembre 31 de 1874)

	Saldos (pesos)	
	Debe	Haber
Accionistas	79 100,00	
Caja	52 999,70	
D. de Castro y Cía. de Nueva York	273,05	
Bernard Hull y Cía. de Liverpool	952,10	
J. M. Ribón de París	27,35	
Gastos generales	3 539,60	
Obligaciones descontadas	38 613,00	
Muebles	2 839,50	
Capital		113 000,00
Pérdidas y ganancias		1 159,50
Billetes		49 500,00
Premios sobre monedas		48,00
Depósitos		5 950,00
Cuentas corrientes		8 686,80
Total	178 344,30	178,344,30

Fuente: *Diario de Bolívar* (1043): 80, 26 de enero de 1875.

Mainero llegó a Cartagena en 1848. Había nacido en Pietra Ligure, Génova, Italia. Su tío materno, don Juan Trucco Lanfranco, se estableció como comerciante en Cartagena desde 1805 y por esta razón Mainero se radicó en Quibdó, donde logró acumular una fortuna considerable. En efecto, llegó a ser el segundo accionista de El Zancudo, la principal empresa minera del país²¹. Ya de regreso a Cartagena, en 1868, Mainero se dedicó a la ganadería, la navegación y la finca raíz, y la banca. Desde 1881 hasta 1918, año en que murió, Mainero fue gerente, y principal accionista, del Banco de Cartagena. Que este banco hubiera desaparecido en 1919, solo un año después de la muerte de su principal promotor, tal vez no haya sido una casualidad.

El banco de Mainero no gozó de la aprobación de los dirigentes de la Regeneración. El 26 de febrero de 1893, Miguel Antonio Caro le envió un telegrama a Rafael Núñez en el que decía: "Pregunté sobre Banco Cartage-

21. Luis Fernando Molina, "El Viejo Mainero", en *Boletín cultural y bibliográfico de la Luis Ángel Arango*, Vol. XXV, No. 17.

na, y me dijeron ser enemigos y usureros. Recordé que usted pide remediar allá pagana usura. Dije a Vélez (Pedro Vélez Racero, N.A.): ¿Por qué ustedes capitalistas Cartagena no fundan allá Banco respetable? Banco Nacional podría prestarles en buenos términos, comprometiéndose a reducir interés. Yo apoyaría esta combinación"²².

CUADRO 5.7
ACCIONISTAS DEL BANCO DE CARTAGENA EN 1881
(acciones de \$1 000 cada una)

Nombre	Número de acciones
Juan Bautista Mainero T.	70
Juan Martínez	10
José L. Calvo	3
Luis del Real	3
Domingo Trucco	6
F. y A. Franco	1
Antonio Jaspe	1
Antonio Toro	6
	100

Fuente: Restrepo y Rodríguez, *op. cit.*, p. 81.

Sin embargo, el Banco de Cartagena sobrevivió a la Regeneración y a la Guerra de los Mil Días, probablemente reduciendo el nivel de sus actividades. En un informe de 1909 se decía: "El banco ha reducido sus operaciones, esperando se defina la situación del papel moneda para ensancharnos como antes"²³.

En 1909, el Banco de Cartagena tenía seis funcionarios: el director gerente, el cajero, un tenedor de libros, un secretario, un escribiente y un portero.²⁴

22. *Epistolario de Rafael Núñez con Miguel Antonio Caro* (1977), Instituto Caro y Cuervo, Bogotá, p. 140. A pesar del apoyo de Caro y de Rafael Núñez, los empresarios cartageneros adeptos a la Regeneración no lograron fundar un banco comercial en la ciudad en esa época.

23. *Gaceta Departamental de Bolívar* (38): 303, 7 de agosto de 1909.

24. *Ibid.*

Por ese entonces: "Las operaciones de préstamos se hacen a las tasas siguientes: al 12% anual con fianza personal y plazo no mayor de 180 días, y al 18% con hipoteca y plazo no menor de un año"²⁵.

El balance de esta institución financiera de 1909 muestra una alta rentabilidad ya que obtuvo una utilidad de \$84 361 sobre un capital de \$100 000. Esas utilidades probablemente se refieren al período 1905-1908, en el cual no se repartieron. De todas maneras, si las ganancias son para los cuatro años, el banco tuvo una tasa de ganancia del 21% anual (véase Cuadro 5.8).

CUADRO 5.8
BALANCE DEL BANCO DE CARTAGENA (abril de 1909)

Activo	Valor (pesos)
Cuentas del exterior	753,32
Cuentas corrientes en descubierto	28 802,18
Letras	77,51
Banco Popular y de Cartagena	335,20
Gastos generales	134 157,80
Premios y descuentos	110 917,24
Obligaciones descontadas	257 101,69
Caja	72 280,01
Total	604 424,95
Pasivo	
Capital	100 000,00
Fondo de reserva	16 719,66
Billetes	968,00
Banco Popular de Medellín	5 075,10
Ganancias y pérdidas	84 361,17
Juan B. Mainero Trucco	100 000,00
Cuentas del exterior	11,96
Depósitos	83 435,56
Cuentas corrientes	118 549,65
Descuentos e intereses	78 888,85
Comisiones	16 415,00
Total	604 424,95

Fuente: *Gaceta Departamental de Bolívar* (38): 303, agosto 7 de 1909.

25. *Ibid.*

CUADRO 5.9
PRINCIPALES ACCIONISTAS DEL BANCO UNIÓN, 1883
 (acciones de \$1 000 cada una)

Nombre	Número de acciones
Helena Pombo de Gómez	25
Manuel Gómez Pombo	25
Fernando Gómez Pombo	25
Enrique Gómez Pombo	25
Enrique de la Espriella	60

Fuente: Romero, *op. cit.*, p. 66.

El Banco Unión

El Banco Unión se fundó el 30 de marzo de 1883. Su primer director fue Enrique de la Espriella, uno de los principales accionistas. El control del banco, sin embargo, lo tenía la familia Gómez Pombo, que tenía el 62,5% de las acciones (véase Cuadro 5.9).

Los Gómez Pombo eran hijos de Manuel Gómez Pernet, de Tolú, quien a mediados del siglo XIX se estableció como comerciante en Cartagena. Hacia 1886, Manuel Gómez P. figuraba como el segundo exportador hacia Estados Unidos por Cartagena²⁶.

Enrique de la Espriella fue gerente del Banco Unión entre 1883 y, por lo menos, 1909. En este último año tenía cinco funcionarios: el gerente, un contador, un cajero y dos auxiliares²⁷.

El balance del Banco Unión a 31 de diciembre de 1908 señala que este seguía siendo un negocio muy lucrativo. En efecto, durante ese año se obtuvieron ganancias de \$7 160 386, que sobre un capital pagado de \$40 000, resulta en una tasa de retorno del 179% (véase Cuadro 5.11).

El 13 de enero de 1917 el Banco Unión notificó la suspensión de pagos con un aviso público que decía: "Este banco, víctima de una estafa, ha resuelto suspender operaciones y poner sus libros en manos de un liquidador"²⁸. Los clientes del Unión que lo llevaron a la quiebra fueron F y A. Franco, comerciantes cartageneros dedicados al comercio exterior. El perío-

26. Restrepo y Rodríguez, *op. cit.*, p. 57.

27. *Gaceta Departamental de Bolívar* (38): 303, agosto 7 de 1909.

28. *El Porvenir*, Cartagena, 14 de febrero de 1917.

dico *El Porvenir* informó así lo ocurrido: "Los comerciantes autores de la estafa venían realizando con el Banco Unión operaciones comerciales desde algún tiempo atrás. Le vendían letras contra casas de New York por sumas crecidísimas. Al principio el gerente averiguaba previamente, por cable, si tales comerciantes tenían depositados fondos suficientes en las casas neoyorkinas; pero ya últimamente no tomaba ninguna clase de precauciones. Hacía la compra de la letra y la mandaba a su agente para que hiciera el cobro consiguiente. La última letra, comprada en esta forma, fue la que originó la quiebra del banco. Era por \$700 000 oro americano. El vapor frutero que llegó a Cartagena en la mañana del sábado 13 trajo la noticia de que la letra fatídica había sido protestada"²⁹.

CUADRO 5.10
BALANCE DEL BANCO UNIÓN
(julio 1o. a diciembre 31 de 1886)

Activo	Valor (pesos)
Accionistas	120 000,00
Bienes muebles	908,42
Gastos de instalación	1 141,16
Letras	49 917,97
Remesas al exterior	550,00
Caja	146 897,28
Cuentas en descubierto	12 566,38
Exterior	38 698,48
Obligaciones descontadas	105 414,43
Total	476 094,12
Pasivo	
Capital	160 000,00
Billetes	100 000,00
Ganancias y pérdidas	11 614,16
Giros sobre el interior	2 000,00
Descubierto	5 943,00
Consignaciones	55 532,47
Cuentas corrientes	66 450,10
Interior	3 589,43
Depósitos	69 219,29
Giros sobre el exterior	1 600,23
Premios y descuentos	145,44
Total	476 094,12

Fuente: *Diario de Bolívar* (391): 4, 9, 3 de febrero de 1887.

29. *El Porvenir*, Cartagena, 14 de febrero de 1917.

CUADRO 5.11
BALANCE DEL BANCO UNIÓN
 (diciembre 31 de 1908)

Activo	Valor (pesos)
Acciones-cuota no pagada	120 000,00
Mobiliario	1 140,48
Hipotecas	802 200,00
Obligaciones descontadas	128 283,98
Fincas	2 983 643,85
Recibos por cobrar	2 829,52
Avances	7 811 430,39
Interior-cuentas en el interior	464 230,04
Cuentas en descubierto	11 142 168,58
Remesas al exterior	86 304,40
Caja	2 613 044,12
Premios y descuentos	1 505 349,60
Total	27 660 624,96
Pasivo	
Capital	160,000,00
Ganancias y pérdidas	7 160 386,48
Depósitos a plazo fijo-papel	260 984,65
Exterior-oro	32 286,72
Consignaciones	117 197,81
Giros al exterior	87 722,50
Cuentas corrientes	-
Depósitos a la orden	2 371 497,41
Consignaciones de los socios del banco que representan la reserva	17 470 548,79
Total	27 660 624,36

Fuente: *Gaceta Departamental de Bolívar* (38): 303, 7 de agosto de 1909.

Banco de Bolívar

El segundo Banco de Bolívar abrió operaciones el 21 de octubre de 1907. Según declararon sus administradores en 1909, durante una visita oficial que realizó en ese año el inspector de bancos, "El objeto de esta empresa es hacer préstamos a sus mismos accionistas, mediante garantías en fincas raíces que representen, a juicio de la Junta Directiva, un valor comercial doble por lo menos del importe de la suma prestada ... El tipo de interés que la empresa carga a los prestatarios es de uno por ciento mensual"³⁰.

30. *Gaceta Departamental de Bolívar* (38) 259, abril de 1909.

CUADRO 5.12
BALANCE DEL BANCO DE BOLÍVAR
 (31 de diciembre de 1915)

Activo (pesos)		Pasivo (pesos)	
Bienes raíces	28 111,77	Capital	500 000,00
Caja	46 413,12	Cientes diversos	26 002,82
Corresponsales	153 605,06	Depósitos a la orden	260 584,99
Cuentas corrientes	670 346,62	Depósitos a término	225 725,96
Deudores diversos	55 000,00	Dividendos por cobrar	40 000,00
Muebles	2 667,06	Fondo de previsión	9 000,00
Obligaciones por cobrar	147 867,34	Fondo de reservas	39 088,43
		Honorarios de gerencia	2 107,00
Total	1 104 010,97	Para beneficencia	507,06
		Premios y descuentos	89,71
		Sobresueldos empleados	905,00
		Total	1 104 010,97

Fuente: *Informe del Ministro de Hacienda* (1916), Imprenta Nacional, Bogotá, p. CXVII.

En abril de 1909 el Banco de Bolívar tenía un capital nominal de \$500 000 dividido en cinco mil acciones de las cuales 4 353 habían sido vendidas. Además, tenía una planta de personal compuesta por ocho funcionarios: el gerente, Eduardo Martínez Aycardi; el corresponsal, Daniel Lemaitre; el contador, José V. Caviedes; el cajero, Rafael Pereira; el ayudante segundo del cajero, Essau Conde Ribón; el revisor, Constantino Pareja y el oficial, José Anzoátegui³¹. Su primer director fue Jerónimo Martínez Aycardi. El presidente de la Junta Directiva era Bartolomé Martínez Bossio, padre del anterior y uno de los principales comerciantes de la Cartagena de la época, quien había acumulado un capital considerable en el comercio y la navegación de cabotaje con el Chocó³².

Otros accionistas del Banco de Bolívar eran los hermanos Carlos y Fernando Vélez Daníes. Los Vélez Daníes se habían enriquecido en el negocio de exportación de ganado vacuno a Cuba y fueron los principales capita-

31. *Ibid.*

32. *Album de Cartagena de Indias* (1933), Cartagena.

listas locales durante las primeras décadas del siglo³³. Cuenta la tradición oral que en uno de sus múltiples viajes a La Habana por el negocio del ganado, Fernando Vélez Daníes decidió montar un ingenio. Habiendo asistido a la ópera, quedó impresionado con el lujo y la opulencia de los habaneros. Y se cuenta que al preguntar que de dónde provenía tanta riqueza le contestaron: "L'ásuca, don Fernando, l'ásuca"³⁴. Y en 1907, Carlos y Fernando Vélez Daníes fundaron el Ingenio Sincerín con un capital de dos y medio millones de dólares.³⁵

En las siguientes décadas, esta empresa fue la más grande del país. En 1916, el ministro de Hacienda decía que en Sincerín "el número de empleados y trabajadores en las oficinas, plantaciones de caña, etc., asciende a 5 000, con un salario medio de \$0,70 a \$1,00, según sus capacidades"³⁶.

Además del Ingenio Sincerín, los Vélez Daníes se embarcaron en otra empresa de gran proporción: el Packing House de Coveñas. Sin embargo, en esta última no pudieron cosechar las ganancias que obtuvieron en el proyecto anterior. Al contrario, el Packing House fue un moderno matadero para exportar carne de ganado vacuno congelada con capacidad para beneficiar 500 reses diariamente. Su construcción se terminó en 1926. Infortunadamente, la falta de mercados impidió que empezara a funcionar, ocasionando cuantiosas pérdidas para sus principales propietarios: Vélez Daníes y Cía., Diego Martínez y Cía., Sucesores de Celedonio Piñeres y Julian Patrón³⁷.

Los Vélez y los Martínez colaboraron en la creación de otro banco en Cartagena, el Banco Industrial, que se estableció en 1913. Su primer presidente fue Jerónimo Martínez Aycardi y su vicepresidente Celedonio Piñeres. Entre los principales socios, además de los Martínez Aycardi, estaban los Vélez Daníes, Rafael de Zubiría y Rafael Henríquez³⁸.

Los Vélez Daníes también desempeñaron un papel central en la creación del Banco Popular de Bolívar en 1883. De 340 acciones, Vélez e Hijos tenía 130 y Carlos y Fernando Vélez Daníes eran propietarios de 80, ó sea

33. El auge de las exportaciones de ganado vacuno hacia Cuba, Panamá y el Caribe a finales del siglo pasado fue la principal fuente de acumulación de capital para los empresarios cartageneros de la época. Solamente entre 1898 y 1906 se exportaron hacia Cuba 400 000 cabezas de ganado de la costa atlántica (Eduardo Posada Carbó, "La ganadería en la Costa Atlántica, 1850-1970", en *Coyuntura Económica* (1988), Vol. XVIII, No. 3, septiembre).

34. Licenciado Serpentin (1955), *Los secretos del inspector Caraballo*, Bogotá, p. 13.

35. *Album de Cartagena de Indias* (1933), Cartagena.

36. *Informe del ministro de Hacienda* (1916), *Imprenta Nacional*, Bogotá, p. CIII.

37. *Album de Cartagena de Indias* (1933), Cartagena.

38. *Libro azul de Colombia* (1918), p. 278.

que el 38,9% del total estaba en manos de esta familia. Los otros accionistas principales eran José V. Mogollón y Ernesto Lemaître, cada uno con 120 acciones.

Hacia 1914, aunque el Banco de Bolívar era el principal de Cartagena, su tamaño era bastante modesto. El 31 de diciembre de 1914 tenía el 3,5% de los depósitos a la orden en el sistema bancario comercial del país³⁹.

Este banco cartagenero sobrevivió hasta 1939, cuando lo compró el Banco de Bogotá. Su influencia fue siempre bastante local. En efecto, en 1926 tenía solamente el 1,5% de los depósitos en el sistema bancario colombiano y ya para 1930 esa proporción había bajado al 0,8%⁴⁰. Incluso dentro del mercado de crédito de Cartagena su papel no parece tan central. Por ejemplo, el banquero norteamericano Van Dusen, quien tuvo una entrevista con Edwin W. Kemmerer, en mayo de 1922, e hizo un análisis detallado del sistema bancario nacional y de Cartagena, dijo: "Hay dos o tres bancos locales pequeños. Están bien respaldados y manejados. La principal actividad bancaria, sin embargo, la realizan los comerciantes locales. El más activo en el negocio de compraventa de divisas es un joyero que tiene un pequeño almacén en una de las calles laterales"⁴¹. En opinión del historiador Eduardo Lemaître, es probable que ese joyero fuera el señor José Gallo.

LOS BANCOS BARRANQUILLEROS

Entre 1873 y 1925, se fundaron seis bancos privados en la ciudad de Barranquilla. Durante este período, de intensa actividad económica, se crearon casi todos los bancos que han aparecido a lo largo de la historia de la ciudad. El Banco Dugand fue quizás el más importante: hacia 1920 llegó a estar entre los cinco principales del país. Ya entonces se encontraba bastante consolidado el Banco Comercial de Barranquilla, sucesor del Banco de Barranquilla, que, aunque más pequeño que el Dugand en 1920, habría de sobrevivir hasta la década de 1960. Fue en 1920 cuando probablemente la industria bancaria local llegó a su cúspide. En ese año, más del 50% de las existencias en especies monetarias en el sistema financiero de la ciudad estaba en instituciones barranquilleras —el Dugand, el Crédito Mercantil y el Comercial de Barranquilla—, como puede apreciarse en el cuadro 5.13.

39. *Memoria del ministro del Tesoro* (1915), Imprenta Nacional, Bogotá.

40. *Informe del superintendente bancario* (1931).

41. "Memorandum of Conversation with Mr. Van Dusen", en *Edwin Walter Kemmerer Papers*, Box III, marzo 20 de 1923, Princeton University Manuscript Library.

CUADRO 5.13
EXISTENCIAS EN ESPECIES MONETARIAS EN LOS BANCOS
DE BARRANQUILLA
(30 de junio de 1920)

Banco	Valor (pesos)	%
Dugand	993 341,27	43,5
Comercial de Barranquilla	122 297,92	5,4
Crédito Mercantil	353 884,88	15,5
López	43 700,10	1,9
Mercantil Americano	336 287,84	14,7
National City Bank	261 737,58	11,5
Royal Bank of Canada	70 945,78	3,1
Commercial Bank of Spanish América	89 244,60	3,9
Alemán Antioqueño	9 772,87	0,4
Total	2 281 212,84	100,0

Fuente: "La industria bancaria de Barranquilla", en: *Revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla*, No. 40, junio 30 de 1920, p. 14.

Todos estos bancos fueron fundados por comerciantes barranquilleros que extendían sus actividades empresariales a otros sectores de la economía. Al finalizar el período 1873-1925, sólo uno de los bancos subsistía: el Comercial de Barranquilla, creado en 1904 tras la disolución del primero de la ciudad, el Banco de Barranquilla. Otros bancos establecidos en Barranquilla fueron: el Banco Márquez, 1873, el Banco Americano, 1883, y el Crédito Mercantil, 1914 (véase Cuadro 5.14).

CUADRO 5.14
BANCOS FUNDADOS EN BARRANQUILLA
(1873-1925)

Banco	Fecha de fundación	Capital (pesos)	Fecha de liquidación
Banco de Barranquilla	1873	312 500	1904
Banco Márquez	1883	125 000	1893
Banco Americano	1883	565 000	1904
Banco Comercial de Barranquilla	1904	250 000	1967
Banco de Crédito Mercantil	1914	100 000	1925
Banco Dugand	1917	400 000	1925

Banco de Barranquilla

En 1873, un grupo de empresarios de Barranquilla y otras ciudades de la Costa (incluyendo a Ocaña que entonces sostenía significativos vínculos con esta región), se reunieron para formar el Banco de Barranquilla, el primero de la ciudad. La razón para el surgimiento del banco la daba de una manera muy simple el *Boletín Industrial*: "Los grandes adelantos comerciales que Colombia en general, y esta ciudad en particular, han hecho durante estos dos últimos años, han obligado el establecimiento de un Banco en Barranquilla"⁴².

Cincuenta y siete personas suscribieron así 125 acciones por un valor unitario de \$2 500,00, para un capital de \$312 500,00. En la fundación del Banco de Barranquilla resalta el espíritu asociativo y la conjunción de esfuerzos empresariales provenientes de distintas ciudades de la Costa. El grueso de los accionistas era efectivamente de Barranquilla, tales como Esteban Márquez, J. J. Senior, De la Hoz Hermanos, Santodomingo y Jimeno, entre otros; pero también figuraban Trespacios y Cía., de Mompox, J. Posada y Stevenson Hermanos, de Cartagena, Daniel Moreno, de Tubará y D. Jácome y Hermano y Guillermo R. Quin, de Ocaña⁴³. En la lista de accionistas residentes en Barranquilla abundaban los inmigrantes, ya extranjeros, ya provenientes de otras ciudades de la Costa. En cierta medida, la formación inicial del banco reflejaba el espíritu empresarial de la Barranquilla de la época: comerciantes en su gran mayoría dispuestos a diversificar sus negocios.

En sus inicios, la propiedad de las acciones del banco estaba bastante desconcentrada: el mayor accionista, Esteban Márquez —quien después fundaría con sus hijos el Banco Márquez— sólo poseía seis acciones; otros 16 accionistas tenían, cada uno, cuatro acciones; otro buen número poseía entre dos y tres acciones y había 26 accionistas cada uno con una sola acción. Con los datos obtenidos, no es posible trazar el movimiento de accionistas durante la vida del banco; pero entre 1873 y 1889 se produjo un proceso de concentración de la propiedad del Banco de Barranquilla. En 1889, miembros de la familias de Sola, Senior y Correa (de la comunidad

42. "Banco de Barranquilla", en *Boletín Industrial*, Barranquilla, marzo 30 de 1873. La escritura pública de constitución se había firmado el 14 de marzo de 1872, pero la agitación política de ese año obligó al aplazamiento de la apertura del banco. Véase Fernando Baena y José Ramón Vergara (1922), *Barranquilla, su pasado y su presente*, Barranquilla, pp. 497-498. Véase también "La industria bancaria de Barranquilla", en *Revista de la Cámara de Comercio*, Barranquilla, junio 30 de 1920, p. 13.

43. "Banco de Barranquilla", en *Boletín Industrial*, Barranquilla, marzo 30 de 1873; Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 498.

de inmigrantes judíos provenientes de Curazao) tenían el 35% de las acciones (solamente S.P. de Senior y Co. poseía el 21,6% de las acciones). Sin embargo, todavía esa institución contaba con casi medio centenar de accionistas. Las acciones, que aún tenían un valor de \$2 500,00, se incrementaron de 125 a 148 entre 1873 y 1889⁴⁴.

Bajo la administración de Augusto Strunz, el Banco de Barranquilla inició operaciones en 1873. Le sucedieron, entre otros, A. Wolf, David de Sola y Jacob Cortíssoz. Todos estos administradores fueron también accionistas de la entidad. Un informe del cónsul británico de 1896 describía, sucintamente, las actividades del banco: descontar papeles comerciales, otorgar empréstitos, comprar y vender medios de pago sobre Europa y los Estados Unidos: "En efecto, ofrece todas las facilidades tradicionales de los bancos y presta un gran servicio al comercio de Barranquilla"⁴⁵.

Sus dos primeros años parecen haber sido satisfactorios, como se desprende de un informe consular británico⁴⁶. Lustros más tarde enfrentaría dificultades. En el primer semestre de 1889, el Banco de Barranquilla arrojó utilidades del 5% sobre su capital, una rentabilidad bastante moderada, ya que para esa época la tasa de interés semestral estaba entre 3% y 4%. La situación empeoró durante el segundo semestre de ese año, cuando su administrador, Jacob Cortíssoz, insistió en la liquidación del banco: "...Siquiera sea para poner a salvo la responsabilidad que pudiera caberme para con aquellos accionistas que no estén conformes con que su capital les produzca un rendimiento tan insignificante"⁴⁷. La junta general de accionistas se abstuvo de tomar una decisión al respecto, pero se comenzó a hablar del "principio de una paulatina liquidación".

Sin embargo, el banco tuvo todavía una década y algo más de vida. Diez años más tarde, los balances parecían más promisorios. Durante el primer semestre de 1899, el Banco de Barranquilla tuvo utilidades del 9% sobre el valor de su capital; una rentabilidad bastante apreciable si se considera que la tasa semestral de interés bancario era entonces de 5%. Los directores del banco explicaban estos magníficos resultados gracias a "la exportación de ganado vacuno con destino a Cuba, sostenida aún en escala

-
44. Banco de Barranquilla, *Informes y balance general* (1889), (...a la Junta general de accionistas en sus reuniones, ordinarias de julio de 1889), Imprenta Americana, Barranquilla.
45. "Diplomatic and consular reports on trade and finance. Colombia". *Accounts and papers* (1896), No. 37, Commercial Reports, Vol. 35, Londres, p. 443.
46. "Savanilla, Report by Vicecónsul Constantine on the trade and Commerce of Savanilla for the years 1873-74" (fotocopia con reseña incompleta).
47. Banco de Barranquilla, *Informes y balance general* (1890), (...a la junta de accionistas en sus reuniones de diciembre de 1889), Barranquilla, p. 2; véase también el informe de 1889, ya citado.

regular, (que) ha sido de beneficio para el banco por la consiguiente solicitud de dinero"⁴⁸.

El entusiasmo no duró demasiado. El 29 de noviembre de 1904, los accionistas resolvieron liquidar el Banco de Barranquilla y fundar otro establecimiento bancario: el Banco Comercial de Barranquilla⁴⁹. Un cronista de la época relata así los orígenes del fracaso: "El Banco de Barranquilla se dejó atropellar del papel moneda desvalorizado de la guerra, como muchos comerciantes, que no tuvieron la visión de otros, que desde que comenzó la guerra de 1899, y el cambio empezó a subir, vendían en oro el cambio del día anterior, por lo que quedaron indemnes"⁵⁰.

Banco Márquez

Sin abandonar sus acciones en el Banco de Barranquilla, Esteban Márquez fundó el banco que llevó su nombre y que comenzó operaciones en 1883, el segundo que se fundó en la ciudad⁵¹. De padre español y madre barranquillera, Esteban Márquez había nacido en Barranquilla en 1799. Concejal, alcalde y jefe político del cantón de Barranquilla en varias ocasiones, Márquez fue también uno de los empresarios más destacados de la ciudad y "una de las personas más influyentes en la vida de la villa de Barranquilla"⁵². Al parecer, su fortuna la hizo en el comercio a través de los vínculos que logró establecer con Jamaica desde 1829 y posteriormente se dedicó al negocio de la construcción y la propiedad raíz. Además de edificar "muchas casas grandes" y la Aduana de Sabanilla, Esteban Márquez contrató con el general José Félix Fuenmayor la construcción del Mercado Público en 1882⁵³. En una ciudad, cuyo progreso se ha endilgado tradicionalmente a los inmigrantes extranjeros, se destaca pues la labor empresarial de Esteban Márquez: nacido en la localidad, comerciante, urbanizador, político, promotor de la apertura de Sabanilla para las importaciones y de la navegación a través de Bocas de Ceniza.

48. Banco de Barranquilla, *Informes y balance general (1899)*, (...a la junta general de accionistas en sus reuniones de julio de 1899), Barranquilla.

49. Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 500.

50. Miguel Goenaga (1953), *Lecturas locales*, Barranquilla, p. 238.

51. Baena y Vergara, *Barranquilla, su pasado y su presente*, p. 499; Carmen Astrid Romero, *Historia monetaria en Colombia, 1880- 1905* (1987), Tesis de la Facultad de Economía Universidad Nacional, Bogotá, p. 69.

52. Miguel Goenaga, *op. cit.*, p. 417; Baena y Vergara, *op. cit.*, pp. 314, 318, 319; Pedro María Revollo (1905), *Memorias*, Barranquilla, p. 135.

