

La serie "Borradores Semanales de Economía" es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los Trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

## **UNA HISTORIA DE LOS AÑOS VEINTE PARA LOS NOVENTA**

**Por:**  
**Alejandro López M.**  
**Juana P. Téllez C.**

**1995**

**No. 24**

Para comentarios favor dirigirse a los autores:  
Fax: 2865936 - Teléfono 3421035.

# **UNA HISTORIA DE LOS AÑOS VEINTE PARA LOS NOVENTA**

**Alejandro López M\***  
**Juana P. Téllez C.**

**Santafé de Bogotá, marzo 1995**

---

\*Agradecemos los comentarios de José Darío Urbe.

## I. Introducción

Los flujos de capital que han entrado en América Latina durante los últimos años no son una característica exclusiva de la década del noventa. En efecto, a finales de los años setenta y principios de los ochenta, la región también experimentó una coyuntura de entrada de capitales del exterior y su desenlace hizo recordar la experiencia vivida en los años treinta (véase, entre otros, Díaz-Alejandro (1983)). A pesar de las lecciones que se pueden sacar de la historia, ella se olvida, y cuando la turbulencia de los mercados de capitales internacionales vuelve a azotar las economías de la región, el fenómeno parece único, nuevo e irrepetible.

A diferencia de otros países de América Latina, en 1994 el déficit en la cuenta corriente de Colombia fue financiado, en casi 70% (US\$ 1.928 millones), por inversión extranjera. De dicha inversión, los llamados fondos de inversión, que son los más volátiles, representaron el 22% (US\$ 424 millones). La importancia de la inversión extranjera directa, sumada al hecho de que las exportaciones están creciendo a un ritmo superior al de la tasa de interés promedio de la deuda externa, condujo a que el indicador de solvencia deuda/exportaciones permaneciera en los niveles de años anteriores (Varela y Beltrán (1995)). Esto vuelve a Colombia más inmune que otros países a las repercusiones que tendría un eventual deterioro de las condiciones existentes en los mercados de capitales internacionales.

No obstante, es interesante recordar la historia y derivar las lecciones que permitan actuar con cautela en la actual coyuntura. Con este propósito, el presente trabajo está dividido en cuatro partes, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda refresca la experiencia de la llamada "prosperidad a debe" y su desenlace a finales de los años veinte y principios de los treinta. La tercera indica las semejanzas y diferencias de esta historia con la vivida durante los últimos años. La cuarta sección presenta las conclusiones.

## II. Del auge de los años veinte a la crisis de los treinta

### A. La época de la prosperidad a debe

A comienzos de los años veinte Colombia continuaba siendo un país aislado geográficamente y económicamente, con graves problemas de comunicación y transporte, baja actividad comercial con el exterior, escasa participación industrial en el producto y un reducido flujo de capitales del exterior. En este contexto se realizó un gran esfuerzo por ampliar la infraestructura vial y ferroviaria, aumentar los flujos de comercio y atraer la inversión y los empréstitos extranjeros al país. Con el propósito de sentar las bases para alcanzar este último objetivo, el Gobierno Colombiano contrató en 1923 una Misión extranjera dirigida por el profesor Edwin W. Kemmerer.

**Cuadro 1**  
**Entradas netas de capital**  
**(Miles de dólares)**

Año	Entradas netas de capital	% del PIB
1923	8.655	0.37
1924	8.195	0.13
1925	6.708	0.24
1926	28.164	0.98
1927	52.957	1.87
1928	66.235	2.40

Fuente: Meisel (1990b)

A partir de las recomendaciones de la Misión, el Gobierno Nacional presentó y logró la aprobación en el Congreso del estatuto orgánico del Banco de la República, la Superintendencia Bancaria y la Contraloría General. Además, la Misión sentó los fundamentos de la moderna normatividad para los Bancos comerciales y el presupuesto nacional y, siguiendo sus consejos, se estableció el patrón oro como la institución básica

de los regímenes monetario y cambiario<sup>1</sup>. La reforma estructural impulsada por la Misión en 1923, así como la labor de promoción del país en el exterior realizada por el mismo Kemmerer, hicieron posible un aumento de la confianza internacional en el país. Esta nueva condición, sumada al mayor valor de las exportaciones cafeteras (debido a un aumento en los precios internacionales del grano) y al pago de US\$ 25 millones como indemnización por la independencia de Panamá, elevaron el ingreso de divisas al país. Así, las entradas netas de capital se elevaron desde US\$8.7 millones (0.4% del PIB) en 1923 hasta US\$66.2 millones (2.4% del PIB) en 1928 (Cuadro 1). Este fenómeno también se presentó en otros países de América Latina.

