

---

# ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA DEUDA EXTERNA COLOMBIANA: DE LA PAZ BRITÁNICA A LA PAZ AMERICANA

*Este artículo describe el ciclo completo de las exportaciones de capital originadas en los Estados Unidos en los años veinte. En primer lugar, la conversión de los Estados Unidos en nación acreedora, el rol alcanzado por Nueva York como centro financiero dominante, y la distribución de las inversiones de dicho país con particular énfasis en América del Sur. En segundo lugar, el acceso de Colombia a tal auge exportador de capitales. Posteriormente, el seguimiento del desplome del crédito externo otorgado por los Estados Unidos.*

*Por: Mauricio Avella Gómez\**

**L**a exportación masiva de capital británico durante la primera década y media de esta centuria llegó a su fin con el estallido de la Primera Guerra Mundial. Fue también el fin de la era de la paz británica. Un nuevo ciclo crediticio internacional se inicia-

ría con el financiamiento de la reconstrucción europea, esta vez bajo los auspicios de la paz americana. El auge del crédito, ilustrado en los gráficos 1 y 2, reprodujo características ya encontradas en las largas oscilaciones de las inversiones externas

---

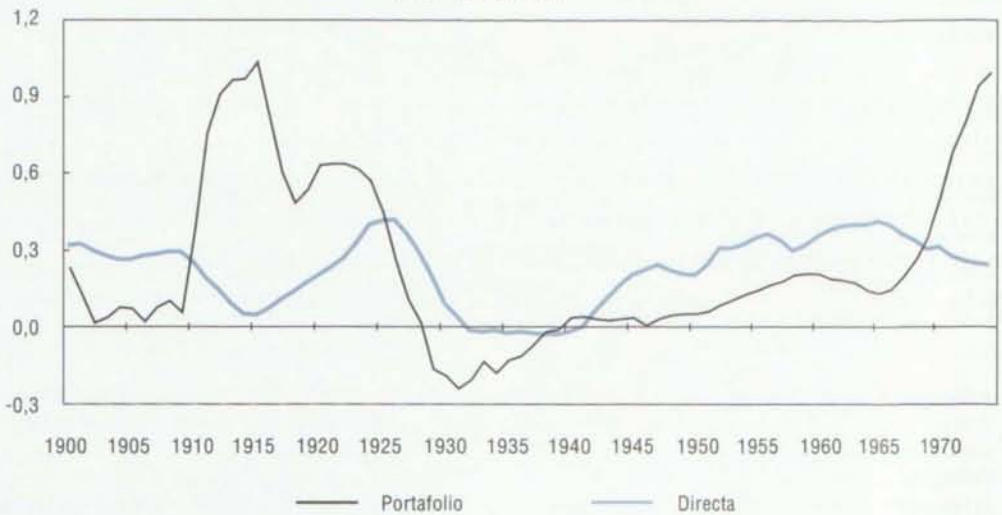
\* Investigador de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las primeras notas para este artículo fueron escritas en 1988 en la Universidad de Glasgow a partir de discusiones con Richard Portes, director del Centre for Economic Policy Research, (CEPR), en Londres, y David Vines, de la Universidad de Glasgow y del Balliol College en Oxford. Originalmente se emplearon como parte de la argumentación histórica de los ensayos requeridos por la tesis doctoral. Este artículo es el segundo de una serie de documentos acerca de la deuda colombiana desde los años 1820 hasta 2000. Su rescate se debió al entusiasmo de Mauricio Pérez, decano de la Facultad de Economía de la Universidad Externado de Colombia, quien quiso que estos temas se discutieran en seminarios sobre materias financieras programados en su Facultad. Se agradece el apoyo de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República en la preparación de documentos de carácter histórico como el presente.

Gráfico 1  
**Exportaciones totales de capital privado de los Estados Unidos**  
**Promedios móviles de cinco años, 1900-1980**  
 (Porcentaje del PNB)



Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

Gráfico 2  
**Exportaciones directa y de portafolio de capital privado de los Estados Unidos**  
**Promedios móviles de cinco años, 1900-1980**  
 (Porcentaje del PNB)



Fuente: Datos originales tomados de Stallings (1987).

---

---

británicas<sup>1</sup>. Las exportaciones privadas de capital estadounidense estuvieron vinculadas con la restauración económica europea y al ascenso de Nueva York a una posición predominante como centro financiero internacional.

La oleada de inversiones directas y préstamos de los Estados Unidos rebasó las fronteras europeas, y la América del Sur fue uno de los principales beneficiarios de dicho financiamiento. Estas exportaciones extraordinarias de capital perdurarían hasta el advenimiento del auge del mercado accionario en 1928. Posteriormente, al sobrevenir la Gran Depresión, la capacidad de los deudores para satisfacer el servicio de la deuda se vio gravemente mermada, y los prospectos de recuperación del crédito internacional se desvanecieron al convertirse la moratoria de las deudas soberanas en un fenómeno universal.

En este artículo se describe el ciclo completo de las exportaciones de capital originadas en los Estados Unidos en los años veinte. En primer lugar, la conversión de los Estados Unidos en nación acreedora, el rol alcanzado por Nueva York como centro financiero dominante, y la distribución de las inversiones de dicho país con particular énfasis en América del Sur. En segundo lugar el acceso de Colombia a tal auge exportador de capitales. Posteriormente, el seguimiento del

desplome del crédito externo otorgado por los Estados Unidos. En seguida, una discusión del balance de los principales acreedores internacionales al cerrarse el ciclo exportador de capitales estadounidenses en los años de 1920. Y, finalmente, una sección de conclusiones en la cual también se aventuran algunos vínculos con capítulos posteriores del estudio.

## I. HACIA LA PAZ AMERICANA

### A. Los Estados Unidos: de nación deudora a nación acreedora<sup>2</sup>

Con posterioridad al estallido de la Primera Guerra Mundial el crédito internacional pasó a través de etapas sucesivas caracterizadas por diferentes fuentes de financiamiento. Durante la primera fase, de enero de 1915 a abril de 1917, los préstamos internacionales se basaron en los mercados de capitales privados de los Estados Unidos. El endeudamiento de los Aliados en los Estados Unidos se elevó al ritmo de los crecientes requerimientos de municiones y alimentos. La magnitud de dicho endeudamiento se ilustra con el hecho de que el 97% de los préstamos totales de los Estados Unidos durante dicho período se colocó en los países Aliados. Solamente el 2% se orientó a la América Latina. El 90% de los cré-

---

<sup>1</sup> A los ciclos del endeudamiento internacional durante la paz británica se dedicó el artículo del autor, "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. La paz británica", en la *Revista del Banco de la República*, No. 906, Bogotá, 2003.

<sup>2</sup> La referencia general para el problema de la deuda internacional causado por la Primera Guerra Mundial, así como para las negociaciones y acuerdos posteriores, es Moulton y Pasvolsky (1932). Una descripción de las fases consecutivas del crédito internacional durante la guerra y con posterioridad a ella se encuentra en Lewis (1938). Kindleberger (1984) estudia las fuentes de financiamiento de la guerra, los planes financieros para restaurar el comercio exterior después de la confrontación, así como los episodios y debates acerca del tema de las reparaciones. La narración aquí presentada se basa en dichas descripciones.

---

---

ditos a los Aliados fue de corto plazo y, dado el contexto político del momento, fue otorgado en términos muy liberales<sup>3</sup>.

La segunda fase, transcurrida entre abril de 1917 y mayo de 1922, se caracterizó por la implementación de las leyes del Crédito de la Libertad, de acuerdo con las cuales el Gobierno de los Estados Unidos fue autorizado para adquirir obligaciones externas de los gobiernos Aliados. Los préstamos fueron autorizados por un valor máximo de US\$10.000 millones (m), y en condiciones aún más liberales que las de los créditos privados de la fase anterior, a saber, precios a la par en todos los préstamos y tasas de interés apenas suficientes para remunerar a los inversionistas locales<sup>4</sup>. El crédito internacional privado de los Estados Unidos se redujo sustancialmente con la participación de dicho país en la guerra, llegando a ser estrictamente controlado durante los últimos meses del conflicto. Al final del período, los préstamos efectuados bajo las leyes del Crédito de la Libertad prácticamente coparon la suma autorizada. De un total de US\$9.400 m, los dos principales aliados, la Gran Bretaña y Francia, recibieron 44% y 31%, respectivamente<sup>5</sup>.

Con el cese de las hostilidades, las negociaciones se orientaron a transformar la totalidad de las obligaciones de guerra en deudas de largo plazo con los Estados Unidos. Las deliberaciones culminaron con un arreglo, según el cual, los intereses causados hasta la fecha del acuerdo fueron rebajados y sumados al principal de la deuda. La nueva deuda de largo plazo, extendida a lo largo de un período de 62 años, llegó a la suma de US\$11.700 m, de los cuales el 15% correspondió a la consolidación de intereses. Aparte de la conversión como tal, y de la reestructuración de una deuda de corto plazo en otra de largo plazo, el acuerdo legó precedentes importantes a las futuras negociaciones de deuda. En particular, se reconoció el principio de "capacidad de pago", y los deudores de guerra se beneficiaron de él<sup>6</sup>.

La última fase (1922-1929) estuvo caracterizada por el resurgimiento y rápido ascenso del crédito privado de los Estados Unidos<sup>7</sup>. Aunque ya se observaba en los años de 1922 a 1924 una tendencia ascendente del mismo, los créditos de la Liga de las Naciones, y especialmente el crédito Dawes, jugaron un papel crucial en la elevación del crédito

---

<sup>3</sup> Lewis (1938, p. 358) documenta cómo los Aliados negociaron préstamos consecutivos bajo condiciones progresivamente más blandas a medida que transcurría la primera fase de la guerra. Cinco préstamos contratados entre octubre de 1915 y febrero de 1917, por la suma de US\$1.360 m (57% de los préstamos de corto plazo del período) con tasas de interés que variaban entre el 5% y el 6%, fueron tomados por el público con un descuento promedio del 1,2%, y los banqueros con un descuento promedio del 3,1%. Sin embargo, debe notarse que en la mayoría de los casos se exigió a los prestatarios el depósito de garantías que excedieran el valor nominal de los préstamos.

<sup>4</sup> Estas condiciones se establecieron en la sección segunda de la primera ley acerca de Bonos de la Libertad aprobada por el Congreso de los Estados Unidos en 1917. Gerould y Turnbull (1928, p. 1).

<sup>5</sup> Lewis (1938, p. 362).

<sup>6</sup> Moulton y Pasvolsky (1932, capítulo 5).

<sup>7</sup> Esta afirmación no significa que el crédito privado fuera insignificante inmediatamente después de la guerra, sino que el valor neto de los créditos privados desembolsados entre 1922 y 1924 no tuvo un precedente comparable desde la declaración de guerra por parte de los Estados Unidos en 1917. Aún más, entre 1917 y 1921, solo en este último año los nuevos desembolsos excedieron a los pagos, y para el período en conjunto (1917-1921), los pagos netos alcanzaron

---

---

internacional durante los años veinte<sup>8</sup>. El crédito Dawes vinculó a los inversionistas privados de los Estados Unidos con la reconstrucción europea, en forma similar a como ya lo habían hecho los préstamos de las leyes del Crédito de la Libertad. Bajo estos últimos existió un vínculo *indirecto* mediante el cual las compras de bonos de gobiernos extranjeros por parte de la administración norteamericana se financiaron a través de la colocación de bonos denominados en dólares en el mercado interno de capitales. El empréstito Dawes no sólo estableció un vínculo directo, sino que enriqueció el radio de oportunidades de inversiones de portafolio. Lo que sí debe subrayarse en este punto es que la internacionalización de las inversiones privadas de los Estados Unidos rebasaría las fronteras alemanas y europeas formando oleadas crediticias sin precedentes, las cuales alcanzarían las costas de América Latina, Australia y el Japón<sup>9</sup>.

El Cuadro 1 resume el proceso de transición (1914-1929) de los Estados Unidos, de na-

ción deudora a nación acreedora. La condición deudora hasta 1914 se manifiesta en el signo negativo que precede al valor neto de los activos. Cinco años más tarde, la condición acreedora en la cuenta privada puede explicarse no sólo por el incremento de activos -inversiones directas y préstamos a los gobiernos Aliados- sino también por la liquidación de activos en manos de inversionistas foráneos y la repatriación de valores financieros durante la guerra<sup>10</sup>. La condición de acreedora privada de la nación norteamericana fue reforzada por los créditos gubernamentales extendidos bajo las leyes del Crédito de la Libertad. Posteriormente, en 1924, el balance reveló el resurgimiento del crédito privado y la conversión de la deuda de los Aliados con los Estados Unidos. Finalmente, el auge del crédito privado en la segunda mitad de los años veinte se manifiesta en el aumento sin precedentes de los activos privados registrado en el balance de 1929. También puede observarse cómo el gobierno de los Estados Unidos dejó de ser un prestamista externo una vez culminaron

---

los US\$468,1 m. Esta figura contrasta drásticamente con los préstamos netos realizados entre 1922 y 1924, los cuales totalizaron US\$1.736,2 m. Estos cálculos se basan en Lewis (1938 p. 368).

<sup>8</sup> Canadá, Japón, un grupo de países europeos -principalmente Noruega, los Países Bajos y Checoslovaquia- y América Latina, en dicho orden, fueron los beneficiarios del 80% de las sumas netas desembolsadas entre 1922 y 1924. Canadá fue el principal deudor neto entre 1917 y 1924, al tiempo que los mayores deudores de los años de guerra -Gran Bretaña y Francia- se convirtieron en exportadores netos de capital. Tales pagos netos rebasaron el endeudamiento de corto plazo contratado durante la primera fase. Además, Alemania y en menor medida Austria y Hungría (anteriormente potencias enfrentadas) se convirtieron en deudores desde 1923. Austria y Hungría flotaron créditos bajo los auspicios de la Liga de las Naciones, y Alemania siguió los mismos pasos con posterioridad a la implementación del Plan Dawes.

<sup>9</sup> El Plan Dawes fue concebido en abril de 1924 para facilitar las reparaciones germánicas. Una consideración importante fue la de la capacidad de pago de Alemania, ya que el tema de negociación se desplazó de lo que Alemania debería pagar a lo que podía pagar (Moulton y Pasvolsky, 1938, p. 161). El Plan contempló una agenda de reparaciones de acuerdo con la cual los abonos deberían iniciarse con el pago de 1.000 m de marcos oro (aproximadamente US\$270 m) el primer año, elevándose gradualmente a 2.500 m de marcos oro (alrededor de US\$675 m) en el quinto año. El Plan también consideró una operación inicial de reciclaje de unos US\$200 m, de los cuales US\$110 m se vendieron en Nueva York. ¡El valor de esta venta llegó a suscribirse hasta 10 veces! Kindleberger (1984, pp. 302-303).

<sup>10</sup> Una fuente destacada de financiamiento externo para los beligerantes fue la venta de activos externos. Se ha estimado que la Gran Bretaña redujo sus inversiones extranjeras en cerca de £850 m (US\$3.520 m) entre 1915 y 1921, de las cuales dos terceras partes se encontraban colocadas en los Estados Unidos (alrededor de US\$2.350 m). The Royal Institute (1937, p. 130).