53. M. Goenaga, *op. cit.*, p. 256; Pedro María Revollo, *op. cit.*, pp. 135-137. Véase también, Jorge N. Abello (1915), *El departamento del Atlántico*, Barranquilla, p. 27.

CUADRO 5.15
ACCIONISTAS DEL BANCO MÁRQUEZ (1893)

Accionistas	Número de acciones	Valor nominal (pesos)
Esteban Márquez	5	25 000
Manuel María Márquez	5	25 000
José Márquez	5	25 000
Antonio José Márquez	5	25 000
Juan B. Márquez	5	25 000
Total	25	125 000

Fuente: Carmen Astrid Romero, *op. cit.*, p. 69.

Y banquero. En el momento de su fundación, Esteban Márquez era el accionista con mayor número de acciones en el Banco de Barranquilla. A su muerte, en 1889, sus hijos heredarían diez acciones, y era todavía uno de los socios con mayor poder individual en el citado banco. A su presencia accionaria en el Banco de Barranquilla sumó la fundación del Banco Márquez, un establecimiento ya de carácter familiar. Los otros accionistas del nuevo banco eran sus hijos: Manuel María, José Trinidad y Juan Bautista Márquez, cada uno con cinco acciones. El Banco Márquez se inició con un capital suscrito de \$125 000,00 repartidos en 25 acciones de \$5 000,00 y su capital pagado fue de \$62 500. El banco funcionó en la planta baja de la casa de la familia Márquez, ubicada en la Plaza de San Nicolás. Hay una carencia casi absoluta de información acerca de las operaciones del Banco Márquez, que tuvo una corta existencia ya que fue liquidado en 1893⁵⁴.

Banco Dugand

En 1905, Víctor Dugand creó la casa comercial Víctor Dugand e Hijo. Años más tarde, en 1917, debido al ensanche de sus negocios, la sociedad se transformó en el Banco Dugand; con un capital de \$500 000,00, la sociedad se

54. Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 499; Manuel Rodríguez y Jorge Restrepo, "Los empresarios extranjeros de Barranquilla, 1820-1900", en *El Caribe colombiano* (1988), Gustavo Bell (editor), Ediciones Uninorte, Barranquilla, p. 175.

constituyó por escritura pública número 622 ante la Notaría Segunda de Barranquilla⁵⁵.

De origen francés, Francisco Víctor Dugand había llegado a Riohacha en 1872, donde se dedicó al comercio y a la industria y donde tuvo la representación consular de Francia y los Países Bajos. En 1902 se trasladó a Barranquilla, donde fundó con su hijo la casa crediticia con su nombre, antes de viajar a París a establecer residencia. Hacia 1917, antes de fundar el banco, la casa Dugand tenía entre sus actividades principales las siguientes: el manejo de dos líneas de vapores trasatlánticos, un departamento de comisiones que recibía y despachaba carga de exportación, un departamento de arriendos que manejaba gran número de fincas urbanas en Barranquilla, un departamento de seguros que representaba a la Compañía Colombiana de Seguros y la sección bancaria: "... el ramo principal de la casa, a la vez que guarda fuertes depósitos de todo el comercio del país, presta todas las facilidades que pueden facilitar los modernos y más eficientes métodos"⁵⁶. Al cabo de pocos años de fundado, el Banco Dugand se convirtió en el establecimiento bancario más importante de Barranquilla, con una marcada influencia regional: tenía agencias en cinco ciudades de la Costa Atlántica, además de otras agencias en los santanderes, poblaciones ribereñas del Magdalena, Medellín y Bogotá. Jose Víctor Dugand, su cabeza visible, pasó a ser un destacado dirigente de la empresa privada barranquillera. Además de ser gerente del banco, fue miembro de la Junta Directiva de la Cámara de Comercio de la ciudad, donde se ocupó de la vicepresidencia entre 1917 y 1919. Siguiendo la tradición de su padre, José Víctor Dugand, fue también agente consular de Francia y cónsul de Bélgica⁵⁷. La familia Dugand conservó sus vínculos comerciales con Riohacha, su residencia original en Colombia, y también invirtió dineros en el sector agropecuario asociados con capital francés.

Aunque organizado como sociedad anónima, el Banco Dugand era un establecimiento controlado por la familia que impulsó su fundación. Sin embargo, fueron también accionistas del banco Wolf y Co., Roca Niz y Co., Eslait y Eljach, entre 150 accionistas que poseían intereses en el banco en 1920. En 1922, eran miembros principales de la junta directiva: Pellegrino

55. Fernando Baena y José Ramón Vergara (1922), *Barranquilla, su pasado y su presente*, Barranquilla, p. 506; Eduardo López (1919), *Almanaque de los hechos colombianos*, Bogotá, p. 117; Circular del Banco Dugand de 28 de mayo de 1917, en FAES, *Medellín AVC y Co.* C.118, folio 172.

56. *Libro azul de Colombia* (1918), p. 261. Véase Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 504.

57. López, *op. cit.*, p. 117; *Revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla*, Barranquilla, abril 30 de 1929, p. 30.

Puccini, quien presidía, Luis Abello, Antonio Faillace, Miguel Traad y J. M. Santodomingo⁵⁸.

El banco inició operaciones con tres departamentos: (1) un departamento de comisiones; (2) un departamento de seguros que representaba a la Compañía Colombiana de Seguros de Bogotá; la sección de arrendamientos también formaba parte de ese departamento; (3) un departamento marítimo que atendía los intereses de la Compagnie Générale Transatlantique.

El balance del Banco Dugand al 28 de mayo de 1917 revela que esa institución comenzó operaciones con un capital pagado de \$400 000,00 (aunque el capital nominal era de \$500 000,00 en su cartera había \$100 000,00 en acciones del banco)⁵⁹. Además, vale la pena destacar que en ese balance se observa que el 63,2% del valor de los depósitos en cuenta corriente estaba en dólares (el resto estaba en moneda legal colombiana y una pequeña cantidad de oro inglés). Esto es importante tenerlo en cuenta ya que a partir de la Ley 33 de 1903 el país entró en un régimen monetario en donde existía la libre estipulación: las transacciones comerciales se podían realizar tanto en la moneda legal como en monedas extranjeras⁶⁰. La libre estipulación establecida por el Congreso de 1903 —que fue promovida por José Camacho Carrizosa, un caracterizado crítico de las políticas económicas de la Regeneración— ayudó al proceso de estabilización monetaria en los primeros años de este siglo.

La libre estipulación cumplía dos propósitos esenciales para el manejo de numerario:

1. Daba seguridad a los agentes económicos ya que si la moneda nacional (papel moneda del Banco Nacional en ese caso), empezaba a depreciarse, tenían la opción de poder rechazarla (lo que no fue cierto en el período 1886-1902 cuando existió el llamado curso forzoso).
2. Como los agentes económicos podían rechazar la moneda legal, pues no había curso forzoso, las autoridades económicas no tenían muchas posibilidades de hacer grandes emisiones ya que un aumento del circulante que generara temores de que éste se iba a depreciar podía llevar a su repudio: la moneda buena habría desplazado la moneda mala. O sea, que la libre estipulación creó cierta disciplina monetaria⁶¹.

58. Bancó Dugand (1920), *Informe enero-junio*, Barranquilla; Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 508.

59. Banco Dugand, *Balance*, mayo 28 de 1917, FAES.

60. Guillermo Torres García (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, FAES, Medellín, p. 228.

61. No operaba la Ley de Gresham ("la moneda mala desplaza la moneda buena") ya que para que esa ley opere se requiere que exista el curso forzoso.

Que el 63,2% de los depósitos del Banco Dugand estuviera en dólares refleja el grado de *dolarización* a que había llegado el sector comercial de algunas regiones del país en esta época de caos en el sistema financiero. Sin embargo, habría que ver hasta qué punto el caso de Barranquilla era típico de todo el país.

Los años que van de 1917 a 1920 son de crecimiento vigoroso para el Banco Dugand. Colombia vivió durante esos años una bonanza exportadora inducida por el aumento en la cotización internacional del café. Un agudo observador norteamericano, P. L. Bell, anotó: "La prosperidad económica general del país que resultó del aumento en el volumen y valor de las exportaciones de café para 1919, se reflejó en un aumento en el volumen de ganancias de los bancos de Barranquilla"⁶².

Hacia 1920, el Banco Dugand vivía la época de su mayor esplendor. Su capital pagado de \$2 000 000,00 lo situaba como el cuarto banco del país (después de los bancos López, Central e Hipotecario del Pacífico). Además contaba con 12 agencias ubicadas en Bogotá, Bucaramanga, Cartagena, Ciénaga, Cúcuta, Girardot, Honda, Magangué, Medellín, Ocaña, Riohacha y Santa Marta⁶³.

Ese mismo año, en 1920, la revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla destacaba "el extraordinario movimiento bancario" del Banco Dugand y señalaba cómo a la fecha tenía "casi una suma igual a la de todos los demás bancos locales reunidos"⁶⁴.

En los 36 meses corridos entre junio de 1917 y junio de 1920, se repartieron dividendos por valor de \$436 872,50. Adicionalmente, en ese lapso se incrementó el fondo de reservas en \$28 000,00. Como entre 1917 y 1920 el capital se aumentó de \$400 000,0 a \$2 000 000,00, es difícil saber cuál fue la tasa de ganancia para el conjunto del período. Sin embargo, tuvo que estar por encima de 36% que es la tasa que resulta al usar el capital de 1920.

En el primer semestre de 1920, se repartieron utilidades netas por un valor de \$223 470,00. En términos anuales, ello implica utilidades netas del 22,5%. Si se tiene en cuenta que para esa época la tasa de interés que prevalecía en Barranquilla era de un 10%, se puede apreciar que este banco era un negocio altamente rentable⁶⁵.

62. P. L. Bell (1921), *Colombia a Commercial and Industrial Handbook*, Special Agent Series, No. 206, Washington, pp. 200-201.

63. Banco Dugand (1920), *Informe enero-junio 1920*, Tipografía Banco Dugand, Barranquilla.

64. "La industria bancaria de Barranquilla", en *Revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla*, junio 30 de 1920, p. 14.

65. P. L. Bell, *op. cit.*, p. 201.

A partir de 1921, el Banco Dugand parece haber entrado en crisis. Poco a poco tuvo que ir cerrando sus numerosas sucursales, hasta el punto que en 1923 sólo quedaba la de Bucaramanga⁶⁶.

Ya a finales de 1920, los directivos del banco anunciaban a los accionistas las dificultades que comenzaban a afrontar. Al cerrar el primer semestre de ese año, cuando el informe de la junta administrativa manifestaba que se había comenzado con "perspectivas halagüeñas", también se observaba la situación "poco envidiable" del comercio interior y otros signos que oscurecían el panorama económico. Los depósitos del banco, sin embargo, habían aumentado y, con satisfacción, sus administradores se enorgullecían de su creciente movimiento: se abrieron nuevas agencias en Cúcuta y Ciénaga, se comenzó la construcción de un moderno edificio para las oficinas del banco, y se registraba la acogida del departamento de ahorros con 500 cuentahabientes⁶⁷. A finales del año, la situación se modificó para el banco. Sus administradores estaban a la defensiva, y así lo manifestaron a los accionistas: "con una situación como la que se ha afrontado en momentos en que a la par que subía una ola de pesimismo, subía otra de difamación contra las reputaciones mejor cimentadas; en momentos en que, con ridículo encono, han salido a relucir el chisme y la calumnia, no nos ha quedado camino para hacer verdadera labor de administración sino ingrata labor de defensa propia"⁶⁸.

La administración se vio obligada a tomar medidas; se cerraron las agencias de Cúcuta y Honda y se pensó seriamente en cerrar la de Riohacha, al tiempo que se resolvió cerrar definitivamente el departamento de comisiones "cuyos resultados no compensan la labor ruda que él se gasta"⁶⁹. A pesar de las dificultades, la administración señalaba que el banco seguía adelante: "consecuencialmente cerradas las operaciones de crédito, limitadas las de cambio, restringidas las agencias y disminuidos considerablemente los depósitos, en todos los bancos del país, los resultados del ejercicio semestral ...han tenido que ser moderados. En cambio, debe enorgullecernos no sólo haberlos obtenido —aun así modestos, en una situación igual— sino la manera airosa como vuestra sociedad ha resistido la dura prueba y a la acerbidad de ciertos ataques, manteniendo incólume su crédito"⁷⁰.

66. "Memorandum of Conversation with Mr. Van Dusen", marzo 20 de 1923, en *Edwin W. Kemmerer Papers*, Box 111, Princeton University Manuscript Library.

67. Banco Dugand (1920), *Informe enero-junio*, Barranquilla.

68. Banco Dugand (1920), *Informe julio-diciembre*, Barranquilla.

69. *Ibid.*

70. Cámara de Comercio de Barranquilla (1922), *Relación de los bancos establecidos en Colombia*, Barranquilla.

La utilidad sobre el capital en 1921 fue de 13,4%, o sea que era similar a la tasa de interés corriente para ese año (fluctuaba entre 10% y 12%).

Es muy probable que el Banco Dugand hubiera entrado en dificultades debido a los efectos de la crisis financiera nacional de 1920-1921, y nunca se pudo recuperar del todo. Como hemos visto, esta institución creció rápidamente entre 1917 y 1920, bajo el influjo saludable de un auge económico local y nacional. Esta prosperidad indujo un optimismo que llevó a que: "...los comerciantes colombianos ... hicieran pedidos muy grandes de Estados Unidos, con poca preocupación por los precios. Por tanto, las importaciones de 1920 rompieron todas las marcas y produjeron ingresos aduaneros bastante altos. Entonces, empezó el colapso mundial que se sintió fuertemente en Colombia, y en realidad no pasó sino hasta finales de 1923"⁷¹.

En noviembre de 1923, el Banco Dugand solicitó un préstamo por \$140 000,00 a la Junta Directiva del Banco de la República. Como respaldo ofrecía bonos del gobierno. La decisión sobre el préstamo se aplazó con el argumento de que el cupo destinado para ese efecto parecía estar copado⁷². Tres días después este mismo banco vuelve a presentar una solicitud para redescantar documentos por un valor de \$200 000,00. La Junta Directiva del Banco de la República imparte instrucciones precisas a su agencia en Barranquilla para que: "...indique los nombres de los signatarios de los documentos que el Banco Dugand desea descontar por un valor de \$200 000,00, indicando el monto de cada documento y su opinión respecto a la solvencia y posición del deudor para poder aceptar, si es del caso, la operación propuesta"⁷³. Estas operaciones podrían estar indicando que los problemas del Banco Dugand continuaban en 1923.

En 1924, el balance indica que este banco obtuvo utilidades de 2,9% sobre su capital pagado que para entonces era de \$1 521 000,00. O sea que esta institución seguía con serias dificultades, pues la tasa de interés corriente era de un 10%⁷⁴.

Por lo anterior, no sorprende que en la sesión del 11 de noviembre de 1924 el gerente del Banco de la República "...comunica a la junta los telegramas que se han recibido de la Agencia de Barranquilla, en que dan cuen-

71. *The Colombian Review* (1928), Colombian Government Bureau of Information, Nueva York, junio de 1928, p. 365.

72. Junta Directiva del Banco de la República, *Acta número 32*, 13 de noviembre de 1923.

73. Junta Directiva del Banco de la República, *Acta número 33*, 16 de noviembre de 1923.

74. Superintendencia Bancaria (1925), *Balances y consolidaciones bancarias*, Bogotá.

ta de hallarse el Banco Dugand en una situación muy crítica⁷⁵. Además, en esa misma sesión se discutió sobre la liquidación de dicho banco.

El 13 de noviembre de 1924 se reunió en sesión extraordinaria la Junta Directiva del Banco de la República para considerar la situación del Dugand. En la sesión del 11 de noviembre se había acordado prestar hasta \$120 000,00 a esa institución. Esa suma debía ser garantizada con documentos comerciales que estuvieran en su poder. Sin embargo, el día 13 de noviembre la agencia de Barranquilla del Banco de la República informa que el Dugand "...no dispone de cartera apropiada para redescuento en el Banco de la República, por lo cual no se ha podido efectuar la operación que se había autorizado"⁷⁶.

Los acontecimientos reseñados llevaron a que en 1925 el Banco Dugand tuviera que ser liquidado. En su informe de ese año el superintendente bancario decía: "Las dificultades que se presentaron a este establecimiento, que afectaron profundamente sus negocios; y el hecho de tener en cartera casi el 25% de capital representado en acciones del mismo que no le era posible realizar, dadas las circunstancias en que hallaba, hacían necesaria su liquidación"⁷⁷.

Crédito Mercantil

La sociedad colectiva Cortíssoz, Correa y Compañía, se estableció el 2 de enero de 1914. Dicha firma tenía principalmente negocios bancarios, que adelantaba bajo el nombre de Crédito Mercantil. Sus principales socios eran: Jacob Cortíssoz, Esther Correa de Cortíssoz, Enrique Álvarez Correa, Mauricio Heilbron y Rodolfo Cortíssoz⁷⁸. Los Cortíssoz, Álvarez Correa y Heilbron fueron representativos de los empresarios de Barranquilla de la época: ante todo, comerciantes que iban extendiendo sus vínculos a otros sectores de la economía. Los Cortíssoz, los Heilbron y los Correa habían sido también accionistas del Banco de Barranquilla; a su turno, los Heilbron poseían acciones del Banco Dugand. Los Heilbron estaban asociados con los Correa para comerciar con ganado y con ellos habían fundado, a finales del siglo pasado, la fábrica El Morro, precursora de la industria del cuero en Barranquilla⁷⁹.

75. Junta Directiva del Banco de la República, *Acta número 106*, 11 de noviembre de 1924.

76. Junta Directiva del Banco de la República, *Acta número 107*, 13 de noviembre de 1924.

77. Superintendencia Bancaria (1925), *Informe*, Editorial Cromos, Bogotá, p. 20.

78. *Libro azul de Colombia* (1918), p. 266; López, *op. cit.*, p. 5.

79. Julio H. Palacio (1942), *Historia de mi vida*, Bogotá, 1942, p. 70; Manuel Rodríguez y Jorge Restrepo, *op. cit.*, pp. 160-163; Antonio Martínez Aparicio y Rafael A. Niebles (1892), *Directorio anuario de Barranquilla*, Barranquilla.

CUADRO 5.16
ACCIONISTAS DEL BANCO AMERICANO (1883)

Accionistas fundadores	Número de acciones	Valor
José G. Ribón	200	200 000
Bernardo de la Torre	220	220 000
José M. Ribón	40	40 000
Cayo G. Ribón	25	25 000
Petrona de la Torre Ribón	40	40 000
Rosa Ribón	10	10 000
Manuela Ribón	10	10 000
María Antonia Ribón	10	10 000
Victoria G. Ribón	10	10 000
Total	565	565 000

Fuente: Carmen Astrid Romero, *op. cit.*, p. 71.

El gerente del Crédito Mercantil a través de toda su existencia fue Ernesto Cortíssoz, quien además era gerente de la fábrica de fósforos El Cónor, de la empresa de tranvía urbano y del acueducto de la ciudad.

Es poca la información disponible acerca de la marcha de los negocios de esta entidad. Sin embargo, sabemos que en el primer semestre de 1922 tenía un capital de \$630 000,00 y obtuvo utilidades por \$48 617,00 (o sea el 15,4% anual de rendimiento sobre el capital). En términos de su capital, el Crédito Mercantil era para entonces el segundo banco local ya que el Dugand tenía \$2 000 000,00 y el Comercial de Barranquilla tenía \$365 400,00. El Crédito Mercantil tenía una conexión en los Estados Unidos: de Lima, Correa y Cortíssoz, ubicada en Nueva York, en Bridge Street⁸⁰.

Además de sus actividades bancarias, el Crédito Mercantil tenía una concesión para la explotación de las salinas marítimas. Cuando se inició la administración del general Pedro Nel Ospina, al Crédito Mercantil se le retiró la concesión sobre las salinas. Además, el gobierno entabló algunas demandas por el manejo que esa entidad había hecho de las concesiones. En marzo de 1923, cuando Edwin W. Kemmerer se entrevistó en Bogotá con

80. Archivo Nacional de los Estados Unidos, Washington, RG 84, *Barranquilla Political Reports 1921-35*, Informes del cónsul de Barranquilla, agosto 14 de 1924.

el banquero Van Dusen, éste pronosticó que si el gobierno ganaba las demandas el Crédito Mercantil enfrentaría serias dificultades financieras⁸¹.

Las dificultades causadas por los problemas con la concesión de las salinas más la muerte de su gerente, Ernesto Cortíssoz, llevaron a que el Crédito Mercantil entrara en liquidación en 1924. En ese año, el superintendente bancario informaba que la liquidación avanzaba con dificultades debido a que "...se ha venido en conocimiento de serias irregularidades que afectan las cuentas desde años atrás"⁸².

Otros bancos

Como se anotó con anterioridad, en el período 1873-1926 se fundaron seis bancos en Barranquilla. Además de los reseñados anteriormente, también se establecieron el Banco Americano y el Comercial de Barranquilla.

El Banco Americano se había fundado en 1883. Inició operaciones el primero de marzo de ese año con un capital de \$565 000,00. Sus accionistas iniciales eran todos de las familias De La Torre y Ribón⁸³ (véase Cuadro 5.16).

El Banco Americano entró en liquidación en 1904, o sea que desaparece, al igual que el Banco de Barranquilla, en los años del caos creado por la inestabilidad monetaria de finales del siglo pasado y comienzos del presente.

En 1904, los accionistas del Banco de Barranquilla resolvieron liquidar ese establecimiento y fundar en su remplazo el Banco Comercial de Barranquilla con un capital inicial de \$150 000,00.

En 1921, ya su capital se había incrementado a \$265 400,00. Urbano Puma-rejo, miembro de una prestante familia costeña con intereses en el sector agropecuario en la región del Cesar del entonces departamento del Magdalena, fue su primer gerente. Jacob Cortíssoz, quien fuera administrador del Banco de Barranquilla, accionista de otros bancos y fundador del Crédito Mercantil, formó parte de la primera junta directiva, al lado de Julio Castellano, Henry S. Price, Theodor Prencke y W. Stubbs⁸⁴. En 1910 se designó a Clodomiro Salas B., miembro de una de las principales familias de la colonia hebrea⁸⁵.

81. "Conversations with Mr. Van Dusen", marzo 20 de 1923, en *Edwin W. Kemmerer Papers*, Box 111, Princeton University Manuscript Library.

82. Superintendente Bancario (1924), *Informe*, Bogotá, p. 26.

83. Carmen Astrid Romero, *op. cit.*, p. 71.

84. Baena y Vergara, *op. cit.*, p. 500.

85. Rodríguez y Restrepo, *op. cit.*, p. 161. C. Salas, casado con una hija de Jacob Cortíssoz, fue gerente hasta 1918, cuando renunció y se nombró al doctor José Félix Fuenmayor Reyes, quien ocupó ese cargo hasta 1934 (*Banco Comercial de Barranquilla, decano de los bancos de la ciudad* (1955), Barranquilla).

El análisis de los accionistas que en 1904 adquirieron las 1 216 acciones que el Banco Comercial de Barranquilla colocó, revela que los principales accionistas eran miembros de la familia Cortíssoz. Aunque a nombre de miembros de esa familia, encabezada por Jacob Cortíssoz S., sólo se registraron 41 acciones, la Compañía Colombiana de Transporte, de la cual era gerente y propietario Jacob Cortíssoz, adquirió 500 acciones, 41,1% del total⁸⁶. Es decir, esta familia poseía el 44,5% de las acciones. A pesar de ello, el banco no era un negocio familiar, pues en la propiedad de las demás acciones estaban representados los principales comerciantes de la ciudad, como Urbano Pumarejo, Tomás Surí Salcedo, Julio E. Gerlein, Víctor Dugand (padre de José Víctor Dugand quien en 1917 fundó el Banco Dugand), Ricardo Arjona, Correa y Heilbron.

Cabe destacar que Jacob Cortíssoz S. era el padre de Ernesto Cortíssoz Álvarez Correa, el fundador del Banco de Crédito Mercantil en 1914. Este último fue uno de los más activos empresarios locales de la época y participó en la creación de Scadta, de la cual fue su primer presidente.

En una entrevista en 1923, el banquero norteamericano Van Dusen le comentó a Edwin W. Kemmerer sobre el Banco Comercial de Barranquilla: "Bastante bien manejado, mucho menos especulativo que el Crédito Mercantil. Para Colombia se puede considerar bien manejado"⁸⁷. Ese manejo sobrio pudo ser una de las razones principales por la cual el Banco Comercial de Barranquilla fue el único de los bancos fundados entre 1873 y 1925 que sobrevivió más allá de ese período: alcanzó a vivir tres décadas más, antes de ser definitivamente liquidado.

CONCLUSIONES

El auge de los bancos costeños en el período 1873-1925, y su posterior desaparición, coincide con lo que sucedió con los bancos locales en las diferentes regiones del país. Después de 1923, con la creación de una serie de instituciones originadas en la Misión Kemmerer, que hicieron más estricto el control y supervisión del negocio bancario (como la Superintendencia Bancaria y el Banco de la República), se produjo una rápida concentración de la banca colombiana, en la que unas pocas instituciones financieras, especialmente de Bogotá, entraron a controlar esa actividad. Ello ocurrió a

86. *Banco Comercial de Barranquilla, decano de los bancos de la ciudad* (1955), Barranquilla, pp. 11-13.

87. "Memorandum of Conversation with Mr. Van Dusen", marzo 20 de 1923, en *Edwin W. Kemmerer Papers*, Box 111, Princeton University Manuscript Library.

través de la liquidación voluntaria, la quiebra, o la venta de los bancos regionales. Al finalizar 1925, la costa Caribe sólo contaba tres bancos locales: el Banco de Bolívar, que subsistió hasta 1939, cuando lo adquirió el Banco de Bogotá; el Banco Nacional de Sabanas, liquidado hacia 1940 y el Banco Comercial de Barranquilla.

En el caso de Cartagena, hay que destacar que la fuente de acumulación de los capitales que dominó el negocio bancario (Vélez Danés y Martínez Bossio) fue la ganadería. Tal vez por ello, la historia bancaria local se caracterizó por su orientación poco especulativa y más bien conservadora. Ello contrasta con el caso de Barranquilla y Medellín, donde el origen social diferente de los empresarios que establecieron los bancos y las actividades que realizaban, comercio de exportación, tal vez ayudó a moldear una mentalidad empresarial más dinámica⁸⁸. Por eso, en Medellín en 1904 quebraron o tuvieron que ser liquidados el Banco Popular, el del Progreso y el de los Mineros y se suspendió la sucursal del Banco de Colombia⁸⁹. Según el vicecónsul británico en Medellín, esos bancos habían "...estado involucrados en la peor de las especulaciones, aquella de prestar papel moneda y convertirlo en oro, a la espera de que un alza en las divisas genere un margen de ganancia más alto"⁹⁰.

En contraste con Cartagena, en Barranquilla algunos de los principales bancos (Dugand y Crédito Mercantil) se caracterizaron por el manejo *poco ortodoxo*, que los llevó a su pronta desaparición.

La orientación conservadora de los bancos cartageneros se palpa claramente en el hecho que nunca establecieron sucursales en otras ciudades, prefiriendo restringirse al ámbito local. Además hubo una sola quiebra, la del Banco Unión en 1917. Sin embargo, esa bancarrota fue el resultado de una estafa y no de malos manejos.

Sí fueron iguales los bancos de Cartagena y Barranquilla en que, fundamentalmente, éstos se constituyeron como negocio de familia. El control de las instituciones de crédito por parte de grupos familiares era el reflejo

88. La investigadora María Mercedes Botero sostiene que en Antioquia los bancos que se fundaron a comienzos del siglo XX contrastan con los que se crearon a finales del siglo pasado, por cuanto en los primeros la propiedad tendía a ser más concentrada y sus dueños estaban más estrechamente ligados al comercio de exportación (María Mercedes Botero, "Los bancos en Antioquia, 1872-1920", trabajo presentado en el Simposio de historia económica y social para celebrar los 50 años de *Economía y Cultura*, de Luis Eduardo Nieto Arteta, Barranquilla, abril de 1992).

89. Enrique Echavarría (1946), *Crónicas e historia bancaria de Antioquia*, Bedout, Medellín, p. 300.

90. "Informe del vicecónsul británico sobre la crisis financiera de Medellín en 1904", en *Estudios Sociales*, Faes, No. 4, marzo de 1989, p. 128.

del enorme peso que éstos desempeñaban en el mundo de los negocios (e incluso de la política), en sociedades relativamente cerradas (como Cartagena) o conformadas por inmigrantes (como Barranquilla). La experiencia bogotana en este sentido fue algo diferente, ya que en esa ciudad los bancos lograron aglutinar un amplio grupo de empresarios e inversionistas, y los principales (Bogotá y Colombia) nunca estuvieron bajo el control hegemónico de una sola familia.