**Cuadro 2**  
**Indicadores de las finanzas del Gobierno Central, 1923-1934**  
(Miles de pesos de 1923)

Año	Ingresos corrientes	Aumento (%)	Gastos corrientes (sin pago de deuda)	Aumento (%)	Superávit fiscal como % del PIB
1924	59.244	—	41.109	—	—
1925	69.549	17.3	56.344	37.1	1.80
1926	72.779	4.6	74.328	31.9	-0.18
1927	68.010	-6.5	93.425	25.7	-3.05
1928	75.514	11.0	111.348	19.2	-4.54
1929	85.236	12.8	86.272	-22.5	-0.09
1930	71.393	-16.2	75.560	-12.4	-0.36
1931	72.974	2.2	68.626	-9.2	0.38
1932	86.124	18.0	84.672	23.4	0.13
1933	105.440	22.4	119.276	40.9	-1.16
1934	114.733	8.8	113.824	-4.6	0.05

Fuente: Meisel (1990b)

El aislamiento geográfico del país hizo imperiosa, para la dirigencia de la época, la necesidad de invertir el influjo de capitales en la construcción y ampliación de la

<sup>1</sup> Si bien las reformas estructurales son presentadas por la Misión Kemmerer, ellas tienen su origen principal en iniciativas nacionales presentadas con anterioridad o en el desarrollo reciente de otros países; como lo plantea el historiador Paul Drake, la Misión Kemmerer "solamente reflejó, reforzó, y canalizó algunas tendencias internacionales y nacionales que realmente causaron los grandes fenómenos económicos de la época" ( Drake, 1983).

infraestructura física, buscando integrar al país y a éste con el exterior. De esta manera, gran parte de los dineros financiaron la construcción de ferrocarriles, carreteras y la adecuación del río Magdalena y otros medios de comunicación<sup>2</sup>. Es ya clásica la tesis que sostiene que los beneficios del comercio y la producción cafetera de estos años sentaron las bases y proporcionaron el capital necesario para el dinámico proceso de industrialización de la época; estos capitales financiaron gran parte de las importaciones de bienes de capital necesarios para adelantar tales inversiones así como el creciente déficit fiscal de la época. En este sentido, vale la pena anotar que, a pesar del aumento en los ingresos corrientes del Gobierno en casi todos los años del período comprendido entre 1924 y 1928, el déficit fiscal como porcentaje del PIB se deterioró como consecuencia del mayor aumento del gasto corriente (sin servicio de deuda) (Cuadro 2).

**Cuadro 3**  
**Principales agregados monetarios 1924-1931**  
**(Millones de dólares y porcentajes)**

Año	Reservas Intern.Brutas	Inflación	Crecim.de la base monet.	Multiplicador	Crecim. de la oferta monet.	Tasa de cambio real
1923	—	—	—	—	—	100.00
1924	23	9.00	—	1.1370	21.7	85.70
1925	36	10.09	15.21	1.2268	24.3	82.86
1926	43	12.05	21.67	1.2866	27.6	71.39
1927	44	11.85	6.34	1.2977	7.3	51.41
1928	65	7.29	15.07	1.3056	15.8	59.92
1929	38	-11.73	-12.94	1.2554	-16.3	65.16
1930	27	-21.68	-24.59	1.2819	-23.0	75.69
1931	14	-13.39	-9.95	1.1961	-16.0	73.68
1932	17	-19.59	16.34	1.2261	6.72	83.01
1933	17	-1.28	20.81	1.2597	22.27	101.70
1934	14	16.88	16.03	1.2919	28.59	128.03

Nota: La variable inflación corresponde al aumento en el índice de precios de un grupo de materiales de construcción calculado por el Banco de la República.  
Fuente: Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) y Meisel (1990b).

<sup>2</sup> Según Paul McGreevey, la red de ferrocarriles pasó de 1.481 kilómetros en 1923 a 3.262 en 1934, y la de carreteras aumentó en 2.700 kilómetros en ese mismo período.