Cuadro 1  
**El balance internacional de los Estados Unidos**  
**Años seleccionados**  
(Millones de dólares)

	(1) 1914	(2) 1919	(3) 1924	(4) 1929
<b>A. Cuentas privadas</b>				
Activos	3.514,0	6.956,0	10.754,0	17.009,0
Pasivos	7.200,0	3.985,0	4.044,0	8.931,0
Activos privados netos	(3.686,0)	2.971,0	6.710,0	8.078,0
<b>B. Deudas intergubernamentales</b>				
En favor del gobierno de los Estados Unidos	—	9.982,0	11.774,0	11.685,0
A cargo del gobierno de los Estados Unidos	—	391,0	—	—
Activos gubernamentales netos	—	9.591,0	11.774,0	11.685,0
<b>C. Total de activos netos</b>	(3.686,0)	12.562,0	18.484,0	19.763,0

Fuente: Basado en Lewis, C. (1938, pp. 447 y 450).

las operaciones autorizadas por las leyes del Crédito de la Libertad<sup>11</sup>.

De la lectura del Cuadro 1 pueden extraerse dos conclusiones inequívocas. En primer término, la condición acreedora de los Estados Unidos ya era clara al final de la guerra, aún sin considerar los préstamos gubernamentales. En segundo lugar, también sin incluir dichos préstamos, la posición acreedora de

los Estados Unidos durante la primera década con posterioridad al estallido de la guerra dobló la alcanzada durante los años veinte. Esta idea ya había sido sugerida en el Gráfico 2, la cual muestra cómo las exportaciones netas de capital de los Estados Unidos como proporción del PNB alcanzadas durante la Primera Guerra Mundial no se repitieron durante el auge crediticio de finales de los años veinte<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Puede observarse cómo las obligaciones privadas en 1929 doblaron las existentes en 1924. ¿Cómo puede explicarse tal incremento sustancial precisamente durante el período de auge crediticio? Lewis (1938, p. 450) ha documentado que el incremento fue causado tanto por la acumulación de ingresos devengados sobre los créditos estadounidenses todavía en poder de los bancos americanos esperando ser transferidos al exterior, como por la apreciación del valor de los bonos extranjeros.

<sup>12</sup> La comparación es apenas ilustrativa ya que las metodologías y los datos empleados en el Gráfico 1 acerca de la deuda y en el Cuadro 1 son diferentes. En la última, se comparan los acervos de activos y obligaciones, mientras que en la primera, se presenta el flujo neto de exportaciones de capital ponderado por el tamaño de la economía. De acuerdo con los promedios móviles sobre los cuales se basa el gráfico, la razón porcentual media de las exportaciones netas de capitales al PIB durante la primera década con posterioridad al estallido de la guerra fue del 0,9%, mientras que la figura relevante para los veinte fue del 8%. Las tasas de crecimiento de la economía no constituyeron una diferencia importante, ya que mientras la cifra media para el período de 1914 a 1924 fue del 3,1%, el porcentaje relevante para 1920 a 1929 fue del 3,6%.

## B. Nueva York como centro financiero dominante

En la década siguiente a la Primera Guerra Mundial ocurrieron cambios importantes en la posición de los centros financieros internacionales y en la estructura de la intermediación financiera. La nueva oleada de financiamiento internacional estuvo acompañada de un cambio crucial en la identidad de los inversionistas. Cerca de US\$16.000 m en emisiones nuevas de capital (o sea, excluyendo operaciones de refinanciamiento) sobre inversiones foráneas se ofrecieron públicamente en Londres y Nueva York entre 1920 y 1930. La redistribución de los préstamos internacionales se revela en el hecho según el cual en Nueva York se colocó por encima del 60% de dichas emisiones; y durante el auge de préstamos de 1924 a 1928 la participación de dicho centro excedió los dos tercios de las nuevas emisiones en los dos mercados. Con el colapso del financiamiento internacional en 1928 y 1929 las emisiones de

capital en los dos centros se desvanecieron aunque no al mismo ritmo. Los dos mercados reaccionaron positivamente en 1930 con posterioridad a la caída de 1929, la cual fue mucho más severa en Nueva York que en Londres. Las ofertas públicas cayeron de nuevo en 1931, y desde entonces hasta 1935, prácticamente se evaporaron en Nueva York y lánguidamente sobrevivieron en Londres<sup>13</sup>.

El Cuadro 2 revela la evolución de nuevas emisiones de capital extranjero en el mercado neoyorquino durante el período de 1920 a 1935, y su origen geográfico. Pueden distinguirse claramente tres subperíodos. El primero, transcurrido entre 1920 y 1923, manifiesta una tendencia alcista de las emisiones foráneas bruscamente interrumpidas en 1923

después de la ocupación francesa del Ruhr<sup>14</sup>. Durante estos años no existió un claro predominio por el lado de los principales deudores, Europa, Canadá y América Latina. Los bonos extranjeros se elevaron sustancialmente durante el subperíodo de 1924 a 1928, cuando

*Pueden extraerse dos conclusiones inequívocas. En primer término, la condición acreedora de los Estados Unidos ya era clara al final de la guerra, aún sin considerar los préstamos gubernamentales. En segundo lugar, también sin incluir dichos préstamos, la posición acreedora de los Estados Unidos durante la primera década con posterioridad al estallido de la guerra dobló la alcanzada durante los años veinte.*

<sup>13</sup> Estos cálculos se basan en series de nuevas emisiones de capital en Londres sobre inversiones foráneas publicadas por el Royal Institute of International Affairs (1937, p. 134) y las series de bonos de ultramar ofrecidas en Nueva York y detalladas más adelante en el Cuadro 13.

<sup>14</sup> Tropas francesas y belgas invadieron la provincia industrial del Ruhr en enero de 1923, sobre la base de que los pagos correspondientes a las reparaciones alemanas habían incurrido en moratoria. Se suponía que Alemania debería estar satisfaciendo su "acuerdo" con los Aliados de mayo de 1921, de acuerdo con el cual las reparaciones de guerra se elevarían a 132.000 m de marcos oro (aproximadamente US\$33.000 m) más un impuesto del 26% sobre las exportaciones durante 42 años. El reconocimiento del fracaso de la intervención militar para restaurar los pagos condujo a los Aliados al diseño del Plan Dawes, del cual formó parte principal el crédito Dawes. Moulton y Pasvolsky (1932, pp. 270-272), Kindleberger (1984, pp. 298-301).

Cuadro 2  
Oferta pública de bonos externos en los Estados Unidos, 1920-1935

Año	Valor nominal neto (*) (Millones de dólares)	Europa %	Canadá %	América Latina %	Resto del mundo %
1920	497,0	49,7	37,0	9,9	3,4
1921	623,0	25,1	31,0	36,8	7,1
1922	764,0	27,7	22,0	29,3	21,0
1923	421,0	25,7	28,5	27,2	18,6
1924	969,0	54,3	15,7	19,3	10,7
1925	1.076,0	58,5	12,7	14,7	14,1
1926	1.125,0	43,0	20,1	32,7	4,2
1927	1.337,0	43,2	17,7	25,4	13,7
1928	1.251,0	47,8	14,8	26,4	11,0
1929	671,0	21,1	43,1	26,1	9,7
1930	905,0	40,1	30,8	22,0	7,1
1931	229,0	34,0	54,8	1,4	10,1
1932	29,0	—	100,0	—	—
1933	11,0	32,3	50,4	17,3	—
1934	—	—	—	—	—
1935	45,0	—	94,2	0,4	5,4

(\*) El concepto de valor nominal neto corresponde al valor de las emisiones anuales exceptuando aquellas realizadas con propósitos de refinanciación.

Fuente: United Nations (1964, p. 20) y Royal Institute (1937, pp.171 y 182).

se colocó el 60% de las emisiones de la totalidad del período. El crédito Dawes tuvo un efecto catalizador en el auge de dichas emisiones, y la mitad de las mismas se colocó en Europa. América Latina ocupó la segunda posición con cerca de un cuarto de los fondos, y puede observarse cómo su posición se fortaleció progresivamente, al tiempo que los títulos europeos se debilitaron.

El subperíodo de 1929 a 1935 revela el proceso de estancamiento del financiamiento externo otorgado por los Estados Unidos.

Primero, una reducción abrupta en 1929 cuando las nuevas emisiones de capital representaron el 58% del promedio anual de los cinco años anteriores. Segundo, una recuperación transitoria en 1930 que coincidió con la flotación del crédito Young. Y, tercero, la desaparición después de 1931 del crédito privado de largo plazo originado en los Estados Unidos. Mientras Canadá fue el beneficiario de los descaecidos préstamos flotados en Nueva York entre 1932 y 1935, el acceso de Europa y América Latina al exiguo mercado de capitales fue mínimo<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> El plan Young firmado en 1930 logró un "acuerdo final y definitivo" de acuerdo con el cual la cuenta total de reparaciones ascendía a 121 m de marcos oro y debía ser pagada en un período de 59 años. Debido a las necesidades de crédito externo de Alemania, en junio de 1930 se flotó un crédito de US\$300 m. Dos terceras partes del préstamo se distribuyeron entre los acreedores beneficiarios de las reparaciones, y un tercio se invirtió en Alemania. Moulton y Pasvoljsky (1932, capítulos 10 y 12).



Después de la guerra los deudores potenciales enfrentaron condiciones financieras diferentes en los mercados de Londres y Nueva York. El Cuadro 3 exhibe algunas tasas relevantes para deudores e inversionistas en bonos de largo plazo. Cada mercado ofreció mayores rendimientos sobre los bonos externos en comparación con los internos, lo cual podría interpretarse como una medida del riesgo. El mercado londinense discriminó no sólo entre títulos externos e internos, sino entre bonos extranjeros de acuerdo con su condición política, por ejemplo, entre bonos emitidos por miembros del Imperio Británico, y bonos emitidos por paí-

ses independientes. Durante el auge crediticio de 1924 a 1928 el rendimiento anual promedio sobre bonos procedentes de países ajenos al Imperio fue del 7,33%, muy por encima del retorno promedio libre de riesgo del 4,48% ofrecido por los *Consols*. La discriminación entre bonos foráneos se revela en el hecho de que durante el mismo período, mientras la diferencia anual media entre rendimientos sobre los bonos de países miembros del Imperio y los *Consols* fue de 0,6 puntos, la diferencia entre los rendimientos sobre bonos de países independientes y sobre bonos de países miembros del Imperio fue de 2,2 puntos<sup>16</sup>.

**Cuadro 3**  
**Rendimientos sobre bonos internos y nuevos bonos externos**  
**Gran Bretaña y Estados Unidos, 1921-1929**  
(Porcentajes)

Años	Gran Bretaña			Estados Unidos		(3) - (5)	(5) -(4)
	<i>Consols</i>	Deudores externos		(Bonos internos)	(Bonos externos)	1/	2/
		Imperio	Países independientes				
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
1921	5,20	6,42	7,49	5,79	7,54	(0,01)	1,75
1922	4,40	5,68	7,21	4,94	6,63	0,58	1,69
1923	4,30	5,07	6,96	4,98	6,42	0,54	1,44
1924	4,40	5,02	7,57	4,85	6,56	1,01	1,71
1925	4,40	4,99	8,00	4,72	6,51	1,49	1,79
1926	4,50	5,11	7,32	4,60	6,51	0,81	1,91
1927	4,60	5,09	7,07	4,47	6,14	0,93	1,67
1928	4,50	5,05	6,73	4,49	6,09	0,64	1,60
1929	4,60	4,99	7,20	4,69	5,81	1,39	1,12

1/ Exceso del costo de pedir prestado en Gran Bretaña sobre el costo de pedir prestado en los Estados Unidos.  
2/ Exceso de rendimientos de los nuevos bonos externos sobre los rendimientos de bonos internos de los Estados Unidos.  
Fuente: The Royal Institute (1937, pp.135 y 170).

<sup>16</sup> Las leyes relacionadas con inversiones en las Colonias (*Colonial Stock Acts*) estimularon la inversión en valores emitidos por el Imperio Británico y por los países de la Comunidad Británica de Naciones (Commonwealth). Estos valores recibieron el tratamiento de fondos en fideicomiso y, por consiguiente, los deudores pudieron endeudarse en Londres en condiciones comparativamente favorables. Un requerimiento importante a los deudores fue no expedir normas legales

---

En el mercado estadounidense el rendimiento anual promedio ofrecido sobre los bonos externos durante el auge crediticio de 1924 a 1928 fue del 6,36%, mientras que el ofrecido sobre los bonos internos fue del 4,63%. Estos indicadores sugieren que mientras los rendimientos sobre los bonos internos en los Estados Unidos escasamente superaron los alcanzados sobre títulos similares en la Gran Bretaña, el costo del endeudamiento externo en los Estados Unidos fue aproximadamente un punto más barato que el de los países independientes en el mercado londinense. Dada esta diferencia,

únicamente los miembros del Imperio -con la excepción importante del Canadá, y hasta cierto punto de Australia-, consideraron conveniente flotar sus emisiones de capital en Londres. El hecho es que mientras la tasa de rendimiento media anual sobre el endeudamiento de los países imperiales fue del 5,3% durante el período de 1921 a 1929, el Canadá alcanzó una tasa media del 5,2% en el mercado estadounidense, muy por debajo del 6,36% impuesto al resto de los deudores internacionales<sup>17</sup>.

*El ascenso de Nueva York a la posición más elevada entre los centros financieros internacionales no se refleja por completo en los volúmenes de nuevas emisiones o en la estructura de tasas de interés. Un importante factor institucional fue el cambio experimentado por los bancos estadounidenses. Al servicio tradicional de financiamiento del comercio vino a sumarse el de banca de inversión.*

El ascenso de Nueva York a la posición más elevada entre los centros financieros internacionales no se refleja por completo en los volúmenes de nuevas emisiones o en la estructura de tasas de interés. Un importante factor institucional fue el cambio experimentado por los bancos estadounidenses. Al servicio tradicional de financiamiento del comercio vino a sumarse el de banca de inversión. Estos servicios implicaron no solamente actividades de intermediación sino la promoción de emisiones de bonos externos. Lo que es más importante, mediante la creación de filiales de valores, la banca tradicional especializada en el crédito comercial de corto plazo terminó involucrándose en préstamos externos de largo plazo. Como las leyes reguladoras de la apertura de sucursales bancarias no afectaban la expansión potencial de las filiales de valores, dichas organizaciones pudieron abrir oficinas libremente en los Estados Unidos y en el exterior. Hacia finales de 1930, los bancos y sus afiliadas habían generado cerca del 45% de todos los valores ofrecidos en los Estados Unidos<sup>18</sup>.

---

en contra del interés de los inversionistas finales. Además, algunos valores fueron garantizados por el Gobierno británico. De acuerdo con estimaciones del Royal Institute of International Affairs (1937, p. 149) los títulos gubernamentales emitidos por los Dominios y las Colonias representaron el 75% de un total de £1,4 billones de inversiones británicas en bonos extranjeros en 1930.

<sup>17</sup> La evidencia acerca de la tasa contractual media pagada por el Canadá aparece en Lewis (1938, Apéndice E, p. 646).

<sup>18</sup> White (1985, p. 485).