Cabe resaltar que el hecho de ser un banco propiedad de una sola familia no necesariamente llevó a un manejo especulativo de sus actividades, como lo comprueba la experiencia de algunos bancos cartageneros. Más bien, fue la influencia del dominio familiar con la vinculación al comercio exterior, lo que llevó a la inestabilidad. Un caso en que ello se ilustra es el del Banco López de Bogotá, de tormentosa vida financiera, y que estuvo controlado por una sola familia estrechamente ligada a la casa Pedro A. López, que comerciaba con café en el mercado internacional. También fue el caso de los bancos que surgieron en Medellín a comienzos del presente siglo y de los de Barranquilla, con la excepción del Banco de Barranquilla y el que lo reemplazó en 1904, el Banco Comercial de Barranquilla. En efecto, en este último caso, la propiedad estuvo ampliamente distribuida entre los principales comerciantes y empresarios barranquilleros e inversionistas de otras ciudades de la costa, como los Noguera, Abello y Obregón de Santa Marta. Por tanto, no debe sorprender que este era el banco regional de mayor longevidad.

En 1925, los bancos de la costa Caribe tenían el 4,1% de los depósitos en el sistema bancario nacional⁹¹. Además, sólo tres bancos regionales subsistían: el Banco Nacional de Sabanas, el Banco de Bolívar y el Banco Comercial de Barranquilla. La precaria participación de la región Caribe, que hacia 1925 representaba cerca del 15% de la población colombiana en la industria bancaria del país, es un reflejo del creciente marginamiento económico a que se vieron sometidos los departamentos del litoral norte, a raíz del ascenso de las exportaciones cafeteras. En el curso de las primeras décadas del presente siglo, Colombia dejó de ser una de las economías latinoamericanas con menor integración al mercado mundial con base en las exportaciones del café. En efecto, entre 1905 y 1930 Colombia pasó de contribuir con el 3% del café producido en el mundo al 12%⁹². Como resultado, el país en su conjunto vivió un período de crecimiento económico sin pre-

91. *Informe del superintendente bancario* (1926), Bogotá.

92. Marco Palacios, "Las condiciones de la centralización política: a propósito de la Constitución del 86", en *Boletín Cultural y Bibliográfico de la Luis Angel Arango* (1986), Banco de la República, Vol. XXII, No. 9, p. 5.

cedentes. Sin embargo, los beneficios de esta tardía inserción en las corrientes del comercio mundial no se distribuyeron en forma igual entre las regiones del país. La costa Caribe estuvo entre las regiones más afectadas en forma negativa por ese nuevo balance económico nacional.

Bibliografía

- Abello, Jorge N. (1915), *El departamento del Atlántico*, Barranquilla.
 Actas de la junta directiva del Banco de la República.
 Album de Cartagena de Indias (1933), Cartagena.
 Archivo Nacional de los Estados Unidos, Washington RG84, *Barranquilla Political Reports 1921-1935*, Informes del cónsul de Barranquilla, agosto de 1924.
 Arias de Greiff, Gustavo (1986), *La mula de hierro*, Carlos Valencia Editores, Bogotá.
 Baena, Fernando y Vergara, José Ramón (1922), *Barranquilla, su pasado y su presente*, Barranquilla.
 Banco Comercial de Barranquilla, *decano de los bancos de la ciudad*, (1955), Barranquilla.
 Banco Dugand (1920), *Informe enero-junio*, Barranquilla, Tipografía Banco Dugand.
 Banco Dugand, *Balance*, mayo 28 de 1917, Faes.
 "Banco de Barranquilla" en: *Boletín Industrial*, (1873), Barranquilla.
 Bell, P.L. *Colombia a Commercial and Industrial Handbook*, Special Agent Series (1921), No. 206, Washington.
 Bellec, Christine (1982), "Decadencia y desarrollo en tres puertos colombianos descritos por los franceses en el siglo XIX", en *Boletín Historial*, Vol. 67, No. 156.
 Botero, María Mercedes (1985), "Instituciones bancarias en Antioquia, 1872-1886" en *Lecturas de Economía*, No. 17, mayo-agosto.
 Cámara de Comercio de Barranquilla (1921) *Relación de los bancos establecidos en Colombia*, Barranquilla.
 Circular del Banco Dugand de 28 de mayo de 1917, en Faes, Medellín, AVC y Co. 118, folio 172.
 Diario de Bolívar (391): 3, 4, 9 de febrero de 1887; (773): 340, 23 de octubre de 1890; (1029): 24, 9 de enero de 1879; (1043): 80, 26 de enero de 1875; (1321): 3 de enero de 1876; (1331): 41-42, 15 de enero de 1876; (1620): 41, 22 de enero de 1877; (1708): 396, 12 de julio de 1877; (1831): 888, 24 de enero de 1878; (2072): 58, 29 de enero de 1879; (2175): 471, 8 de agosto de 1879; (2223): 668, 24 de octubre de 1879.
 "Diplomatic and consular reports on trade and finance, Colombia", *Accounts and papers* (1896), No. 37, Commercial Reports, Vol. 35, Londres.
 Echavarría, Enrique (1946), *Crónicas e historia bancaria de Antioquia*, Editorial Bedout.
 Edwin Walter Kemmerer *Papers*, (1922, 1923). Princeton University Manuscript Library.
El Porvenir, febrero 14 de 1917, Cartagena.
Epistolario de Rafael Núñez con Miguel Antonio Caro (1977), Instituto Caro y Cuervo, Bogotá.

- Gaceta de Bolívar* (983): 406, 7 de noviembre de 1874.
- Gaceta Departamental de Bolívar* (38): 303, 7 de agosto de 1909; (38): 259, abril de 1909.
- Goenaga, Miguel (1953), *Lecturas locales*, Barranquilla.
- Informe del Ministerio del Tesoro (1888), (1915).
- Informe del superintendente bancario 1924, 1926, 1931.
- Informe del ministro de Hacienda (1916), Imprenta Nacional, Bogotá.
- Informe del secretario de Hacienda de la gobernación del departamento de Bolívar, (1988), Tipografía Araújo, Cartagena.
- Informe del vicecónsul británico sobre la crisis financiera de Medellín en 1904, en: *Estudios sociales* (1989, Faes, No. 4.
- Informes y balance general del Banco de Barranquilla (1989), Imprenta Americana, Barranquilla.
- "La industria bancaria de Barranquilla", en: *Revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla* (1920), No. 40.
- Lemaitre, Daniel (1949), *Corralito de papel*, Editora Bolívar, Cartagena.
- Libro Azul de Colombia, (1918).
- López, Eduardo (1919), *Almanaque de los hechos colombianos*, Bogotá.
- "Los bancos en Antioquia, (1872-1920", trabajo presentado en el Simposio de Historia Económica y Social para celebrar los 50 años de *Economía y Cultura de Luis Eduardo Nieto Arteta*, abril de 1992.
- Martínez Aparicio, Antonio y Niebles, Rafael A. (1892), *Directorio Anuario de Barranquilla*, Barranquilla.
- Meisel Roca, Adolfo "Esclavitud, mestizaje y haciendas en la Provincia de Cartagena, 1533-1851", en: *Gustav Bell* (editor), *El Caribe Colombiano* (1988), Ediciones Uninorte, Barranquilla.
- Mensaje del presidente del Estado soberano de Bolívar a la Asamblea Legislativa (1884), Tipografía de Antonio Araújo, Cartagena.
- Memoria del Tesoro*, 1875, 1888.
- Molina, Luis Fernando, "El viejo Mainero", en: *Boletín Cultural y Bibliográfico de la Luis Ángel Arango*, Vol. XXV, No. 17.
- Nichols, Theodores (1973), *Tres puertos de Colombia*. Biblioteca Banco Popular, Bogotá.
- Núñez, Rafael, *La Reforma política* (1888), Bogotá.
- Ospina Vásquez, Luis (1974), *Industria y protección en Colombia, 1850-1930*, Editorial Oveja Negra, Medellín.
- Palacio, Julio H. (1942), *Historia de mi vida*, Bogotá.
- Palacios, Marco "Las condiciones de la centralización política a propósito de la constitución del 86", en: *Boletín Cultural y Bibliográfico de la Luis Ángel Arango* (1986), Banco de la República, Vol. XXII, No. 9.
- Posada Carbó, Eduardo "La ganadería en la costa Atlántica, 1850-19709", en: *Co-yuntura Económica* (1988), Vol. XVIII, No. 3.
- Recopilación de las leyes del Estado Soberano de Bolívar 1857-1875*, (1876), Tipografía Antonio Araújo, Cartagena.

- Restrepo, Jorge A. y Rodríguez B. Manuel, "La actividad comercial y el grupo de comerciantes de Cartagena a fines del siglo XIX", en *Estudios Sociales*, (1986), Faes, Vol. 1, No. 1.
- Revista de la Cámara de Comercio de Barranquilla, 1929.
- Revista del Banco de la República (1944), Vol. XVIII, No. 198.
- Revollo, Pedro María (1905), *Memorias*, Barranquilla.
- Rodríguez, Manuel y Restrepo, Jorge "Los empresarios extranjeros de Barranquilla, 1820-1900", en: *El Caribe Colombiano* (1988), Gustavo Bell (editor), Ediciones Uninorte, Barranquilla.
- Romero, Carmen Astrid, *Historia Monetaria de Colombia, 1880-1905* (1987), Tesis de Grado, Facultad de Economía, Universidad Nacional, Bogotá.
- "Savanilla Report by vicecónsul Constantine on the trade and commerce of Savanilla for the years 1873-1874" (fotocopia con reseña incompleta).
- Serpentin, licenciado (1955), *Los secretos del inspector Caraballo* Bogotá.
- Superintendencia Bancaria (125) *Balances y consolidaciones bancarias*, Bogotá.
- (1925), *Informe editorial Cromos*, Bogotá.
- Superintendente bancario (1924), *Informe*, Bogotá.
- The Colombian Review (1928), Colombian Government Bureau of Information, Nueva York.
- Torres García, Guillermo (1980), *Historia de la moneda en Colombia* Faes, Medellín.
- Urueta José y Gutiérrez de Piñeres, Eduardo (1912), *Cartagena y sus cercanías*, Tipografía Mogollón, Cartagena.

Capítulo 6. LA BANCA PRIVADA EN BOGOTÁ: 1870 - 1922

Carmen Astrid Romero

INTRODUCCIÓN

El siglo XIX se caracterizó por ser un siglo de transición hacia una economía capitalista en Colombia y una época en la que el país se organizó política y económicamente como un país de regiones.

El auge exportador en las tres últimas décadas del siglo pasado contribuyó al perfeccionamiento y al aumento de las transacciones comerciales en las regiones más importantes en ese entonces, siendo la región cundinamarca con Bogotá como centro político el foco de crecimiento económico; también se destacaron la región antioqueña, la santanderiana y algunas ciudades de la costa como Barranquilla y Cartagena.

Bogotá no contó con la existencia de recursos naturales de importancia comercial, con excepción de las minas de sal de Zipaquirá y Nemocón —municipios cercanos—, cuya explotación fue en gran parte beneficio fiscal del gobierno. Este hecho marcó una diferencia notable con el comercio de otras regiones en el proceso de inserción al mercado externo, especialmente con Antioquia, donde las principales casas comerciales, que además tuvieron funciones bancarias, se vincularon rápida y estrechamente a los mercados externos gracias al comercio del oro. El historiador Jaime Jaramillo al referirse a la región de Cundinamarca y Boyacá del siglo XIX, señala: "El hecho de estar dentro de la órbita geográfica de la capital del virreinato, asiento de la administración y de la burocracia, de las más altas autoridades eclesiásticas y de los más desarrollados centros educativos, permitieron que en ella se formara la más fuerte y amplia élite dirigente... La agricultura de hacienda unida con la ganadería y el comercio interno y de importaciones,

daban a estas regiones un desarrollo relativamente equilibrado... se desarrolló en ellas una sociedad de base agrícola, de poca dinámica social, paternalista y señorial¹. Adicionalmente, las deficiencias en las vías de comunicación y las continuas guerras civiles de finales de siglo contribuyeron al aislamiento relativo de la ciudad.

CUADRO 6.1
POBLACIÓN DE BOGOTÁ, 1800-1928

Años	Población bogotana (habitantes)	En el total de Cundinamarca (%)	En el total nacional (%)
1800	21 464		
1832	36 465		
1843	40 086		
1881	84 723		
1905	100 000	2,4	2,4
1912	121 257	2,4	2,4
1918	143 994	2,4	2,5
1828	235 421	3,0	3,0

Fuente: "Anuario Estadístico de 1938" (1938). Departamento de Estadística e Investigación Social, Bogotá. p. 7. *Estadísticas históricas* (1975). Dane, Bogotá. p. 110.

El cierre de la etapa colonial en la ciudad se caracterizó por un significativo cambio demográfico, ya que la población en su mayoría mestiza superó la barrera de los 20 000 habitantes, dejando atrás la sombra de un pasado aldeano. A partir de 1880 se inició un nuevo ciclo histórico en el crecimiento poblacional de la ciudad que luego se acentuó durante las dos primeras décadas del siglo XX. Este auge se debió en su mayor parte a la migración, del resto del departamento, de Boyacá y de otras regiones así como de comerciantes extranjeros que se radicaron en la ciudad. El censo de 1928 mostró que la población creció con respecto a 1918 a un ritmo bastante alto (5% anual); fue una época de gran actividad constructora pese a los problemas ocasionados por las deficiencias de servicios públicos². Así,

1. Jaime Jaramillo Uribe. "Nación y región en los orígenes del estado nacional en Colombia", en *Revista de la Universidad Nacional*. Bogotá, Vol. 1, No. 4-5, diciembre de 1985-marzo de 1986, p. 16.
2. Julián Vargas y Fabio Zambrano. "Santa Fe y Bogotá: evolución histórica y servicios públicos: 1600-1957", en *Bogotá: 450 años retos y realidades* (1988). Coedición Foro Nacional por Colombia e Instituto Francés de Estudios Andinos, Bogotá, pp. 23-24.

Bogotá sostuvo una mayor población con una estructura urbana más compleja a partir de la década del treinta. La participación de la población capitalina tanto en la región como en el total nacional fue muy modesta debido en parte a su lento crecimiento y a las limitaciones que ofrece la elaboración de estos agregados (véase Cuadro 6.1).

A partir de 1870 surge dentro de la ciudad una élite de negociantes que se vincula con actividades como la ganadería —tanto en la sabana como en otras partes de la región— y la agricultura comercial, especialmente las haciendas cafeteras, y la producción de maíz, papa, algunas frutas y cereales. En el plano comercial se crearon pequeñas y medianas empresas dedicadas a la importación de ropa y drogas y negocios de licores y vinos; también se organizaron librerías y papelerías y un alto número de quincallerías; se establecieron algunas casas comisionistas que en compañía de los bancos de Bogotá y Colombia ampliaron las operaciones de crédito a través de los giros con letras de cambio a los principales mercados del mundo³.

Durante los primeros años del presente siglo se empezaron a crear industrias en la ciudad: empresas textiles, como La Magdalena y Paños de Colombia, creadas durante los años de la guerra europea; empresas cerveceras como Bavaria y la vidriera Fenicia; Cementos Samper y Cementos Diamante, creadas en 1927; la empresa de chocolates La Equitativa, creada en 1889 y que se fusionó con la fábrica de Chocolates Chaves en 1905; empresas de calzado, como La Corona en 1910; fábricas de fósforos, loza, imprentas y tipografías entre otras⁴.

De esta forma, Bogotá se fue fortaleciendo como un importante centro comercial en el país y como albergue de la burocracia del gobierno central, situación propicia para fundar y consolidar un sistema bancario local estrechamente vinculado con el comercio local e intermediario con el comercio internacional.

PERÍODOS Y CONTEXTO ECONÓMICO EN EL DESARROLLO DE LA BANCA BOGOTANA

La evolución de la banca en Bogotá se puede dividir en tres grandes períodos a saber: el primero, llamado *banca libre*, que se extiende desde 1865

-
3. Carmen Astrid Romero. "Centralismo capital: la economía de la región cundiboyacense", en: *El Colombiano*, agosto 29 de 1993.
 4. Luis Ospina Vásquez, (1987), *Industria y protección en Colombia: 1810-1930*, Faes, Medellín, pp. 421 y 433.

hasta 1886, año en el que se crea el Banco Nacional y se inició el curso forzoso del papel moneda⁵.

El Banco de Bogotá fue el primer banco privado creado en el país en 1870; posteriormente se creó el Banco de Antioquia en 1872 y, en 1875, el Banco de Colombia. Alrededor de ellos se fundaron cerca de 40 bancos regionales. Estos bancos se establecieron bajo los principios liberales de la Constitución federalista de 1863, que propugnaba en el plano político la menor interferencia del gobierno federal en los asuntos de los estados y en el plano económico el incentivo a la libre empresa como motor para el crecimiento económico. Este marco institucional permitió que, por ejemplo, en Cundinamarca los particulares nacionales o extranjeros pudieran establecer bancos regidos por el código de comercio como cualquier otra actividad industrial. Estos bancos tenían la libertad de emitir billetes, hacer préstamos y recibir depósitos, así como abrir sucursales o agencias en cualquier parte del país, con la única limitación de mantener en caja un nivel de reservas del 33% sobre el total de los billetes en circulación⁶.

La puesta en marcha de estos establecimientos bancarios logró proporcionar una mayor liquidez al mercado local, mediante la circulación de billetes convertibles en metálico que ampliaron las transacciones comerciales en la región cundinamarquesa; se abarataron las tasas de interés locales y se amplió la oferta de crédito para el gobierno y el comercio regional.

Durante estos años la banca no pudo alcanzar un número suficiente de sucursales que le permitiera expandir sus negocios, diversificar los riesgos y beneficiarse de las economías de escala que esta actividad generaba⁷. Esto se explica por las limitaciones en el sistema de transporte del país y por las continuas guerras civiles.

-
5. La banca libre es un sistema de competencia no regulada, en el que los bancos emiten billetes y toda clase de pasivos con el público. Estos son convertibles en un estándar monetario representado, a su vez, en una mercancía dinero. Sobre los aspectos teóricos consultar los trabajos de George Selgin (1988). *The Theory of Free Banking*. Rowman y Littlefield (editores), New Jersey; Laurence White (1984). *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate: 1880-1845*. Cambridge University Press, Cambridge. Para el caso colombiano, consultar la tesis de Lina Echeverry, (1991). *Free Banking in Colombia: 1865-1886*. Ph.D., University of Georgia; y Adolfo Meisel. "Free Banking in Colombia", en *The Experience of Free Banking* (1992). Kevin Dowd (editor), Gran Bretaña, Ed. Routledge.
 6. Véase la "Ley del 7 de febrero de 1865" en *El cundinamarqués*. Bogotá, No. 150, febrero 11 de 1865, pp.13-14.
 7. Sobre la importancia de la sucursalización dentro del sistema de banca libre véanse, por ejemplo, Laurence White (1989). *Competition and Currency Essay of Free Banking and Money*, University of New York, Nueva York, y Rondo Cameron (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York.

Pese a estos problemas, los bancos capitalinos contaron con una extensa red de agentes nacionales y de corresponsales extranjeros en los mercados de Londres, París y Nueva York.

El segundo período histórico en el desarrollo del sistema bancario va desde 1886 hasta 1905, cuando se inició una nueva etapa de recuperación económica.

Durante estos años, el manejo de las nuevas emisiones estuvo en manos del Banco Nacional (1886-1896), y posteriormente en las de la Junta de Emisión creada en 1894 y la Tipografía Nacional. En los años de la guerra civil inclusive, salieron a circulación billetes de bancos que ya se habían liquidado⁸.

El Banco Nacional, establecido con capital público —por medio de la Ley 39 de julio de 1880—, fue tan sólo un banco de emisión que se convirtió en una oficina auxiliar de la Tesorería para financiar los gastos del gobierno durante las guerras de 1885 y 1895⁹.

Este banco no puede considerarse un antecedente directo del Banco de la República, ya que no cumplió la función de ser prestamista de última instancia, función básica de todo banco central¹⁰. Tampoco pudo concentrar las reservas bancarias y menos lograr para sus billetes una circulación nacional.

A su turno, la banca privada perdió la función de emisión mediante la Ley 57 de 1887 que a la letra decía: "La facultad que pueden tener los bancos de emitir billetes al portador, quedará en suspenso mientras el Banco Nacional disfrute de esas facultades como privilegio exclusivo"¹¹. Esta medida fue tomada en forma transitoria pero a la postre eliminó definitivamente el poder de emisión a los bancos privados. En consecuencia, el papel

8. Véanse Mauricio Avella (1989). *Pensamiento y política monetaria en Colombia*. Contraloría General de la República, Bogotá, p. 35; y Guillermo Torres García (1980). *La historia de la moneda en Colombia*. Faes, Medellín, pp. 220-250.

9. Sobre la historia del Banco Nacional, véanse Carmen Astrid Romero (1987). *Historia monetaria en Colombia: 1880-1905*. Tesis de Magister en Economía, Universidad Nacional, Bogotá; Carmen Astrid Romero (1991), "La Regeneración y el Banco Nacional", en *Boletín cultural y bibliográfico*. Vol. 28, No. 26. pp. 27-40; y José Ignacio Díez. "El Banco Nacional: 1880-1904, un fracaso de la moneda legal", en *Lecturas de Economía*, Medellín, enero-abril de 1989.

10. Walter Bagehot fue el primero en defender la característica de prestamista de última instancia como básica de un banco central, para garantizar la estabilidad del sistema bancario aun en época de pánico; Walter Bagehot (1968), *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, FCE, México, pp. 129 y ss.

11. La Ley 57 de 1887 se encuentra en el *Diario Oficial* 7019 de abril 20 de 1887, pp. 437-438.

moneda se mantuvo como sistema monetario hasta la promulgación de la ley 33 de 1903 que estableció la libre estipulación monetaria¹².

Otro aspecto que ejerció una fuerte influencia sobre el desempeño económico de la banca en esta segunda etapa lo constituyó la Guerra de los Mil Días (1898-1903). Debido a ella, se desató una crisis económica caracterizada por una alta inflación y por una caída de la base monetaria en términos reales.

La inflación se originó en el creciente déficit fiscal, resultado de las grandes erogaciones que debía hacer el gobierno para sufragar, por medio de emisión, los gastos para mantener la guerra. Adicionalmente, la producción nacional se vio afectada y al suspenderse las exportaciones se debilitó el balance externo del país, mientras internamente los precios seguían aumentando¹³.

La inflación se redujo al finalizar la guerra en 1903¹⁴. La administración Marroquín tomó entonces una serie de medidas de ajuste, encabezadas por la reforma monetaria de 1903, que determinó la libre estipulación, y por la creación de la Junta de Amortización que inició el proceso de amortización de la gran cantidad de papel moneda en circulación.

La tercera etapa en el desarrollo de la historia bancaria bogotana se extiende desde 1905 hasta 1922, es decir, hasta un año antes de la fundación del Banco de la República.

El presidente Rafael Reyes (1904-1909) tenía como prioridades dentro de su programa de gobierno, la agilización del proceso de amortización de papel moneda y ejercer mayor control sobre las nuevas emisiones de papel moneda en el mercado monetario.

En materia fiscal, era urgente recuperar los ingresos fiscales a través de aumentos en la recaudación, de un mejor manejo y de la distribución de las rentas públicas. Para tal efecto, se decidió que el Ministerio de Hacienda se encargaría de la administración y del recaudo de las rentas; el Banco Central tendría a su cargo el manejo y custodia de las rentas y la Tesorería General se encargaría de la distribución de las mismas¹⁵.

-
12. La Ley 33 de 1903 se encuentra en el *Diario Oficial* 11930 del 28 de octubre de 1903. También véase Vergara y Vergara (1915), *Estudios sobre la moneda legal en Colombia*, Imprenta de los Carteles, Bogotá.
 13. Véanse Alejandro López. "La estabilización de la economía después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923", en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (1990). Banco de la República, Bogotá. pp. 103-135; Carmen Astrid Romero (1992). *La Banca Libre en Bogotá: 1872-1923*. Tesis de Magister en Economía, Universidad Nacional, Bogotá. pp. 65-82.
 14. Sobre la historia de la guerra civil, véase: Jorge Villegas y José Yunis (1987), *La Guerra de los Mil Días*, Carlos Valencia Editores, Bogotá.
 15. *Anales del Consejo de Ministros* (1906), Imprenta Nacional, Bogotá, pp. 172-173.

El Banco Central fue creado como una sociedad anónima de capital mixto, entidad establecida con el privilegio de emisión, agente del gobierno para el cambio de billetes y amortización de papel moneda y administrador de las rentas nacionales¹⁶. El Banco Central fue un agente fiscal del gobierno al cumplir la tarea de administrar las rentas públicas, manejar la cuenta de crédito flotante en nombre de la Tesorería Nacional, y al llevar el registro de las transacciones por amortización de papel moneda. Sin embargo, esta última función no pudo realizarla porque en 1906 entregó al gobierno los fondos que tenía destinados para este fin.

El Banco Central durante este período aumentó la base monetaria en 335 386 886 papel moneda, cifra que representaba el 28% del total de emisiones existentes que eran de 1 170 335 982 en 1909, según la Junta de Amortización¹⁷.

En consecuencia, el banco liquidó —sin mayor éxito— los contratos que había firmado con el gobierno en 1909 y en adelante siguió operando como banco privado hasta su venta al Banco de Bogotá en 1928.

Ante el fracaso del Banco Central, en 1909 se llevó a cabo una nueva reforma monetaria que creó la Junta de Conversión, entidad que tenía como funciones principales la organización del sistema monetario y la continuación del proceso de amortización iniciado por el Banco Central con los mismos recursos antes administrados por éste.

A la Junta de Conversión le fueron asignadas otras funciones, como las de buscar estabilizar el mercado cambiario y garantizar el flujo de moneda en circulación; sin embargo, mediante las leyes 126 de 1914, 65 de 1916 y 15 de 1918, se autorizó al gobierno para utilizar los recursos de la junta cuando las condiciones económicas del fisco así lo exigieran. Con todo, el sistema de libre estipulación —con el predominio de las transacciones en oro después de 1910— y el control ejercido por Junta de Conversión, fue el ordenamiento monetario existente hasta 1923.

De otro lado, el factor de perturbación externo más importante sufrido por el sistema monetario y bancario internacional fue la Primera Guerra Mundial (1914-1918).

Esta guerra afectó las conexiones entre el comercio local y el comercio extranjero paralizando las operaciones financieras entre ellos¹⁸. Para los bancos bogotanos, las restricciones comerciales mundiales se tradujeron en la interrupción de pagos de los giros hechos en moneda extranjera, origi-

16. Véase Carmen Astrid Romero. *La banca privada en Bogotá*. pp. 84-91.

17. Mauricio Avella, *op. cit.*, p. 42.

18. Véase por ejemplo, Charles Kindlerberger (1985), *A Financial History of Western Europe*, George Allen y Unwin, Londres, pp. 291-308.

nada en la suspensión de las exportaciones primero y posteriormente en las dificultades para hacer los envíos al extranjero; en la salida de oro para aprovechar los beneficios de las fluctuaciones en la tasa de cambio y en la interrupción de las comunicaciones telegráficas con los agentes de los bancos, limitando su restablecimiento sólo a quienes estuvieran ubicados en países aliados. En fin, los estragos de la guerra hicieron que los bancos bogotanos adoptaran una actitud extremadamente cautelosa sobre el manejo de las operaciones de crédito con el exterior.

Una vez terminada la guerra, se abrieron nuevamente las fronteras y se inició para Colombia una etapa de bonanza en las exportaciones de café, básicamente en el mercado de Nueva York. Los bancos de Bogotá, Colombia y Central se beneficiaron de esta situación, sirviendo de intermediarios entre el productor cundinamarqués y el comprador extranjero a través de sus corresponsales en las principales plazas del mundo.

Las exportaciones cafeteras se vieron afectadas en la década del veinte, por la caída de los precios nominales del grano, que en 1921 se cotizó a 15 centavos de dólar la libra, en 1922 se pagó a 15,4 centavos y en 1923 se empezó a recuperar, registrándose un valor de 16,8 centavos la libra¹⁹.

Ante esta situación, los bancos de Colombia y Bogotá optaron por limitar las operaciones de sus secciones exportadoras para atenuar los efectos de la crisis. Una de las consecuencias más graves de la caída del precio del café fue la quiebra del importante banco López, cuya actividad económica se concentraba en las exportaciones del grano.