El ingreso de capitales en la década de los años veinte ocasionó fuertes incrementos en la oferta monetaria y en el nivel de precios. Como el régimen monetario imperante desde 1923 era el patrón oro, la tasa de cambio era fija y la oferta monetaria endógena. De esta manera, la oferta monetaria y los precios dependían de las variaciones del sector externo. Esta endogeneidad, propia del régimen del patrón oro, ha sido cuestionada debido a la esterilización que realizó el Banco de la República en algunos períodos de los años veinte<sup>3</sup>. Sin embargo, esta esterilización no logró sus objetivos, ya que, en términos generales, las variables monetarias siempre respondieron a las variaciones en los activos externos (Meisel, 1990b). En efecto, como se puede observar en el Cuadro 3, entre 1924 y 1928 el crecimiento en las reservas internacionales brutas está acompañado de un aumento en la oferta monetaria y de la inflación en los mismos períodos, así como de una apreciación de la tasa de cambio real.

En cuanto al desempeño del comercio exterior, las importaciones crecieron más que las exportaciones en todos los años comprendidos entre 1924 y 1928, con excepción de 1926. Esto, por lo tanto, ayudó a que el aumento en las reservas internacionales no fuera mayor y amortiguó el impacto monetario del creciente flujo de divisas (Cuadro 4).

Por su parte, el sistema financiero colombiano vio perturbada la relativa estabilidad, imperante durante los primeros años del siglo 20, a raíz de la quiebra del Banco López en 1923, la cual apresuró la conformación del Banco de la República. Sin embargo, a partir de 1923, el sistema financiero vivió un período de tranquilidad, con excepción de la quiebra del Banco Dugand en 1925<sup>4</sup>. La estabilidad, después de 1923, se debió a la

---

<sup>3</sup> Un trabajo en esta dirección es el de Sánchez (1990) quien, a partir de pruebas econométricas, demuestra que más del 40% de los flujos de oro fueron esterilizados, por lo que concluye: "Los resultados son en cierto sentido sorprendentes y cuestionan de alguna forma las afirmaciones de que el Banco siguió una política "ortodoxa", al menos en la práctica durante el período crítico de la depresión. Si el Banco hubiera seguido las "reglas del juego" del patrón oro se vería que los cambios en las reservas de oro se mueven en la misma dirección que los cambios en los activos domésticos".

<sup>4</sup>"Los casos de quiebras fueron más bien pocos y, en general, en los que se liquidaron (como el Banco López o el Banco Dugand) no hubo pérdidas para los depositantes" (Meisel, 1990d).

concentración del sistema bancario colombiano<sup>5</sup>, así como a la nueva regulación para los bancos comerciales, la cual creó límites a la entrada, restringió el campo de la actividad bancaria y estableció la vigilancia de las mismas por parte de la Superintendencia Bancaria.

**Cuadro 4**  
**Indicadores de comercio exterior y reservas internacionales**  
**(Miles de pesos de 1923 y porcentajes)**

Año	Exportaciones reales	Variación (%)	Importaciones reales	Variación (%)	Reservas internac. como meses de importación (1)
1924	128.061	112.56	92.519	37.66	3.0
1925	114.512	-10.58	131.224	41.83	4.5
1926	134.060	17.07	148.768	13.37	4.2
1927	116.939	-12.77	149.304	0.36	3.9
1928	133.606	14.25	162.381	8.76	4.9
1929	143.729	7.58	160.347	-1.25	3.3
1930	163.863	14.06	101.802	-36.51	4.8
1931	163.102	-0.46	76.776	-24.58	3.8
1932	145.789	-10.61	71.924	-7.14	6.2
1933	154.407	5.91	117.033	64.15	4.6
1934	274.329	77.67	176.518	50.83	2.8

(1) El indicador se calcula como la relación entre reservas internacionales brutas y la importaciones CIF en dólares.  
Fuente: SGEE y Meisel (1990b).

Finalmente, cabe destacar que, entre 1925 y 1929, el déficit en cuenta corriente fue generado, fundamentalmente, por un exceso de gasto público (Cuadro 5). En particular, en 1927 y 1928 este desequilibrio fue la consecuencia del considerable aumento del déficit del Gobierno Central. A su vez, con excepción de 1925, el sector privado tuvo un comportamiento relativamente equilibrado e incluso, en 1928, generó ahorro<sup>6</sup>. Esto pudo

<sup>5</sup>Desde su creación en 1871 el sistema bancario colombiano se caracterizó por una gran concentración y regionalización de su actividad.