### C. Distribución geográfica de las inversiones de los Estados Unidos

¿Cómo se ubicaron geográficamente las inversiones foráneas de los Estados Unidos y el flujo de caja neto de préstamos de los Estados Unidos denominados en dólares, durante el período de transición? El punto de partida es la distribución de inversiones a comienzos de la Primera Guerra Mundial. Como se observa en el Cuadro 4, las inversiones externas de los Estados Unidos representaron no más del 8% de las inversiones internacionales a nivel mundial en aquella época. La discriminación de esta relativamen-

te baja proporción, en comparación con las correspondientes a la Gran Bretaña, Francia y Alemania, por tipo de inversión y destino, aparece en la primera columna del Cuadro 5. La inversión directa total (US\$3.513,8 m) representó el 75% de la inversión total. América Latina fue el beneficiario principal, con el 47% de las inversiones totales, muy por encima del Canadá con el 25% y Europa con el 20%. En el ámbito latinoamericano, México reunió el 50% de las inversiones en el continente, y Cuba el 20%; México y el resto de América Central acapararon el 78% de las inversiones, quedándole al área suramericana el 22% restante.

Cuadro 4  
Acreedores y deudores internacionales  
Posiciones brutas, 1913

Acreedores	Miles de millones de US\$	%
<b>Acreedores principales</b>	32,8	74,5
Reino Unido	18,0	40,9
Francia	9,0	20,4
Alemania	5,8	13,2
<b>Otros acreedores</b>	11,2	25,5
Bélgica, Países Bajos y Suiza	5,5	12,5
Estados Unidos	3,5	8,0
Otros países	2,2	5,0
<b>Total</b>	44,0	100,0
<b>Deudores</b>		
Asia, África y Oceanía	13,0	29,5
Europa	12,0	27,3
América del Norte	10,5	23,9
Estados Unidos	6,8	15,5
Canadá	3,7	8,4
América Latina	8,5	19,3
<b>Total</b>	44,0	100,0

Fuente: Naciones Unidas (1949).

**Cuadro 5**  
**Inversiones externas de los Estados Unidos**  
**Áreas geográficas y años seleccionados**  
(Millones de dólares)

	1914	1919	1924	1929
<b>Europa</b>				
Inversión directa	573,3	693,5	921,3	1.340,3
Inversión de portafolio	118,5	1.293,3	1.731,5	3.260,2
Inversión total	691,8	1.986,8	2.652,8	4.600,5
<b>Canadá</b>				
Inversión directa	618,4	814,3	1.080,5	1.657,4
Inversión de portafolio	248,8	728,5	1.551,2	2.002,8
Inversión total	867,2	1.542,8	2.631,7	3.660,2
<b>México</b>				
Inversión directa	587,1	643,6	735,4	709,2
Inversión de portafolio	266,4	265,3	269,7	266,0
Inversión total	853,5	908,9	1.005,1	975,2
<b>Cuba</b>				
Inversión directa	281,3	567,3	993,2	1.025,5
Inversión de portafolio	55,0	38,9	108,1	128,4
Inversión total	336,3	606,2	1.101,3	1.153,9
<b>América Central</b>				
Inversión directa	89,6	112,5	143,5	250,9
Inversión de portafolio	3,6	2,3	11,8	35,4
Inversión total	93,2	114,8	155,3	286,3
<b>América del Sur</b>				
Inversión directa	323,1	664,6	947,1	1.719,7
Inversión de portafolio	42,6	111,6	464,1	1.294,1
Inversión total	365,7	776,2	1.411,2	3.013,8
<b>África y Asia</b>				
Inversión directa	149,5	258,7	442,8	725,3
Inversión de portafolio	126,6	136,2	428,4	837,3
Inversión total	276,1	394,9	871,2	1.562,6
<b>Banca</b>				
Inversión directa	30,0	125,0	125,0	125,0
Inversión de portafolio	-	-	-	15,1
Inversión total	30,0	125,0	125,0	140,1
<b>Total de largo plazo</b>				
Inversión directa	2.652,3	3.879,5	5.388,8	7.553,3
Inversión de portafolio	861,5	2.567,1	4.564,8	7.839,3
Inversión total	3.513,8	6.455,6	9.953,6	15.392,6
<b>Créditos de corto plazo</b>		500,0	800,0	1.617,0
<b>Inversiones totales</b>	3.513,8	6.955,6	10.753,6	17.009,6

Notas:

La **inversión de portafolio** consiste principalmente de bonos emitidos por gobiernos o sectores privados del extranjero, los cuales fueron ofrecidos públicamente en los Estados Unidos.

La **inversión directa** se define como aquellas inversiones en las cuales ciudadanos o empresas de los Estados Unidos tuvieron el control de al menos el 25% de las acciones de capital.

Las **inversiones directas** fueron corregidas posteriormente por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos. De acuerdo con dicha corrección, las inversiones directas en América Latina en 1929 se redujeron de US\$3.645,8 millones a US\$3.462 millones. United Nations (1964, p. 32).

Fuente: Lewis, Cleona (1938, Apéndice D).

---

La inversión de portafolio se volvió crecientemente importante durante la guerra y después de esta. Su participación en las inversiones totales pasó de una cuarta parte en 1914 a más de la mitad en 1929. El mayor salto ocurrió entre 1914 y 1919 cuando la participación de las inversiones de portafolio creció en un 15%, llegando a representar el 40% de las inversiones totales, en contraste con crecimientos más moderados del 5% tanto en la primera como en la segunda mitad de los años veinte, alcanzando el 45% y el 50%, respectivamente del total de inversiones. Dicha evolución coincidió, primero, con los créditos extendidos a los Aliados durante la guerra, y segundo, con el aumento absoluto comparable de las inversiones directas que acompañaron la expansión de los préstamos a regiones tales como América del Sur, África y Asia, y en menor medida al Canadá, entre 1919 y 1929.

América Latina y Europa protagonizaron los principales cambios en la distribución durante el período. La primera perdió una participación del 10% del total de las inversiones de los Estados Unidos en favor de la última. Aún así, en 1929, América Latina controlaba la mayor fracción de las inversiones, con el 35% de las mismas, seguida de Europa con el 30%, desplazando al Canadá a la tercera posición con el 24%. Este último país logró mantener una participación estable en el total de inversiones de los Estados Unidos durante el período, aunque atrayendo gradualmen-

te más inversiones de portafolio que inversiones directas. En América Latina ocurrieron cambios importantes en la medida en la cual las inversiones de los Estados Unidos se trasladaron de América Central a América del Sur. En México las inversiones se estancaron, y América del Sur llegó a reunir el 56% de las inversiones de la región al final del período.

Los cuadros 6 y 7 proveen información acerca del flujo neto, o sea, de los desembolsos menos los pagos de los préstamos de los Estados Unidos denominados en dólares.

*La inversión directa total de los Estados Unidos (US\$3.513,8 m) representó el 75% de la inversión total. América Latina fue el beneficiario principal, con el 47% de las inversiones totales, muy por encima del Canadá con el 25% y Europa con el 20%.*

La primera ofrece una visión general de las dos décadas que siguieron al estallido de la Primera Guerra Mundial. Ella muestra el ascenso y colapso de los flujos netos y su distribución por regiones. Como puede observarse, Europa

jugó un papel dominante tanto en calidad de importador neto como de exportador también neto de recursos financieros frescos. La posición comparativamente secundaria durante el período de 1920 a 1924 se explica por el pago ingente de los préstamos de guerra de corto plazo ya mencionados; así, los europeos, principalmente Gran Bretaña y Francia, dedicaron el 67% de su endeudamiento bruto entre 1920 y 1924 a financiar aquellos pagos. Los pagos netos dominaron durante la primera mitad de la década que siguió a la crisis del financiamiento internacional en 1929: el 77% de dichos pagos provino de Europa, principalmente de Alemania, Francia y Gran Bretaña.

Cuadro 6  
Préstamos nuevos netos otorgados por los Estados Unidos, 1915-1935  
(Millones de dólares)

	(1) 1915-1919	(2) 1920-1924	(3) 1925-1929	(4) 1930-1935	(5) 1915-1935	(6) % (*)
Europa	1.277,8	384,0	1.345,7	(788,1)	2.219,4	34,1
Canadá	530,1	817,4	370,8	(32,2)	1.686,1	46,1
Suramérica	72,3	343,1	826,2	(49,3)	1.192,3	54,1
Otros países de						
América Latina	(2,4)	83,5	37,9	8,4	127,4	48,0
Australia y otros	28,5	402,3	404,2	(152,5)	682,5	64,0
Banca			0,6	11,8	12,4	86,1
<b>Total</b>	1.906,3	2.030,3	2.985,4	(1.001,9)	5.920,1	43,2

(\*) Columna (5) como porcentaje de los créditos nuevos en términos brutos.  
Fuente: Basado en Lewis, C. (1938. Apéndice E).

El balance general de préstamos netos (columna 5 en el Cuadro 6) confirma la posición dominante de Europa seguida del Canadá. Estas dos regiones recibieron dos tercios de los préstamos netos totales. La América Latina reunió solamente el 22%, una participación similar a la alcanzada durante el ciclo expansivo de las exportaciones netas de capital británico entre 1870 y 1913. Finalmente, puede observarse cómo del total del flujo bruto de préstamos de los Estados Unidos, sólo el 43% se convirtió en préstamos netos. Este resultado no es sorprendente si se considera que tras la virtual interrupción del financiamiento internacional en 1929, los países deudores, en conjunto, se convirtieron en exportadores netos de capital.

La distribución por países del auge de crédito internacional otorgado por los Estados

Unidos aparece en el Cuadro 7. Cerca de la mitad del flujo neto de préstamos marchó hacia Europa. Solamente Alemania recibió el 38%. Alemania e Italia obtuvieron el 85% de los préstamos netos a Europa y el 38% de los préstamos totales. Los préstamos netos a Alemania fueron mayores que los extendidos a la América del Sur y apenas inferiores a los otorgados a la América Latina como un todo. Después de Alemania, el segundo país deudor en importancia fue el Canadá, aunque los créditos otorgados a este país no alcanzaron a representar la mitad de los desembolsados a Alemania.

En la región suramericana el financiamiento otorgado a Chile fue apenas superior a los préstamos otorgados a los mayores deudores tradicionales, Argentina y Brasil. Colombia volvió a formar parte del grupo de mayores deudores internacionales por pri-

Cuadro 7  
**Flujo neto de préstamos otorgados por los Estados Unidos**  
**Corto plazo y largo plazo, 1924-1929**  
(Millones de dólares)

Prestatarios (*)	(1)	(2)	(3)	(4)
	Portafolio de los Estados Unidos		Flujo neto	Cambio porcentual
	1924	1929	1924-1929 (2) - (1)	1924-1929 (3) / (1) * 100
<b>Europa</b>	1.708,8	3.054,5	1.345,7	78,8
Francia	436,6	334,6	(102,0)	(23,3)
Alemania	121,9	964,4	842,5	691,1
Reino Unido	298,9	143,0	(155,0)	(51,9)
Italia	17,3	315,0	297,7	1.721,0
Noruega	94,7	180,7	86,0	90,8
Polonia	29,6	131,7	102,1	344,9
<b>Canadá</b>	1.487,6	1.858,4	370,8	24,9
<b>Suramérica</b>	437,4	1.263,6	826,2	188,9
Argentina	178,0	358,7	180,7	101,5
Brasil	136,8	314,8	178,0	130,1
Chile	52,1	236,3	184,2	353,6
Colombia	14,1	164,9	150,8	1.069,5
Resto de Suramérica	56,4	188,9	132,5	234,9
<b>Otros países de América Latina</b>	263,5	301,4	37,9	14,4
Cuba	76,3	94,8	18,5	24,2
México	143,6	139,0	(4,6)	(3,2)
<b>Otros países</b>	457,1	861,3	404,2	88,4
<b>Australia</b>	23,0	240,6	217,6	946,1
<b>Japón</b>	179,0	327,2	148,2	82,8
<b>Banca</b>		0,6		
<b>Total</b>	4.354,4	7.339,8	2.985,4	68,6

(c) = (b) - (a); (d) = (c) / (a) \* 100.

(\*) Sólo se discriminan los principales deudores.

Fuente: Lewis, Cleona (1938, Apéndice E-5).

mera vez desde los años 1820, y en la lista de los deudores latinoamericanos más importantes por primera vez desde los años 1860. Chile, Brasil, Argentina y Colombia, como un todo, recibieron una cuarta parte del financiamiento originado en los Estados

Unidos durante el período de 1925 a 1929. Por último, como se anotó previamente, México, un importante deudor con anterioridad a la Primera Guerra Mundial, no participó en el auge de créditos norteamericanos entre 1915 y 1929.

#### D. Los créditos de los Estados Unidos a la América del Sur

La distribución de los préstamos de los Estados Unidos a la América del Sur durante el período de 1921 a 1931 aparece en el Cuadro 8. Argentina fue la gran beneficiaria con el 42% del endeudamiento bruto total, seguida de Brasil con el 19%, Chile con el 16% y Colombia con el 10%. El endeudamiento de corto plazo fue característico en el caso de Argentina. Esta es la razón por la cual a pesar de su abultado endeudamiento bruto, el endeudamiento

neto de la Argentina fue similar a los de Brasil y Chile en el Cuadro 8.

Como se aprecia en el Cuadro 8, el flujo de los préstamos no fue ni continuo ni regular. Dos terceras partes del flujo de los préstamos totales se concentraron en el auge crediticio de 1924 a 1928. Y lo que es más significativo, la mitad del flujo de préstamos fue desembolsada durante los años de 1926 a 1928, período durante el cual recibieron préstamos cada uno de los países suramericanos que tuvieron acceso a los mercados de capitales en los Estados Unidos en los años veinte<sup>19</sup>.

Cuadro 8  
América del Sur  
Entradas brutas de fondos privados de los Estados Unidos, 1921-1931  
(Millones de dólares)

Países prestatarios	1921 -1922	1923	1924 -1925	1926 -1928	1929	1930	1931	Flujo total 1921-1931	Participación de los países en el flujo total (%)
Argentina	96,3	55,1	257,3	263,2	1,5	145,3	23,9	842,6	42,0
Bolivia	34,3	-	5,1	32,0	-	-	-	71,4	3,6
Brasil	136,5	2,0	8,7	197,5	10,9	30,0	-	385,6	19,2
Chile	62,0	-	18,3	177,6	42,4	21,4	-	321,7	16,0
Colombia	6,8	-	13,0	183,3	1,8	0,5	-	205,4	10,3
Perú	2,5	-	14,5	94,2	2,0	-	-	113,2	5,6
Uruguay	15,8	-	-	31,7	-	8,3	-	55,8	2,8
Venezuela	-	-	-	10,0	-	-	-	10,0	0,5
<b>Flujo bruto por período</b>	<b>354,2</b>	<b>57,1</b>	<b>316,9</b>	<b>989,5</b>	<b>58,6</b>	<b>205,5</b>	<b>23,9</b>	<b>2.005,7</b>	
<b>Porcentaje del flujo total</b>	<b>17,8</b>	<b>2,8</b>	<b>15,8</b>	<b>49,3</b>	<b>2,9</b>	<b>10,2</b>	<b>1,2</b>		<b>100,0</b>

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

<sup>19</sup> Paraguay y Ecuador no participaron en el auge crediticio de los Estados Unidos en los años veinte. Más aun, Paraguay no tuvo acceso alguno al crédito externo durante el período. El único préstamo extranjero al Ecuador en los años veinte fue obtenido de un acreedor europeo, la Swedish Match Company en 1927. El crédito de 10 m de sucres se destinó a financiar el capital inicial de un banco hipotecario, de acuerdo con recomendaciones de la misión Kemmerer, la cual visitó al país entre 1926 y 1927. El préstamo fue otorgado a cambio del monopolio sobre la producción de fósforos durante veinticinco años. Council of Foreign Bondholders, CFB (1938), pp. 220 y 358.