LA CREACIÓN DE BANCOS EN LA CIUDAD

Los bancos de Bogotá (1870) y Colombia (1875) gozaron de un poder absoluto en Bogotá y en el país desde que comenzaron sus actividades. En 1886, por ejemplo, el metálico en caja de los bancos de Bogotá y Colombia representaba el 68% y los billetes en circulación el 46% del sistema bancario local²⁰.

Con el tiempo, estos bancos consolidaron la hegemonía que habían logrado desde su creación en la capital y ocuparon un lugar importante dentro del sistema bancario nacional. Hacia 1914, el Banco de Colombia contribuía con el 39,27% del total de las cuentas corrientes del sistema ban-

19. Cifras tomadas de José Antonio Ocampo, (1984), *Colombia y la economía mundial: 1830-1910, Siglo XXI y Fedesarrollo*, Bogotá, p. 310.

20. "Informe del inspector de bancos", noviembre de 1886, en *Diario Oficial* 6931 del 21 de enero de 1887.

cario en Bogotá y con el 30,30% del total de estos depósitos en el sistema bancario nacional; en el mismo año, el Banco de Bogotá tenía el 36,7% de los depósitos en cuentas corrientes en Bogotá y el 28,37% del total de estos depósitos en todo el país²¹.

En 1925, el Banco de Bogotá contribuyó con el 15,92% del total de depósitos a término y a la vista del total de bancos afiliados al Banco de la República —excluidos los bancos extranjeros—, mientras el de Colombia contaba con el 18,93% del total de esas exigibilidades en ese año, lo cual demuestra que los bancos capitalinos ocuparon siempre lugares de privilegio dentro del total de la banca nacional²².

En resumen, se establecieron en la ciudad 15 bancos de origen nacional entre 1870 y 1922, al lado del Banco Mercantil Americano, el Banco de Londres y Sur América y el National City Bank, que eran sucursales de bancos extranjeros (véase Cuadro 6.2).

BANQUEROS Y COMERCIANTES EN BOGOTÁ: 1870-1922

El desarrollo del sistema financiero colombiano tuvo un origen regional, el cual alcanzó un crecimiento considerable y prestó un amplio servicio de intermediación a las regiones más importantes del país, durante los 50 años transcurridos desde la creación del Banco de Bogotá en 1870 hasta 1923. Los estados confederados de Cundinamarca, Antioquia y Bolívar y luego como departamentos, fueron los centros más importantes tanto por su actividad comercial como por la creación de instituciones bancarias durante todos estos años²³.

En Bogotá, según se observa en el Cuadro 6.2, se creó la compañía anónima denominada Banco de Bogotá en noviembre de 1870, y posteriormente el Banco de Colombia en enero de 1875. Estos bancos se fundaron con el

21. "Situación de los bancos de la república en diciembre de 1914", en *Memoria del ministro del Tesoro* (1915). Imprenta Nacional, Bogotá. p. 121.

22. *Informe del superintendente bancario* (1926). Bogotá.

23. Sobre el desarrollo de la banca regional se pueden consultar los trabajos de Adolfo Meisel y Eduardo Posada: "Bancos en la Costa", en *Boletín cultural y bibliográfico* (1988). Vol. 24, No. 17; Adolfo Meisel (1990). "Los Bancos en Cartagena", en *Lecturas de Economía*. No. 32-33. Sobre la región antioqueña, los trabajos de María Mercedes Botero (1985). "Instituciones Bancarias en Antioquia", en *Lecturas de Economía*. No. 17, mayo-agosto; y "El Banco de Antioquia como modelo de un banco regional", en *Estudios Sociales* (1989). No. 5. Sobre la región del Cauca existe el trabajo de Diego Castrillón (1983), *Historia del Banco del Estado y la moneda rodando como propiedad privada*, Tercer Mundo, Bogotá; y sobre la banca en Bogotá, el trabajo de Carmen Astrid Romero (1992), "La banca privada en Bogotá; 1872-1922", Tesis de Magister en Economía, Universidad Nacional, Bogotá.

objeto de emitir billetes pagaderos al portador, conceder créditos a interés, efectuar giros y descuentos mediante el manejo de letras de cambio y títulos de crédito, así como recibir y hacer adelantos sobre cuentas corrientes, recibir otros depósitos a término y tener agencias, sucursales o casas comisionistas en cualquier parte del país²⁴.

CUADRO 6.2
BANCOS CREADOS EN BOGOTÁ: 1870-1922

Nombre	Fundación	Capital inicial (pesos)	Liquidación
Banco de Bogotá	1870	235 000	
Banco de Colombia	1875	181 400	
Banco Popular	1877	155 000	antes de 1905
Caja de Propietarios	1872	160 000	1886
Banco de la Unión	1881	24 842	1886
Banco de Crédito Hipotecario	1883	400 000	antes de 1905
Banco Internacional	1885	57 200	antes de 1905
Banco de Cundinamarca	1881	22 000	antes de 1886
Banco Hipotecario	-	202 350	1886
Banco Prendatario	-	38 640	antes de 1905
Banco de los Exportadores	1897	-	1911
Banco Central*	1905	2 300 000	1928
Banco Hipotecario	1910	-	-
Banco Mercantil Americano	1918	515 000	1925
Banco López	1919	1 800 000	1923
Banco Prendatario Municipal	1922	100 000	-
Banco de Londres y Sur América	1920	-	-
National City Bank	1920	25 000	-

Fuente: Adolfo Meisel. *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá, Publicación del Banco de la República, p. 145. También "Informe del inspector de bancos de Cundinamarca en 1886", en: *Diario Oficial* 6931 de enero 21 de 1887 y Licimaco Pizarro (1925), *Bancos prendatarios y Cajas de Ahorro*. Ediciones Minerva, Bogotá, p. 9.

* Banco Comercial después de 1909.

Con la puesta en marcha de los bancos, los comerciantes regionales se convirtieron en banqueros. Este hecho se puso en evidencia al comparar la

24. A.H.N. *Fondos Notariales*. Escritura de constitución del Banco de Bogotá, No. 1923 del 15 de noviembre de 1870 y Escritura de Constitución del Banco de Colombia, No. 170 del 29 de enero de 1875.

evolución del capital accionario de los bancos de Bogotá, Colombia y Central en el caso bogotano.

En el caso del Banco de Colombia, nueve familias eran dueñas del 35% del capital accionario en 1923, cuando éste se encontraba dividido en 12 000 acciones; esto implica que el capital accionario del banco se encontraba repartido en un amplio grupo de empresarios y comerciantes de la ciudad (véase Cuadro 6.3).

CUADRO 6.3
PRINCIPALES FAMILIAS ACCIONISTAS EN EL BANCO DE COLOMBIA.
PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL DE LAS ACCIONES

Familia	1875	1903	1910	1923
Samper	12,38	6,50	1,12	1,24
Michelsen	3,73	3,61	2,95	6,31
De la Torre	1,44	4,10	4,37	2,03
Camacho Roldán y Tamayo		2,82	5,09	9,61
Álvarez Plata			1,34	2,80
Del Corral		3,48	3,05	3,93
Mejía		5,76	2,43	3,63
Ribón		3,86	3,27	4,61
Uribe			6,87	1,00
Maldonado		3,30		
Total	17,6	33,43	30,49	35,16

Fuentes: A.B.C. *Libros de la Asamblea general de accionistas y correspondencia interna.*

Inicialmente, la familia Samper figuró como accionista mayoritario, de la cual sobresalieron los Samper Agudelo y luego las generaciones de los Samper Bush y los Samper Uribe.

Por ejemplo, Miguel Samper Agudelo (1825-1899) fue conocido por su actividad como economista, defensor de las ideas librecambistas, así como por ser un hombre de negocios junto a sus hermanos Antonio y Silvestre.

La familia Samper Agudelo estableció la casa de Samper y Cía. en Honda, empresa que se dedicó al comercio de mercancías con el extranjero. Esta empresa fue dirigida por Silvestre, quien luego se trasladó a Nueva York donde creó una casa que sirvió como agente para la exportación de café²⁵.

25. Carlos Dávila Ladrón de Guevara, *El empresario colombiano: una perspectiva histórica* (1986), Editorial de la Universidad Javeriana, Bogotá. pp. 35-99.

Otra de las ramificaciones de la familia estableció en esta ciudad la casa Samper Uribe y Co. en 1920. Esta casa se dedicó a la importación de medicinas patentadas y de otras mercancías²⁶.

Entre tanto, se observa la participación cada vez mayor de la familia Michelsen dentro del capital accionario del banco, que incluye las variantes de los Michelsen Concha y los Michelsen Uribe.

Dentro de esta familia fueron importantes como pioneros en el negocio bancario los nombres de Roberto y Ernesto Michelsen, quienes constituyeron con Alfonso López la casa Michelsen y López en 1920. Esta sociedad se dedicó por algunos años a servir de agente para las exportaciones colombianas a través de los almacenes en Honda, Girardot y Bogotá²⁷.

La familia Camacho Roldán Tamayo figuró como accionista importante en el caso del Banco de Colombia. En primer lugar las acciones pertenecieron a don Salvador Camacho Roldán (1827-1900), escritor y hacendado, quien se desempeñó en altos cargos públicos²⁸. Sus hijos Joaquín y Gabriel Camacho Roldán Tamayo fundaron, en 1882, la casa Camacho Roldán y Tamayo. Ésta fue una de las más grandes casas comerciales al por mayor y de comisión de la ciudad, por largos años²⁹.

La familia De la Torre, otro accionista mayoritario, se vio emparentada con las familias Holguín, Herrera, Montoya y Vargas, todas accionistas del Banco de Colombia. El padre, don Eustacio de la Torre, fue un importante hacendado de la región tanto por la extensión de sus propiedades como por la novedosa maquinaria con la que contaba para la producción cafetera³⁰.

La familia Uribe —otro gran accionista—, que estaba compuesta por negociantes dedicados a la importación de mercancías, se asociaron a las casas Herrera y Uribe y Uribe y Pardo, entre otras en la ciudad³¹.

A nivel individual se destacaron como accionistas mayoritarios, comerciantes como Rafael Balcázar, Jorge Ancizar y Teófilo Gamba, en 1903, y Daniel Molano y Alfonso Touchet en 1921.

En el caso del Banco de Bogotá se presentó un proceso de concentración accionaria entre 1909 y 1923, teniendo como principales dueños del establecimiento a la familia Valenzuela, los Restrepo y los Koppel (véase Cuadro 6.4).

26. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informes de 1920.

27. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informes de 1920.

28. Enrique Carrizosa Argáez (1983), *Linaje y bibliografías de nuestros gobernantes: 1830-1982*, Banco de la República, Bogotá. p. 61.

29. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informes de 1920.

30. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informes de 1920.

31. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informes de 1920.

CUADRO 6.4
PRINCIPALES FAMILIAS ACCIONISTAS EN EL BANCO DE BOGOTÁ.
PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL DE ACCIONES

Familia	1871	1894	1909	1923
Child		1,47	4,10	
Guarín		1,00	3,40	1,0
Holguín	4,00	n.d.	8,38	
Koppel	10,63	9,67	10,61	13,90
Restrepo			2,90	21,78
Soto del Corral			1,32	7,87
Valenzuela	4,30	8,93	20,79	26,93
Total	18,93	14,60	58,89	71,48

Fuente: A.B.B. *Libros de la asamblea general de accionistas*.

Alfredo y Pablo Valenzuela suscribieron 10 acciones del banco que les representaron 4% del total en 1870, participación que fue aumentando hasta alcanzar el 26,93% en 1923. En esta familia figuraron exportadores cafeteros como don Julio Valenzuela y Demetrio Valenzuela³².

Por su parte, la familia Koppel siempre estuvo vinculada a la vida del Banco de Bogotá; por ejemplo, Bendix y Salomón Koppel poseían el 10,63% del capital accionario al momento de entrar en funcionamiento y para 1877 ellos ya tenían el 12,45%³³. La contribución de los Koppel al capital accionario del banco se mantuvo cercana al 14% hasta 1923.

La gran empresa cervecera de Colombia es un legado de la familia Koppel mediante la creación de la cervecería Bavaria y de la embotelladora Fenicia. Así, los hermanos Sam, Salomón, Bendix y Frank Koppel fueron conservadores en la política y prudentes banqueros.

En el caso del Banco de Bogotá, la familia Restrepo aparece como importante accionista en el decenio del veinte, una época en la que esa familia era una de las más ricas de la ciudad. Los hermanos Gustavo, Ernesto y David Restrepo eran los socios de la casa Restrepo Hermanos, la cual se dedicaba a la importación de telas de algodón, paños de lana y vinos³⁴. Como accionistas del banco estaban Gustavo y David de manera individual y la Sociedad Restrepo Hnos.

32. A.B.B. (1920) *Libro de posibles acreedores*.

33. A.H.N. *Fondos notariales*. Escritura 1923 de 1870 y 111 de 1877.

34. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Informes de 1920.

Igualmente, la familia Holguín se encontraba representada en el banco por don Jorge Holguín (1848-1928), quien fue designado presidente en tres oportunidades, agricultor propietario de la región, exportador de café, explotador de las salinas de Zipaquirá, y como banquero fue accionista en los bancos de Bogotá y Central y gerente del Banco Nacional³⁵.

Jorge Holguín le cedió a su hija Sofía Holguín Arboleda buena parte de sus acciones en el Banco de Bogotá. Doña Sofía se casó con Frank Alexander Koppel —hijo de don Bendix Koppel—, otro importante accionista del banco, y de esta forma los Koppel Holguín heredaron las acciones de sus padres en esta institución³⁶.

Además, don Jorge Holguín junto con sus hermanos Ricardo y Daniel poseían el 16,7% de las acciones del Banco Central en 1910. Don Ricardo Holguín fue un importante hombre de negocios, accionista y gerente de la Cía. de Chocolates Chaves y la Equitativa por mucho tiempo³⁷.

La familia Child fue otro accionista mayoritario dentro del Banco de Bogotá. Comerciantes e importadores, fundaron la casa Child, Escobar y Cía. en 1920, siendo sus propietarios Jorge y Alberto Child y Guillermo Escobar³⁸.

Otras familias accionistas fueron la familia Guarín representada en Santiago Guarín y la firma de Guarín y Sáenz, dedicados a la importación de mercancías; la casa de Luis Soto y Cía. y las señoras Helma, Isabel y Helena Soto del Corral.

Como accionistas individuales sobresalen los nombres de Gil Colunge en 1894 (comerciante bogotano y miembro en varias oportunidades de la junta directiva del Banco de Bogotá), Juan María Dávila en 1909. También para ese año se nota la presencia de la familia Schloss, representada primero por la casa Schloss y Cía. y luego por la firma Koppel y Schloss, que se dedicó a la exportación de frutas colombianas y al negocio con letras de cambio con una oficina en Bucaramanga y otra en Bogotá³⁹.

En lo que respecta al Banco Central, que funcionó como banco privado entre 1909 y 1928, su capital le perteneció a algunas de las familias dueñas a su vez del Banco de Bogotá. Estas fueron los Holguín (16,70%) y los Valenzuela (6,43%) en 1910. Otros de los dueños del banco fueron: don Pepe

35. Carmen Astrid Romero (1987). *Historia Monetaria en Colombia: 1880-1905*. Tesis, Universidad Nacional, Bogotá. pp. 297-298.

36. Véanse Enrique Carrizosa. *Op. Cit.*, pp. 199-200; y A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Informes de 1920.

37. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Informes de 1920.

38. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Informes de 1920.

39. Carmen Astrid Romero (1987), *Historia Monetaria en Colombia: 1880-1905*, pp. 299-300.

Sierra que contaba con el 12,59% de las acciones; la Cía. de Lazerna y Cía. con 3,71%; el Banco de Bogotá con 9,4%; el general Rafael Reyes y la firma de Reyes e Hijos con el 5,3% y su sobrino Clímaco Calderón Reyes el 3,7%⁴⁰.

Posteriormente, cuando se procedió a liquidar el banco en 1928, se observó que los Holguín perdieron participación en el total accionario (3,44%) al igual que los Valenzuela (3,91%). En ese momento figuraban entre los mayores inversionistas del banco, Alberto Portocarrero (15%), la Cía Colombiana de Inversión (12%), los Restrepo (6,8%) y algunos miembros de la familia Koppel⁴¹.

Con todo, el estudio de la organización de la propiedad accionaria en el caso de la banca capitalina nos permite concluir que, de una parte, los bancos de Bogotá, Colombia y Central, no estuvieron en manos de unas cuantas personas o de una determinada familia, sino que, por el contrario, la distribución accionaria se concentró en una amplia diversidad de negociantes y comerciantes locales. Además, Bogotá creció como un foco de desarrollo económico relativamente aislado del resto de la región, lo que impidió la presencia de comerciantes de otros importantes municipios de Cundinamarca en la composición accionaria de los bancos.

Esta caracterización en la organización accionaria de la banca capitalina presentó algunas diferencias frente a las otras regiones grandes del país en ese tiempo; por ejemplo, en Antioquia, el eje principal dentro del proceso de concentración de capital lo constituyó la familia. Roger Brew señala que: "La familia tenía un carácter bancario y empresarial y era tan fuerte en la vida económica antioqueña que los bancos que se fundaron en el siglo XIX, como también las industrias, se crearon alrededor de intereses familiares"⁴². De otro lado, las redes comerciales entre los centros económicos de la región y Medellín fueron muy estrechas, lo cual se corrobora con la diversidad de poblaciones representadas en el capital accionario de sus bancos⁴³.

A su turno, los negociantes de Bogotá que se involucraron en la creación de bancos se dedicaron básicamente a las haciendas, a la agricultura comercial, a las casas comerciales importadoras, al comercio al por mayor y se convirtieron en personajes públicos con una destacada carrera política.

40. A.B.B. *Fondo Banco Central*, Libros de la asamblea general de accionistas.

41. A.B.B. *Fondo Banco Central*, Libro actas de la junta directiva, marzo de 1928.

42. Roger Brew (1977), *Desarrollo económico de Antioquia desde la independencia hasta 1920*, Banco de la República, Bogotá, p. 112.

43. Sobre la distribución de los bancos en Antioquia véase por ejemplo, María Mercedes Botero, "Instituciones Bancarias en Antioquia, 1872-1886", en *Lecturas de Economía*. Universidad de Antioquia, Medellín, No. 17, mayo-agosto de 1985.

Esta mentalidad empresarial dejó su huella en el manejo administrativo y financiero de la actividad bancaria, cauteloso en el manejo de los problemas tanto internos como externos que afectaron la vida económica de estas instituciones. Al mismo tiempo, la inclusión de personas influyentes en el manejo de la política nacional como accionistas de los bancos, fue un factor determinante para explicar la estrecha relación que guardaron los bancos de Bogotá y Central, especialmente, en el otorgamiento de créditos al gobierno tanto nacional como local. Fue así como el hecho de incluir dentro del capital accionario del Banco de Colombia a las casas comerciales y a los negociantes más ricos de la ciudad, hizo que este banco se consolidara en estos 50 años como el primer banco comercial del país.

LA FUNCIÓN DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA BANCA BOGOTANA

La cartera comercial de la banca capitalina

Los bancos capitalinos desempeñaron funciones crediticias a través de tres mecanismos: obligaciones descontadas, cuentas corrientes en descubierto y a través de los llamados créditos flotantes o préstamos directos.

Las operaciones de descuento de los bancos comprendían giros y descuentos con letras de cambio y pagarés o títulos de crédito. Esta fue una de las operaciones que permitió a los bancos vincularse al mercado externo. Por ejemplo, en 1879, el Banco de Colombia abrió un crédito mutuo con la casa Stiebel Brothers de Londres por 10 000 libras para hacer giros de letras. En 1883, el gerente señalaba que "este crédito ha dado lugar a continuas negociaciones, desde hace cuatro años, provechosas para este establecimiento y para la casa en mención"⁴⁴.

A propósito de esta operación, el gerente del Banco de Bogotá señalaba en 1888 que "el crédito y las operaciones de giro en el exterior se han dado considerablemente; las cuentas en Londres, París y Nueva York han sido ventajosas para los responsables de representar al banco en estas plazas"⁴⁵. Gracias al éxito de estas operaciones, el banco decidió, en 1893, separar la cuenta de letras por cobrar de la cuenta de operaciones de descuento por "la estimación que había conquistado el banco en el extranjero, como agente de respetables casas comerciales"⁴⁶.

44. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, junio de 1883.

45. A.B.B, *Actas de la Junta Directiva del Banco de Bogotá*, julio 24 de 1888.

46. A.B.B, *Actas de la Junta Directiva del Banco de Bogotá*, julio 22 de 1893.

Esta modalidad de crédito se incrementó notablemente después de 1905 y permitió a los bancos servir de intermediarios entre las casas comerciales y los grandes negociantes de la ciudad con un buen número de casas comerciales o bancos de diferentes lugares del mundo para otorgar crédito a los nacionales. Como este tipo de operaciones se realizaba en moneda extranjera, era necesario que las comisiones y pagos sobre los giros se ligaran estrechamente al comportamiento de la tasa de cambio y a las decisiones del gobierno en esta materia. Por ejemplo, Ernesto Michelsen, gerente del Banco de Colombia en 1905, señalaba al respecto: "Las cartas de crédito se atienden generalmente en la moneda del país y en ese caso la tributación del pagador está en el tipo de cambio a que compra ese valor y lo mismo sucede con los giros, en que generalmente se expresa que son pagaderos al tipo de compra del banco pagador. En este caso no cobramos ninguna comisión, pues quedamos remunerados con la diferencia entre el tipo de compra y el de venta. A veces se nos exige que paguemos en giros nuestros sobre el exterior (Londres, París, etc.); como esos giros nuestros no causan gastos de timbre, se da comisión del banco sobre quien giramos, cobramos en ese caso una comisión del 1% que apenas alcanza a indemnizar esos gastos. Si es en cambio en oro amonedado, se estipula un cobro del 2% que exige esta plaza y que a veces es mayor sobre los giros pagados al exterior. Todo el comercio ha pedido al gobierno la modificación de esta tarifa, que es casi prohibitiva y esperamos que al fin podamos mejorar estas condiciones"⁴⁷.

Estas operaciones de giro se hacían dentro del país mediante el uso de agentes comisionistas que debían presentar y cobrar las letras que eran enviadas al banco a cada plaza e informarle a éste sobre la fecha de aceptación y vencimiento de cada letra para cobrar los valores respectivos al vencimiento y enviarlos inmediatamente al banco. Mensualmente, los agentes debían enviar una relación de los giros pendientes en su poder y la exposición de los motivos por los cuales estaban pendientes (falta de pagos o aceptación, no había vencido el plazo, etc.). El banco a su vez les daba una comisión sobre las sumas que recaudaban en la misma especie en que se hacía el cobro⁴⁸.

Los bancos capitalinos establecieron una fuerte red de agentes en todo el país. Desde los primeros años de su funcionamiento, el Banco de Bogotá

47. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Carta dirigida al Comptoir National D'escompte de París del 12 de diciembre de 1905, informando sobre las comisiones y sus modalidades en las operaciones con giros y cartas de crédito.

48. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Abril 8 de 1912.

fundó agencias en varias ciudades del país: en Ambalema, Medellín y Santa Marta en 1871; en 1872 en Honda; en 1873 en Mompo, Magangué, La Mesa y Chiquinquirá y en 1874 en Socorro⁴⁹. Posteriormente, el banco creó una sucursal en Barranquilla que funcionó entre 1872 y 1876. Una vez cerrada la sucursal en Barranquilla y para suplir la necesidad de facilitar las transacciones interregionales, la agencia de Chiquinquirá le prestó una ayuda importante al banco⁵⁰.

El Banco de Colombia también utilizó el servicio de agentes en los principales centros comerciales de la nación y creó una sucursal en Medellín, que entró en funcionamiento en 1896 y fue clausurada en 1905. La sucursal tuvo problemas en el ejercicio de sus funciones por las dificultades de comunicación con Bogotá, situación que se agravó por la Guerra de los Mil Días. Además, el banco perdió \$3 641 502, por operaciones especulativas durante la crisis financiera de 1904 en Medellín⁵¹.

A partir de 1905, el banco hizo presencia en los más diversos rincones de la patria a través de sus representantes. Por ejemplo, en 1912, el banco contaba con agentes en Cartagena, Barranquilla, Magangué, Medellín, Manizales, Pereira, Honda, Ibagué, Neiva, Popáyan, Cali, Pasto, Tumaco, Buenaventura, Palmira, Girardot, Tunja, Chiquinquirá, Sogamoso, Vélez, Socorro, San Gil, Bucaramanga, Pamplona, Cúcuta, Ocaña, Facatativá, Zipaquirá, La Mesa, y por medio de esos agentes podían servir al resto de las poblaciones importantes en las diferentes regiones⁵².

El banco logró un cubrimiento nacional en el desempeño de las funciones de crédito con letras de cambio y aumentó sus operaciones en el exterior, especialmente en las plazas de Nueva York, París, Londres, Berlín, Milán, Madrid y Barcelona. Estas operaciones se cotizaban en marcos, libras, dólares, francos, liras italianas o pesetas españolas⁵³.

En conclusión, las operaciones de giro representaron una buena parte de la cartera de los bancos capitalinos. Por ejemplo, durante los años del auge cafetero en la década del veinte se incentivaron aún más las operaciones de crédito bajo esta modalidad con las casas comerciales de Nueva York, París y Londres (principalmente).

49. A.B.B, *Libro de Balances: 1870-1874*.

50. A.B.B, *Actas de la Junta Directiva*, julio 6 de 1883.

51. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Copia del acta de la asamblea delegataria del 10 de enero de 1905, por medio de la cual se explican los motivos para el cierre de la sucursal en Medellín.

52. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, julio 31 de 1912.

53. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, agosto 8 de 1912.

Las operaciones de cuenta corriente en descubierto era una modalidad crediticia que consistía en hacer adelantos o préstamos sobre el monto que tuviera el cliente en cuenta corriente, de manera que sobre cuentas corrientes se pagaban intereses *recíprocos* con sus clientes. Esta práctica se llevaba a cabo tanto en la banca capitalina como en la antioqueña⁵⁴.

Los créditos flotantes, última modalidad para otorgar préstamos, se iniciaron para el Banco de Bogotá en 1883 y para el Banco de Colombia en 1897. Estos bancos empezaron a otorgar créditos directos al público y al gobierno, exigiendo al mismo tiempo garantías representadas en el aval de importantes casas comerciales o comerciantes en la ciudad, mientras que los préstamos al gobierno debían estar garantizados con papeles públicos o con entidades públicas. Se le prestaba a los ferrocarriles, al tranvía de la ciudad, al acueducto o directamente al Tesoro nacional, pero en esos casos el Banco de Colombia estipulaba que: "El banco no da suma alguna en préstamo sin que previamente hayan sido suscritos los pagarés por dos firmas de reconocida solvencia, o por una sola que ofrezca garantía predataria suficiente"⁵⁵.

Tal como se observa en el cuadro 6.5, el Banco de Colombia fue el principal prestamista entre 1880 y 1922. Esto se explica, en primer lugar, porque el Banco de Bogotá se había creado cinco años antes que el Banco de Colombia y tenía dentro de sus funciones realizar las operaciones de tesorería para el gobierno federal, tarea que desempeñó entre 1871 y 1880. De otra parte, durante los años de la banca libre, se presentó una caída en los saldos de cartera, en 1876 y en 1886, debido a las corridas bancarias de esos años⁵⁶.

Cuando se implantó el *curso forzoso* en 1886, los bancos capitalinos tomaron algunas medidas para afrontar esta nueva situación. Congelaron nuevos préstamos en metálico, e iniciaron la recuperación rápida de la cartera atrasada y contabilizada en moneda metálica a través del incentivo de rebajas en los intereses vencidos, siempre que los clientes abonaran como mínimo el 25% de la deuda⁵⁷. En 1887 se resolvió que toda renovación de las deudas existentes con los bancos se haría mediante la suma que se reconocía como deuda más la diferencia que existía a la fecha, entre el papel moneda y el metálico que debía entregarse en pago.

54. María Mercedes Botero, "El Banco de Antioquia, un modelo de banco regional", en *Estudios Sociales*, Faes, Medellín. No. 5, septiembre de 1989, pp. 48-49.

55. A.B.C., *Fondo Correspondencia del Banco de Colombia*, marzo 28 de 1905.

56. El Banco de Bogotá suspendió sus pagos en metálico entre noviembre de 1876 y mayo de 1877 la primera vez, durante la corrida de 1876, y entre el 9 de enero y el 9 de junio de 1885, durante la corrida bancaria de ese año.