<sup>6</sup>El desahorro privado entre 1925 y 1928 puede haber sido ligeramente diferente al que se presenta en el cuadro 5 ya que en su construcción se ignora el comportamiento de la cuenta de servicios de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, hasta donde llega nuestro conocimiento, estas cifras no existen.

haber contribuido a que, ante el retiro masivo de capitales, el sistema financiero no se viera fuertemente afectado, ya que el sector privado no había desahorrado (o aumentado su deuda) de manera importante.

**Cuadro 5**  
**Consistencia macroeconómica**  
**(Porcentajes del PIB)**

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
Déficit comercial (1)	2.28	1.71	3.88	3.65	1.44	-5.36	-7.54	-6.61
Desahorro privado (2)	4.08	1.53	0.83	-0.89	1.35	-5.72	-7.16	-6.48
Déficit fiscal (3)	-1.80	0.18	3.05	4.54	0.09	0.36	-0.38	-0.13
(1) Aproximación al déficit en cuenta corriente. (2) El desahorro privado se construye como: $(I-S)=(M-X) + (T-G)$ . (3) Se refiere a déficit del Gobierno Central. Fuente: Subgerencia de Estudios Económicos								

### **B. La crisis: 1929-1931**

Como consecuencia de la pérdida de confianza en Colombia, ocasionada por los altos niveles de endeudamiento alcanzados en los años anteriores por el sector público, especialmente, y a algunos problemas políticos que desprotegeron la inversión extranjera en sectores como el petróleo<sup>7</sup>, Colombia vivió una primera retirada masiva de capitales a finales de 1928<sup>8</sup>. Además, se presentó, como en toda América Latina, una fuerte disminución de los empréstitos extranjeros y de los flujos de inversión a causa de la crisis mundial. Para 1929 todos estos factores causaron la reversión de la tendencia positiva de las principales variables económicas hasta 1928.

---

<sup>7</sup> Según varios autores, el trato discriminatorio para Colombia respondió, en parte, a represalias ante las medidas tomadas contra las petroleras norteamericanas que vieron disminuir sus beneficios. En 1926, por ejemplo, fue cancelada la Concesión Barco (Meisel, 1990b).

<sup>8</sup> Mientras en Colombia el flujo de crédito externo disminuyó desde finales de 1928 para el resto de Latinoamérica esto sólo ocurrió a finales de 1929 (Meisel, 1990d).

La caída de los empréstitos extranjeros y de la inversión extranjera se reflejó en la disminución de las reservas internacionales brutas, las cuales cayeron desde US\$65 millones (4.9 meses de importaciones) en 1928, hasta US\$14 millones (3.8 meses) en 1931<sup>9</sup>. Esto condujo a que los agregados monetarios se contrajeran. Así, por ejemplo, en 1930, año en el que se presentó la mayor contracción, la base y la oferta monetaria cayeron 24.6% y 23%, respectivamente. De esta manera, mientras en los años anteriores se habían registrado inflaciones superiores a un dígito, a partir de 1929 se entra en un período de deflación, lo cual indujo una devaluación real (Cuadro 3)<sup>10</sup>.

Adicionalmente, la crisis trajo consigo una disminución del déficit fiscal, el cual pasó de representar 4.54% del PIB en 1928 a ser equivalente a 0.36% del PIB en 1930. Este comportamiento fue el resultado de la disminución de las fuentes de financiación, la cual indujo la caída en los gastos corrientes del Gobierno Central (sin incluir los pagos de deuda) y la interrupción de las inversiones públicas en infraestructura. Esta mejoría en las finanzas del Gobierno Central es especialmente notable si se tiene en cuenta que los ingresos cayeron por la disminución de las importaciones y, por ende, de los recaudos de aduana, para entonces la más importante fuente de ingresos fiscales (Cuadro 2).

En términos de los flujos de comercio con el exterior, la crisis coincidió con la caída en el precio del café, la cual fue compensada por un aumento de las cantidades exportadas. La deflación, que en dos años alcanzó más de veinte puntos porcentuales, implicó un ajuste favorable para la competitividad en precios de nuestra producción. De esta manera, mientras las importaciones presentaron decrecimientos anuales entre 1929 y 1932, las exportaciones crecieron 14.3%, 7.6% y 14.1% en 1928, 1929 y 1930, respectivamente (Cuadro 4).