Hacia comienzos de los años veinte se vivió una corta experiencia de elevada expansión seguida por el repliegue del financiamiento externo. La llegada de los préstamos norteamericanos en 1921 y 1922 no tuvo precedentes, ya que los préstamos acumulados desde el estallido de la guerra hasta 1920 escasamente excedieron la mitad de los recibidos entre 1921 y 1922<sup>20</sup>. Los préstamos de los Estados Unidos prácticamente se paralizaron por un año antes del florecimiento crediticio de 1924 a 1928. La reacción observada en 1930 se debió básicamente a un crédito ingente contratado por la Argentina, y únicamente un tercio de los préstamos del año se negoció a largo plazo. En 1931, un crédito de corto plazo también extendido a la Argentina fue el único vestigio del gran ciclo de créditos privados estadounidenses a la América del Sur en los años veinte.

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

Los créditos norteamericanos a América del Sur estuvieron acompañados de una diversidad de objetivos. Por el lado de los deudores y en momentos diferentes durante la década, las motivaciones del endeudamiento variaron

entre el financiamiento de proyectos de desarrollo y el financiamiento de compromisos presupuestales. El financiamiento presupuestal pudo haber predominado durante la primera mitad de la década, pero el financiamiento de proyectos de infraestructura fue dominante durante la segunda mitad. Puede estimarse que del valor de los préstamos de largo plazo extendidos a América del Sur entre 1925 y 1929, alrededor del 52% se contrató con propósitos de

desarrollo de la infraestructura, el 27% se negoció exclusivamente para financiar el presupuesto corriente, y el 21% restante para financiar iniciativas que combinaban los dos objetivos citados. Entonces, no es aventurado decir que aproximadamente un tercio de los préstamos se destinó a resolver urgencias presupuestales<sup>21</sup>.

El financiamiento presupuestal no se limitó a operaciones de refinanciamiento de la deuda externa. Una práctica frecuente en los años veinte fue la dedicación de los créditos externos a la reducción de la carga de la deuda interna; la operación habitual consistió en convertir la deuda interna flotante en bonos externos de largo plazo. La experiencia de los dos deudores principales, Argentina y Brasil, es ilustrativa. En el caso argentino, alrededor del 80% de los préstamos de 1921

*De los préstamos de los Estados Unidos Argentina fue la gran beneficiaria con el 42% del endeudamiento bruto total, seguida de Brasil con el 19%, Chile con el 16% y Colombia con el 10%.*

<sup>20</sup> Durante los años de 1915 a 1919 la América del Sur recibió alrededor de US\$195 m de los cuales cerca del 70% se enrumbó a la Argentina. Al menos una sexta parte de estos recursos se destinó a retirar la deuda argentina contraída en Londres. Lewis (1938, p. 356 y Apéndice E.1).

<sup>21</sup> Los estimativos se basan en información acerca de los montos y propósitos de los préstamos de los Estados Unidos a la América Latina en los años veinte. La lista de préstamos aparece en Marichal (1989, Apéndice C).

---

y 1922 (Cuadro 8) se destinó al pago de avances al gobierno hechos por la banca comercial y a cancelar préstamos de corto plazo. Años más tarde, el pago de Notas de la Tesorería y la consolidación de la deuda flotante fueron objetivos centrales de la negociación de alrededor del 45% de los préstamos de 1924 y 1925. En conjunto, y para la totalidad de la década, las conversiones de la deuda representaron aproximadamente el 45% de los préstamos en dólares otorgados a la Argentina, mientras que los proyectos de infraestructura representaron cerca del 40%<sup>22</sup>.

El Brasil también encontró apoyo en el mercado de capitales de los Estados Unidos para aliviar su problema de deuda interna. Aproximadamente un tercio de su pesado endeudamiento durante el período de 1926 a 1928 (Cuadro 8) se orientó a reducir la deuda interna flotante. Y

lo que es más característico, el Brasil dedicó recursos externos a la estabilización del precio interno del café. El último acceso de los brasileños al financiamiento externo en dólares en 1930 (Cuadro 8) fue parte de una importante operación de endeudamiento destinada a financiar grandes inventarios de café no vendidos. Los bancos británicos juga-

ron el rol más destacado, logrando flotar bonos brasileños por cerca de US\$60 m en Londres y otros mercados europeos, en medio del repliegue del crédito internacional. Algunos años después, el Instituto de Asuntos Internacionales de la Gran Bretaña (British Royal Institute of International Affairs) interpretó estos préstamos como parte de "un intento de prevenir la crisis"<sup>23</sup>.

Los países con menor participación en el auge crediticio también buscaron convertir

parte de su deuda interna en deuda externa. Por ejemplo, el Perú dedicó fondos externos a la reducción de la mitad de su deuda interna<sup>24</sup>. Otros países no flotaron bonos en el exterior con el propósito explícito de reducir la carga de la deuda interna, pero una vez conseguido el acceso a fondos externos sus tesorerías se encontraron habilitadas para re-

ducir el acervo de la deuda interna. La experiencia chilena en el período de 1925 a 1928 es ilustrativa, ya que mientras el Gobierno Nacional aumentó su deuda externa en 71%, el monto de la deuda interna cayó en un 63%. Finalmente, el caso colombiano entre 1925 y 1927 es un ejemplo de aumento sustancial en la deuda externa del Gobier-

*El financiamiento presupuestal no se limitó a operaciones de refinanciamiento de la deuda externa. Una práctica frecuente en los años veinte fue la dedicación de los créditos externos a la reducción de la carga de la deuda interna; la operación habitual consistió en convertir la deuda interna flotante en bonos externos de largo plazo.*

---

<sup>22</sup> CFB (1938, pp. 80-81) y White (1986, p. 486).

<sup>23</sup> Royal Institute (1937, p. 134). Los detalles acerca de la sustitución de deuda interna por deuda externa en el Brasil aparecen en Villanova y Suzigan (1973, p. 340).

<sup>24</sup> Lewis (1938, p. 383).

no Nacional, acompañado de una reducción moderada en la deuda interna. Mientras la primera se incrementó en 117%, la segunda se redujo en sólo 10%. Más tarde, entre 1928 y 1930, al languidecer el mercado externo de capitales, tanto el gobierno de Chile como el de Colombia retornaron al financiamiento interno<sup>25</sup>.

## 2. *El destino de las inversiones de los Estados Unidos. El lado de los inversionistas y los banqueros*

La explotación de los recursos naturales y la construcción de obras públicas captaron la atención de los inversionistas. Las inversiones directas se concentraron en el sector industrial de los minerales y en la producción petrolera. Ejemplos importantes de lo primero fueron las compañías del cobre en Chile, y de la segunda, las inversiones en petróleos colombiano y venezolano. Las inversiones de

*La explotación de los recursos naturales y la construcción de obras públicas captaron la atención de los inversionistas. Las inversiones directas se concentraron en el sector industrial de los minerales y en la producción petrolera.*

portafolio en valores emitidos por gobiernos nacionales, provinciales o municipales, o por bancos de inversión, se orientaron principalmente a financiar proyectos de infraestructura (carreteras, ferrocarriles, puertos y plantas eléctricas) y de desarrollo agrícola<sup>26</sup>.

Además de los prospectos para explotar su dotación de recursos naturales, América del Sur prometía ser un "buen negocio" para los banqueros. En últimas, los inversionistas no eran bancos sino pequeños inversionistas privados quienes fueron cautivados por la propaganda financiera de las recientemente creadas filiales de valores (*security affiliates*) de la banca comercial. Los banqueros compitieron no sólo por la colocación de bonos extranjeros entre inversionistas potenciales, sino por convencer a los gobiernos extranjeros acerca de las bondades del endeudamiento<sup>27</sup>. La comisión alcanzada por los banqueros fue

<sup>25</sup> Tanto la información para Chile como para Colombia se encuentra en United Nations (1948, pp. 38 y 42).

<sup>26</sup> Considerando la América Latina en su totalidad, los tres sectores que atrajeron la mayoría de las inversiones de los Estados Unidos hacia 1929 fueron la agricultura, la minería y el petróleo, con el 24%, el 22% y el 20% respectivamente, del total de las inversiones. Cerca del 75% de las inversiones agrícolas se concentró en las plantaciones azucareras, y la mayoría de ellas -el 83%- se localizó en un único país: Cuba. Considerando exclusivamente la región suramericana, las inversiones de los Estados Unidos se enfocaron principalmente en minerales industriales (excluyendo el petróleo), y en la producción de petróleo. En relación con el primer sector, América del Sur concentró el 75% de las inversiones de los Estados Unidos en América Latina, y el 50% de las inversiones mundiales de los Estados Unidos; en particular, Chile atrajo el 80% de las inversiones de los Estados Unidos en la región. En cuanto a la producción de petróleo, América del Sur atrajo el 68% de las inversiones de los Estados Unidos en América Latina, y el 52% de las inversiones mundiales de los Estados Unidos; Venezuela concentró el 54% de las inversiones en la región, seguida de Colombia con el 31%. Lewis (1938, Apéndice D).

<sup>27</sup> Hubo una diferencia crucial entre los banqueros estadounidenses en la segunda mitad del siglo XIX, y los mismos banqueros durante los años 1920. Mientras en aquella centuria debieron recorrer Europa buscando prestamistas extranjeros, durante el auge crediticio de 1925 a 1929 "recorrieron el mundo en búsqueda de prestatarios extranjeros". Lewis, C. (1938, p. 377). La experiencia latinoamericana con banqueros estadounidenses en los años 1920 ha ofrecido evidencia a las teorías de endeudamiento que destacan la iniciativa y presión de los oferentes de crédito sobre sus potenciales deudores (*loan-pushing theories of debt*). Darity (1985).

en promedio de un 3,3% sobre el precio a la par de los préstamos de los Estados Unidos a lo largo del período de 1915 a 1929, aunque ni el descuento solicitado por el público ni el margen requerido por la banca fueron uniformes para todas las regiones. En un extremo, los banqueros lograron un margen del 2,1% sobre los préstamos al Canadá, mientras que en el otro extremo obtuvieron un margen del 4,4% sobre los préstamos a América del Sur. En el medio, los préstamos a Europa dejaron a los banqueros un margen del 3,4%<sup>28</sup>.

La discriminación ejercida por los acreedores entre sus deudores parece haber obedecido a factores tales como la proximidad geográfica, la importancia relativa de las inversiones directas de los Estados Unidos, y factores políticos. La América Central y las Indias Occidentales -principalmente Cuba, la República Dominicana, Haití y Jamaica- protagonizaron el papel de

*América Latina en conjunto satisfizo indicadores de credibilidad comúnmente aceptados. En relación con el balance comercial, el superávit promedio durante la primera mitad de la década representó el 15% de las exportaciones. En cuanto al balance fiscal, los resultados fueron menos alentadores, ya que un déficit persistente dominó durante la primera mitad de la década.*

esfera de influencia de los Estados Unidos. Canadá, vecino inmediato, recibió la cuarta parte de las inversiones totales directas de los Estados Unidos en 1930. Canadá, América Central (excluyendo México) y las Indias Occidentales recibieron el 40% de las inversiones extranjeras de los Estados Unidos en

1930. En contraste, los países asiáticos más remotos recibieron no más del 5% de las inversiones mundiales de los Estados Unidos, o del 7% si se incluyen las inversiones en Australia<sup>29</sup>.

Los banqueros no anduvieron solos en la búsqueda de oportunidades rentables en el exterior. Compañías de origen estadounidense, especialmente empresas de la

construcción, jugaron un papel importante en la obtención del crédito. En tal contexto, el acceso a fondos externos durante los años veinte se facilitó y fue aún estimulado por la forma como se consiguió dicho financiamiento al contratarse las obras públicas con com-

<sup>28</sup> Al conceder sus créditos, los banqueros discriminaron en contra de América del Sur más duramente que los inversionistas. Mientras estos últimos pagaron un precio promedio del 96,7% sobre todos los préstamos, el precio promedio pagado por los préstamos a Suramérica fue apenas más bajo, el 96,5%. Y, mientras los banqueros pagaron un precio promedio de 93,4% sobre todos los préstamos, el precio promedio de los préstamos a Suramérica fue del 92,1%. Es interesante observar que los países de América Central -Cuba, Panamá, República Dominicana- alcanzaron los más altos precios pagados por los inversionistas -98,1%- y el segundo en cuanto al menor margen bancario. Las cifras sugieren que los prestamistas otorgaron un tratamiento más favorable a sus prestatarios en América Central en comparación con sus clientes en América del Sur. Estos cálculos se basan en Lewis (1938, Apéndice E. 3).

<sup>29</sup> The Royal Institute (1937, pp. 186-187). Los factores políticos y de proximidad arrojan ciertas luces en relación con los casos mencionados, pero no parecen relevantes para otras experiencias como la suramericana. Así, mientras los inversionistas finales requirieron igual descuento (3,5%) sobre sus deudores en Europa y en América del Sur, los banqueros derivaron sus comisiones más altas de los préstamos suramericanos. Se podría establecer entonces la hipótesis según la cual los banqueros asignaron un mayor riesgo a los países latinoamericanos, en especial a los gobiernos provinciales y municipales.

---

---

pañías estadounidenses<sup>30</sup>. Es importante notar que la presencia de contratistas fue estimulada por el número creciente de ramas de factorías estadounidenses operando en el extranjero, un hecho de la mayor relevancia en América del Sur.

Como se vio antes en relación con el Cuadro 5, América del Sur fue el mayor beneficiario de las inversiones directas de los Estados Unidos en los años veinte, y particularmente en el período de 1924 a 1929, muy por encima de Canadá y Europa. Dada la dependencia de las inversiones directas y de las obras públicas no sólo del financiamiento privado estadounidense, sino también de su tecnología, la prosperidad en los países prestatarios se convirtió en un factor adicional de prosperidad en el centro. Esta fue otra razón por la cual acreedores y prestatarios perseveraron en el financiamiento internacional a lo largo de los años veinte.

Finalmente, debe advertirse que América Latina en conjunto satisfizo indicadores de credibilidad comúnmente aceptados. En relación con el balance comercial, el superávit promedio durante la primera mitad de la década representó el 15% de las exportacio-

nes. En cuanto al balance fiscal, los resultados fueron menos alentadores, ya que un déficit persistente dominó durante la primera mitad de la década; sin embargo, mientras los gastos gubernamentales crecieron a una tasa anual del 2,2%, los recaudos lo hicieron a una del 2,8% por año<sup>31</sup>. Cualquier reserva acerca de la estabilidad fiscal pudo haberse moderado por los procesos de modernización financiera en la región, y en particular por la adopción del patrón oro. De hecho, a finales de 1926 diez países de América Latina ya habían adoptado dicho régimen monetario, y para 1928 la lista ya se había elevado a 16 países<sup>32</sup>.