57. Véase por ejemplo, A.B.B. *Actas de la Junta Directiva del Banco de Bogotá*. Enero 12 de 1887.

Por la guerra de 1895, el Banco de Bogotá abolió transitoriamente los créditos pequeños y recortó los préstamos a sus clientes de confianza, llegando incluso a suspender los nuevos préstamos y descuentos por algunos meses debido a las expectativas de guerra en 1897. Ésto significó un decrecimiento en la cartera del 39,22% con respecto a 1896⁵⁸. Por su parte, el Banco de Colombia solicitó a su clientela la devolución de una parte de sus préstamos dada la situación del país en 1895.

Los niveles más bajos en términos reales de la cartera bancaria se registraron durante la Guerra de los Mil Días. En 1902, el valor real de los créditos en el Banco de Bogotá cayó a \$76 787 oro y a \$293 576 oro los del Banco de Colombia. En estos años se presentó una relativa desintermediación financiera y los bancos se ocuparon de operaciones especulativas en el mercado accionario y de papeles, para beneficiarse de las rápidas fluctuaciones de la tasa de cambio.

La etapa de recuperación económica que comenzó durante la administración de Rafael Reyes incrementó las actividades comerciales en Bogotá y por ende la mayor operación de la banca capitalina. Por ejemplo, a partir de 1912 se inició el proceso de diversificación de la actividad crediticia, al crearse nuevas formas de crédito como el ofrecimiento de recursos monetarios a largo plazo respaldados con hipotecas y el otorgamiento de préstamos destinados a estimular los procesos de producción y exportación de café en Cundinamarca, mediante el pago de avances sobre el ingreso de exportaciones.

El Banco de Colombia fue el pionero en establecer estas nuevas modalidades crediticias con la creación de la sección hipotecaria en 1912 y la sección de exportaciones en 1915. Este banco destinó más del 20% de sus activos para operaciones hipotecarias entre 1912 y 1919. Desde 1919 hasta 1922, decidió atender prioritariamente a los exportadores. Esta nueva situación explica la caída en la participación de la cartera —representada en los renglones tradicionales de préstamos comerciales y descuentos— dentro del total de activos en estos cuatro años (véase Cuadro 6.5).

Fue en 1918 que el Banco de Bogotá creó su sección hipotecaria y una exportadora en 1920. El Banco Central también contó con una sección hipotecaria (establecida primero en 1913 y reabierto en 1916) y con una pequeña sección exportadora creada en 1916.

Los principales beneficiarios del crédito bancario en la capital fueron, en su mayoría, miembros del sector comercial, grandes importadores, hacendados cafeteros de la región y el gobierno tanto local como regional. Los

58. A.B.B, *Actas de la Junta Directiva del Banco de Bogotá*, agosto 4 de 1894.

préstamos al gobierno se hacían en forma directa y se empleaban en proyectos de inversión, tales como ferrocarriles, el tranvía de Bogotá, el acueducto municipal o para sufragar gastos del gobierno central.

Así mismo, la distribución de la cartera por cada tipo de beneficiario fue diferente para cada banco. El Banco de Colombia fue por excelencia el banco del comercio, mientras el Banco de Bogotá se vinculó más estrechamente con las actividades crediticias del gobierno.

La vinculación del Banco de Bogotá con el gobierno surgió a raíz de un acuerdo firmado en 1870. Según este acuerdo, el gobierno debía recibir los billetes del Banco de Bogotá destinados al pago de todas las contribuciones públicas en el territorio federal. Las autoridades otorgaron al banco la función de pagar las órdenes o giros de la Tesorería sobre acreedores de la federación. Esta entidad le concedió crédito al gobierno a la misma tasa de interés de los créditos a particulares, pero con el privilegio de ser prorrogados hasta por seis meses más⁵⁹. Al entrar en funcionamiento el Banco Nacional en 1880, el gobierno canceló los arreglos que tenía con el Banco de Bogotá en las funciones de agente fiscal y de manejo de sus operaciones de tesorería y en consecuencia disminuyó sensiblemente el monto de sus créditos⁶⁰.

En 1896, al cierre del Banco Nacional, el Banco de Bogotá recuperó parte de las funciones de agente fiscal del gobierno. El gobierno y el Banco de Bogotá acordaron que el gobierno consignaba en el banco la mitad de los pagarés de aduana recibidos y, a su vez, el banco los pagaba. La Tesorería hacía giros sobre esos pagarés con una comisión del 4% para el banco, y éste otorgaba créditos al descubierto sobre cuentas corrientes hasta por \$100 000, con un interés mutuo muy bajo, apenas del 1%⁶¹. Las operaciones crediticias entre el banco y el gobierno central se prolongaron hasta 1922.

El Banco Central otorgó crédito tanto al gobierno como a un limitado número de negociantes de la ciudad. Al respecto el gerente del Banco de Colombia en 1920, comentó: "El Banco Central por su origen semioficial y por haber estado siempre dirigido por personas influyentes de la política del país, no ha disfrutado de la buena voluntad del público, los negocios son de poca importancia y se encuentran circunscritos a cierto grupo de negociantes y políticos de la ciudad"⁶².

59. Véase el contrato entre el Banco de Bogotá y el gobierno del 28 de diciembre de 1870, en *Memoria del Ministro de Hacienda* (1871), Tipografía Nacional, Bogotá. pp. 69-70.

60. A.B.C. *Actas de la junta administradora*. Sesión del 5 de enero de 1881 sobre la liquidación de las concesiones del contrato celebrado con el gobierno en diciembre 28 de 1870.

61. A.B.B. *Actas de la Junta Delegataria*, junio 12 de 1896.

62. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, agosto 5 de 1920.

CUADRO 6.5
LA CARTERA COMERCIAL Y SU PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL DE ACTIVOS
1875-1922 (pesos oro).

Año	Bogotá	%	Colombia	%	Central	%
1875	2 257 646	44,1	660 982	44,6		
1876	1 096 971	31,0	502 378	44,1		
1877	1 069 788	25,5	614 291	35,7		
1878	1 234 906	26,8	668 602	47,9		
1879	1 196 307	24,5	701 082	49,4		
1880	886 132	44,7	728 276	43,9		
1881	680 518	32,3	701 568	53,4		
1882	786 321		734 458	54,1		
1883	45 877		612 751	54,3		
1884	105 265		740 661	68,1		
1894	299 600	23,4	747 163	69,9		
1895	229 661	28,3	792 579	51,1		
1896	471 445	33,2	974 321	69,5		
1897	286 513	28,9	1 210 407	68,6		
1898	482 313	42,9	1 080 490	62,3		
1899	349 899	48,2	753 194	59,8		
1900	184 790	27,9	641 337	43,2		
1901	153 990	73,4	315 527	64,1		
1902	73 787	47,1	293 576	63,1		
1903	177 113	73,9	256 519	49,7		
1904	241 072	48,7	201 837	26,0		
1905	301 305	70,3	346 814	52,3		
1906	324 989	66,2	368 620	65,9		
1907	433 231	73,9	1 280 166	73,4		
1908	325 553	69,0	1 741 921	72,7		
1909	386 100	41,4	1 862 361	71,7		
1910	499 157	43,8	1 876 709	49,1	943 974	25,9
1911	542 351	40,8	2 013 934	51,9	1 009 268	28,3
1912	933 476	62,4	1 826 371	38,7	1 242 415	33,5
1913	1 078 615	49,9	2 212 345	42,2	1 055 486	30,4
1914	862 083	44,2	1 492 230	34,5	988 213	20,6
1915	1 523 010	59,6	1 549 753	35,7	1 099 171	28,2
1916	1 842 886	58,9	1 748 056	37,8	1 175 573	29,4
1917	2 010 810	74,7	1 792 206	33,3	1 036 449	25,4
1918	1 613 363	45,4	2 048 045	35,5	718 608	18,1
1919	2 039 048	38,3	3 910 161	40,8	1 083 262	19,1
1920	2 214 428	43,6	3 644 869	41,1	1 246 767	20,6
1921	1 800 397	31,4	2 328 547	26,6	1 162 961	21,4
1922	2 317 776	30,1	2 419 134	27,6	1 236 165	18,7

Fuente: *Balances generales.*

Nota: no se cuenta con los balances generales del Banco de Bogotá para los años de 1885 hasta 1893, por tanto para facilitar las comparaciones se omiten estos años en todas las operaciones bancarias. La cartera comercial comprende la suma de los saldos en operaciones de descuento, crédito flotante y préstamos sobre cuentas corrientes según balances.

Los depósitos del público

Los bancos capitalinos captaron recursos del público de tres formas diferentes: mediante los depósitos en cuenta corriente, que eran depósitos de alta liquidez sobre los cuales se giraban cheques y se pagaba un interés sobre su valor mínimo; mediante depósitos a la vista, sobre los cuales no se giraban cheques y podían ser retirados con plazos menores de treinta días. Por último, mediante los depósitos a plazos (tres, seis y doce meses), sobre los cuales se pagaba un interés de acuerdo con los términos de la operación.

Durante los años de la banca libre se presentaron retiros masivos de depósitos durante las guerras civiles de 1876 y de 1885, situación que condujo al Banco de Bogotá a declarar la inconvertibilidad de sus billetes en ambas oportunidades. Por ejemplo, para el caso del Banco de Bogotá, los depósitos totales pasaron de \$1 633 432 oro en diciembre de 1875 a \$523 990 oro en el segundo semestre de 1876, lo cual significó una caída del 68% en las captaciones. El Banco de Colombia sufrió igualmente una reducción en estas operaciones en 1876, ya que el total de depósitos pasó de \$373 831 oro a finales de 1875 a \$211 020 oro en el segundo semestre de 1876, lo que significó una pérdida del 44% de su valor inicial.

La creación del Banco Nacional en 1880 y la suspensión de los acuerdos vigentes entre el gobierno y el Banco de Bogotá sobre operaciones de Tesorería, conllevaron un recorte de 30,8% en las cuentas corrientes y del 45,7% en los depósitos a término, con respecto a su nivel de 1879. Las nuevas condiciones debilitaron la actividad financiera de este banco, situación que sumada a los préstamos forzosos que debieron conceder al gobierno para afrontar la guerra en 1885, llevaron al banco a suspender la convertibilidad de sus billetes entre enero y junio de ese año.

Las cuentas corrientes del Banco de Colombia alcanzaron su nivel más bajo en 1884, cuando el valor de esta operación fue tan sólo de \$215 02 oro. En ese año la relación de reservas pasó de 1,04 en julio a 0,81 en diciembre, porque el metálico en caja pasó de \$568 499 oro a \$264 409 oro entre el primero y el segundo semestre, es decir, se retiró el 53% del total. Después, durante el segundo pánico bancario en 1885, la relación de reserva alcanzó el nivel más bajo desde la creación del banco, es decir, 0,14 para el primer semestre, como consecuencia del retiro masivo de metálico del banco.

En esas circunstancias, este establecimiento creó un mecanismo de protección de su liquidez, que consistía en pagar una tasa de interés del 12% sobre los depósitos bancarios, tasa efectiva superior a la pagada en el mercado que oscilaba alrededor del 7%. Este mecanismo evitó la fuga total del metálico de la caja del banco y por tanto una posible inconvertibilidad. Este

mecanismo fue una innovación utilizada primero por el Banco de Colombia, durante el pánico de 1876 y de 1885, y por el Banco de Bogotá.

Durante la Regeneración y bajo el sistema de papel moneda los bancos capitalinos decidieron, en 1887, eliminar los depósitos hechos en metálico de buena ley; devolver los ahorros existentes en moneda antigua y no volver a recibir consignaciones en este tipo de especie. Estas medidas implicaron que el Banco de Colombia tuviera una pérdida del 34,5% en el total de depósitos a término en comparación con su nivel en 1886⁶³. El Banco de Colombia congeló el interés pagado en cuentas corrientes al 3,5% y el 10% para los préstamos hechos sobre el valor mínimo de esta operación. Esa medida fue cambiada únicamente entre los meses de febrero y mayo de 1895, cuando debido a una nueva guerra civil se utilizó otra vez el mecanismo de pagar altos intereses para garantizar la liquidez del banco⁶⁴.

Con la implantación de estas medidas, los bancos lograron cambiar la composición del medio de cambio utilizado tanto en las operaciones de crédito como de depósitos del público, pues empezaron a sustituir en las transacciones comerciales el metálico por papel moneda o moneda de plata de ley de 0,500 como moneda legal. Así, la banca logró hacer la conversión de sus billetes por billetes del Banco Nacional y adoptar la nueva moneda corriente sin mayores traumatismos en sus finanzas.

De otra parte, los bancos pequeños que no contaban con la suficiente solvencia en sus balances no pudieron sobrevivir y la mayoría de ellos se quebraron en esta coyuntura.

La banca capitalina presentó los niveles más bajos de depósitos del público durante la Guerra de los Mil Días, cuando el valor real de éstos cayeron: en el caso del Banco de Bogotá, de \$612 376 en diciembre de 1898, año en que se inició la guerra, a \$91 620 en diciembre de 1902, el año más cruento de la guerra y en el que se presentó una mayor inflación. En el caso del Banco de Colombia, los depósitos con el público pasaron de \$1 109 404 en 1898 a tan sólo \$159 365, tres años después (*véase Cuadro 6.6*).

Sobre los retiros de los depósitos en cuenta corriente vale la pena citar algunos ejemplos: en diciembre de 1899, el gerente del Banco de Bogotá comentó en su informe a la junta directiva que: "Desde octubre notamos una considerable disminución de las cuentas corrientes, producida por fuertes compras de letras sobre el exterior, y una vez declarado el estado de guerra algunos de nuestros clientes retiraron sus saldos. Por fortuna estábamos preparados para atender nuestros compromisos y aun pagamos

63. A.B.B, *Actas de la Junta Directiva*, enero 12 de 1887 y enero 14 de 1888.

64. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, agosto 6 de 1895.

muchos depósitos antes de sus vencimientos. Además, las cuantiosas emisiones de papel moneda que el gobierno se ha visto forzado a hacer para atender los gastos del restablecimiento del orden público, han producido una crisis en el comercio cuyas consecuencias no se pueden calcular sino después de terminada la guerra⁶⁵.

Igual situación ocurrió en el Banco de Colombia, en el cual se pagaron algunos depósitos a término antes de su maduración, previo acuerdo con el banco y sin derecho a recibir intereses⁶⁶.

En junio de 1901, los bancos de la ciudad de Bogotá decidieron pagar un interés del 6% sobre las cuentas corrientes para evitar una situación de iliquidez del sistema. El gerente del Banco de Bogotá señalaba al respecto: "Los días 11 a 15 de junio pasado hubo un pánico y algunos de los bancos de esta ciudad, para evitar el retiro de las cuentas corrientes y de los otros depósitos, ofrecieron abonar el 6% de intereses anual sobre los saldos mínimos en cuenta corriente"⁶⁷.

Finalmente, la firma del tratado de Wisconsin en 1903 dio por terminada la guerra civil. La pacificación del país favoreció la recuperación de la actividad económica y la reactivación de las operaciones de intermediación (véanse Cuadros 6.6 y 6.7).

La etapa de crecimiento económico iniciada en 1905 exigió la modernización en la contabilidad bancaria, para garantizar un servicio más ágil y seguro al público. Fue también necesario reorganizar las funciones administrativas del personal, para facilitar la aplicación eficiente de las nuevas técnicas contables. Por ejemplo, en el caso del Banco de Colombia en 1904, el reglamento para efectuar los pagos en cheques decía: "Es deber de los empleados encargados de llevar las cuentas corrientes para autorizar el pago de los cheques, examinarlos cuidadosamente para cerciorarse, no sólo de que llevan el número de la respectiva libreta y la firma del relacionado y que el saldo de la cuenta permite el pago, sino también la autenticidad de la firma del girador; es obligatorio que se mantenga archivado un original del recibo de la libreta y cuando se pague un cheque falso, el empleado que lo autorice será responsable de su valor"⁶⁸. El objetivo de estas medidas era consolidar la confianza del público y ejercer control administrativo sobre las funciones de los empleados.

65. A.B.B. *Libros de Actas de la Junta Directiva*. Informe del gerente para el segundo semestre de 1899, en sesión de enero 21 de 1900.

66. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, noviembre 10 de 1899.

67. A.B.B. *Libro de Actas de la Junta Directiva*, junio 24 de 1901.

68. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, enero 30 de 1904.

CUADRO 6.6

TOTAL DE DEPÓSITOS CON EL PÚBLICO Y LA PARTICIPACIÓN DE CADA BANCO DENTRO DEL TOTAL: 1875-1922 (pesos oro).

Año	Bogotá	%	Colombia	%	Central	%
1875	1 633 432	81,4	373 831	18,6		
1876	523 990	71,3	211 020	28,7		
1877	1 056 248	61,7	655 508	38,3		
1878	1 303 408	66,8	647 729	33,2		
1879	1 556 830	71,3	625 392	28,7		
1880	937 854	55,3	758 606	44,7		
1881	594 402	56,4	460 241	43,6		
1882	635 679	50,4	625 109	49,6		
1883	616 917	50,7	598 784	49,3		
1884	585 280	50,7	569 894	49,3		
1894	325 786	27,8	846 735	72,2		
1895	508 645	28,1	1 303 664	71,9		
1896	653 184	38,4	1 048 430	61,6		
1897	518 344	32,7	1 065 459	67,3		
1898	612 376	35,6	1 109 404	64,4		
1899	423 587	35,6	766 558	64,4		
1900	523 287	36,0	929 865	64,0		
1901	163 771	48,0	177 754	52,0		
1902	91 620	36,5	159 365	63,5		
1903	206 402	68,7	94 140	31,3		
1904	434 338	47,3	483 873	52,7		
1905	316 746	38,6	504 577	61,4		
1906	404 808	44,7	500 962	55,3		
1907	491 282	23,5	1 597 989	76,5		
1908	398 785	17,0	1 949 208	83,0		
1909	447 417	15,4	2 457 863	84,6		
1910	714 698	17,5	2 676 687	65,5	694 527	17,0
1911	927 225	24,0	2 606 260	67,4	335 207	8,6
1912	1 148 194	24,7	3 045 188	65,6	447 132	9,7
1913	1 644 487	29,2	3 453 628	61,3	539 321	9,5
1914	1 520 019	32,7	2 647 168	56,9	485 732	10,4
1915	1 808 345	32,2	3 100 213	55,3	699 138	12,5
1916	2 163 272	32,9	3 435 063	52,2	978 545	14,9
1917	1 712 786	31,8	3 295 835	61,3	370 037	6,9
1918	1 976 662	32,8	3 479 022	57,8	565 760	9,4
1919	2 853 094	25,1	6 621 183	58,3	1 891 221	16,6
1920	1 912 817	27,1	3 882 711	55,0	1 264 273	17,9
1921	2 361 526	33,0	3 747 690	52,5	1 034 884	14,5
1922	3 153 519	34,3	4 906 542	53,4	1 121 421	12,3

Fuente: *Balances generales*.

CUADRO 6.7
CUENTAS CORRIENTES Y SU PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL DE DEPÓSITOS:
1875-1922 (pesos oro).

Año	Bogotá	%	Colombia	%	Central	%
1875	835 472	51,1	196 104	52,5		
1876	124 880	23,8	65 553	31,0		
1877	673 645	63,8	394 596	60,2		
1878	518 738	39,8	362 970	56,0		
1879	486 161	31,2	359 426	57,5		
1880	336 368	35,9	516 398	68,0		
1881	360 418	60,6	106 323	23,1		
1882	328 022	51,6	135 869	21,7		
1883	315 476	51,1	188 935	31,5		
1884	233 049	39,8	215	0,04		
1894	182 445	56,0	448 184	52,9		
1895	264 660	52,0	785 119	60,2		
1896	305 915	46,8	541 743	51,7		
1897	279 511	53,9	597 493	56,0		
1898	348 838	56,9	706 780	63,7		
1899	183 246	43,3	408 884	53,3		
1900	300 637	57,4	383 188	41,2		
1901	107 251	65,5	43 879	24,7		
1902	71 610	78,1	89 487	56,2		
1903	172 363	83,5	11 141	11,8		
1904	361 882	83,3	322 020	66,5		
1905	268 646	84,8	242 997	48,1		
1906	313 698	77,5	289 702	57,8		
1907	378 717	77,1	612 488	38,3		
1908	324 174	81,3	646 381	33,1		
1909	362 535	81,0	836 302	34,0		
1910	472 742	66,2	859 310	32,1	1 06 786	15,4
1911	745 775	80,4	897 743	34,4	59 231	17,7
1912	856 264	74,6	1 246 929	40,9	338 127	75,6
1913	1 141 970	69,4	1 375 946	39,8	329 324	61,1
1914	1 118 862	73,6	1 138 701	43,0	284 336	58,5
1915	1 335 217	73,8	1 507 978	48,6	497 902	71,2
1916	1 660 876	76,8	1 875 916	54,6	824 607	84,2
1917	1 122 716	65,5	1 776 016	53,9	213 352	57,7
1918	1 320 959	66,8	1 943 126	55,8	423 559	74,8
1919	2 111 508	74,0	4 294 129	64,8	1 690 175	89,4
1920	901 586	47,1	1 419 282	36,5	917 426	72,6
1921	1 438 849	60,9	1 496 305	39,9	791 889	76,5
1922	1 931 132	61,2	1 939 287	39,5	823 487	73,4

Fuente: *Balances generales.*

En 1911, se cambiaron los procedimientos para efectuar las operaciones de cuenta corriente. Los cheques que el público presentaba para su cobro eran recibidos por los empleados de la oficina y conducidos al cajero pagador y, a cambio, los dueños de los cheques recibían una ficha con el mismo número del cheque, que le servía para acudir a la oficina de pagos y allí recibir el dinero⁶⁹. Sin embargo, este nuevo sistema resultó bastante ineficiente por la lentitud que se comenzó a presentar en la oficina de pagos, razón por la cual los cobradores se molestaron y comenzaron a hacer reclamos. Se procedió entonces a cambiar la ubicación de los cajeros para que quedaran en comunicación directa con el contabilista encargado de llevar las cuentas corrientes y se eliminó el paso de las fichas; por tanto, se logró hacer los cobros sin tanto requisito⁷⁰.

La organización de las cuentas en oro y en papel moneda se hacían por separado, y el cliente no podía cubrir pagos en papel moneda disponiendo de sus saldos en oro o viceversa, salvo que se hiciera la respectiva conversión y el cliente manejara una sola cuenta en un solo tipo de moneda⁷¹. Después de 1910 era menos frecuente encontrar cuentas en papel moneda; en 1916 prácticamente habían desaparecido. La organización y el control de los depósitos del público en la banca capitalina se hizo más fácil con esta serie de cambios administrativos y contables.

Con la ayuda de estos nuevos procesos y la modernización en las técnicas contables, el Banco de Colombia logró mantener, entre 1910 y 1922, la hegemonía en el manejo de los depósitos con el público en el sistema bancario bogotano (con más del 55% del total de depósitos del sistema bancario). Las cuentas corrientes representaban cerca del 50% del total de depósitos.

Por su parte, el Banco de Bogotá ocupaba el segundo lugar en el total de las captaciones capitalinas (30% en promedio). En su caso, las cuentas corrientes representaban cerca del 65% del total de depósitos. El Banco Central tenía el 15% del ahorro del público capitalino, siendo el tercer banco en importancia dentro de la ciudad.

Finalmente, cabe señalar que, en valores absolutos, tanto las cuentas corrientes como los depósitos a término y las colocaciones disminuyeron sensiblemente en 1914 (al conocerse la noticia de la guerra internacional) y en 1920 y 1921 como consecuencia de la incertidumbre generada por la baja

69. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, diciembre 11 de 1911.

70. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, febrero 4 de 1915.

71. "Informe sobre las cuentas y organización del Banco de Colombia", elaborado en 1911, en *Revista Nacional de Colombia* (1912). Ed. Rafael Villamizar, Bogotá, Año 1, Vol. 1, No. 5. pp. 144-152.

en los precios del café. En contraste se presentaron fuertes incrementos tanto en las captaciones como en las colocaciones durante 1919, como resultado de los buenos precios alcanzados por el café de Cundinamarca en el mercado de Nueva York.

Las tasas de interés y el margen de intermediación

Al crearse el Banco de Bogotá, las tasas de interés en Bogotá sufrieron una notable disminución. En el informe presentado por Miguel Samper en 1872, se señalaba que: "La tasa de interés de los descuentos, que en el primer semestre de 1871 era del 10%, se rebajó luego al 6% en obligaciones de 1 a 30 días y al 8% en los 30 a 90 días, hasta que se fijó el 7% para todas las operaciones de 1 a 90 días y el 10% para las de más de 90 días. Cuando el banco abrió su oficina, el tipo de interés era del 12% anual aun con hipoteca y los préstamos puramente personales eran difíciles y de reducida escala"⁷².

Cuando el Banco de Bogotá abrió sus puertas en 1871, emprendió una amplia campaña publicitaria sobre las rebajas en los intereses para el crédito y los pagos que podía ofrecer para los depósitos. En cuentas corrientes empezó pagando un interés del 4% anual sobre el saldo mínimo mensual⁷³. De esta forma, las tasas de interés tanto activas como pasivas, entre 1871 y 1886, fueron relativamente bajas y se determinaron básicamente por la competencia establecida entre los bancos capitalinos.

El costo del dinero creció sustancialmente sólo durante las crisis de 1876 y de 1885, como respuesta a los gastos en que incurrieron los bancos al hacer uso del mecanismo de protección de la liquidez. El margen de intermediación reflejó esta situación y por ende para el año de 1876 no se registraron ganancias en la actividad de intermediación y en 1885 se presentó una leve situación de desintermediación financiera con un margen de -0,3%, el cual fue cubierto mediante la eliminación del pago de dividendos para los accionistas de los bancos en ese año. Además cuando el Banco de Bogotá decidió en junio restablecer la convertibilidad de sus billetes, prefirió mantener una tasa de interés pasiva alta para recuperar la confianza del público, medida que se prolongó hasta 1886⁷⁴, tal como se observa en el Cuadro 6.8.

La relativa estabilidad en las tasas de interés durante la Regeneración se vio profundamente afectada por la guerra civil, entre 1900 y 1903. Las

72. El discurso de Miguel Samper se encuentra publicado en el *Diario Oficial* 2711 de 1872.

73. Aviso publicado en el *Diario Oficial* 2128 de enero 3 de 1871.

74. A.B.B., *Libro de Actas de la Junta Directiva*, Sesión del 9 de junio de 1885.

tasas de interés reales tanto activas como pasivas cayeron dramáticamente, alcanzando valores negativos. Una vez terminada la guerra, se presentaron las tasas de interés reales más altas nunca vistas desde 1872, especialmente la tasa activa real, cuyo valor en 1905 fue del 16,8%. Las tasas de interés solamente empezaron a estabilizarse a partir de 1906 (véase Cuadro 6.8).

Durante el período comprendido entre 1910 y 1922, las tasas nominales, tanto activas como pasivas, fueron bastante rígidas. Ello se debió a que los bancos consideraban sana la política de mantener estable el mercado de crédito con bajos intereses, pues pensaban que ese mecanismo era atractivo para la clientela y permitía beneficiar por igual a todas las actividades productivas existentes en la ciudad⁷⁵.

Otra de las razones que contribuyó a explicar la estabilidad en las tasas de interés se relaciona con el ámbito externo, ya que Colombia era una pequeña economía abierta afectada por el comportamiento del mercado monetario internacional (el sistema del patrón oro). La economía inglesa, centro del sistema, disfrutaba de una tasa de interés relativamente baja y muy estable, factor que era determinante para el resto de países⁷⁶.

Sobre los niveles alcanzados por las tasas pasivas nominales, debe anotarse que el leve incremento registrado en 1919 obedeció a las expectativas de recuperación de la economía mundial. De otra parte, la disminución en los pagos a los ahorradores en 1922 se explica por la coyuntura monetaria desatada a partir de los problemas de liquidez en el Banco López.

El comportamiento de las tasas de interés activas nominales también dependió de la posibilidad de ofrecer créditos a diferentes actividades como exportaciones de todo tipo y créditos hipotecarios, lo cual implicó diferenciación de los plazos.

Sobre los intereses en el caso de las nuevas formas de crédito, el más importante fue el interés sobre los créditos hipotecarios, que era calculado un punto por debajo del que se cobraba sobre los préstamos y créditos comerciales, es decir, al 9% en el caso de los créditos a largo plazo y 11% para los créditos hasta por un año⁷⁷. A partir de 1919, se incrementó el interés cobrado al 12% sobre los créditos menores de un año⁷⁸.

75. Por ejemplo, véanse los comentarios del gerente del Banco de Bogotá en *Informe del gerente del Banco de Bogotá* (1917), Arboleda y Valencia editores, Bogotá, Segundo semestre.