---

<sup>9</sup>Las reservas como proporción de los meses de importaciones no refleja una caída importante dada la drástica reducción sufrida por las importaciones

<sup>10</sup>Este mecanismo de ajuste podría ocurrir en los años noventa en un país como Argentina.

**Cuadro 6**  
**Producto Interno Bruto**  
**(Millones de pesos constantes de 1950)**

Año	PIB	Variación (%)
1925	2.189	—
1926	2.398	9.55
1927	2.614	9.01
1928	2.806	7.35
1929	2.907	3.60
1930	2.882	-0.86
1931	2.836	-1.60
1932	3.024	6.63
1933	3.194	5.62
1934	3.395	6.29

Fuente: SGEE

El buen comportamiento del sector externo contribuyó a que el efecto de la Gran Depresión sobre el desempeño del PIB colombiano no fuera tan fuerte como en otros países de Latinoamérica. En Colombia, el PIB creció a tasas anuales negativas sólo en 1930 y 1931 (0.86 y 0.60 respectivamente) para recuperarse en 1932 y crecer al 6.63% (Cuadro 6). En términos del comercio exterior, las exportaciones del resto de Latinoamérica no tuvieron tan buenos resultados como las colombianas, lo cual, unido a las múltiples quiebras en el sistema bancario en otros países, impulsó a que el patrón oro fuera abandonado antes que en Colombia<sup>11</sup>.

No obstante, dado que el patrón oro reforzaba las tendencias a la deflación y a la recesión, a finales de 1931 las autoridades de la época terminaron abandonando la convertibilidad del peso e imponiendo el control de cambios. Esto, unido a la concesión de la explotación de las salinas terrestres al Banco de la República por el Gobierno

---

<sup>11</sup> Para el análisis del buen comportamiento de la economía colombiana frente a Latinoamérica véase: Michael Twomey, "The 1930's Depression in Latin America: a Macro Analysis", *Exploration in Economic History*, No. 20, 1983 y Carlos Esteban Posada, "La crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia", Primera parte, *Cuadernos Colombianos*, No. 10, 1976.

Nacional, fueron determinantes de la recuperación económica del país a partir de 1932 (Meisel, 1990a)<sup>12</sup>.

El contrato de explotación de las salinas terrestres representó un cambio importante para el Banco Central, ya que su ley constitutiva le permitía únicamente otorgar préstamos a corto plazo. Además, el préstamo que se le concedió al Gobierno a raíz de la Concesión Salinas permitía burlar los topes permitidos por los estatutos del Banco. En efecto, si bien en 1931 los préstamos que el Banco de la República le podía conceder al Gobierno Nacional fueron elevados de 30% a 45% del capital pagado y las reservas del Banco, este cupo seguía siendo muy limitado.

La Concesión Salinas permitió entonces que, a partir de 1931, la principal fuente de expansión de la base monetaria fuera el crédito interno, supliendo así el papel que en la época de la prosperidad a debe cumplieron las reservas internacionales. Adicionalmente, la medida reactivó el crecimiento de los medios de pago y contribuyó a que el PIB creciera a ritmos superiores a 5.5% después de 1932, revirtiendo la tendencia recesiva de los años anteriores (Cuadro 6)<sup>13</sup>. Un impulso adicional al crecimiento económico se dio a través de la devaluación de la tasa de cambio nominal, una vez que el patrón oro había sido abandonado (Ocampo y Montenegro (1984)). En efecto, en 1932 se establecieron cambios diferenciales para los exportadores cafeteros, y en 1933 y 1934 se realizaron devaluaciones nominales que alcanzaron el 19.1% y 30.4%, respectivamente (Meisel, 1990b). Así, la tasa de cambio real siguió en ascenso incluso después de finalizada la deflación (Cuadro 3). Finalmente, cabe destacar que la consolidación del ahorro privado a tasas superiores al 5% a partir de 1930 (Cuadro 5), probablemente afianzó el proceso de ajuste y contribuyó a fortalecer el sistema financiero.

---

<sup>12</sup> Tal como ha sido destacado en la historiografía, la guerra con el Perú también pudo haberse constituido en un factor dinamizador de la economía en los primeros años de la década del treinta.

<sup>13</sup> Disminuir los encajes en la década del noventa tendría efectos similares a los que tuvo la Concesión Salinas en los años treinta. Sin embargo, estos dos periodos son bien diferentes. En la coyuntura actual, una reducción de los encajes aumentaría aún más la cartera y reforzaría el exceso de gasto.