## II. EL ACCESO DE COLOMBIA AL CRÉDITO EXTERNO DURANTE LOS AÑOS 1920

### A. Precedentes institucionales

Aunque la oleada crediticia procedente de los Estados Unidos no llegó a América del Sur sino hasta la segunda mitad de los años veinte (Cuadro 8), una serie de eventos y cambios institucionales prepararon al país para la entrada del financiamiento externo. Un hecho

---

<sup>30</sup> Lewis (1938, pp. 378-379) ofrece una variedad de ilustraciones acerca de la asociación entre constructores y banqueros en diferentes áreas:

"En algunas ocasiones las grandes compañías americanas de la construcción apoyaron el financiamiento de obras públicas en países extranjeros, en otras aseguraron sus contratos sobre una base de competencia una vez acordado el financiamiento. La empresa Ulen y Co. usualmente trabajó con un grupo asociado de banqueros, financiando y construyendo obras públicas a través del mundo ... obras de irrigación en Chile; y obras portuarias en Colombia. Frederick Snare y Co. ayudaron a financiar algunos de sus contratos en América del Sur, por ejemplo, en el Perú. La empresa Warren Bros., trabajando bajo contratos asegurados sobre una base competitiva, construyó carreteras en Argentina, Chile, Colombia, Cuba y Guatemala. La Foundation Company construyó carreteras, proyectos de salud pública y edificios públicos para los gobiernos nacionales de Perú y Bolivia, y algunas obras públicas en Argentina, Chile y Colombia ...".

<sup>31</sup> Stallings (1987), Apéndice III.

<sup>32</sup> Eichengreen (1992), p. 188.

---

sobresaliente fue el pago de la indemnización de US\$25 m ofrecida a Colombia por el gobierno de los Estados Unidos con motivo de la separación de Panamá en 1903. Dicha indemnización fue acordada dentro del marco del Tratado Urrutia-Thompson, el cual contribuyó a restablecer las relaciones diplomáticas entre las dos naciones. La indemnización se pagó por instalamentos (US\$10 m en 1923 y pagos separados de a US\$5 m entre 1924 y 1926). En el entretanto, Colombia implementó una reforma integral de sus estructuras fiscales y financieras. La fundación de un banco central altamente independiente -el Banco de la República- y la reorganización del proceso presupuestal vigente fueron dos de sus resultados más importantes. Estas reformas coincidieron con la adopción del patrón oro en 1923, un evento destacado en la región, ya que Colombia fue el primer país suramericano en retornar al oro. Otros deudores prominentes lo siguieron: Chile en 1926, y Argentina y Brasil en 1927.

La contratación de una misión financiera liderada por el experto monetario internacional Edwin W. Kemmerer tuvo una importancia crucial en la implementación de los cambios institucionales. Universalmente reconocido como el "médico de la moneda", las autoridades colombianas requirieron su consejo y apoyo como medio para asegurar la credibilidad de las reformas tanto dentro del país como en el exterior. A lo largo de dos décadas, sucesivas iniciativas gubernamentales habían pretendido res-

taurar la convertibilidad, con éxitos apenas parciales y temporales. La creación de una autoridad monetaria independiente fue también una aspiración permanente durante aquellos años. Todavía más, la decisión política de evitar los déficit fiscales financiados con emisiones monetarias desembocó en 1910 en la decisión constitucional de prohibir nuevas emisiones de dinero de curso forzoso<sup>33</sup>. Con estos precedentes institucionales, y ante la perspectiva de recibir el pago de la indemnización norteamericana por la pérdida de Panamá, la contratación de la misión Kemmerer tuvo la característica de una llamada al doctor de la moneda para afianzar la viabilidad y el éxito de las reformas.

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

---

<sup>33</sup> Tal prohibición constitucional quedó consignada en el Acto Legislativo 3 de 1910. En la codificación vigente hasta la reforma de 1991 aparecía como el artículo 49 de la Carta. "Queda prohibida en absoluto toda nueva emisión de papel moneda de curso forzoso", Castro (1982).

---

El acceso de Colombia al crédito externo durante los años veinte puede describirse al responder a dos preguntas. La primera es quiénes fueron los deudores, y la segunda, cuáles fueron las condiciones financieras bajo las cuales se contrataron dichos créditos. El endeudamiento total alcanzó la suma de US\$236 m entre 1920 y 1929. La gran mayoría de los bonos colombianos, 92%, se colocó en los Estados Unidos. El 8% restante se adquirió por inversionistas británicos. Los préstamos de

*El endeudamiento de Colombia total alcanzó la suma de US\$236 m entre 1920 y 1929. La gran mayoría de los bonos colombianos, 92%, se colocó en los Estados Unidos. El 8% restante se adquirió por inversionistas británicos.*

los Estados Unidos se negociaron principalmente durante el período de 1926 a 1928, mientras los contados préstamos británicos se colocaron en los extremos del período. Uno de ellos en 1920 cuando el auge crediticio norteamericano de finales de los años veinte difícilmente se habría podido imaginar, y tres préstamos entre 1928 y 1929 coincidiendo con el estancamiento de los préstamos originados en los Estados Unidos.

## **B. Los deudores**

Una descripción global de los deudores aparece en el Cuadro 9. Tres entidades gubernamentales diferentes -Nación, departamentos y municipios- y los bancos hipotecarios, flotaron bonos en los Estados Unidos. Como puede observarse, la Nación tenía el control directo y la responsabilidad únicamente sobre el 35% de los préstamos contratados. Los departamentos alcanzaron una participación en el endeudamiento similar a la de la Nación. Conjuntamente, los departamentos y

las municipalidades fueron responsables por cerca de la mitad, 48%, de todo el endeudamiento en los Estados Unidos. Adicionalmente, los bancos hipotecarios colocaron bonos por una cantidad equivalente al 17% del endeudamiento total; uno de estos bancos -el BAH-, ofreció sus bonos con el respaldo de la garantía del Gobierno Nacional. Estos bonos representaron el 42% del total ofrecido por los bancos. Como la garantía implicaba un pasivo contingente sobre el presupuesto nacional, la

responsabilidad del Gobierno Nacional pasaría de cubrir el 35% al 42% de los préstamos contratados si el BAH fuera incapaz de satisfacer sus obligaciones de servicio de la deuda. Finalmente, debe notarse que los bancos hipotecarios diferentes del BAH colocaron el 10% de los préstamos totales; esta cifra representó la participación del sector privado en el valor total de los títulos colombianos ofrecidos públicamente en los Estados Unidos durante los años veinte.

El Cuadro 9 muestra cómo la mayoría de los préstamos se negociaron durante 1926 a 1928. En términos de valor, nueve de diez préstamos se contrataron durante estos tres años. La Nación, seis departamentos, cuatro municipalidades -las ciudades más importantes del país-, el BAH, y tres bancos hipotecarios privados se financiaron de mercados de bonos de los Estados Unidos. Tales fondos no se distribuyeron proporcionalmente entre los deudores. Como lo revela el Cuadro 10, un departamento, el de Antioquia, colo-

**Cuadro 9**  
**Colombia**  
**Préstamos contratados en los Estados Unidos, 1920-1929, por prestatarios**  
(Millones de dólares)

Período	Gobierno Nacional	Departamentos	Municipalidades	Bancos hipotecarios	Total
1920	0,45	-	2,50	-	2,95
1921	-	-	-	-	-
1922	5,00	1,40	-	-	6,40
1923	-	-	-	-	-
1924	-	-	9,00	-	9,00
1925	-	3,00	1,00	-	4,00
1926	10,00	24,50	3,50	9,00	47,00
1927	25,00	12,20	4,70	23,06	64,96
1928	35,00	29,85	10,14	6,05	81,04
1929	-	1,75	0,75	-	2,50
<b>Contratos totales en el período de 1920 a 1929</b>	<b>75,45</b>	<b>72,70</b>	<b>31,59</b>	<b>38,11</b>	<b>217,85</b>
<b>Participación de los deudores en el total contratado (%)</b>	<b>34,60</b>	<b>33,40</b>	<b>14,50</b>	<b>17,50</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Apéndice estadístico.

có el 15% de los préstamos totales, o el 45% de los fondos obtenidos por los seis departamentos. Igualmente, una municipalidad, la de Medellín, flotó el 8% de los préstamos totales, o el 55% de los fondos recibidos por las cuatro municipalidades. Siendo Medellín la capital de Antioquia, se concluye que una sola región recibió el 48% de los créditos captados por los gobiernos regionales, y el 23% de los créditos totales otorgados al país.

Debe anotarse que los préstamos de Antioquia y Medellín no resultaron de unas pocas y gran-

des contrataciones, tal como sí ocurrió con los créditos al Gobierno Nacional de 1927 y 1928. Al contrario, su acceso a los recursos externos se logró a través de contratos pequeños y relativamente frecuentes. Antioquia y Medellín contabilizaron cerca de la mitad, 48%, de los intentos exitosos de los gobiernos regionales para colocar bonos en el exterior. La posición sobresaliente de Antioquia no es sorprendente, dado su papel histórico de región líder en la industrialización, y el segundo centro más importante de la producción cafetera en el país<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Hacia finales de 1925, el 23% del total de sacos de 60 kg. era producido en Antioquia, el segundo productor más grande después de Caldas con el 27%. Como se observa, estas dos regiones fronterizas concentraban la mitad de la producción cafetalera. Ocampo (1988), p. 178.



Cuadro 10  
**Colombia**  
**Préstamos totales colocados en los Estados Unidos por prestatarios, 1920-1929**

	(Millones de dólares)	%
<b>A. Gobierno Nacional</b>	75,45	34,60
<b>B. Departamentos</b>	72,40	33,40
Antioquia	32,35	14,80
Caldas	10,20	4,70
Valle del Cauca	9,90	4,50
Cundinamarca	15,75	7,30
Santander	2,00	0,90
Tolima	2,50	1,20
<b>C. Municipalidades</b>	31,59	14,50
Barranquilla	2,50	1,20
Bogotá	8,70	4,00
Cali	2,89	1,30
Medellín	17,50	8,00
<b>D. Bancos hipotecarios</b>	38,11	17,50
1. Con garantía gubernamental		
Banco Agrícola Hipotecario	16,00	7,30
2. Sin garantía gubernamental		
Banco de Colombia	3,05	1,40
Banco Hipotecario de Bogotá	6,00	2,80
Banco Hipotecario de Colombia	13,06	6,00
<b>E. Total</b>	217,85	100,00

Fuente: Apéndice estadístico.

### C. Las condiciones financieras

El segundo interrogante se refiere a las condiciones financieras de los préstamos. En la discusión general acerca de los márgenes obtenidos por los banqueros durante los años veinte, se mencionó cómo los provenientes de préstamos a la América del Sur excedieron a los derivados de créditos a otras regiones. Ahora se discute la posición de Colombia en el contexto de los países más endeudados y de acuerdo con la identificación de los prestatarios particulares -entida-

des gubernamentales y corporaciones-. El Cuadro 11 presenta información acerca de los dos mayores deudores internacionales -Alemania y Canadá-, así como de los deudores suramericanos más importantes.

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

Cuadro 11  
**Estados Unidos**  
**Tasas de interés sobre préstamos de largo plazo, 1924-1929**  
**Países deudores seleccionados**  
(Porcentajes)

	Tasas contractuales	Rendimientos a los inversionistas	Rendimientos a los banqueros
<b>A. Gobiernos nacionales y provinciales</b>			
Alemania	6,54	6,94	7,28
Canadá	4,56	4,65	4,73
Argentina	6,18	6,36	6,68
Brasil	6,80	7,22	7,74
Chile	6,00	6,40	6,75
Colombia (*)	6,53	6,94	7,34
<b>B. Gobiernos municipales</b>			
Alemania	6,60	6,92	7,32
Canadá	4,70	4,83	4,95
Argentina	6,60	6,80	7,13
Brasil	6,90	7,13	7,60
Chile	7,33	7,36	7,66
Colombia (*)	7,35	7,68	8,55
<b>C. Empresas</b>			
Alemania	6,38	6,78	7,10
Canadá	5,05	5,20	5,35
Chile	6,32	6,58	7,13
Colombia (*)	6,72	7,12	7,75

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

Fuente: Lewis (1938, Apéndice E3) y apéndice estadístico para los datos de Colombia.

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

En la muestra de países del Cuadro 11, Colombia presenta las tasas de interés más elevadas sobre créditos municipales y corporativos, y comparte con Alemania las segundas más altas sobre préstamos nacionales y provinciales. En el caso de los préstamos municipales, Colombia aparece cargando con la

tasa contractual más alta apenas por encima de Chile, pero en comparación con los inversionistas de este último país, los inversionistas demandaron un rendimiento más alto de las ciudades colombianas. Una discriminación aún más fuerte provino de los banqueros, quienes derivaron sus tasas efectivas máximas de la intermediación crediticia a los municipios colombianos. La experiencia se repite en el caso de los préstamos corporativos, aunque menos marcadamente que en el caso de los préstamos municipales; una vez más, los

---

---

banqueros obtuvieron sus rendimientos más altos a partir de la intermediación de créditos a Colombia, pero la diferencia con el rendimiento pagado a los inversionistas apenas aventajó la alcanzada en la intermediación de préstamos a Chile. Finalmente, y de acuerdo con estas cifras, las tasas pagadas por Colombia sobre los préstamos nacionales y provinciales sólo fueron superadas por el Brasil. Las tasas contractuales, así como las tasas efectivas demandadas por los inversionistas, fueron similares en Alemania y en Colombia, pero, una vez más, la comisión de los banqueros fue más remunerativa en el caso de Colombia.

El Cuadro 12 muestra las condiciones financieras de los créditos aprobados a los deudores colombianos durante los años veinte. La primera columna presenta la duración promedio de los bonos emitidos por cada deudor. Como puede observarse, mientras en el caso de los préstamos británicos la extensión media de vida

*Las tasas contractuales, así como las tasas efectivas demandadas por los inversionistas, fueron similares en Alemania y en Colombia, pero, una vez más, la comisión de los banqueros fue más remunerativa en el caso de Colombia.*

excedía los 30 años, el término medio de los norteamericanos era de 24 años. Los dos grandes créditos extendidos por los Estados Unidos al Gobierno Nacional en 1927 y 1928 fueron por 33 años, pero la mayoría de los préstamos se otorgó a 20 años. La segunda columna exhibe los valores medios de las tasas de interés que los beneficiarios del crédito ofrecieron pagar sobre el valor facial de los bonos; los contratos ofrecieron como regla general que los intereses se pagarían dos veces al año. De acuerdo con los guarismos,

el Gobierno Nacional obtuvo la tasa contractual más baja de la época, 6%, tanto sobre los préstamos de los Estados Unidos como sobre el solitario préstamo británico de 1920. Los préstamos departamentales se contrataron a tasas que en promedio excedieron en un punto porcentual a las asignadas a los créditos al Gobierno Nacional, y los préstamos municipales se contrataron a tasas medias aún más altas. Finalmente, los préstamos a la banca hipotecaria se colocaron a tasas medias similares o inferiores a las de los préstamos departamentales.