76. Brian Ketell (1982), *Gold*, Ballinger Publishing Company, Nueva York, p. 93.

77. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informe presentado por el Banco de Colombia al Ministerio de Agricultura y Comercio, julio de 1916.

78. A.B.C, *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Informe de la sección hipotecaria, 1919.

CUADRO 6.8
TASAS DE INTERÉS Y MARGEN DE INTERMEDIACIÓN EN LA BANCA BOGOTANA: 1875-1922.

Año	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1876	12,0	10,8	12,0	10,8	0,0
1878	9,0	7,9	6,0	4,9	3,0
1880	9,0	7,8	5,0	3,9	4,0
1882	10,0	8,7	6,0	4,8	4,0
1884	10,0	8,6	7,7	6,3	2,3
1885	12,0	10,6	12,3	10,9	-0,3
1886	10,0	8,5	4,0	2,6	6,0
1888	10,0	7,8	3,3	1,3	6,7
1890	10,0	7,9	6,0	4,0	4,0
1892	12,0	9,9	6,0	4,0	6,0
1894	10,0	7,1	6,0	3,2	4,0
1896	12,0	9,4	6,0	3,5	6,0
1898	10,0	6,9	7,0	4,0	3,0
1899	10,0	5,4	7,0	2,5	3,0
1900	10,0	-0,6	6,0	-4,2	4,0
1901	12,0	-12,1	6,3	-16,6	5,7
1902	18,0	-31,7	8,8	-37,0	9,2
1903	18,0	-40,2	12,0	-43,2	6,0
1904	24,0	-37,8	15,0	-42,3	9,0
1905	18,0	16,8	11,4	10,3	6,6
1906	12,0	10,8	5,3	4,2	6,7
1908	12,0	10,8	5,0	3,9	7,0
1910	12,0	10,9	5,0	4,0	7,0
1912	12,0	10,9	5,0	4,0	7,0
1914	12,0	10,8	6,0	4,9	6,0
1916	12,0	10,8	5,0	3,9	7,0
1918	12,0	11,0	5,0	4,0	7,0
1920	12,0	10,8	6,0	4,8	6,0
1922	12,0	10,8	6,0	4,9	6,0

Fuente: *Correspondencia interna del Banco de Colombia y Actas de la Junta Directiva del Banco de Bogotá.*

- Notas:** (1) Tasa de interés activa nominal.
 (2) Tasa de interés activa real ponderada.
 (3) Tasa de interés pasiva nominal.
 (4) Tasa de interés pasiva real ponderada.
 (5) Margen de intermediación.

Los intereses sobre las exportaciones cafeteras cobrados por el Banco de Colombia eran del 9% anual sobre los desembolsos hechos al productor en la fecha de la entrega del café, hasta 20 días antes de la fecha de venta; además, se cobraba un 1% de comisión sobre el valor de la venta y un 2% adicional para cubrir la comisión de sus agentes⁷⁹. En 1919, se aumentó el interés sobre los avances al 10%⁸⁰.

Finalmente, el margen de intermediación registrado después de 1910 fue bastante estable y se mantuvo alrededor del 7%, lo que indica un nivel considerable de intermediación para la banca capitalina en el negocio bancario (*véase* Cuadro 6.8).

La rentabilidad neta de la banca comercial en Bogotá

La relación entre las utilidades y los activos que ganan interés permite conocer el beneficio líquido que obtienen los bancos en el desarrollo de su actividad financiera.

Los resultados obtenidos sobre el comportamiento de la rentabilidad del sistema bancario local indican que a medida que se aumentaron y diversificaron las operaciones de cartera susceptibles del pago de intereses y se canalizaron mayores recursos hacia los bancos, con un vigoroso fortalecimiento de las captaciones con el público capitalino y de la región cundinamarquesa, se logró consolidar un buen nivel de ganancias para el banquero. Los márgenes del 3% registrados durante la banca libre y aun durante la Regeneración, se elevaron a niveles del 5% durante la etapa de crecimiento y consolidación comprendida entre 1910 y 1922 (*véase* Cuadro 6.9).

El Banco de Colombia presentó un comportamiento más estable y creciente en sus márgenes de rentabilidad para todo el período de estudio. Esta institución dedicó buena parte de sus esfuerzos a solidificar las operaciones financieras con los sectores comerciales y empresariales de la región; fue pionero en las prácticas de nuevas formas para efectuar créditos y modernizar los procedimientos administrativos y contables en la banca. Además presentó mejores niveles de rentabilidad que el Banco de Bogotá en los años de la banca privada y en la Regeneración. Durante el proceso de estabilización (entre 1903 y 1906), se presentaron aparentes incrementos de este indicador, básicamente por cambios simultáneos en la cuenta de pérdidas

79. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*. Febrero 26 de 1916.

80. A.B.C. *Fondo correspondencia del Banco de Colombia*, Carta a Raúl Salazar, febrero 4 de 1919.

CUADRO 6.9
RENTABILIDAD NETA DE LA BANCA BOGOTANA: 1875-1922 (%)
PROMEDIO MÓVIL DE TRES AÑOS

Año	Banco de Bogotá	Banco de Colombia
1876	2,80	2,14
1877	2,26	3,35
1878	1,83	3,51
1879	2,26	3,29
1880	2,32	3,01
1881	2,91	3,14
1895	2,95	3,62
1896	4,50	3,84
1897	4,11	3,99
1898	4,45	3,78
1899	4,64	3,53
1900	4,39	4,26
1901	3,90	4,70
1902	4,52	9,71
1903	5,88	7,83
1904	6,59	10,80
1905	5,19	10,10
1906	3,46	10,67
1907	3,06	7,29
1908	3,27	4,11
1909	3,76	3,19
1910	3,59	2,76
1911	3,39	2,76
1912	3,61	3,19
1913	3,70	3,62
1914	3,46	4,29
1915	3,48	4,80
1916	3,60	5,15
1917	4,88	5,15
1918	5,23	4,60
1919	5,72	4,28
1920	5,63	4,24
1921	5,62	4,34
1922	5,84	4,84

Fuente: *Balances generales*; cálculos de la autora.

Nota: rentabilidad neta = pérdidas y ganancias/cartera.

y ganancias y en la cartera. Se produjo una recuperación en los créditos una vez restablecido el orden público, pero a su vez, la cuenta de pérdidas y ganancias disminuyó sensiblemente al perder dinámica las actividades especulativas en que se habían involucrado los bancos durante la guerra. A partir de 1910 los niveles de rentabilidad son por lo demás elocuentes de la evolución favorable que atravesaban las finanzas de este banco.

El Banco de Bogotá, por su parte, presentó menores márgenes de ganancia en sus primeros años de funcionamiento como consecuencia de los estragos producidos en sus balances por los pánicos bancarios, pero sus ganancias mejoraron sensiblemente después de 1910.

La liquidez de la banca capitalina

La relación entre el activo circulante y el pasivo circulante es un indicador que permite conocer el monto de los recursos fácilmente convertibles en dinero que posee un banco frente a los pagos que está en capacidad de atender en un momento dado con el público, es decir, permite conocer el margen de liquidez de la banca.

Esta capacidad de pago del sistema bancario frente al monto de sus exigibilidades inmediatas estuvo seriamente afectada en las etapas tempranas de su desarrollo. Los puntos críticos se asocian con los pánicos bancarios de 1876 y de 1885 y los efectos negativos de la guerra de fin de siglo. Sin embargo, estas situaciones no desencadenaron un pánico capaz de generar enormes pérdidas para el público o masivas quiebras bancarias. Después de 1910 se observa una mayor estabilidad en este indicador, resultado de un mejor nivel de reservas en los bancos (*véase* Cuadro 6.10).

CONCLUSIONES

Los bancos de Bogotá y Colombia gozaron de un poder absoluto en Bogotá y se constituyeron en dos de los más importantes bancos del país desde el inicio de sus actividades, situación que se fue consolidando a través del período comprendido entre 1870 y 1922. La creación del Banco de la República y de la Superintendencia Bancaria en 1923 contribuyó a generar una rápida concentración de la banca colombiana, gracias a la generalización del proceso de sucursalización que produjo la desaparición de buena parte de los bancos locales creados hasta 1922.

Los protagonistas de este proceso de concentración bancaria fueron los bancos de Bogotá y Colombia en Bogotá y el Banco Comercial Antioqueño en Medellín, bancos que son hoy tres de los más grandes del país.

CUADRO 6.10
LA LIQUIDEZ DE LA BANCA BOGOTANA: 1875-1922 (%)
PROMEDIO MÓVIL DE TRES AÑOS

Año	Banco de Bogotá	Banco de Colombia
1876	6,50	4,99
1877	6,58	4,68
1878	3,46	2,99
1880	3,98	2,95
1895	1,38	1,74
1896	1,23	1,92
1897	1,34	2,03
1898	1,72	2,09
1899	1,65	1,88
1900	1,70	3,13
1901	1,36	2,86
1902	3,48	3,18
1903	1,32	1,56
1904	1,25	1,65
1905	1,28	1,19
1906	1,35	1,62
1907	1,32	2,05
1908	1,30	2,37
1909	1,31	2,40
1910	1,29	2,25
1911	1,31	1,99
1912	1,34	1,77
1913	1,43	1,47
1914	1,54	1,37
1915	1,60	1,20
1916	1,72	1,13
1917	1,65	1,15
1918	1,61	1,17
1919	1,49	1,54
1920	1,84	1,67
1921	1,84	1,76
1922	1,59	1,64

Fuente: *Balances generales*; cálculos de la autora.

Nota: activo circulante = caja + cartera.
 pasivo circulante = cuenta corriente + depósitos a la orden.

Por contar con unas tasas de interés bastante estables y por la mayor cobertura de las operaciones de depósito que siempre se ganaron la confianza del público local, los bancos capitalinos, entre 1870 y 1922, estimularon la creación de nuevas actividades productivas, gracias a la diversificación del crédito, que logró ofrecer recursos a los exportadores regionales y otorgar préstamos hipotecarios de largo plazo, que beneficiaron a un buen número de negociantes regionales.

En el proceso de desarrollo de la banca capitalina se destaca que la propiedad accionaria de los bancos de Bogotá y Colombia no se constituyó en lo fundamental en un negocio de familia; por el contrario, el control de estas instituciones crediticias estuvo en manos de un amplio grupo de negociantes, dedicados a actividades como la agricultura comercial, las haciendas cafeteras, los comerciantes al por mayor, los dueños de casas comisionistas y quincallerías y políticos de talla nacional.

Este tipo de empresario influyó para que los bancos de la ciudad de Bogotá, tuvieran una actitud prudente y cautelosa frente a los problemas tanto internos como externos que afectaron la vida económica de estas instituciones, tales como las frecuentes guerras civiles, la Primera Guerra Mundial y las fluctuaciones en el precio externo del café, que para la década del veinte era uno de los principales productos de exportación de la región.

Los resultados de la actividad de intermediación, tanto en las operaciones de captación como en las colocaciones, muestran que el Banco de Colombia fue el banco comercial más grande de la ciudad y del país, seguido por el Banco de Bogotá y en menor medida por la discreta actividad económica lograda por el Banco Central. Esto pese a las continuas crisis que debieron enfrentar.

En el caso de los bancos grandes (Bogotá y Colombia), éstos lograron manejar las crisis saliendo fortalecidos de ellas en la gran mayoría de las oportunidades por diferentes razones, entre las cuales se pueden mencionar: el pago de intereses altos para retener reservas, que era un instrumento adecuado y oportuno para solucionar rápidamente los problemas de iliquidez; la decisión de tomar acciones inmediatas para cambiar sus billetes por los billetes del Banco Nacional e insertar sus operaciones dentro del sistema de papel moneda y así evitar mayores traumatismos sobre la liquidez bancaria; la extrema prudencia en el otorgamiento de créditos nuevos durante los años de la guerra mundial; la realización de operaciones especulativas para favorecerse con la fluctuación del tipo de cambio en momentos de disminución de la actividad de intermediación, tal como ocurrió en los años de la Guerra de los Mil Días, y finalmente, la manipulación de sus reservas en oro, sacándolas del país en situaciones de guerra interna. Éstas fueron algunas muestras de cómo la banca capitalina logró mantenerse y

crecer con buenos niveles de liquidez y de rentabilidad en un período de nuestra historia tan convulsionado económica y políticamente.

Por tanto, los avances obtenidos por la banca capitalina desde su creación hasta 1922, son prueba de los logros alcanzados en materia de cobertura y mejoramiento de los servicios financieros prestados tanto al comercio regional como al gobierno nacional y local.

Bibliografía

- Anales del Consejo de Ministros, (1906, 1907, 1908, 1909), Imprenta Nacional, Bogotá.
- Avella, Mauricio (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia*, Contraloría General de la República, Bogotá.
- Bagehot, Walter (1968), *Lombard Street: El mercado monetario en Londres*, F.C.E., México.
- Varios autores (1990), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Brew, Roger (1977), *Desarrollo económico de Antioquia desde la independencia hasta 1920*, Banco de la República, Bogotá.
- Botero, María Mercedes, "Instituciones bancarias en Antioquia", en *Lecturas de Economía* (1985), Universidad de Antioquia, Medellín. No. 17, mayo-agosto.
- . "El Banco de Antioquia como modelo de banco regional", en *Estudios Sociales* (1989), Faes, Medellín. No. 5.
- Cameron, Rondo (1967), *Banking in the early Stages of Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York.
- Carrizosa Argáez, Enrique (1983), *Linaje y bibliografías de nuestros gobernantes: 1830-1982*. Banco de la República, Bogotá.
- Castrillón, Diego (1983), *Historia del Banco del Estado y la moneda rodando como propiedad privada*, Tercer Mundo, Bogotá.
- Dávila Ladrón de Guevara, Carlos (1986), *El empresario colombiano: una perspectiva histórica*, Universidad Javeriana, Bogotá.
- Díez, José Ignacio, "El Banco Nacional: 1880-1904, un fracaso de la moneda legal", en *Lecturas de Economía* (1989), Universidad de Antioquia, Medellín, enero-abril.
- Echeverry, Lina (1991), *Free Banking in Colombia: 1865-1886*. PH. Dissertation, University of Georgia.
- "Informe sobre las cuentas y organización del Banco de Colombia", en *Revista Nacional de Colombia* (1912), Edición Rafael Villamizar, Bogotá. Año 1, Vol. 1, No. 5.
- Informe del gerente del Banco de Bogotá (1917), Arboleda y Valencia Editores, Bogotá.
- Informe del Superintendente Bancario (1926), Bogotá.
- Jaramillo Uribe, Jaime, "Nación y región en los orígenes del Estado Nacional en Colombia", en *Revista de la Universidad Nacional*, Bogotá, Vol. 1, No. 4-5, diciembre de 1985- marzo de 1986.

- Ketell, Brian (1982), *Gold*, Ballinger Publishing Company, Nueva York.
- Kindlerberger, Charles (1985), *A Financial History of Western Europe*, George Allen y Unwin, Londres.
- Memoria del ministro de Hacienda* (1971), Tipografía Nacional, Bogotá.
- Memoria del ministro de Tesoro* (1915), Imprenta Nacional, Bogotá.
- Meisel, Adolfo y Posada, Eduardo, "Bancos de la Costa", en *Boletín cultural y bibliográfico* (1988), Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá, Vol. 24, No. 17.
- Meisel, Adolfo, "Los bancos en Cartagena", en *Lecturas de Economía* (1990), Universidad de Antioquia, Medellín, No. 32-33, mayo-diciembre.
- , "Free Banking in Colombia", en *The Experience of Free Banking* (1992), Kevin Dowd (editor), Ed. Routledge, Gran Bretaña.
- Ocampo, José Antonio (1984), *Colombia y la economía mundial: 1830-1910*, Siglo XXI, Bogotá. Fedesarrollo.
- Ospina Vásquez, Luis (1987), *Industria y protección en Colombia: 1810- 1930*, Faes, Medellín.
- Romero, Carmen Astrid (1992), *La Banca Privada en Bogotá: 1872-1922*, Tesis Magister en Economía, Universidad Nacional, Bogotá.
- , (1987), *Historia monetaria en Colombia: 1880-1905*, Tesis, Facultad de Economía, Universidad Nacional, Bogotá.
- , "La Regeneración y el Banco Nacional", en *Boletín Cultural y Bibliográfico*, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá. Vol. 28, No. 26.
- Selgin, George (1988), *The Theory of Free Banking*. CATO, New Jersey.
- Torres García, Guillermo (1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Faes, Medellín.
- Vargas, Julián y Zambrano, Fabio, "Santa Fe y Bogotá, evolución histórica y servicios públicos: 1600-1957", en *Bogotá 450 años: retos y realidades* (1988), Coedición Foro Nacional por Colombia e Instituto Francés de Estudios Andinos, Bogotá.
- Vergara y Vergara (1915), *Estudios sobre la moneda legal en Colombia*, Imprenta de los Carteles, Bogotá.
- Villegas, Jorge y Yunis, José, *La Guerra de los Mil Días*, Carlos Valencia Editores, Bogotá.
- White, Laurence (1984), *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate: 1880-1945*, Cambridge University Press, Cambridge.
- , (1989), *Competition and Currency Essays of Free Banking and Money*, Universidad de Nueva York, Nueva York.
- Archivo del Banco de Bogotá (A.B.B.). *Fondos Banco Central*, Archivos de la secretaría general y de la contabilidad general.
- Archivo del Banco de Bogotá, *Fondo Banco de Bogotá*. Archivos de la secretaría general y de la contabilidad general.
- Archivo del Banco de Colombia (A.B.C.), Archivos de la secretaría general, contabilidad general y correspondencia del Banco de Colombia.
- Otros fondos, como por ejemplo la consulta de los diarios oficiales, fondos notariales y prensa de la ciudad.

Capítulo 7. *BANCA LIBRE: LA EXPERIENCIA COLOMBIANA EN EL SIGLO XIX*

Lina María Echeverri Pérez

INTRODUCCIÓN

La *banca libre* es un sistema monetario en el cual la banca privada, en forma competitiva, emite pasivos a la vista que se pueden redimir por una moneda mercancía, definida mas no controlada por las autoridades¹. Para que la *banca libre* funcione eficientemente es necesario que haya libertad en el movimiento de capitales, que no exista ningún control monopólico sobre el patrón monetario para que pueda oscilar libremente según la oferta y demanda del mismo; tampoco debe existir regulación a los bancos porque esto le imprime rigidez al sistema y no permite la innovación y el dinamismo que exige la competencia. Es indispensable que haya un marco legal que favorezca la libertad de empresa y que garantice y obligue el cumplimiento de los contratos, ya que, en último término, los pasivos a la vista o a plazo no son otra cosa que una promesa del banco de entregar una mercancía a cambio de la presentación de éstos. Esta es una visión mercantilista de la moneda a la cual hay que incorporar además todas las características de valor y utilidad que adquiere cuando el público la acepta como medio de pago².

Aun hoy el concepto de *banca libre* asusta hasta los economistas más ortodoxos, ya que es el mercado el que controla la moneda de un país. En

-
1. Una definición más completa la hacen White (1984), Selgin (1988), Dowd (1989) y Echeverri (1991, 111-115).
 2. Leland Yeager (1968) hace una excelente definición de las propiedades de un medio de pago.

su mayoría, los economistas aseguran que este sistema llevaría a un caos y consideran necesaria la presencia del gobierno para regularlo, con el argumento de que se trata de un monopolio natural. Surge entonces la figura del *banco central* como autoridad monetaria con poder discrecional sobre la oferta monetaria, bien sea a través de los encajes monetarios o con otro tipo de controles directos o indirectos.

En la historia no hay evidencia de que la tendencia en materia monetaria fuera hacia un monopolio natural de la moneda. Por el contrario, aparentemente se mantuvo y se fortaleció la competencia privada, la cual obligó, entre otras cosas, al desarrollo de nuevos productos, de mejores sistemas de información y, en general, de un mejor servicio para garantizar la seguridad y confianza de los clientes. Al mismo tiempo, mediante este sistema se presentaron muy pocas crisis bancarias en los países donde existió y los períodos de *banca libre* fueron de una gran estabilidad macroeconómica³. La experiencia colombiana ratifica este modelo: la aparición del Banco Nacional, el primer cuasibanco central, se debió más a la necesidad del gobierno de Rafael Núñez de financiar sus problemas fiscales que a una tendencia del mercado hacia la centralización de los depósitos interbancarios en una autoridad monetaria del sector público.

Con base en las experiencias que han estudiado los historiadores económicos especializados en materias monetarias, se puede concluir que la *banca libre* es el modelo que se desarrolla espontáneamente como respuesta a las necesidades del mercado. En algunos países (Escocia, Canadá y Suecia), alcanzó un gran desarrollo, especialmente en lo relacionado con las casas de compensaciones bancarias y con el proceso de expansión respaldado en nuevas sucursales.

Esta conclusión es contraria al trabajo de Goodhart (1988), quien sostiene que la evolución natural de un sistema monetario lleva a la formación de un banco central y al monopolio sobre la masa circulante. Goodhart asegura que el nivel de transacciones interbancarias obliga a centralizar reservas en lo que conocemos como banco central. El trabajo de Goodhart no coincide con la evolución de las casas de compensación en Escocia y con el sistema Suffolk en Massachusetts, EU⁴. Tampoco se ajusta al papel de las grandes casas de compensación en los Estados Unidos durante la era del

3. Véanse por ejemplo las descripciones de White (1984) sobre el caso escocés, de Selgin (1991) sobre China, de Sandberg (1978) y Jonung (1985) sobre Suecia, de Schuler (1988) sobre Canadá, de Botero (1985) y (1989) sobre Antioquia, y de Echeverri (1991a) sobre el caso colombiano.

4. El sistema Suffolk lo analiza Trivoli (1979), mientras las casas de compensación en Escocia las describen White (1984), Selgin (1988) y Dowd (1989).

National Banking System. Ellas se convirtieron en verdaderos prestamistas de última instancia, la principal función de un banco central que opera en un sistema monetario bajo un patrón metálico⁵.

En la *banca libre*, el mercado, a través de un proceso de retroalimentación, se encarga de enviar a los bancos las señales necesarias en caso de un exceso de emisión; también les indica el nivel necesario de reservas para poder mantener la liquidez que el público exige, así como las tasas activas y pasivas de interés que se ajusten tanto a las condiciones de riesgo, como a la oferta y demanda de fondos prestables⁶.

La *banca libre* en Escocia, por ejemplo, se distinguió por los altos niveles de confianza que el público le tenía a sus instituciones financieras, por el crecimiento de los bancos más sólidos y mejor manejados, por la gran cantidad de innovaciones producto de la competencia y la libertad y por la eficiencia con la que se desarrolló el proceso de intermediación financiera, que en buena parte contribuyó al sorprendente desarrollo de este país durante los 150 años que duró el sistema.

La experiencia colombiana con la *banca libre* se constituye en una prueba adicional de que los sistemas monetarios sin regular funcionan con eficiencia. Infortunadamente, la era de *banca libre* fue muy corta y nunca se convirtió en un sistema monetario maduro. Ésta comenzó en 1865 y persistió hasta 1886 cuando Rafael Núñez promulgó la nueva Constitución, prohibió a los bancos emitir y los obligó a redimir y recoger sus billetes que circulaban en el mercado.

La llamada *banca libre* en los Estados Unidos ha sido presentada como la muestra de inestabilidad y fracaso del modelo; sin embargo, este fue muy diferente a los verdaderos sistemas de *banca libre* que se desarrollaron en otros países, entre ellos Colombia. El sistema bancario en los Estados Unidos antes de la Guerra de Secesión permitía la libre entrada de bancos al sector financiero siempre y cuando cumplieran unas condiciones mínimas de capital. Estos bancos podían emitir sus propios pasivos monetarios a la vista, respaldados por bonos del Tesoro nacional o estatal, o de ambos. El precio de los bonos en el mercado oscilaba drásticamente, lo cual se convirtió en la principal fuente de inestabilidad del sistema, ya que el volumen de billetes variaba simultáneamente con el precio de los bonos. La rigidez para abrir sucursales hizo que se crearan un gran número de bancos dispersos en todos los estados, aun en los sitios más alejados, y esto se conoció como *wild cat banking*. En 1864, con la promulgación de las dos actas del

5. Véase Timberlake (1984).

6. Véanse White (1984), Selgin (1988) y Dowd (1989).

National Banking System, el modelo se volvió aún más rígido e inestable, ya que se impuso un límite máximo a las emisiones. Este tope se distribuyó porcentualmente por cada estado según la población y volumen de operaciones que se hacían antes de la guerra. Este esquema, aunque posee el mismo nombre, no es comparable con la *banca libre* tal como se presentó en otros lugares del mundo⁷.

ANTECEDENTES DE LA BANCA LIBRE EN COLOMBIA

En los primeros setenta años del siglo XIX se establecieron algunas instituciones bancarias en Colombia, pero la mayoría desaparecieron al poco tiempo de fundadas, principalmente por el bajo nivel de transacciones y flujos comerciales dentro del país y en otros casos por la falta de prudencia de los directores para calificar el riesgo. Además de los bancos, se crearon también algunas cajas de ahorro, y surgieron las casas comerciales con funciones bancarias.

Las primeras cajas de ahorro aparecieron alrededor de 1840 en unas pocas provincias y rápidamente se difundieron por el país. Éstas nunca tuvieron un gran impacto en el sistema, pues funcionaban más como pequeños fondos de ahorro que como verdaderas instituciones financieras con ánimo de lucro. Su nivel de operaciones era muy limitado y tenían grandes restricciones de personal y de servicios⁸.

Las casas comerciales y bancarias fueron el resultado de la expansión del comercio agrícola en la década del 50, especialmente cuando los comerciantes dedicados a las actividades de importación y exportación se dieron cuenta de la falta de fondos prestables y comenzaron a expandir sus actividades hacia algunas operaciones bancarias. María Mercedes Botero (1989) describe tales operaciones de algunos de estos comerciantes en Antioquia. Ellos usaban barras de oro y giros contra sus cuentas en Londres para pagar las compras en el exterior. A medida que las transacciones y el comercio aumentaron, estos banqueros incipientes expandieron sus actividades financieras y comenzaron a expedir cartas de crédito y a aceptar y cubrir letras sobre Europa y Estados Unidos como mecanismos para financiar las exportaciones. Al mismo tiempo ampliaron sus líneas de crédito y comenzaron a hacer préstamos a los agricultores, a los pequeños comerciantes y

7. La *banca libre* y el *National Banking System* en los Estados Unidos los describen en detalle Timberlake (1978, 87-103), Rockoff (1974, 141-167), Selgin (1988, 12-14), Dowd (1988, 135-146), Conant (1896, 348-385) y Sylla (1972, 232-262).

8. Un análisis interesante de las cajas de ahorro se encuentra en Means (1980).

a los artesanos. Algunas de estas casas comerciales se especializaron tanto en el negocio bancario, que se volvieron verdaderas expertas en el manejo de tasas de cambio y en transacciones internacionales. Durante la existencia de la *banca libre* también emitieron sus propios billetes, los cuales tuvieron una amplia circulación en las regiones donde tenían sus redes comerciales.

Una evolución parecida habían tenido antes las casas bancarias en Escocia durante el siglo XVIII. Algunas, como la *British Linen Company*, importadora desde las colonias británicas en Asia, introdujo algunas operaciones bancarias alrededor de 1750 y asignó agentes y representantes en las ciudades más pequeñas de Escocia. Para 1836 había abandonado por completo sus actividades de comercio internacional y se había convertido en uno de los bancos más grandes de Escocia con sede principal en Edimburgo, y con 27 sucursales en operación (White, 1984, 29).

El año 1863 fue decisivo para la estructura económica colombiana, pues se promulgó la Constitución de Rionegro, favoreciendo el individualismo por encima del colectivismo, los principios económicos liberales del comercio y la libre empresa, el sistema federal con un poder central pequeño encargado únicamente de los asuntos internacionales y de aquellos que involucraran a más de un estado, y nueve estados con total autonomía para determinar sus asuntos internos. También estableció la separación de poderes entre la iglesia y el Estado, punto que produjo grandes fricciones entre los miembros de los partidos políticos de la época y se convirtió en el arma política que utilizaron Núñez y Caro, los líderes de la Regeneración, para promulgar una nueva Constitución basada en el centralismo político y en un gran poder presidencial con autoridad para intervenir en todas las actividades de iniciativa privada.