### **III. Los años noventa: semejanzas y diferencias con los veinte**

Una vez recordada la historia de los años veinte, y teniendo en cuenta que su desenlace en los treinta tuvo semejanzas con aquel que vivió América Latina en los años ochenta después de la fiesta de los setenta, es interesante recalcar las diferencias y semejanzas que tiene la década de los noventa en Colombia con la experiencia vivida hace ya casi 70 años.

#### **A. Las semejanzas**

A semejanza de los años veinte, en la década del noventa se llevaron a cabo diferentes reformas estructurales que buscaron generar una nueva senda de desarrollo para el país. Hace 70 años la reforma intentó romper el aislamiento del país y atraer la inversión extranjera. En esta década, la modernización de la economía también se basó en una estrategia de apertura internacional y el plan contempló reformas profundas en la legislación laboral, en los regímenes cambiarios y de comercio exterior, en el tamaño del sector público y en la modernización del sistema financiero.

Dada la similitud de los objetivos buscados por las dos reformas, los resultados tienen también sus semejanzas. A pesar de sus diferentes matices, las más destacadas son:

##### **1. La balanza de pagos**

En los dos períodos se generaron desequilibrios en la cuenta corriente que fueron más que financiados por la cuenta de capital, reflejándose en un aumento de las reservas internacionales. En lo que respecta a la cuenta corriente, el déficit fue la consecuencia del incremento de las importaciones, las cuales tuvieron un alto componente de bienes de capital para apoyar los procesos productivos del país (Cuadros 4, 7). Así, mientras el déficit comercial alcanzó 3.88% del PIB en 1927, en 1994 ascendió a 3.60% del PIB.

**Cuadro 7**  
**Indicadores de comercio exterior y reservas internacionales**

Años	Exportaciones (Mill. de dólares FOB)	Importaciones (Mill. de dólares CIF)	Déficit comercial como proporción del PIB	Reservas internac. como meses de importaciones (1)
1989	5.711	5.010	-2.01	9.3
1990	6.721	5.589	-3.18	9.7
1991	7.114	4.967	-5.20	15.5
1992	7.263	6.029	-2.75	15.4
1993	7.429	9.086	3.17	10.4
1994 (2)	8.573	10.901	3.60	8.8

(1) El indicador se calcula como la relación entre las reservas internacionales netas y las importaciones.  
(2) Cifras provisionales.  
Fuente : SGEE.

Con respecto a los flujos de capital es importante anotar que, mientras en los años veinte se dirigieron especialmente al sector público, en los noventa fueron canalizados en mayor proporción al sector privado. Asimismo, cabe destacar que, en contraste con la década del veinte, en los años noventa el manejo de la tasa de cambio se constituyó en un estímulo adicional a los flujos de capital. En efecto, con el objeto de consolidar el proceso de apertura comercial, en 1990 se aceleró la devaluación nominal del peso (Cuadro 8), el índice de la tasa de cambio real (ITCR) se situó por encima de su nivel de equilibrio y se generaron expectativas crecientes de revaluación. Estas, acompañadas de un aumento en las tasas de interés internas y la disminución de las externas, estimularon el ingreso masivo de capitales del exterior. Así, las reservas internacionales pasaron de representar 9.3 meses de importaciones en 1989 a ser equivalentes a 15.5 meses de importación en 1991 (Cuadro 7).

## **2. La tasa de cambio real**

En los dos períodos analizados se observa una revaluación de la tasa de cambio real; mientras en los años veinte el índice de la tasa de cambio real pasó de 100 en 1923

a 51 en 1927, en la década del noventa dicho índice disminuyó desde 116.9 en 1990 hasta 91.6 en 1994.

**Cuadro 8**  
**Tasa de cambio nominal y real**  
**(Fin de:)**

Años	Tasa representativa del mercado (1)	Devaluación nominal	ITCR	Variación anual ITCR
1989	433.92	—	105.02	7.5
1990	568.73	31.1	116.93	11.3
1991	632.23	11.2	106.25	-9.1
1992	737.98	16.7	103.85	-2.3
1993	802.71	8.80	99.26	-4.4
1994	831.27	3.60	91.57	-7.5

(1) Hasta 1990 corresponde a tasa de cambio nominal.  
Fuente: SGEE.