La tercera columna revela las tasas de interés equivalentes al retorno que los inversionistas esperaban ganar al comprar los bonos colombianos. La cuarta columna presenta las tasas

de interés requeridas por los banqueros, las cuales son equivalentes a las tasas efectivas pagadas por los deudores. La última columna reporta las comisiones alcanzadas en la práctica por los banqueros, medidas como la diferencia entre

los rendimientos recibidos por los inversionistas (columna 3) y los pagados por los deudores finales (columna 4). Las comisiones obtenidas por los banqueros variaron desde menos de un sexto de un punto porcentual para créditos al Gobierno Nacional, a dos tercios de un punto porcentual para créditos a los departamentos, y hasta cerca de un punto porcentual completo para créditos a las municipalidades. Desde la perspectiva de los deudores puede observarse cómo a medida que las tasas contractuales se elevaban, mayores

## Cuadro 12

## Colombia

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

	(1)	(2)	(3)		(5)
	Término de los préstamos (Años)	Tasa de interés contractual (%)	Rendimiento para los inversionistas 1/ (%)	Rendimiento para los Banqueros 2/ (%)	Comisión recibida por los banqueros (%)
<b>A. Préstamos de los Estados Unidos</b>	24,0	6,78	7,18	7,75	0,57
1. Al Gobierno Nacional 3/	33,0	6,00	6,39	6,55	0,16
2. A los departamentos	22,2	7,05	7,48	8,13	0,65
Antioquia	23,4	7,00	7,46	7,91	0,45
Caldas 4/	20,0	7,50	7,79	9,00	1,21
Valle del Cauca 5/	20,0	7,30	7,61	8,45	0,84
Cundinamarca 6/	30,0	6,50	6,94	7,34	0,40
Santander	20,0	7,00	7,53	8,02	0,49
Tolima	20,0	7,00	7,57	8,04	0,47
3. A los municipios	20,7	7,35	7,68	8,55	0,87
Barranquilla	17,0	8,00	7,98	9,31	1,33
Bogotá	20,5	7,25	7,73	8,51	0,78
Cali	20,0	7,00	7,44	8,25	0,81
Medellín 7/	25,3	7,16	7,56	8,12	0,56
4. A la banca hipotecaria	20,0	6,72	7,18	7,75	0,57
Banco Agrícola Hipotecario	20,0	6,50	6,98	7,51	0,53
Bancos privados:	20,0	6,94	7,38	7,99	0,61
Banco de Colombia	20,0	7,00	7,38	8,01	0,63
Banco Hip. de Bogotá	20,0	7,00	7,38	8,05	0,67
Banco Hip. de Colombia	20,0	6,83	7,38	7,91	0,53
<b>B. Préstamos británicos</b>	32,0	6,38		7,78	
1. Al Gobierno Nacional 8/	34,0	6,00	n.d.	8,10	n.d.
2. A la banca hipotecaria	30,0	6,75	7,22	7,46	0,24
Banco Agrícola Hipotecario	30,0	6,50	7,06	7,27	0,21
Banco Hip. de Bogotá	30,0	7,00	7,38	7,64	0,26

n.d. No disponible.

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

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

3/ Únicamente los préstamos de 1927 y 1928.

4/ Únicamente los préstamos de 1926.

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

6/ Únicamente el préstamo de 1926.

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

8/ Únicamente el préstamo de 1920.

Fuente: Cálculos basados en el Apéndice Estadístico.

---

eran las comisiones exigidas por los banqueros; así, mientras estos demandaban una comisión de 0,87 de un punto porcentual sobre los bonos municipales cuya tasa de interés nominal era del 7,4%, únicamente requirieron 0,16 de un punto porcentual sobre los bonos nacionales cuya tasa era del 6%.

Para explicar la discriminación ejercida por los banqueros entre sus deudores se pueden enunciar algunas conjeturas. A primera vista las cifras parecen sugerir una relación inversa entre el tamaño de los préstamos y las comisiones bancarias; esta es la impresión que se obtiene al comparar comisiones menores sobre créditos grandes a la Nación, con comisiones superiores sobre pequeños créditos individuales a los departamentos y municipios. Entonces podría argumentarse, hipotéticamente, que economías de escala en el mercadeo de préstamos grandes redundarían en comisiones

bajas. Sin embargo, dicha hipótesis no parece aplicable cuando se comparan créditos de diferentes tamaños a los departamentos y a los municipios. Una hipótesis alternativa sugeriría que consideraciones de reputación y de política, como la cercanía de las regiones a los centros de las decisiones políticas, podrían haber influido en los criterios de los inversionistas. Medellín, “la capital industrial de Colombia”, y Bogotá, “la capital política”, enfrentaron las comisiones más pequeñas, y lo mismo ocurrió con

sus correspondientes ubicaciones geográficas, Antioquia y Cundinamarca.

Los criterios de los inversionistas parecen haber sido diferentes a los de los banqueros. Aquellos cargaron descuentos más altos sobre los préstamos al Gobierno Nacional, y descuentos más bajos sobre los préstamos departamentales y municipales. En promedio, los inversionistas demandaron un descuento del 6,2% sobre los valores a la par de los préstamos al Gobierno Nacional, uno del 5,2% sobre los valores a la par de los préstamos a los departamentos, y uno del 3,9% so-

bre los valores a la par de los préstamos municipales (Apéndice estadístico). La información sugiere que las tasas contractuales y el término de los préstamos constituyeron el principal atractivo para los inversionistas. Así, a los departamentos que ofrecieron tasas contractuales por encima del 7%, los inversionistas les re-

conocieron los menores descuentos, al tiempo que los banqueros les exigieron los más altos. El caso del departamento de Caldas es ilustrativo; dada una tasa contractual alta del 7,5%, y un tiempo de maduración de 20 años, los inversionistas norteamericanos pagaron un precio de 96,8% del valor a la par, mientras que el precio pagado por los banqueros fue solo del 84,3% del valor a la par. Con las municipalidades ocurrieron experiencias similares. La de Barranquilla es la más dramática; dada la más alta tasa contractual pro-

*Las cifras parecen sugerir una relación inversa entre el tamaño de los préstamos y las comisiones bancarias. Una hipótesis sugeriría que consideraciones de reputación y de política, como la cercanía de las regiones a los centros de las decisiones políticas, podrían haber influido en los criterios de los inversionistas.*

---

medio del período, 8%, y una madurez de 17 años, los inversionistas norteamericanos pagaron un precio de 100,2% (con prima!), al tiempo que los banqueros demandaron la comisión más elevada del período, pagando solamente el 87,6%.

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

“En cierto momento, ... se contaban 29 representantes de casas financieras de los Estados Unidos únicamente en Colombia tratando de negociar préstamos para el Gobierno Nacional, para los departamentos, y para otros posibles deudores”<sup>35</sup>.

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

*Colombia también participó en el fenómeno universal de excesos tanto por parte de los deudores como de los acreedores. Durante el auge crediticio, banqueros provenientes de los Estados Unidos recorrieron Colombia en búsqueda de oportunidades de inversión.*

“La legación ha expresado frecuentemente en el pasado su sólida convicción acerca de que las varias casas bancarias de origen estadounidense que durante los tres últimos años han flotado varios préstamos externos en favor de la Nación, los Departamentos y los Municipios no ejercieron el debido cuidado en la protección de los intereses del tenedor norteamericano de los bonos e igual-

mente no asumieron aquel grado de responsabilidad moral hacia sus clientes que hace parte de una política sólida de financiamiento externo”<sup>36</sup>.

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

“Yo creo que Colombia está perdiendo el control en materia de endeudamiento. Se ha embarcado en demasiadas carreteras y vías troncales, sin idea alguna acerca de la procedencia del financiamiento, excepto que dicha financiación llegará sin obstáculos, al punto que ella cree poder endeudarse *ad infinitum*”<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Testimonio rendido en 1932 ante el Comité de Finanzas del Senado encargado de investigar la venta de bonos extranjeros en los Estados Unidos. Citado por Lewis (1938), Apéndice E, pp. 623 y 629.

<sup>36</sup> Planteamiento citado por Drake (1989), p. 58.

<sup>37</sup> Lewis (1938), p. 381.

---

Ya para entonces, el entusiasmo desmedido tocaba a su fin, con la desaparición de la oleada crediticia de origen estadounidense. Toda una cadena de eventos iniciada con el auge en 1928 y posterior caída en 1929 de Wall Street, seguida de la Gran Depresión, desembocó en el desplome del crédito internacional otorgado por los Estados Unidos en los años veinte.

### **III. EL DESPLOME DEL CRÉDITO EXTERNO OTORGADO POR LOS ESTADOS UNIDOS**

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

#### **A. El descaecimiento del auge de préstamos norteamericanos**

El auge crediticio norteamericano llegó a su fin en la segunda mitad de 1928. El factor crucial fue otro auge, esta vez más corto, en el mercado accionario. La evolución de los bonos y las acciones durante los años veinte apa-

rece en el Cuadro 13. Aunque las emisiones de bonos predominaron durante la década (en una proporción de 9 a 1) la participación de las acciones ordinarias mejoró gradualmente hasta 1927; a pesar del auge de los bonos foráneos, su participación en el total de las emisiones de títulos fue muy estable durante la década. Lo que estas observaciones sugieren es que las inversiones internas mantuvieron el paso de las inversiones externas sin precedentes de la época.

El auge en el mercado accionario en 1928 y 1929 redujo sustancialmente las ofertas de bonos tanto interna como externamente. En 1929 las emisiones de bonos externos escasamente llegaron a la mitad del nivel alcanzado en 1927, y las ofertas de bonos internos declinaron en un 37% también en comparación con el nivel de 1927. En términos de la composición del portafolio de los inversionistas, es ilustrativo mencionar cómo mientras en 1927 las emisiones de acciones representaron no más del 7,5% de las emisiones totales de acciones y bonos, en 1929 la cifra relevante fue del 49,6%. Tal manifestación de las preferencias de los inversionistas tendría una corta vida, ya que el auge del mercado accionario tocaría a su fin con la caída de Wall Street en octubre de 1929.

Una recuperación efímera de los bonos externos, entre los cuales se destacó el crédito de Young, ocurrió en 1930. Con motivo del retroceso del crédito externo de los Estados Unidos desde 1928, Alemania, el mayor deudor de la época, se encontró en dificultades para cumplir con los pagos de las reparaciones. El Plan Young buscó asegurar la continuidad de dichos pagos, me-

Cuadro 13  
Emisiones de bonos y acciones en los Estados Unidos, 1920-1930

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	(Millones de dólares)					(Porcentajes)			
	Bonos		Totales (1) + (2)	Acciones ordinarias	Total de emisiones (3) + (4)	(3) / (5)	(4) / (5)	(1) / (3)	(1) / (5)
Externos	Internos								
1920	497	1.808	2.305	540	2.845	81,0	19,0	21,6	17,5
1921	623	2.987	3.610	134	3.744	96,4	3,6	17,3	16,6
1922	764	3.292	4.056	277	4.333	93,6	6,4	18,8	17,6
1923	421	3.312	3.733	324	4.057	92,0	8,0	11,3	10,4
1924	969	3.719	4.688	511	5.109	91,8	8,2	20,7	19,0
1925	1.076	4.067	5.143	558	5.701	90,2	9,8	20,9	18,9
1926	1.125	4.425	5.550	579	6.129	90,6	9,4	20,3	18,4
1927	1.337	5.986	7.323	600	7.923	92,4	7,6	18,3	16,9
1928	1.251	4.590	5.841	1.812	7.653	76,3	23,7	21,4	16,3
1929	671	3.800	4.471	4.408	8.879	50,4	49,6	15,0	7,6
1930	905	4.299	5.204	1.092	6.296	82,7	17,3	17,4	14,4

Fuente: Columna (1) tomada del cuadro 2. Columnas (2) y (4) basadas en White (1986, p. 496).

diante un préstamo de US\$300 m orientado a revitalizar el crédito internacional. Sin embargo, en franco contraste con el crédito de Dawes, el de Young no tuvo la capacidad de generar un nuevo auge de crédito internacional; así, la participación norteamericana en el préstamo, por la suma de US\$100 m escasamente pudo colocarse con descuento en junio de 1930, en comparación con el crédito Dawes, cuya suscripción llegó a ser de 10 veces el tamaño de la emisión aprobada. La persistencia de problemas financieros en Alemania llevó a la moratoria de Hoover con referencia a las reparaciones en junio de 1931 y al desistimiento final de la idea de las reparaciones en la Conferencia de Lausana en 1932<sup>38</sup>.

El endeudamiento de largo plazo del Canadá, el segundo entre los mayores beneficiarios de crédito norteamericano, duró hasta 1931. En América del Sur algunos países -principalmente Chile y Brasil- lograron acceder a fondos de largo plazo sólo hasta 1930. La experiencia del Brasil fue excepcional: los banqueros neoyorquinos y británicos (*London merchant bankers*) consiguieron flotar un crédito de US\$35 m en Nueva York y otro de US\$60 m en mercados europeos; el propósito de la operación fue el de financiar la liquidación de voluminosos inventarios de café que no habían salido al mercado internacional. Finalmente, Argentina logró colocar un crédito grande y de corto plazo en 1930, el mayor entre to-

<sup>38</sup> Aldcroft (1987, pp. 84-86).



---

dos los contratados por un país suramericano durante el auge de préstamos estadounidenses. Fue la última manifestación de dicha bonanza crediticia<sup>39</sup>.

Un desarrollo importante con posterioridad al colapso del mercado de bonos externos en los Estados Unidos fue la extensión de créditos bancarios a gobiernos extranjeros. Se ha estimado que dichos créditos llegaron a US\$1,8 billones a principios de 1931, suma aproximadamente equivalente al 23% de las inversiones de portafolio de largo plazo de los Estados Unidos a fines de 1930. Alemania estuvo, una vez más, en el centro de estas operaciones: los banqueros norteamericanos apoyaron proyectos estatales y privados a la espera de que el crédito Young reavivaría el mercado de bonos extranjeros. Cuando dicha expectativa se desvaneció en 1931, el retiro de los créditos bancarios otorgados a Alemania a través de las corresponsalías pudo evitarse mediante la implementación de acuerdos que congelaran las reclamaciones financieras externas en contra de dicho país. Otros países en Europa Central y también en América del Sur se beneficiaron del crédito bancario. Chile negoció créditos bancarios por cerca de US\$22 m, cifra nada despreciable dado el tamaño de los créditos colocados por América del Sur en esa época a través de bonos. Otros deudores como el Perú negociaron créditos bancarios mucho más modestos<sup>40</sup>.

Colombia también accedió al crédito bancario de corto plazo, y la principal operación se convirtió en un claro precedente de la condicionalidad ejercida por banqueros extranjeros. El país buscó el crédito bancario desde 1928 para aliviar dificultades de la Tesorería. Para finales de 1930 las estadísticas oficiales indicaban que la deuda con los bancos de los Estados Unidos llegaba a US\$4,9 m, representando el 7% de la deuda externa total del gobierno nacional. A finales de 1931 dicha cifra se había elevado al 21% como resultado de una única negociación<sup>41</sup>. El acuerdo crediticio se perfeccionó en junio de 1930, cuando por coincidencia la emisión del crédito Young creó la expectativa de resurgimiento del crédito internacional otorgado por los Estados Unidos. Esta operación constituyó el último acceso del país al crédito externo privado de los Estados Unidos durante los años veinte y treinta, y el primero celebrado con un sindicato bancario. Este tipo de operaciones no se repetiría hasta mediados de los años cincuenta, y más sistemáticamente hasta los setenta.