El marco legal de la Constitución de Rionegro era el más adecuado y afín con la *banca libre*, ya que estimulaba la competencia en actividades comerciales y empresariales, favorecía el mercado libre y le daba un papel primordial al sector privado dentro de la actividad productiva del país. Con esta estructura legal se estableció el primer banco en 1865, el Banco de Londres, México y Sur América. Éste fracasó a los pocos años porque los directores extranjeros desconocían las prácticas comerciales en Colombia y no tuvieron la suficiente precaución de confirmar las garantías prendarias e hipotecarias, ni de determinar la calidad de su clientela. El banco quebró pero canceló todas sus obligaciones en Colombia antes de cerrar la sucursal de Bogotá⁹.

9. Véanse Jorge Holguín (1903) y Carlos Eslava Flechas (1984).

En la década del sesenta, gracias a la expansión del comercio exterior, Colombia alcanzó un mayor grado de desarrollo económico y hubo un mayor volumen de operaciones comerciales; sin embargo, persistían algunos problemas como el aislamiento geográfico entre regiones, la falta de sistemas de comunicación y de transporte, y los continuos disturbios políticos y guerras civiles. Los estados de la Unión funcionaban casi como pequeñas economías abiertas con muy pocas relaciones comerciales entre sí: era más fácil realizar un negocio desde Medellín con Jamaica o Londres, que con Bogotá. Desde la colonia se habían establecido importantes redes comerciales intraprovinciales que más tarde se convirtieron en el soporte y la plataforma de expansión de cada uno de los bancos fundados durante la década del setenta.

EL SISTEMA BANCARIO EN COLOMBIA: 1865-1886

El primer banco de éxito en Colombia, el Banco de Bogotá, se estableció en 1870, en la cúspide de la hegemonía liberal. El éxito de este banco se difundió rápidamente y para 1882 se habían fundado al menos 42 bancos en todo el país. Estos bancos estaban regidos por los códigos de Comercio de cada Estado y estaban sujetos a las mismas condiciones de cualquier actividad mercantil: la competencia libre y abierta y muy poca, o ninguna, regulación gubernamental.

Estos bancos ayudaron, entre otras cosas, a crear un sistema de crédito organizado, aumentaron la oferta de fondos prestables, lo cual contribuyó a reducir las tasas de interés en su radio de acción, ayudaron con sus billetes y cheques a aliviar un poco la *escasez* de la moneda que persistió durante todo el siglo¹⁰; les trajeron beneficios económicos a las comunidades donde se localizaron, pues facilitaron las transacciones comerciales y de negocios y contribuyeron a financiar las primeras aventuras industriales en Colombia.

Infelizmente hubo dos aspectos que no pudieron desarrollarse ampliamente en este periodo: la creación de casas de compensaciones ban-

10. Todos los bienes económicos son *escasos* y es la intersección entre la oferta y la demanda la que determina los precios. En este caso, no había *escasez* de circulante sino un problema de calidad de la moneda producido por el caos en la legislación monetaria de la época y del sistema bimetálico existente, los cuales dieron como resultado la activación de la Ley de Gresham y la moneda *mala* desplazó la moneda *buena*, la cual desapareció de circulación. Adolfo Meisel (1990, 7-31) hace un excelente análisis de este tema. Guillermo Torres García ([1945]1980), a pesar de que tiene errores de interpretación, resume la legislación monetaria durante el siglo XIX.

carias, y la apertura de sucursales, las cuales son el soporte de un sistema de *banca libre* que ha alcanzado madurez. En realidad el desarrollo de la banca mostraba un futuro próspero: ya los bancos habían comenzado a hacer compensaciones bilaterales y a delegar mayores funciones y responsabilidades en sus agencias. Sólo se habían abierto unas pocas sucursales de los bancos más grandes en aquellas poblaciones en las cuales había un mayor volumen de operaciones, pero éste era el principio para un rápido crecimiento de las mismas. Infortunadamente, el presidente Núñez, acosado por grandes déficit fiscales, frenó este desarrollo de la banca y estableció el monopolio de la moneda de parte del Estado.

Los problemas de la *banca libre* comenzaron desde 1880 cuando Rafael Núñez en su discurso de posesión como Presidente de la Unión informó sobre la creación de un *banco nacional* como agente fiscal del gobierno. Líderes liberales y conservadores de la época involucrados en la actividad bancaria se opusieron radicalmente a la creación de este banco estatal y se dieron cuenta de que este era el primer paso hacia la institucionalización de un régimen de papel moneda. Por primera vez el gobierno intervino en las actividades de la banca privada, ya que la obligó a aceptar a precios del mercado los billetes del Banco Nacional para poder continuar emitiendo sus propios billetes. Los billetes del Banco Nacional circularon con gran dificultad y se recibían sólo con un gran descuento¹¹.

EL BANCO NACIONAL Y EL FIN DE LA BANCA LIBRE

La Ley 39 de 1880 autorizó al presidente Núñez a establecer un Banco Nacional para que fuera el agente fiscal del gobierno y que compitiera con la banca privada. El capital del banco eran 2,5 millones de pesos, de los cuales el gobierno aportaría hasta dos millones, y los 500 000 pesos restantes los dividieron en cinco mil acciones de 100 pesos cada una, que fueron ofrecidas al público¹². Ante las amenazas de intervencionismo estatal los inversionistas privados se abstuvieron de participar en el banco como accionistas.

Los liberales de la época anticiparon los eventos que ocurrirían en 1886. Dos de ellos, Miguel Samper y Salvador Camacho Roldán, utilizaron argu-

11. Durante la guerra de 1884 se recibían por un precio entre el 10% y el 95% de su valor nominal. Los billetes de menor denominación eran también los que circulaban con menor descuento (Botero, 1989).

12. La historia del Banco Nacional se encuentra en Romero (1987), Díaz (1989), Nieto Caballero (1912), Avella (1987) y Liévano Aguirre ([1944] 1985).

mentos de la teoría económica liberal y se opusieron al Banco Nacional. Ellos eran profundos defensores del *laissez-faire* y además tenían intereses personales en negocios de comercio exterior y en los otros bancos de la capital¹³. En 1880, Miguel Samper ([1925] 1977, III, 11-96) hizo una exposición de los efectos económicos de la creación del banco. Él sostenía que esta intervención eventualmente llevaría a un control monopólico sobre el crédito y criticaba el privilegio de emisión ya que eventualmente los billetes serían declarados de curso forzoso y convertidos en papel moneda.

Igualmente, decía: Es cuando no se tiene con qué pagar lo que se necesita, cuando se acude al papel moneda, y eso sucede cuando los gobiernos están empeñados en guerras civiles o en guerras exteriores, es decir, cuando su existencia está en peligro. Por consiguiente, [la] promesa [de los billetes] sólo representa los sobrantes de las contribuciones para una época incierta, después de que el problema de aquella existencia, también incierta, haya sido resuelto. Compárese con ese papel el billete del banco [privado], con su caja lista para recibirlo, y cambiarlo por dinero, y se medirá toda la distancia que hay desde la bancarrota hasta la solvencia [...]. Las consecuencias del papel moneda hacen de él uno de los azotes más funestos para los países que tienen la desgracia de que se les inocule virus tan corrosivo [...]. Creerán algunos que el trabajo que ya terminamos es un acto de hostilidad al señor Núñez, pero el tiempo dirá si la verdad expuesta con firme lealtad no vale más que el humo fugitivo que perfuma la luna de miel de toda Administración que se inaugura (pp. 55-57, 83).

A partir de 1881 el déficit fiscal se convirtió en el mayor problema del gobierno. Su crecimiento fue extraordinario debido a que el presidente Núñez aumentó el número de empleados públicos, subió sus salarios y destinó una gran proporción del presupuesto a obras públicas. En el período 1881-1882, los ingresos fueron \$5,5 millones, mientras los egresos fueron \$ 9 millones; en el siguiente (1883-1884), los ingresos aumentaron a \$ 6 millones, pero las salidas prácticamente se duplicaron y fueron \$16 millones. Estos déficit permanentes continuaron aumentando y cuando terminó la guerra civil de 1884-85 se hicieron insostenibles. Cada año eran financiados con nuevas emisiones de billetes del Banco Nacional, pero en 1886, durante la segunda administración del presidente Núñez, los cofres del gobierno ya se habían agotado, y el presidente suspendió la convertibilidad en oro y las emisiones de los bancos privados, y declaró los billetes del Banco Nacional como moneda de curso forzoso (moneda legal) y luego los convirtió en la nueva unidad monetaria del país, prohibiendo todos los contratos

13. Véase Park (1985, 203).

realizados en otros medios de pago. Finalmente, en 1887, prohibió las emisiones de los bancos privados y los obligó a recoger y retirar sus billetes¹⁴.

Las nuevas emisiones del Banco Nacional provocaron la depreciación permanente del papel moneda y los banqueros y comerciantes que habían otorgado préstamos en oro vieron todos sus intereses amenazados por el nuevo régimen monetario ya que tuvieron que aceptar los billetes *sin valor* del Banco Nacional en el pago de estos créditos, mientras al mismo tiempo les prohibieron realizar contratos en otras monedas más estables.

En la Constitución de 1886 quedaron consignados poderes discrecionales al gobierno para regular y supervisar el sistema monetario y financiero del país, y para organizar el Banco Nacional (artículos 76 y 120). A partir de ese momento éste asumió las funciones de un cuasi banco central ya que se le concedió el privilegio del monopolio de emisión y sus billetes fueron declarados moneda legal y unidad monetaria del país; sin embargo, este banco no se convirtió en *banco de los bancos* ni asumió la función de prestamista de última instancia, las cuales, según Bagehot (1873), son las responsabilidades primordiales de un banco central que opera en un régimen monetario con un patrón metálico.

Durante los últimos 20 años del siglo XIX, Miguel Samper y Salvador Camacho Roldán continuaron en discusión permanente con Miguel Antonio Caro y Rafael Núñez debido a sus prácticas intervencionistas e intrusas en la actividad privada. Este debate fue de una gran altura intelectual y muestra la división existente entre el poder político y el poder económico de la época. Las predicciones de Samper y Camacho Roldán se hicieron realidad y a partir de 1886 comenzó la crisis monetaria más aguda que el país ha tenido y, de la cual, no hemos podido salir más de cien años después. La cadena inflacionaria que comenzó con las primeras emisiones del Banco Nacional es hoy más grave que nunca cuando los precios se duplican cada tres años y los déficit fiscales persisten financiados con papel moneda.

LA BANCA LIBRE: ALGUNOS ASPECTOS TEÓRICOS APLICADOS A COLOMBIA

Lawrence White (1984) define la *banca libre* como un sistema monetario que comprende los siguientes elementos fundamentales:

1. Emisión de pasivos bancarios.

14. Véase Torres García ([1945], 1980, 175-220).

2. La existencia de un patrón monetario que no sea manipulado por las autoridades.
3. El gobierno no desempeña ningún papel activo con referencia a la cantidad de dinero producido dentro o fuera del sistema bancario.

Algunos de los supuestos fundamentales del modelo desarrollado por White son: una economía abierta, para que los movimientos de capitales se realicen libre y eficientemente; pequeña, para que no sea capaz de alterar los precios internacionales; con tasa de cambio fija y que opere bajo el estándar de oro internacional. Colombia se ajusta a estas características en el período de *banca libre*, por tanto podemos usar la teoría básica del modelo para evaluar su incidencia en la estabilidad macroeconómica del país y en el desarrollo económico del mismo.

Libertad de emisión

Una de las principales características de los sistemas de *banca libre* es que los bancos privados pueden emitir sus propios pasivos monetarios respaldados y convertibles en especie. En este caso, los pasivos a la vista emitidos por los bancos, generalmente en la forma de billetes y monedas, no forman parte de la base monetaria, como ocurre en la actualidad, y no se convierten en parte de la reserva de otros bancos. Esta es una ventaja, ya que los bancos privados no tienen ninguna incidencia en el multiplicador monetario y por tanto no afectan la estabilidad del sistema monetario total¹⁵.

En este sistema monetario la competencia de otros bancos privados obliga a los emisores a ser muy cautelosos con la cantidad de billetes que imprimen, ya que una cosa es emitir y otra muy diferente es mantener sus billetes en circulación en un medio competitivo. El público está en libertad de escoger entre diversas *marcas*, por tanto cada banco se debe encargar de generar una demanda para sus propios billetes y lograr distinguirlos de los demás, bien sea porque ofrece horarios extendidos de operación, tiene más agentes o sucursales localizados estratégicamente, hace más propaganda, ofrece una mejor calidad de billetes menos susceptibles a ser falsificados, o porque tiene el mejor respaldo y es capaz de redimir sus pasivos por oro o plata sin ninguna demora. Para poder generar y mantener esta demanda los bancos deben incurrir, además de los costos de impresión de los billetes, en unos costos adicionales para garantizar la circulación de los mismos y

15. Véase la explicación en Echeverri (1991, 119 - 120).

para ganarse la confianza del público, el cual en última instancia es el que garantiza su permanencia en el mercado¹⁶.

Cuando un banco privado se extiende excesivamente en la cantidad de billetes que emite, el mercado se encarga de enviarle señales por diversos canales. El primero es el público que se acerca a la ventanilla a convertir sus billetes en monedas de oro o plata. El banco comienza a detectar que sus reservas se están disminuyendo y frena la emisión hasta que se estabilicen nuevamente. Un segundo mecanismo se da a través de las compensaciones bilaterales con otros bancos. En este caso, el Banco B envía los billetes del Banco A para cambiarlos por especie. Igual al caso anterior, el Banco A comienza a detectar que sus niveles de reservas disminuyen y decide contraer. Cuando se desarrollan las casas de compensación bancaria, el banco que se haya excedido en su emisión va a detectar también una pérdida de reservas metálicas.

El problema más grave se presenta cuando todos los bancos se expanden en concierto y resulta un exceso de billetes en todo el sistema. En este caso los bancos no detectan compensaciones adversas netas debido a que el exceso de billetes en la economía se traduce en una pérdida de reservas en especie del país frente al resto del mundo. El público deseará más monedas de oro y plata, y los precios aumentarán en el corto plazo, hasta que la base monetaria alcance nuevamente el equilibrio por flujos de especie entre regiones, de acuerdo con la aproximación monetaria a la balanza de pagos. Este caso se asimila a un banco único, equivalente al Banco Central operando bajo un estándar monetario. La diferencia consiste en que es casi imposible establecer un cartel y conseguir que todos los bancos se expandan en concierto cuando hay un sistema competitivo. Siempre existirá la probabilidad de que algún banco no expanda su emisión con los demás y comience a acumular reservas, lo cual hace que el resto de los bancos detecten una sobremisión y decidan contraer (White, 1984,11-19).

Entre 1865 y 1886, los bancos privados que existían en Colombia podían emitir sus propios billetes. La Ley 35 de 1865 extendió los privilegios de emisión dados al Banco de Londres, México y Sur América por la Ley 27 de 1864, a todos los bancos que se establecieran en el futuro. La Ley 35 no restringía el derecho de los estados para autorizar bancos de emisión en sus propios territorios. Después de 1870, la mayoría de los estados de la Unión autorizaron la creación de bancos; sin embargo, el desarrollo de la banca no fue igual en todas las regiones del país debido a las distintas fuerzas que movían cada una de las economías. En general, estos billetes de

16. Véanse por ejemplo, White (1984,7-9), Selgin (1988,147-149), Dowd (1989,43-48).

banco le dieron mayor elasticidad a la oferta de dinero, pues su cantidad podía oscilar rápidamente respondiendo a la demanda del público por los mismos.

Los banqueros colombianos de la época conocían estos principios básicos de la *banca libre*. El presidente Mariano Ospina Rodríguez en sus *Escritos sobre economía y política* ([1875] 1969, 39-53) insistía en la diferencia entre un régimen de papel moneda y el sistema bancario de Colombia. Él decía que si un banco se excedía y emitía más notas que las requeridas para las transacciones personales y de negocios, el exceso de billetes regresaría al banco para ser redimido, las reservas en especie desaparecerían, y si estas acciones continuaban por un período largo, el banco tendría que declarar la inconvertibilidad de sus billetes y perdería la confianza del público. Él sostenía que el régimen monetario en el cual los bancos emiten sus propios billetes es el que le ofrece mayor confianza al público porque un billete de diez pesos siempre es equivalente a diez pesos en la moneda mercancía. Por el contrario, los regímenes en los cuales el gobierno es el emisor (como en los actuales de Banca Central) no son capaces de mantener la paridad con el estándar metálico y se devalúan rápidamente.

La circulación de billetes en la era de la *banca libre* se basaba fundamentalmente en la confianza del público y en la capacidad de los bancos para redimir las notas en especie. En ningún momento apareció la figura del gobierno obligando al público a recibir billetes de curso forzoso sino que había plena libertad para escoger su banco y para aceptar o no los billetes al precio que el mercado determinara. Curiosamente, la mayoría de los pasivos emitidos por bancos privados circulaban a la par con su equivalente metálico, y hubo casos, como el del Estado de Antioquia, donde la banca alcanzó un mayor desarrollo y en el que las pocas monedas de oro y plata que no habían desaparecido por el bimetalismo y la legislación monetaria tan caótica, pasaron a convertirse en la reserva de los bancos y casi desaparecieron de la circulación. Los billetes de los bancos antioqueños circulaban por todo el Estado, y en la mayoría de las poblaciones había agentes encargados de redimirlos si el usuario prefería monedas de plata de alta ley¹⁷.

Los bancos utilizaban sus conexiones con el comercio para poner en circulación sus billetes. La mayoría de los grandes comerciantes en Colombia eran también accionistas en los bancos y algunos de ellos habían comenzado a ofrecer servicios financieros en sus casas comerciales desde 1850. Los bancos ampliaron posteriormente su radio de acción cuando comenzaron a extender préstamos a los agricultores y a los artesanos. Los bancos les

17. Botero (1985) y (1989).

hicieron grandes préstamos a los gobiernos estatales y de la Unión, pero siempre comprometían sus ingresos futuros como garantía para los créditos¹⁸. Mariano Ospina Rodríguez ([1875] 1968) sostenía que el Estado era el peor deudor que podía tener un banco, y hasta aseguraba que, si la institución quería ser de éxito, se debería abstener de prestarle al gobierno.

Al mismo tiempo, la mayoría de los gobiernos aceptaban los billetes de los bancos. Inicialmente algunos bancos tenían este privilegio, pero a medida que se fueron estableciendo nuevas entidades comenzaron a aceptar los pasivos que estos emitían. Un privilegio como éste puede hacer fracasar el sistema de *banca libre* porque impide que otros bancos compitan bajo igualdad de condiciones. Eventualmente el público tiende a utilizar los billetes del banco que posee el privilegio legal del gobierno y se convierte en un agente monopólico como ocurrió con el Banco de Inglaterra en el siglo XVIII.

Algunos de los gobiernos estatales apoyaban a los bancos y prometían redimir los pasivos en caso de que éstos no lo hicieran. No hay evidencia de que esta garantía se hubiera convertido en un incentivo para que los bancos no fueran prudentes en su manejo (*moral hazard*). Por el contrario, las pocas corridas a los bancos se produjeron por temor a que sus arcas fueran confiscadas durante las guerras civiles. En otras ocasiones los bancos no usaron esta promesa del gobierno estatal sino que aprovecharon sus conexiones con los comerciantes privados para resolver con creatividad sus problemas de liquidez¹⁹.

Durante la era de la *banca libre* en Colombia los billetes eran el pasivo a la vista más importante de los bancos ya que los cheques no estaban muy generalizados y sólo se utilizaban en transacciones grandes en las ciudades principales. Como el negocio bancario estaba fundamentado en la emisión de billetes, muchos de los bancos no fueron capaces de sostenerse después de 1886, bajo el nuevo esquema del banco nacional con el monopolio de la emisión.

Reserva bancaria

En el sistema de *banca libre*, la reserva monetaria de los bancos está compuesta completamente por especie metálica, representada generalmente

18. María Mercedes Botero. *Op. cit.*

19. El viajero sueco F. von Schenck (1953,46) describe la corrida del público a redimir sus billetes en los bancos de Medellín luego de que la oposición confiscó las reservas en especie del Banco de Antioquia durante la guerra de 1876. Véase también María Mercedes Botero (1985).

por monedas de oro y plata. Los billetes de los bancos no forman parte de la reserva bancaria del banco que los emite o de la de otros bancos. Ésta es una garantía de estabilidad porque evita que un exceso de emisión se traduzca en un crecimiento desmesurado de la oferta monetaria a través del multiplicador.

En un sistema puro de *banca libre*, los bancos mantienen una reserva en especie que ellos mismos determinan de acuerdo con sus necesidades de liquidez y con su percepción del riesgo de una corrida súbita al banco. Esto lo complementan con activos productivos y que se puedan liquidar fácilmente en caso de una crisis o de una corrida al banco. Cualquier tipo de regulación sobre encajes les resta flexibilidad a los bancos para liberar recursos en especie en caso de que haya un cambio en la demanda de dinero de parte del público (Selgin, 1988, 70-85; 115-116). Como en todo negocio en el cual la confianza es la base de la institución, es necesario que la ley establezca con mucha claridad las responsabilidades contractuales de las dos partes, tanto del público que posee los billetes como de los bancos que los ponen a circular.

La legislación en Colombia era muy diversa en cuanto a las reservas en especie que los bancos deberían mantener para respaldar sus billetes. La que más se acercaba a la de un sistema ideal de *banca libre* era la del Estado de Bolívar que sólo mencionaba que los bancos deberían mantener suficientes reservas para redimir todos sus pasivos a la vista en cualquier momento. Otras, como las de los estados de Antioquia y Santander, no imponían reserva legal pero le exigían a los bancos mantener un determinado apalancamiento. Por ejemplo, los billetes en circulación del Banco de Antioquia no podían exceder su capital pagado. Esta restricción fue ampliada a tres veces el capital pagado para otros bancos que se establecieron después en el mismo Estado.

Las leyes de los estados sólo mencionaban los billetes y muy pocas generalizaban a otros pasivos a la vista, como depósitos en cuenta corriente o de ahorro. Esto es comprensible dado que los cheques sólo se usaban en los centros urbanos, como Bogotá, Medellín y Bucaramanga y su volumen era tan pequeño que no le permitía a los bancos contrarrestar el costo de las reservas legales obligatorias sobre los billetes.

Los banqueros colombianos aprendieron que debían mantener mayores niveles de reservas cuando hubiera incertidumbre e inestabilidad en la economía, especialmente en épocas de guerras civiles. Esto se observa claramente en los informes de los secretarios del Tesoro. Por ejemplo, en 1878, luego de la guerra civil, el director del Banco de Bogotá le informó al Secretario del Tesoro que habían decidido mantener reservas metálicas equiva-

lentes entre un 25% y un 30% de los pasivos a la vista (Memoria del Tesoro, 1879, 24).

¿Hay un monopolio natural en el sistema de *banca libre*?

El desarrollo de la *banca libre* en Colombia sirve como evidencia adicional de que no existe tendencia hacia un monopolio natural de la moneda. En un principio, los bancos trataron de ejercer e imponer un monopolio; sin embargo, a medida que se crearon nuevas entidades, la competencia obligó a eliminar estas prácticas para poder permanecer en el sector financiero, precisamente porque el costo marginal de emitir un billete adicional no era sólo el de impresión, sino el de ponerlo en circulación y mantenerlo en el mercado.

El monopolio natural ocurre cuando los costos marginales disminuyen a medida que la producción aumenta. En este caso, un productor aumenta su producción hasta eliminar a todos sus competidores en el mercado y se aprovecha de sus costos marginales decrecientes para convertirse en un monopolio natural.

Los monopolios en el manejo de la moneda son reales, y no naturales. Ellos aparecen principalmente cuando hay privilegios legales, como en el caso del papel moneda o de curso forzoso, ya que las restricciones a la competencia la sacan del mercado y favorecen a una sola entidad.

María Mercedes Botero (1989) en su análisis sobre el Banco de Antioquia expone claramente el espacio que existía para que la competencia se desarrollara y los billetes de diversos bancos circularan simultáneamente. Este ambiente perduró hasta cuando el presidente Núñez decidió fundar el Banco Nacional y lo dotó de herramientas legales que le daban poderes extraordinarios por encima de los otros bancos. Lo que verdaderamente hizo fue dar los primeros pasos para instaurar el monopolio de la moneda por parte del Estado.

Red de sucursales

En un sistema ideal de *banca libre* surgen unos pocos bancos grandes, capaces de ofrecer servicios eficientes y competitivos y que realizan el cubrimiento de una región más amplia a través de agencias y sucursales. La competencia entre los bancos por mantener la circulación de sus billetes a nivel nacional se convierte en el mayor estímulo para abrir nuevas oficinas y esto va ocurriendo a medida que las operaciones aumentan y que el sistema crece.

Rondo Cameron (1967,311-313) sostiene que un banco decide abrir sucursales porque es la mejor forma para captar y colocar más recursos, diversificar riesgos y aprovechar las economías de escala que hay en la banca. Él dice, además, que cuando hay diversas oficinas de un mismo banco, se incurre en menores costos de liquidez porque fácilmente se pueden transferir recursos de una sucursal a otra. Al mismo tiempo aparece una deseconomía, pues hay mayores costos administrativos que dependen, fundamentalmente, de la distribución geográfica del sistema bancario y de las condiciones en las que se encuentren las redes de comunicación en el país. A pesar de favorecer la apertura de sucursales por toda la región, Cameron reconoce que los bancos locales conocen mejor las necesidades y el potencial de negocios en su propia área y sus directivas están más interesadas en desarrollar los recursos de la zona.

En algunos países, como Estados Unidos, todavía existen barreras legales para abrir sucursales en otros estados, y esta es una de las razones por las cuales el sistema bancario es tan frágil y numeroso. Cuando hay barreras legales, la decisión de abrir una sucursal queda en la discreción y buena voluntad de un empleado público, y no depende del criterio económico para aprovechar o no las ventajas de las economías de escala (Selgin, 1988, 168; Dowd, 1988, 34). Este no fue el caso de Colombia en la era de la *banca libre*. Aparentemente, la Ley 35 de 1865 y las leyes de cada Estado formaban un sistema dual similar al de los Estados Unidos; sin embargo, los bancos se podían establecer libremente en los estados siempre y cuando cumplieran los requisitos de capitales mínimos.

En este período se fundaron en Colombia por lo menos 42 bancos, de los cuales algunos abrieron sucursales en las principales localidades del mismo estado donde estaba la oficina central y asignaron agentes en las otras poblaciones. Infortunadamente, el período de *banca libre* fue muy corto y las agencias no se llegaron a convertir en sucursales. Las limitaciones, debido a las barreras geográficas y a las dificultades de transporte y comunicaciones, impidieron que se establecieran sucursales fuera del estado donde el banco tenía sus operaciones principales. Estas barreras hacían que el público tuviera más confianza en los billetes de los bancos locales que en los de las otras regiones. Por ejemplo, el Banco de Bogotá abrió una sucursal en Barranquilla, pero ésta tuvo muy poca aceptación porque no podía garantizar la convertibilidad de los billetes en monedas de plata debido a que el transporte de especie entre Bogotá y este puerto sobre el Caribe era muy difícil y arriesgado. Según las crónicas de Miguel Samper ([1925]1977,III,48-49), después de este intento, el banco decidió aplazar su decisión de abrir nuevas sucursales en Neiva y Bucaramanga. El Banco de Antioquia tuvo una sucursal en Manizales, la cual fue muy exitosa hasta

1876. Posteriormente fue desplazada en 1881 por el Banco Industrial de esta ciudad²⁰.

En Escocia ocurrió un fenómeno similar: inicialmente los bancos designaron agencias encargadas de operaciones de descuento y de garantizar la circulación y la conversión de los billetes en la región. A medida que las operaciones bancarias aumentaron, estas agencias se convirtieron en sucursales que ofrecían todos los servicios del banco matriz. La evolución fue tan grande, que en 1845, 150 años después de que comenzara la *banca libre*, había 19 bancos emisores con 363 sucursales en funcionamiento (White, 1984, 29-37).

Sistemas de compensación

Los bancos comienzan a emitir sus billetes y a ponerlos en circulación en la región donde están localizados. Posteriormente, para ampliar su radio de acción, hacen acuerdos con otros bancos para aceptarse mutuamente sus billetes. En un principio, los bancos hacen las compensaciones de cuentas de banco a banco en forma bilateral, pero a medida que las operaciones aumentan y que la red se hace más compleja, comienzan a aparecer las casas de compensación como intermediarios de estas transacciones. Eventualmente, éstas alcanzan niveles nacionales e internacionales.

Los sistemas de compensación son el paso que sigue en un sistema de *banca libre* en desarrollo. Durante el período de *banca libre* en Colombia nunca llegamos a un sistema multilateral de compensaciones bancarias porque el fortalecimiento político del Banco Nacional y la imposición del régimen de papel moneda frenó su evolución. Afortunadamente, el sistema de agencias, sucursales y de acuerdos con bancos corresponsales en otros estados permitieron que los billetes tuvieran una amplia circulación y garantizaron que fueran redimidos por monedas de alta ley en cualquier parte.