La gran revaluación real de los años veinte se explica, en gran parte, por la vigencia del patrón oro, ya que este mantenía la tasa de cambio fija y volvía endógena la oferta monetaria. Así, la acumulación de reservas internacionales se reflejaba directamente en el comportamiento de la oferta monetaria y de los precios, dado que las reglas del juego no le permitían al Banco de la República llevar a cabo una activa política de esterilización (Cuadro 3). En contraste, a principios de la década del noventa, el Banco de la República intentó defender la tasa de cambio real, y esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales, mediante la utilización de operaciones de mercado abierto (Cuadro 9).

No obstante, en la medida que la política de esterilización condujo a ampliar la brecha entre la tasa de interés interna y la externa, se estimuló aún más la entrada de capitales. Con el objeto de lograr un mayor control sobre la oferta monetaria, a partir de 1991 se intenta otorgarle una mayor flexibilidad a la tasa de cambio mediante un sistema de bandas cambiarias implícitas. Sin embargo, la redención de certificados de cambio y

**Cuadro 9**  
**Reservas internacionales, principales agregados monetarios e inflación**

Año	Reservas internacionales netas (Mill. de US\$)	Variación	Medios de pago (%)	Base monetaria (%)	Títulos de participación Variación (Miles de mill. de \$)	Certificados de cambio Variación (Miles de mill. de \$)	Inflación (%) (1)
1989	3.867	57	29.09	30.31	---	---	26.10
1990	4.501	634	25.78	23.30	242	20	32.40
1991	6.420	1.919	32.74	54.52	868	312	26.80
1992	7.713	1.293	41.21	37.08	-265	850	25.10
1993	7869	156	29.90	34.00	446	-883	22.60
1994	8.002(e)	84	26.60	27.30	-288	-172	22.59

(1) Variación del índice de precios al consumidor (total nacional ponderado).  
Fuente: SGEE.

de títulos de participación que se observa desde 1992 (Cuadro 9), le restó exogeneidad a la oferta monetaria, haciendo más difícil el control de la inflación y la defensa de la tasa de cambio. Un elemento adicional que explica la revaluación de la tasa de cambio real durante la década del veinte y del noventa es la expansión del gasto del Gobierno Central.

### **3. La expansión del gasto del gobierno central y el ahorro público**

El plan de modernización de la economía llevado a cabo durante los dos períodos analizados trajo consigo un considerable incremento del gasto público en términos reales, el cual superó la tasa de crecimiento real de la economía (Cuadros 2 y 10). Sin embargo, en los veinte el crecimiento del gasto tuvo como consecuencia la generación de importantes déficit fiscales, ya que los ingresos del Gobierno Nacional tuvieron un tímido aumento.

Por el contrario, durante los noventa, la expansión del gasto estuvo acompañada por un aumento en los ingresos, y gracias a los excedentes del sector descentralizado, las finanzas del sector público consolidado alcanzaron el equilibrio, o un superávit, en casi todos los años (Cuadro 10). El aumento de los ingresos en los noventa respondió, en parte, a un incremento de la carga impositiva al sector privado, la cual terminó afectando

la capacidad de ahorro del mismo. Tal como se verá a continuación, el desahorro realizado por el sector privado en la década del noventa, es quizás una de las diferencias más importantes con respecto a los años veinte.

**Cuadro 10**  
**Ingresos y gastos del gobierno nacional y del resto del sector público**  
**(Tasa de crecimiento real y crecimiento como proporción del PIB)**

Años	Gobierno Central			Resto del Sector Público		
	Ingreso totales	Gastos totales	Déficit/ PIB	Ingreso totales	Gastos totales	Déficit/ PIB
1988	1.06	10.29	-1.45	1.35	-1.78	-0.64
1989	0.58	2.60	-1.66	8.55	6.40	-0.23
1990	2.69	-4.07	-0.89	3.92	0.26	0.56
1991	19.49	12.33	-0.26	2.71	3.37	0.42
1992	6.30	20.17	-1.96	0.35	-5.23	1.63
1993p	14.45	5.29	-0.88	0.36	2.33	1.19
1994p	24.70	14.12	0.47	10.97	6.42	2.16

Fuente: Sección Finanzas Públicas, SGEE.

## B. Las diferencias

Los distintos matices que tienen las semejanzas expuestas anteriormente, marcan de por sí diferencias importantes entre los dos períodos. En particular, en la década del veinte existía el patrón oro, los flujos de capital se dirigieron fundamentalmente al sector público y el Gobierno Central generó déficits fiscales considerables. Por su parte, en los noventa la tasa de cambio no fue fija, los capitales se canalizaron hacia el sector privado y las finanzas del Gobierno se mantuvieron en equilibrio. No obstante, una de las lecciones más importantes que se puede derivar de la experiencia vivida hace 70 años surge de otra diferencia: el comportamiento del sector privado.