El sindicato fue liderado originalmente por el National City Bank de Nueva York y el First National Bank de Boston y, posteriormente, reforzado por la rama británica de Lazard Brothers<sup>42</sup>. En conjunto, el Gobierno Nacional recibió US\$16,9 m, si bien no fue el úni-

---

<sup>39</sup> Los créditos de corto plazo a la Argentina en 1930 alcanzaron la suma de US\$135 m, representando el 65% de los préstamos de corto plazo recibidos por todos los países en dicho año. Lewis (1938, Apéndice E, pp. 623 y 629).

<sup>40</sup> Estimaciones debidas a Lewis (1938, pp. 395 y 396).

<sup>41</sup> Informe Financiero del Contralor. Informes anuales de 1928 a 1932.

<sup>42</sup> Los miembros del sindicato fueron los siguientes: el National City Bank de Nueva York y su filial el National City Co.; el First National Bank de Boston y su filial el First National Old Colony Corporation; Lazard Brothers y Co., Ltd., London, en su nombre y en nombre de Lazard Frères & Cie., Paris; Continental Illinois Co., afiliado al Continental Illinois Bank and Trust Co., Chicago; International Manhattan Co., Inc., afiliado al International Acceptance Bank, Inc., Nueva York.

co beneficiario. Los gobiernos departamentales hicieron parte de los últimos destinatarios del crédito, y aplicaron los fondos correspondientes al servicio de su deuda externa. Tanto la negociación del préstamo como el desembolso de los instalamentos fueron afectados por la condicionalidad impuesta por los bancos. Los banqueros exigieron una ley que fijara topes al endeudamiento, la continuidad en la reducción del gasto público con el propósito de restablecer el equilibrio fiscal, la reorganización del manejo de los ferrocarriles nacionales, y el nombramiento de

los mismos banqueros como agentes fiscales del Gobierno. Las exigencias de los banqueros fueron satisfechas, y en particular se impuso un tope sobre el total de la deuda externa e interna; dicho tope significaba que dicho total no debería exceder una suma cuyo servicio financiero estuviera por encima del 30% del promedio de los ingresos fiscales de los últimos seis años<sup>43</sup>.

Los desembolsos de los instalamentos estuvieron rodeados de un contexto de tensio-

nes en el cual los intereses petroleros jugaron un papel destacado<sup>44</sup>. Existía la posibilidad de retener instalamentos y a través de este medio derivar ventajas de las negociaciones petroleras. Signos de esta presión se sintieron cuando el Gobierno esperaba el último instalamento en marzo de 1931. La

intransigencia de los banqueros rebasó cualquier otro tipo de presión, hasta el punto de provocar reacciones tanto del Gobierno de Colombia como del de los Estados Unidos. El presidente colombiano expresó su frustración reconociendo que había participado en "el juego

con los americanos" aceptando sus condiciones, y el embajador de los Estados Unidos expresó que "los mejores esfuerzos del Departamento de Estado y de nuestras misiones diplomáticas en el extranjero pueden verse neutralizados por manifestaciones inadmisibles de quienes representan los intereses de los negocios americanos. Yo tengo en mente especialmente la acción reciente de un grupo de banqueros americanos, la cual ha desatado efectos infortunados sobre nuestros propósitos acá, en general, en Colombia ..."<sup>45</sup>.

*El auge de 1928 en Wall Street truncó la continuidad del crédito externo originado en los Estados Unidos. Los intentos de restablecer el mercado de bonos extranjeros con posterioridad a la caída de Wall Street se frustraron; las nuevas flotaciones desde 1932 fueron mínimas.*

<sup>43</sup> Ley 75 de 1930. Pérez (1990, parte II, p. 84).

<sup>44</sup> Los vínculos entre el tema petrolero y los créditos norteamericanos a Colombia no eran cosa nueva. Existe documentación acerca de cómo a mediados de los años veinte el Gobierno de los Estados Unidos desalentó créditos a favor de Colombia hasta tanto no se otorgaran concesiones a la compañía norteamericana Gulf Oil, Drake (1986, p. 56).

Posteriormente, en 1929, la embajada británica en Bogotá informó que con el estímulo tanto del Departamento de Estado como del Departamento de Comercio, las casas emisoras de bonos estaban negando créditos a Colombia y deprimiendo los precios de los bonos colombianos para obtener concesiones petroleras. Estos hechos los cita Eichengreen (1986, p. 72).

<sup>45</sup> De acuerdo con la documentación citada por Drake (1989, p. 66), el presidente Olaya elevó su reclamo ante el embajador de los Estados Unidos en los siguientes términos: "He tratado de participar en el juego de los americanos; logré la aprobación de la ley petrolera que ellos querían, conseguí la firma del Contrato Barco (concesión [otorgada a] la Gulf Oil), y he tratado de proteger los intereses americanos en términos tarifarios, etc., etc. El que los americanos me hayan abandonado al final me sume en la desesperanza".

---

---

En resumen, el auge de 1928 en Wall Street truncó la continuidad del crédito externo originado en los Estados Unidos. Los intentos de restablecer el mercado de bonos extranjeros con posterioridad a la caída de Wall Street se frustraron; las nuevas flotaciones desde 1932 fueron mínimas. Los créditos bancarios de corto plazo florecieron efímeramente durante 1931, y para muchos países ellos fueron su último vínculo con los mercados internacionales de capitales. Las condiciones imperantes en la economía mundial, tanto económicas como políticas, se interpusieron en el camino de recuperación del financiamiento internacional. En particular, la capacidad de servicio de la deuda de la mayoría de los usuarios del crédito se vio severamente mermada por cambios en los precios relativos y por choques adversos sobre la demanda. A estos eventos desfavorables para los deudores se dedica la siguiente sección.

## **B. La caída de los términos de intercambio en la periferia**

Los precios mundiales de las mercancías habían entrado en declive desde 1925. Por una

diversidad de causas, los excedentes agrícolas se hicieron evidentes en la segunda mitad de los años veinte<sup>46</sup>. De acuerdo con un índice general de las mercancías, entre 1925 y 1930 los precios cayeron en 57% mientras que los inventarios crecieron en 79%. La suerte de los productores individuales en este proceso dependió no sólo de la evolución de cada mercancía -la "lotería de las mercancías"-, sino de las políticas seguidas en las áreas productoras<sup>47</sup>. La experiencia cafetera de los años veinte es ilustrativa al menos en tres aspectos. Primero, las políticas de estabilización de precios del Brasil, el productor dominante; segundo, la aplicación de deuda externa al financiamiento de dichas políticas, y tercero, las externalidades positivas de dichas políticas sobre otros productores, especialmente Colombia.

Varios intentos de estabilización de los precios cafeteros durante los años veinte con el apoyo del financiamiento externo estuvieron asociados con la denominada política de "defensa permanente" de los precios cafeteros<sup>48</sup>. Hacia el final de la década, dicha política se encontraba a punto de fracasar después de cosechas excepcionales de

---

<sup>46</sup> Un grupo importante de factores estuvo asociado al desorden que se produjo en la producción agrícola con posterioridad a la Primera Guerra Mundial. El descenso en la producción de alimentos en Europa estimuló otras áreas -los Estados Unidos, Canadá, Suramérica, Australia- para que expandieran sus propias ofertas. En este contexto, la restauración de la agricultura europea tras la guerra condujo a la acumulación de excedentes, aumento de inventarios y caída de precios. Los avances tecnológicos de la época, desde los fertilizantes hasta la más eficiente maquinaria agrícola, se sumaron a las causas mencionadas del incremento de las ofertas mundiales. Otro grupo de factores estuvo ligado a la longitud del período de gestación de algunos productos agrícolas; así, mientras la siembra coincidió con elevados precios para los bienes primarios entre 1916 y 1920, las cosechas con destino al mercado sólo estuvieron disponibles hasta finales de los años veinte. Garraty (1986).

<sup>47</sup> Kindleberger (1986, p. 76), Díaz Alejandro (1983, p. 6).

<sup>48</sup> Las primeras políticas de estabilización, denominadas "esquemas de valorización", se pusieron en práctica a principios de la centuria (1906) con el propósito de aislar el precio interno de cambios en la demanda mundial, así como de los efectos de los cambios en las condiciones climáticas sobre la producción. El esquema se aplicó por primera vez en 1907 para comprar la totalidad de una cosecha abundante con deuda interna. Posteriormente, entre 1909 y el estallido de la primera guerra, el grano se vio favorecido por mayores cotizaciones, derivadas de un cambio favorable en la demanda

---

1927 a 1928 y de 1929 a 1930. Pudo estimarse que a finales de 1929 alrededor de 16 m de sacos de café permanecían sin venderse<sup>49</sup>. En estas condiciones, los precios cafeteros que venían de capa caída desde el primer trimestre de 1929, cayeron un tercio (de 22,5 centavos a 15,5 centavos de dólar por libra) sólo en el último trimestre del año. El café no fue la única mercancía infortunada. Con posterioridad al colapso del mercado accionario, numerosos precios de mercancías cayeron abruptamente, también en el último trimestre de 1929: el del caucho en 20%, el del cuero en 18%, el del zinc en 17%, el del cacao en 15%, sólo para mencionar los más adversamente afectados<sup>50</sup>.

Autores como Kindleberger han subrayado el papel del racionamiento crediticio de la banca en el descalabro de los precios de las mercancías. Los préstamos internos a los comerciantes en los Estados Unidos fueron restringidos con posterioridad a la crisis del mercado accionario, con los consiguientes efectos adversos sobre la demanda de mercancías<sup>51</sup>. Entonces, el racionamiento crediticio a los importadores de mercancías pudo haberse sumado a los probables efectos contraproducentes de las políticas brasileñas sobre los precios cafeteros. Como se vio anteriormente, la caída de los precios cafeteros excedió ampliamente la de otras mercancías seleccionadas.

---

mundial. El descenso gradual de los precios durante la guerra, y la perspectiva de copiosas cosechas en 1917 y 1918 condujeron al segundo esquema de valorización. El éxito de este plan se vio reforzado por un accidente natural como lo fue una helada que destruyó parte de las cosechas, y el auge de los alimentos de origen agrícola después de la guerra. En 1921, ante la expectativa de una abundante cosecha el Gobierno optó por comprar más de una tercera parte de ella. El financiamiento externo resultó crucial en la operación. En 1922, se empleó un crédito de £9 m para refinanciar deuda tanto externa como interna. Este apoyo externo jugó parte en la institucionalización de la política de "defensa permanente" de los precios cafeteros. Villanova y Suzigan (1973, secciones 3.3, 4.4 y 5.3).

<sup>49</sup> En 1924 se fundó el Instituto del Café de Sao Paulo con el propósito de implementar la política de "defensa permanente" por medio de la compra de la totalidad o de la mayor parte de las cosechas excesivas, guardándolas en inventarios para venderlas luego en períodos de alza de precios. En 1926 la rama británica de Lazard Brothers -una casa bancaria cercanamente vinculada a la flotación de créditos externos a Brasil y a Colombia, y con negocios en el comercio internacional del café- tramitó la emisión de un crédito de £10 m al Instituto. Concebido con el propósito de respaldar las políticas del Instituto, el préstamo provocó la protesta del Gobierno de los Estados Unidos, el cual consideró que los intentos de sostenimiento de los precios cafeteros entraban en conflicto con los intereses de los consumidores de su país. Marichal (1989, p. 196). La política de defensa permanente se derrumbó a finales de los años veinte. Una cosecha sin precedentes en el año cafetero de 1927 a 1928 llevó al Instituto a adoptar una política de subsidios a los cultivadores cafeteros. El Banco do Estado, creado con los recursos del préstamo de Lazard de 1926, fue autorizado a pagar aproximadamente £1,5 por saco de café. La política de defensa permanente entró en colapso a principios del año cafetero 1929-1930. Se esperaba una cosecha aun mayor que la de 1927 a 1928, y el Banco do Estado se encontró al borde de la quiebra; de hecho, desde la cosecha excepcional de 1927 a 1928, una enorme cantidad de café no vendido se había depositado en bodegas. Se estimó que a finales de 1929 alrededor de 16 m de sacos de café permanecían sin venderse, con las obvias implicaciones financieras adversas para el Banco do Estado. Villanova y Suzigan (1973, secciones 5.3 y 6.3.2).

<sup>50</sup> Kindleberger (1986, p. 139).

<sup>51</sup> El argumento se basa en procedimientos comerciales usuales de la época, y en la reacción de la banca neoyorquina al retiro de préstamos bancarios a la vista (*call money*) otorgados a los corredores en el mercado accionario. Las mercancías se embarcaban en calidad de consignación, y los intermediarios de mercancías basaban sus compras en el crédito bancario. Tras la crisis del mercado de acciones algunos participantes en el mercado de préstamos a la vista (*call loan market*) -corredores de bolsa, empresas, personas naturales, bancos provinciales- se replegaron y los bancos de Nueva York tomaron su lugar. Este cambio significó el recorte del crédito a los comerciantes, incidiendo adversamente en la demanda de mercancías y contribuyendo a la caída de los precios.

Abrumado por dificultades financieras, el sector cafetero brasileño retornó al crédito externo<sup>52</sup>. Los prospectos de renacimiento del crédito internacional a finales de 1929, si bien a la postre resultaron efímeros, facilitaron un nuevo acercamiento entre el Estado de Sao Paulo y la banca extranjera. Una coalición de banqueros británicos y bancos neoyorquinos flotó un crédito de £12 m (US\$60 m) en capitales europeas, y otro de US\$35 m en Nueva York. Estas sumas conformaron el denominado "préstamo de realización cafetera", cuyo componente en dólares con una madurez de 10 años fue vendido a inversionistas en los Estados Unidos con un descuento del 4%. Cuando se otorgó el préstamo en abril de 1930 las cotizaciones cafeteras habían caído en 38% desde los eventos simultáneos de crisis de la política de "defensa permanente" en el Brasil y el colapso accionario en Nueva York en octubre de 1929. El préstamo se destinó a financiar 16,5 millones de sacos depositados en las bodegas brasileras. Aunque una de las condiciones interpuestas por los banqueros era que el estado de Sao Paulo tendría que abando-

nar sus políticas de elevación de precios, fue la superproducción cafetera la que provocó el fin de las políticas intervencionistas<sup>53</sup>.

A finales de la primera mitad de los años veinte Colombia era ya un importante productor cafetero. Su participación en las importaciones de café de los Estados Unidos desde principios de la centuria -expresada

*Dos factores contribuyeron a la expansión exitosa de Colombia en el mercado internacional del café durante (y más allá de) los años veinte. Primero, el hecho de que el café era producido predominantemente en fincas pequeñas en las cuales las familias eran proveedoras significativas de mano de obra, y, segundo, la característica de la elevada calidad del producto.*

en términos de sacos de 60 kilos- es ilustrativa; así, mientras que durante el período de 1905 a 1914 dicha participación fue sólo del 6,5% comparada con el 76,2% del Brasil, en los años de 1920 a 1929 llegó a ser del 17,4% en comparación con el 65,9% de este último país<sup>54</sup>. Dos factores contribuyeron a la expansión exitosa de Co-

lombia en el mercado internacional del café durante (y más allá de) los años veinte. Primero, el hecho de que el café era producido predominantemente en fincas pequeñas en las cuales las familias eran proveedoras significativas de mano de obra, y, segundo, la característica de la elevada calidad del producto. Los "esquemas de valorización" implementados por el Brasil constituyeron

<sup>52</sup> Nuevas dificultades financieras asediaron al sector cafetero y a la banca: los cultivadores del grano carecían de recursos para financiar el transporte a los puertos marítimos, y la banca comercial que previamente había financiado a los cultivadores presentaba problemas de liquidez. Además, el Gobierno rechazó la idea de rescatar al sector cafetero por medio de aumentos en la oferta monetaria, dada la política vigente de estabilidad cambiaria y monetaria. La única forma de salir de las presiones financieras inmediatas era el crédito externo, una empresa difícil de acuerdo con el repliegue crediticio internacional del momento. Villanova y Suzigan (1973, sección 6.3.2).