Estabilidad del sistema bancario

Hay una diferencia fundamental entre los sistemas de *banca libre* y de banca central: la flexibilidad con la que oscila la oferta monetaria. En el primero, el mercado envía señales automáticas a los bancos a través de las compensaciones en caja e interbancarias en las cuales el banco detecta si se ha excedido, o por el contrario, si tiene margen para ampliar sus emisiones. En

20. Véase Botero (1989).

un exceso de emisión el banco tiene compensaciones adversas y sus reservas en especie comienzan a disminuir. La señal es inmediata y los directores del banco pueden tomar acciones correctivas oportunamente.

Por el contrario, la banca central y el sistema de reserva fraccional es inestable *per se* y se requieren reglas y políticas monetarias para manejar la oferta monetaria apropiadamente. Infortunadamente, esto no tiene un alcance significativo porque los billetes del Banco Central sirven tanto de efectivo en poder del público, como de reserva en los bancos privados, de manera que resulta en una expansión multiplicativa de los medios de pago a través de los sistemas de crédito. Cuando hay un exceso de emisión no existen mecanismos automáticos para detectarla ya que estos billetes no regresan al banco que los emitió. Si el sistema se rige bajo un patrón metálico, el efecto será una pérdida de reservas en especie frente al resto del mundo, pero en un modelo como el actual sólo se observa un aumento generalizado en los precios (Selgin, 1988, 89-125).

Las cualidades de la *banca libre* no significan que éste sea un sistema perfecto. Existen riesgos debido a malas decisiones empresariales, a *shocks* en la oferta o la demanda, o a imperfecciones del mercado y en la información. Sin embargo, en este modelo es más fácil alcanzar y mantener la estabilidad monetaria ya que hay tendencias al equilibrio que siempre están presentes. En este sistema las tasas de interés pueden alcanzar los niveles naturales de equilibrio por varias razones: la oferta y la demanda de fondos prestables se ajustan más fácilmente a las necesidades del público; las compensaciones adversas permiten corregir una pérdida de reservas y los precios son más estables dado que hay libertad de movimiento de capitales, y la moneda mercancía se acomoda a las condiciones de la demanda a través de los movimientos de especie entre regiones descrito por Hume y de acuerdo con la aproximación monetaria a la balanza de pagos.

Las corridas a los bancos y los pánicos son algunos de los disturbios que pueden afectar la estabilidad del sistema bancario. Las corridas ocurren cuando el público va al banco a redimir sus billetes y depósitos a la vista, por monedas de oro o plata. Las corridas pueden ser de dos clases. La primera se da cuando se reduce el nivel de aceptación de los cheques respecto a los billetes o monedas y el público sale a convertir sus cuentas corrientes por efectivo. No hay evidencia alguna que este tipo de corridas hubieran ocurrido en Colombia durante la *banca libre*, en especial porque el uso de cheques todavía era muy restringido en la época y sólo circulaban entre los clientes más refinados de los bancos. El segundo tipo de corridas ocurre cuando se pierde la confianza en un banco y el público decide cambiar todos los pasivos monetarios a la vista que el banco emite. Cuando la

corrida a redimir los pasivos afecta la estabilidad de todo el sistema, ésta se convierte en pánico. En ese caso sólo hay dos mecanismos para resolver la crisis: suspender la convertibilidad a nivel global o hacer uso temporal de alguna base monetaria externa (Selgin, 1988, 134-139).

Las corridas en Colombia fueron episodios aislados en algunos bancos, y causados, generalmente, por algún tipo de intromisión del gobierno. Adicionalmente, nunca se presentaron los efectos de contagio que caracterizan los pánicos y el público mantuvo siempre una gran confianza en el sistema.

Las corridas más famosas ocurrieron durante la guerra de 1876 en Bogotá y Medellín. En la primera, el gobierno no cumplió sus obligaciones con el Banco de Bogotá y retiró los depósitos del Tesoro. Tan pronto el público se enteró, corrió a cambiar sus billetes y a retirar sus cuentas hasta el punto en el cual el banco tuvo que suspender la convertibilidad temporalmente antes de que sus reservas en oro se agotaran (Eslava Flechas, 1984). Durante este período se mantuvo la confianza en la institución a pesar de la suspensión. Según un informe del secretario del Tesoro al Congreso de 1878, el día que el banco restableció la convertibilidad de sus billetes, los depósitos aumentaron en más de siete mil pesos y el público sólo redimió 800 pesos, mientras había cerca de setenta mil pesos en billetes en circulación. El Banco de Bogotá utilizó un mecanismo similar al de las cláusulas de opción introducidas por los bancos en Escocia durante la *banca libre*. Allí los bancos le añadían una opción a los billetes, la cual les permitía redimirlos en el momento de la presentación de los mismos o en los seis meses siguientes, caso en el cual el banco se comprometía a pagar un interés por la demora. La opción se ejecutaba según fueran las condiciones de liquidez de la entidad (White (1984, 29-30), Selgin (1988, 137), Dowd (1989, 28-31)).

Según Dowd (1988, 30), estas cláusulas tienen, entre otras, la ventaja de que los poseedores de depósitos y billetes son compensados en caso de que el banco suspenda la convertibilidad. Esto contribuye a que se pueda mantener la demanda por los billetes y, por ende, su aceptabilidad en el mercado durante la suspensión. La presencia de la opción le asegura a los individuos que no quieren correr ningún riesgo (*risk averse*), que no pierden nada si no llegan de primeros a redimir sus billetes en medio del pánico. Igualmente, hay menos probabilidad de que ocurra un pánico cuando los bancos pueden colocar la cláusula, ya que no hay tanto interés de participar en una corrida general si se anticipa que de todas formas le van a redimir sus billetes en un futuro y con remuneración. Siguiendo estos principios, el Banco de Bogotá pagó una tasa de interés superior por los depósitos du-

rante las suspensiones lo que permitió que se mantuviera la confianza en la institución y en el sistema²¹.

En Antioquia el caso fue diferente. En la toma de Medellín, el general Rengifo saqueó las arcas del Banco de Antioquia y a éste le quedó imposible redimir sus billetes. Los directores del banco, apoyados por los comerciantes, se inventaron una operación muy creativa para mantener la confianza del público en la institución: los comerciantes decidieron mantener todos los contratos y aceptar cada billete que recibieran como un avance al banco. Esta promesa se mantuvo de manera tan estricta que todos los billetes fueron redimidos a tiempo, la confianza en los bancos se restauró en poco tiempo y la crisis se resolvió sin pérdidas (Botero, 1985; von Schenck, 1953, 46). Esta solución es muy similar al mecanismo de notas convertibles con posterioridad, en el cual un banco pone a circular billetes que sólo se pueden redimir después de una fecha futura preestablecida.

En general, durante la *banca libre*, las crisis y la inestabilidad que produjeron los pánicos no fueron causadas por el sistema en sí, sino por factores externos, principalmente en la forma de intervención estatal. La más dura crisis de la era de *banca libre* en Colombia ocurrió después de 1886 cuando el presidente Núñez suspendió la convertibilidad de los billetes, declaró el billete del Banco Nacional de curso forzoso y unidad monetaria en el país, y obligó a los bancos de emisión a recoger sus billetes y redimirlos. Los bancos localizados en los centros urbanos (Bogotá, Medellín, Bucaramanga) lograron sobrevivir como bancos de depósito y giro debido a que las transferencias y los cheques representaban un volumen importante de sus operaciones; sin embargo, aquellos para los cuales los billetes representaban una fuente importante de ingresos, no pudieron sostenerse y tuvieron que cerrar luego de cumplir todas sus obligaciones.

George Selgin (1988, 135-137) ha explorado, de manera teórica, otras formas de prevenir pánicos en sistemas monetarios de *banca libre*. Una de las alternativas es un seguro privado en el cual se ajusta la prima por pagar de acuerdo con los resultados de auditorías especializadas y continuas. Otra consiste en la creación de un fondo de reserva que puede ser administrado por las casas de compensación y que se ajusta día a día según las condiciones del mercado. Una alternativa adicional puede ser un sistema de garantías entre los bancos, acomodado de tal forma que ningún banco puede garantizar y ser garantizado simultáneamente por la misma institución. Todas estas alternativas muestran el talento empresarial que se puede desarrollar al existir competencia, el cual permite, además, el desarrollo de

21. Véase Romero (1992).

nuevos productos y de mecanismos ingeniosos para resolver crisis de liquidez con eficacia y rapidez. Esta habilidad se reprime en los sistemas monetarios centralizados y regulados²².

Los bancos como intermediarios financieros

El objetivo primordial de la banca es dar movilidad a los recursos de capital a través de medios que sean aceptados por la comunidad, como monedas, billetes, cheques, tarjetas débito y crédito, etc. Esta función se cumple a través de la intermediación entre ahorradores e inversionistas, o de prestamistas y prestatarios y para lograrla las instituciones financieras deben captar fondos y colocarlos eficientemente en actividades productivas.

El volumen de fondos desviados hacia la inversión depende directamente de la eficiencia con la cual los bancos cumplan su función de intermediación. La competencia entre bancos es un factor clave para mejorar y activar la eficiencia, y el sistema de *banca libre* es el mejor para garantizarla (Selgin, 1988, 82-85; Cameron, 1972, 7-9; Fry, 1988, 234-237).

Los bancos que se establecieron en Colombia durante el período de la *banca libre* realmente actuaron como verdaderos intermediarios financieros. Estos bancos ampliaron la oferta de fondos prestables, con lo cual rebajaron el costo del crédito. Según Salvador Camacho Roldán, en su informe al Congreso de 1871 como secretario de Hacienda, las tasas de interés para préstamos agrícolas en las ciudades principales oscilaban entre 10% y 15% antes de que los bancos fueran creados y se redujeron a un rango entre 6% y 8% cuando se establecieron los primeros bancos de emisión. Infortunadamente, estos fondos estaban disponibles sólo para algunos de los sectores más desarrollados de la economía colombiana, como la minería y el comercio, y a ellos no tenía acceso el resto del país. Para otros sectores, como el rural, las tasas de interés de mercado seguían siendo muy altas (24%, 36% y hasta 100% al año) lo que ilustra la poca oferta de recursos dedicados al agro y el riesgo tan alto que significaban estas operaciones de crédito.

Las tasas de interés durante la *banca libre* se mantuvieron relativamente estables, incrementándose ligeramente en tiempos de guerras civiles debi-

22. Richard Timberlake (1984, 1-15) describe la aparición, a finales del siglo pasado y durante la primera década de este siglo en los Estados Unidos, de los certificados de préstamo de las casas de compensación (*clearing house loan certificates*) como uno de los ejemplos más importantes del ingenio con el cual el mercado resuelve sus problemas de liquidez. Cuando hay crisis de solvencia la única solución es la quiebra.

do a los mayores riesgos que éstas implicaban. Los banqueros eran además muy ortodoxos y tenían como política especial recoger billetes en circulación y reducir la cartera cuando las condiciones de estabilidad política variaban. Los gobiernos durante la *banca libre* nunca intentaron controlar las tasas de interés; por el contrario, ellos favorecían la libertad de empresa y veían a los bancos como cualquier otra industria que se debía regir sólo por los códigos de comercio locales. Esto ayudó a que se cumpliera la función de intermediación y que se colocaran recursos de un gran número de pequeños ahorradores en un conjunto de actividades que los utilizaban eficientemente y que comenzaban a contribuir al desarrollo económico del país.

Aporte de la banca al desarrollo económico

Además de servir como intermediarios financieros y reasignar recursos de los ahorradores o prestamistas hacia los inversionistas o prestatarios, los bancos facilitan el desarrollo económico de una nación y activan su proceso de industrialización. Según Cameron (1967,292), los requisitos financieros para la industrialización son la acumulación, la movilización y la utilización eficiente del capital. Aunque el papel de las instituciones financieras está principalmente en la movilización de los recursos de capital, éstas también pueden facilitar su acumulación al estimular el ahorro y servir como vehículos para introducir nuevos capitales. La responsabilidad de la utilización eficiente del capital está principalmente en manos de los empresarios, pero las instituciones financieras tienen un gran poder discrecional en la selección de las alternativas de inversión y en el seguimiento de los procesos productivos en los cuales el capital ha sido empleado. De acuerdo con estos conceptos, la banca requiere libertad y flexibilidad para desarrollarse según sea la demanda por sus servicios.

Históricamente, el proceso de desarrollo produce interacciones entre cuatro grandes factores: la población, los recursos, la tecnología y las instituciones sociales. El sistema bancario forma parte de las últimas y puede convertirse en un mecanismo que contribuya positivamente al crecimiento y desarrollo económico siempre que sus acciones no sean contrarrestadas por otros factores como políticas gubernamentales ineptas, restricciones a la libertad de entrada, etc. Cuando hay competencia en la banca se activa la movilización de recursos financieros y se facilita su utilización eficiente en el comercio y la industria (Cameron (1972,3-25)).

El desarrollo de los bancos en Colombia durante la *banca libre* facilitó las transacciones de negocios y los flujos comerciales, aumentó los recursos de crédito y ayudó a reducir el caos monetario existente en el país produ-

cido por la mala legislación y el bimetalismo. Los bancos le prestaron muchos servicios a las comunidades donde tenían su radio de acción y fueron de vital importancia para los comerciantes y los mineros. En una escala más pequeña, contribuyeron con servicios a toda la comunidad, incluyendo las industrias incipientes, los artesanos y los agricultores²³.

Estos bancos participaron en el desarrollo de los sistemas de transporte y comunicaciones entre regiones ya que fueron de los primeros inversionistas en fomentar activamente proyectos ferroviarios, de caminos y sistemas de transporte fluvial (Ortega, 1920). Ellos sabían que los negocios y las transacciones comerciales aumentan cuando la infraestructura es adecuada y esto a su vez es un estímulo al sector financiero porque propicia el crecimiento de la economía.

No se puede vincular directamente el desarrollo económico con la existencia de la banca, pero el caso de Escocia es la mejor muestra de que un sistema monetario y bancario estable y eficiente, lo promueve. Entre 1716 y 1845, Escocia tuvo un sistema de *banca libre*, lo cual representaba una ventaja comparativa con respecto a su país vecino, Inglaterra, cuyo sistema monetario era caótico. Igualmente, Escocia tenía un sistema educativo superior al inglés. Rondo Cameron (1967, 94-95) calcula que en 1750 el ingreso per cápita en Escocia era la mitad del de Inglaterra, mientras cien años más tarde eran prácticamente iguales. El desarrollo de Escocia fue mucho más rápido en este período y ocurrió en un medio más adverso con inestabilidad política, una infraestructura física muy inferior a la inglesa y mayor lejanía de los mercados de exportación. White (1984) analiza en detalle el caso escocés en este período y concluye que el sistema de *banca libre* definitivamente favoreció un mayor desarrollo económico²⁴.

Infortunadamente, la era de la *banca libre* en Colombia fue muy corta y no se alcanzó a desarrollar plenamente, por tanto no se pueden hacer este tipo de comparaciones, pero sí se puede calcular el *Índice de densidad bancaria de Cameron* (bancos por cada 10 000 habitantes) para medir la eficiencia

23. Algunos de los servicios que prestaron los bancos en Antioquia los describe María Mercedes Botero (1985) y (1989); en la costa atlántica lo hacen Adolfo Meisel Roca y Eduardo Posada Carbo (1988); la historia del Banco de Bogotá se encuentra en varias fuentes pero la más completa es la escrita por Carlos Eslava F. (1984) y un documento en proceso de Carmen Astrid Romero (1992); una corta descripción del Banco del Estado en Cauca la realiza Diego Castrillón A. (1983); la banca en Santander la ilustran Manuel José Pinilla y Pedro A. Rivas (1990).

24. Aun durante la mal llamada *banca libre* en Estados Unidos, el sistema fue más estable que el actual (Rockoff (1974)). Schuler (1988) también analiza este punto para el caso canadiense y resalta las bondades de la *banca libre* relacionadas con el desarrollo económico.

con la cual el sistema bancario podía cumplir sus funciones. Los bancos se distribuyeron rápidamente por todo el territorio y su densidad aumentó drásticamente durante el período. En 1880, Colombia tenía cerca de 3,3 millones de habitantes y había por lo menos 42 bancos, lo cual da un índice de 0,15 que todavía es bajo. Sin embargo, dada la distribución geográfica de la población y el aislamiento de las regiones, este índice se debe calcular para las zonas de influencia de la banca. Por ejemplo, Antioquia tenía 525 mil habitantes en 1883 y por lo menos 13 oficinas bancarias, lo que da un índice de 0,24, casi comparable con el de Escocia en 1770, sesenta años después de comenzar la era de la *banca libre*, lo cual permite suponer que a la banca colombiana le esperaba un futuro próspero. Estas cifras contrastan con lo que ocurrió después de 1886 cuando se cae el índice de densidad bancaria. En 1892 había sólo 12 bancos en todo el país y el Banco Nacional sólo abrió sucursales en Bogotá y Barranquilla. Se puede afirmar que las restricciones legales que redujeron la disponibilidad de la banca y frenaron su desarrollo, tienen en gran parte la responsabilidad del desaceleramiento en el desarrollo industrial del país.

Los liberales radicales de la época y algunos de los conservadores insistían en que la industrialización era un proceso natural y su evolución sólo era posible mediante políticas de libre mercado. Ellos se oponían a que el gobierno interfiriera con el progreso industrial y a que participara como empresario (Ospina R. [1875] 1969; Samper, [1925] 1977; Ospina V., 1986, 303). Además, el presidente Núñez y sus seguidores estaban convencidos de que políticas proteccionistas les ayudarían a las empresas incipientes a desarrollarse y que el régimen de papel moneda proveería los recursos necesarios para su progreso (Caro, 1956; Martínez Silva, 1937). Este debate no se ha terminado y todavía dudamos si es mejor el mercado o si se requiere intervención estatal para pulir las imperfecciones de la competencia. Mientras existan tantos intereses políticos será muy difícil aceptar lo que los grandes economistas están demostrando hace más de 300 años: *laissez faire, laissez passer*.

Bibliografía

- Avella, Mauricio (1987), *Pensamiento y política monetaria en Colombia, 1886-1946*. Contraloría General de la República, Bogotá.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street*. Kegan, Paul & Co., Londres.
- Botero, María Mercedes (1985), "Instituciones bancarias en Antioquia, 1872-1886", en: *Lecturas de Economía*, 17, pp. 43-147.
- , (1988), "Los bancos locales en el siglo XIX: el caso del Banco de Oriente de Antioquia, 1883-1887", en *Boletín cultural y bibliográfico*. Biblioteca Luis Ángel Arango, XXV:17, pp. 77-94.
- , (1989), "El Banco de Antioquia como modelo de un banco regional", en *Estudios Sociales*, 5, septiembre, pp. 27-92.
- Caballero, Enrique (1970), *Historia económica de Colombia*, Italgaf, Bogotá.
- Camacho Roldán, Salvador (1927), *Artículos escogidos*. Librería Colombiana, Bogotá.
- , (1976), *Escritos varios sobre economía y política*. Instituto Colombiano de Cultura, Bogotá.
- , (1882), *Escritos varios*, Librería Colombiana, Bogotá.
- Cameron, Rondo et al. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Comparative Study in Economic History*, Oxford University Press, Nueva York.
- , ed. (1972), *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*. Oxford University Press, Nueva York.
- Caro, Miguel Antonio (1956), *Escritos sobre cuestiones económicas*, Banco de la República, Bogotá.
- Castrillón Arboleda, Diego (1983), *Historia del Banco del Estado y la moneda rodando como propiedad privada*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá.
- Conant, Charles A. (1896), *A History of Modern Banks of Issue*. G.P. Putnam's Sons, Nueva York.
- Cruz Santos, Abel (1965), "Economía y Hacienda Pública", Vol. 15 (I); en *Historia Extensa de Colombia*, Academia Colombiana de Historia, Bogotá.
- De La Torre, Roberto, *Estudio sobre nuestra circulación monetaria*, Biblioteca Luis Ángel Arango, Bogotá, Miscelánea 732.
- Díaz, José Ignacio (1989), "El Banco Nacional 1880-1904: el fracaso de la moneda legal", en *Lecturas de Economía*, 28.
- Dowd, Kevin (1988), *Private Money: the Path to Monetary Stability*, Hobart Paper No. 112, The Institute of Economic Affairs, Londres.
- , (1989), *The State and the Monetary System*, Phillip Allan, Oxford, Eng.
- Echavarría, Enrique (1946), *Crónicas e historia bancaria de Antioquia*, Tipografía Bebout, Medellín.
- Echeverri Pérez, Lina María (1991), *Free Banking in Colombia, 1865-1886*. Tesis Ph.D. en Economía, University of Georgia.
- , (1991), "Qué es la banca libre", en *Banca y Finanzas*, 22 (octubre-diciembre), pp. 111-126.
- Eslava Flechas, Carlos (1984), *El Banco de Bogotá: 114 años en la historia de Colombia*, Banco de Bogotá, Bogotá.
- Glasner, David (1989), *Free Banking and Monetary Reform*. Cambridge University Press, Cambridge, England.

- Goodhart, Charles (1988), *The Evolution of Central Banks*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Gorton, Gary (1985), "Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States", en *Journal of Economic History*, 42, junio, pp. 277-83.
- Holguín, Jorge (1903), *Desde cerca (asuntos colombianos)*, París.
- Ibáñez Nájara, Jorge Enrique (1990), "La emisión de billetes en el siglo XIX", en *Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Jaramillo Uribe, Jaime (1964), *El pensamiento colombiano en el siglo XIX*, Editorial Temis, Bogotá.
- Jevons, W. Stanley (1898), *Money and the Mechanism of Exchange*, D. Appleton & Company, Nueva York. c. 1875.
- Jonung, L. (1985), "The Economics of Private Money: The Experience of Private Notes in Sweden, 1831-1902", Documento preparado para *The Monetary History Group*.
- Liévano Aguirre, Indalecio ([1944] 1985), *Rafael Núñez*, El Áncora Editores, Bogotá.
- Means, Robert Charles (1980), *Underdevelopment and the Development of Law*, The University of North Carolina Press, Chapel Hill.
- Meisel Roca, Adolfo (1988), "Los bancos de Cartagena, 1874-1925", Manuscrito.
- , (1990a), "Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923", en *Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Banco de la República, Bogotá.
- , (1990b), "El patrón metálico, 1821-1879", en *Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Meisel Roca, Adolfo y Posada Carbó, Eduardo (1988), "Bancos de la costa", en *Boletín cultural y bibliográfico*, Biblioteca Luis Ángel Arango, XXV:17, pp. 95-112.
- Ministerio de Hacienda, *Reportes al Congreso Nacional. 1865-1900*. (nombre varía).
- Ministerio del Tesoro. *Reportes al Congreso Nacional. 1865-1900*, (nombre varía).
- McGreevey, William Paul (1971), *An Economic History of Colombia, 1845-1930*. Cambridge University Press, Cambridge, Eng.
- Nieto Caballero, Luis Eduardo (1912), *El curso forzoso y su historia en Colombia*, Liotipo de la Gaceta Republicana, Bogotá.
- Núñez, Rafael (1888), *La reforma política*, La Luz, Bogotá.
- Ospina Vásquez, Luis (1986), *Industria y protección en Colombia, 1810-1930*, Fundación Antioqueña para los Estudios Sociales, Faes, Medellín.
- Ospina Rodríguez, Mariano ([1875] 1969), *Escritos sobre economía y política*, Universidad Nacional de Colombia, Bogotá.
- Park, William James (1985), *Rafael Núñez and the Politics of Colombian Regionalism, 1863-1886*. Louisiana University Press, Baton Rouge.
- Pinilla G., Miguel José y Rivas G. Pedro A. (1991), *Moneda y banca en Santander*, Asociación Bancaria de Colombia, Bucaramanga.
- Rockoff, Hugh (1974), "The Free Banking Era: A Reexamination", en *Journal of Money, Credit and Banking*, VI: 2, mayo, pp. 141-167.
- Romero, Carmen Astrid (1985), *Historia monetaria en Colombia, 1880-1905*, Tesis Universidad Nacional de Colombia, Bogotá.
- , (1992), *Los bancos de Bogotá y de Colombia*. Primer manuscrito.

- Samper, Miguel ([1925] 1975), *Escritos político económicos*, 4 Vol, Banco de la República, Bogotá.
- Sandberg, Lars G. (1978), "Banking and Economic Growth in Sweden before World War I", en *Journal of Economic History*. XXXVIII: 3, septiembre, pp. 650-680.
- Schuler, Kurt (1988), *Canadian Banking, 1837-1867*, The University of Georgia, Athens: Manuscrito.
- , (1991), "Overview of the World History of Free Banking", en *The Experience of Free Banking*, Kevin Dowd editor.
- Selgin, George (1988), *The Theory of Free Banking, Money Supply under Competitive Note Issue*. CATO Institute & Rowman & Little Field, Totowa, NJ.
- , (1990), "Short Changed in Chile: the Truth about the Free Banking Episode", en *Austrian Economics Newsletter*. Invierno/primavera, pp. 5-7.
- , (1990), "Free Banking and Monetary Stabilization", en *College of Business Administration Working Paper Series*. No. 90304E. The University of Georgia, Athens.
- , (1991), *Free Banking in Foochow, 1800-1935*, The University of Georgia, Athens.
- Selgin, George y White, Lawrence H. (1987), "The Evolution of a Free Banking System", en *Economic Enquiry*, 25 julio, pp. 439-457.
- Sylla, Richard (1972), "The United States, 1863-1913", en *Banking in Economic Development, Some Lessons of History*, Rondo Cameron editor, Oxford University Press, Nueva York.
- Timberlake, Richard H., Jr. (1978), *The Origins of Central Banking in the United States*, Harvard University Press, Cambridge.
- , (1984), "The Central Banking Role of Clearinghouse Associations", en *Journal of Money, Credit and Banking*, XVI (1984), pp. 1-15.
- Torres García, Guillermo ([1945] 1980), *Historia de la moneda en Colombia*, Fundación Antioqueña para los Estudios Sociales, Faes, Medellín.
- Triffin, Robert (1944), *Money and Banking in Colombia*, Washington, D.C.
- Trivoli, George (1979), *The Suffolk Bank*, The Adam Smith Institute, Leesburg, VA.
- Vaubel, R., "Free Currency Competition", en *Weltwirtschaftliches Archiv*, pp. 435-59.
- Von Schenck, Friederich (1953), *Viajes por Antioquia en el año 1880*, Publicaciones del Banco de la República, Archivo de la Economía Nacional, Bogotá.
- White, Lawrence Henry (1984), *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1945*, Cambridge University Press, Cambridge, England.
- , (1989), *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money*, New York University Press, Nueva York.
- Yeager, Leland B. (1968), "Essential Properties of a Medium of Exchange", en *Kyklos*, 21, pp. 45-69.

este libro se terminó de imprimir
en los talleres de tercer mundo editores
en mayo de 1994
santafé de bogotá, colombia,
apartado aéreo 4817

1911
1912
1913
1914
1915
1916
1917
1918
1919
1920
1921
1922
1923
1924
1925
1926
1927
1928
1929
1930
1931
1932
1933
1934
1935
1936
1937
1938
1939
1940
1941
1942
1943
1944
1945
1946
1947
1948
1949
1950
1951
1952
1953
1954
1955
1956
1957
1958
1959
1960
1961
1962
1963
1964
1965
1966
1967
1968
1969
1970
1971
1972
1973
1974
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981
1982
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019
2020
2021
2022
2023
2024
2025

ACADÉMICA



En siete grandes capítulos, esta obra reúne novedosos e importantes ensayos de carácter académico sobre el desarrollo en Colombia de la banca y el sistema monetario en el siglo XIX y las primeras décadas del siglo XX.

El tema de la historia monetaria y bancaria se ha convertido en los últimos años en un asunto de especial interés para los investigadores y especialistas del mundo entero. No obstante, los avances teóricos sobre el particular se encontraban ausentes de los centros académicos y de investigación colombianos.

La obra es a su vez pionera en el uso de una nueva metodología que combina el trabajo estrictamente histórico —como la búsqueda y ordenamiento de las fuentes primarias tales como balances bancarios, informes, cartas y actas de juntas, entre otras— con la teoría económica y la econometría. La combinación de estos dos elementos hace de la historia económica algo especialmente fascinante.



EDITORES

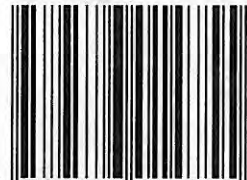


FEDESARROLLO



ASOCIACIÓN BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

ISBN 958 601 475 4



9 789586 014755