En la sección II se vio que, con excepción de 1925, el sector privado tuvo un comportamiento equilibrado y que, incluso, generó ahorro en 1928 (Cuadro 5). Tal como se argumentó, este comportamiento pudo contribuir a que, ante el retiro masivo de capitales, el sistema financiero colombiano no hubiera registrado las quiebras que se

presentaron en otros países. Sin embargo, en 1993 y 1994 el exceso de gasto privado empieza a determinar en gran parte el déficit en la cuenta corriente (Cuadro 11). Además, como dicho gasto aumentó por encima de la tasa de crecimiento de la economía, la cartera del sistema financiero al sector privado se incrementó a ritmos sin precedentes y la tasa de ahorro privado cayó a sus niveles históricos más bajos.

**Cuadro 11**  
**Consistencia macroeconómica y evolución de las tasas de ahorro**  
**(Porcentaje del PIB)**

	1990	1991	1992	1993	1994
Déficit en cuenta corriente	-1.22	-4.79	-1.76	3.66	4.91
Desahorro privado	-1.52	-4.59	-2.06	3.96	7.61
Déficit fiscal	0.30	-0.20	0.20	-0.30	-2.70
Fuente: SGEE.					

#### **IV. Conclusiones**

Los últimos años tienen semejanzas innegables con aquellos vividos entre 1924 y 1928. En particular, las reformas estructurales emprendidas durante los dos periodos estimularon la entrada de capitales al país, la cual financió el déficit en la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales. Adicionalmente, y en parte como consecuencia de un insuficiente ajuste fiscal, se revaluó la tasa de cambio real.

El desenlace de los años veinte es bien conocido. El cierre de los mercados de capital internacionales forzó el ajuste del gasto, la economía entró en recesión y se produjo una devaluación real a través de una deflación, con caída de las reservas internacionales y de la oferta monetaria. Adicionalmente, una vez abandonado el patrón oro, se devaluó la tasa de cambio nominal, lo cual contribuyó a reactivar la economía. A diferencia de los años veinte, en el presente el ajuste macroeconómico se daría desde un

principio a través de una devaluación nominal, gracias a la mayor flexibilidad de la tasa de cambio. De esta manera, en lugar de producirse una deflación, se podrían generar dificultades para reducir la inflación. Finalmente, se debe enfatizar la importancia de fomentar el ahorro privado. Tal como se argumentó en este trabajo, es probable que en los años veinte el sistema financiero hubiera estado en capacidad de aguantar la retirada masiva de capitales internacionales gracias a los bajos niveles de endeudamiento (desahorro) del sector privado durante los años precedentes.

## Referencias

- Díaz Alejandro C. (1983). "Stories of the 1930s for 1980s", en *Financial Policies and the World Capital Market*, ed: Aspe Armella, Dornbush y Obstfeld, The University of Chicago Press.
- Drake, Paul (1983). "Primera Misión Kemmerer, Prosperidad al Debe, 1923-1928", *Economía Colombiana*, octubre 1983, No.150.
- Meisel A. (1990a), "La Creación del Banco de la República y las teorías sobre la Banca Central: Por qué 1923?", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Meisel A. (1990b), "La Creación del Banco de la República y primeras reformas", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Meisel A. (1990c), "La segunda Misión Kemmerer", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Meisel A. (1990d), "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.
- Ocampo J. A. (1993), "Regímenes monetarios variables de una economía preindustrial: Colombia, 1850-1933", en *Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia*.
- Ocampo, J. A. y S. Montenegro. (1984). "La Crisis Mundial de los años Treinta en Colombia", en *Crisis Mundial, Protección e Industrialización*, Fondo Editorial Cerec, Bogotá.
- Sánchez F. (1990), "Aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia: 1928-1936", *Cuadernos de Economía*, No. 14.
- Sánchez F. (1993), "Moneda y Política Monetaria en Colombia, 1920-1939", en *Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia*, Bogotá.
- Varela C. y G. Beltrán. (1995), "Una nota sobre los indicadores de endeudamiento externo en Colombia", Subgerencia de Estudios Económicos, Mimeo.