<sup>53</sup> Kindleberger (1985), Marichal (1989, p. 196), Abreu (1978-1979, p. 30), indican que de la flotación europea se obtuvieron sólo £8,5 m, y que por consiguiente, el Gobierno debió salir en 1931 a comprar café con recursos internos.

<sup>54</sup> Ocampo y Montenegro (1982, p. 52).

---

un incentivo adicional para la expansión de las siembras cafetaleras en Colombia y otras áreas como América Central. Y cuando dichos esquemas se vinieron al piso en 1929, Colombia y otros beneficiarios de las políticas brasileñas debieron enfrentar los efectos adversos de la caída de precios.

La espiral deflacionaria de los precios de las mercancías se acentuó a lo largo del período de 1929 a 1933. Para los países deudores que derivaron de dichas mercancías el superávit comercial requerido para el servicio de la deuda externa, la severidad del choque era manifiesta hacia finales de 1931. En dos años (junio de 1929 a junio de 1931) los precios del café habían caído en 60%, y la mayoría de los precios de otras mercancías entre las cuales se contaban el cacao, el trigo, el zinc, el plomo, el algodón y la seda se había venido abajo en magnitudes que oscilaban entre el 50% y el 55%, para no citar los casos extremos del caucho y el cobre, cuyos precios disminuyeron en 70% y 90%, respectivamente. La deflación desencadenó otros efectos adversos sobre los países deudores. Como el nivel de precios en los Estados Unidos había caído en 11% entre 1929 y 1931 (para 1929 a 1933 la cifra sería del 24%), la carga real de la deuda denominada en dólares se disparó en la medida en que permanecieron inalterados los contratos nominales que estipulaban tasas de interés fijas<sup>55</sup>.

En conclusión, aunque los precios de las mercancías ya venían en descenso desde mediados de los años veinte, sufrieron un drástico descenso durante la Gran Depre-

sión. Los países deudores debieron enfrentar la caída del 50% en el precio de sus exportaciones entre 1929 y 1931. Además, los países que se endeudaron durante el auge de exportaciones de capital de los Estados Unidos vieron crecer la carga real de su deuda en la medida en que la deflación estadounidense se acentuaba. También en relación con el colapso de los precios internacionales de las mercancías se destaca el fracaso de esquemas estabilizadores de precios en las economías productoras. En relación con el café, la suerte adversa de los esquemas de valorización contribuyó al descalabro de sus precios en 1929.

### C. El choque adverso del ciclo de negocios a nivel internacional

Si el desplome de los precios de las mercancías debilitó la capacidad de servicio de la deuda de las economías prestatarias, la reducción del *quantum* de las exportaciones actuó como un nuevo choque adverso sobre la posición financiera de los deudores. La relación entre el centro y la periferia fue crucial. El predominio de los Estados Unidos en el centro hacia finales de los años veinte era manifiesto. Hacia 1929 más del 50% del producto industrial de los 15 países de mayor industrialización tuvo su origen en dicho país. Y la vulnerabilidad de la periferia en relación con el ciclo de negocios de los Estados Unidos aparece en el hecho de que también en 1929 dicho país representó alrededor del 40% del consumo de bienes primarios entre aquellos países industrializados<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup> Kindleberger (1986, pp. 139 y 186), U. S. Department of Commerce (1976).

<sup>56</sup> Eichengreen y Portes (1986, p. 612).

---

La fase depresiva en las economías avanzadas y su reflejo sobre América Latina aparece en el Cuadro 14. Partiendo del pico más alto de los negocios en las economías centrales en 1929, la depresión alcanzó sus puntos más bajos en 1932 a 1933, pero los niveles de actividad que precedieron a la crisis no se recuperaron hasta la segunda mitad de los años treinta. Puede apreciarse cómo los volúmenes de importaciones en las economías centrales cayeron más profundamente que la actividad, y cómo ellas reaccionaron lentamente a la recuperación de dichas economías. Los analistas del período han interpretado esta letárgica recuperación de las importaciones como resultado de medidas proteccionistas en el centro<sup>57</sup>. Finalmente, entre 1929 y 1933 aconteció un cambio drástico en los precios relativos en favor de las economías centrales; este desarrollo adverso para la periferia se revirtió entre 1934 y 1936, pero reapareció a finales de la década con motivo de la recesión estadounidense de 1937 a 1938.

La experiencia latinoamericana ilustra una variedad de contrastes. Inicialmente los términos de intercambio cayeron abruptamente, y luego se estabilizaron en los puntos más

bajos, antes de iniciar una lenta recuperación a partir de 1934. El *quantum* de exportaciones también cayó pero menos que los términos de intercambio, y una recuperación sostenida a partir de 1934 alcanzó los niveles de precrisis antes de la finalización de la década. En otras palabras, al menos desde 1934 la recuperación del *quantum* de exportaciones aligeró los efectos negativos de los términos de intercambio. El producto de América Latina declinó desde 1929 alcanzando su nivel más bajo en 1932. Los niveles de precrisis se recuperaron desde 1934, antes que en las economías centrales. Los observadores del período han concluido que el contraste favorable con las economías avanzadas se explica por el comportamiento industrial en la periferia durante los años treinta<sup>58</sup>.

Finalmente, puede apreciarse cómo las importaciones descendieron en más del 60% durante los tres primeros y más graves años de la depresión internacional, y aunque se presentó una recuperación gradual a lo largo del resto de la década, el *quantum* de las importaciones escasamente llegaba al 70% del nivel alcanzado en 1929. La desaparición del crédito internacional a partir de 1928 fue una causa mayor de la reducción vertical en

*Si el desplome de los precios de las mercancías debilitó la capacidad de servicio de la deuda de las economías prestatarias, la reducción del quantum de las exportaciones actuó como un nuevo choque adverso sobre la posición financiera de los deudores.*

periferia durante los años treinta<sup>58</sup>.

Finalmente, puede apreciarse cómo las importaciones descendieron en más del 60% durante los tres primeros y más graves años de la depresión internacional, y aunque se presentó una recuperación gradual a lo largo del resto de la década, el *quantum* de las importaciones escasamente llegaba al 70% del nivel alcanzado en 1929. La desaparición del crédito internacional a partir de 1928 fue una causa mayor de la reducción vertical en

---

<sup>57</sup> Díaz Alejandro (1984, p. 21) fue particularmente enfático en este punto: "El surgimiento de un centro proteccionista y nacionalista fue el mayor choque sobre las economías latinoamericanas durante los años treinta, más allá de los impactos negativos directos sobre los términos de intercambio en la región". Las medidas proteccionistas centrales fueron el sistema de tarifas establecido en los Estados Unidos en 1930 y conocido como de Smoot-Hawley, y el sistema británico puesto en marcha en 1931 con el nombre de British Abnormal Importations Act.

<sup>58</sup> Díaz Alejandro (1983, p. 9).

Cuadro 14  
Indicadores del ciclo económico  
Países industrializados y América Latina, 1929-1938

Año de referencia: (1929 = 100)

	Países industrializados 1/			América Latina 2/			
	Producto bruto	Volumen de importaciones	Términos de intercambio	Producto bruto	Volumen de importaciones	Términos de intercambio	Volumen de exportaciones
1929	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	94,6	94,8	106,1	96,1	77,4	81,5	81,2
1931	89,3	89,5	111,8	90,0	51,9	67,9	90,0
1932	83,0	76,5	113,7	86,7	39,5	71,4	73,0
1933	84,0	78,4	114,8	93,2	45,5	68,8	75,7
1934	89,2	79,6	111,1	101,0	52,5	76,5	85,4
1935	94,3	81,8	108,0	106,3	56,4	75,2	91,9
1936	101,6	85,7	100,6	113,4	61,7	80,6	93,3
1937	107,0	97,4	103,9	120,8	76,8	89,1	101,8
1938 3/	109,3	87,0	108,3	121,4	70,9	84,9	81,4

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

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

3/ Excluye Cuba debido a la falta de información.

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

el *quantum* importado, ya que Latinoamérica enfrentó la difícil situación de tener que servir la deuda externa al tiempo que se debilitaban los términos de intercambio y ya sin acceso a recursos frescos de financiamiento. Posteriormente, desde 1933, y debido al comportamiento dinámico de las exportaciones, pero más que todo a la suspensión generalizada del servicio de la deuda, las cantidades importadas se recuperaron a un ritmo estable pero sin alcanzar niveles cercanos al de 1929.

El Cuadro 15 presenta indicadores de comercio exterior para los cuatro mayores países receptores de crédito externo durante los años veinte. Como se vio antes, estos países aparecieron dentro del grupo de los ocho

mayores deudores de la época. Diferentes fortunas caracterizaron estos países durante la Gran Depresión y después de ella. Los términos de intercambio sirven de introducción a dichas diferencias. Si bien cada uno sufrió un deterioro de dicho indicador de entre el 30% y el 40% de 1929 a 1933, Argentina recobró sus niveles de precrisis desde 1936; otra suerte acompañó a los restantes países, cuyos términos de intercambio continuaron estancados en niveles similares a los de 1933. Un mensaje distinto se ofrece en el comportamiento de las exportaciones. Brasil y Colombia, en dicho orden, no vieron afectados sus *quantum* de exportaciones durante los peores años de la crisis, mientras que Chile experimentó una caída dramática de su *quantum* exportado (en 1933 el *quantum*



Cuadro 15  
Indicadores de comercio exterior  
Países suramericanos seleccionados, 1929-1938

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia
<b>A. Términos de intercambio</b>				
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	95,9	61,6	95,7	73,6
1931	71,4	53,6	67,0	83,6
1932	74,5	67,5	55,1	72,9
1933	70,4	60,3	60,0	63,6
1934	85,7	62,9	57,3	81,4
1935	85,7	55,0	61,6	64,3
1936	105,1	54,3	70,3	64,3
1937	120,4	58,3	76,8	67,1
1938	110,2	43,0	54,1	60,0
<b>B. Poder de compra de las exportaciones</b>				
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	66,9	67,1	62,2	81,7
1931	68,5	62,0	40,5	80,3
1932	65,3	54,4	15,5	71,8
1933	58,1	59,5	25,0	63,4
1934	74,2	69,6	37,8	84,5
1935	78,2	70,9	41,9	73,2
1936	86,3	77,2	47,3	83,1
1937	115,3	74,7	73,0	84,5
1938	67,7	67,1	48,0	78,9
<b>C. Volumen de las importaciones</b>				
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	87,8	59,4	92,0	52,3
1931	61,5	39,1	48,0	44,6
1932	46,8	36,2	17,0	36,9
1933	51,3	50,7	19,0	50,8
1934	56,4	55,1	25,0	63,1
1935	58,3	62,3	38,0	69,2
1936	61,5	63,8	43,0	78,5
1937	80,8	78,3	48,0	90,8
1938	76,3	72,5	44,0	84,6
<b>D. Volumen de las exportaciones</b>				
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	69,3	109,6	65,0	109,8
1931	95,3	117,3	60,0	96,1
1932	87,4	80,8	28,8	98,0
1933	81,9	100,0	41,3	98,0
1934	85,8	111,5	66,3	103,9
1935	90,6	128,9	67,5	113,7
1936	81,9	142,3	67,5	127,5
1937	95,6	128,8	95,0	125,5
1938	61,4	155,8	88,8	131,4

Fuente: Maddison (1985, p. 87).

---

exportado de Chile escasamente alcanzaba el 29% del nivel de 1929). Argentina fue un caso intermedio, más cercano a los de Brasil y Colombia, que al de Chile.

La evolución del poder de compra de las exportaciones ofrece información adicional. Como era de esperarse, Chile registra los peores resultados del grupo debido a la fortuna adversa de sus exportaciones reales. En el extremo opuesto, Colombia registra los mejores resultados basada principalmente en la buena fortuna de sus exportaciones reales. A Colombia le fue mejor que a la Argentina a pesar del mejor comportamiento de los términos de intercambio de este último país. Si Chile vio condicionado su *quantum* de importaciones a la evolución de su poder de compra exportador, tal no fue el caso de Brasil y de Colombia. En la experiencia colombiana el *quantum* importado cayó más rápidamente que el poder de compra de las exportaciones. Durante los años críticos de 1930 a 1933 el *quantum* importado de Colombia resultó inferior a la mitad del nivel alcanzado en 1929. En dicho período fue la cesación del crédito externo en combinación con el incremento en la carga de la deuda resultante del deterioro de los términos de intercambio, lo que llevó a una caída del 50% en el *quantum* importado.

En la medida en que el crédito externo originado en los Estados Unidos se vino a menos, y las exportaciones de los productores primarios entraron en barrena, las razones de deuda soberana a exportaciones se eleva-

ron. Las cifras para los cuatro mayores deudores suramericanos entre 1928 y 1931 cuando la oleada de países en moratoria comenzó a extenderse, son elocuentes. En el caso del Brasil, el mayor deudor latinoamericano, la razón para la deuda externa *total* pasó de 2,6 en 1928 a 5,6 en 1931. Tal aumento se explicó por solo un incremento del 8% en el saldo de la deuda combinado con una reducción del 50% en el flujo de las exportaciones. En el caso chileno, la razón para la deuda nacional pasó solamente de 1,1 en 1928 a 3,2 en 1931 después de un aumento del 23% en el acervo de la deuda acompañado de una caída del 58% en las exportaciones. En la experiencia colombiana, la razón para la deuda externa *pública* total pasó de 1,2 en 1928 a 1,8 en 1931, como resultado de un incremento en la deuda de solo 3,8% conjugado con una reducción del 28% en las exportaciones. Finalmente, en el caso argentino, y considerando únicamente la deuda nacional, la razón de la deuda a las exportaciones pasó de 1,04 a 1,31, porque aunque el acervo de la deuda cayó en la significativa cifra del 33%, el desplome de las exportaciones alcanzó el 47%<sup>59</sup>.

Aunque la magnitud de los choques externos restringió severamente la capacidad de pago de los países deudores, el grado de vulnerabilidad individual con respecto a tales choques también dependió de factores no asociados directamente con el poder de compra exportador. Se ha señalado cómo las políticas internas de los países tuvieron alguna responsabilidad en la creación de dificultades

---

<sup>59</sup> Los datos para el Brasil se tomaron de Villanova y Suzigan (1973); para Chile de United Nations (1948) y League of Nations, *Annual Statistical Yearbook* (1933), y para Argentina de League of Nations, *Annual Statistical Yearbook* (1933).

---

---

para el servicio de la deuda. Eichengreen y Portes (1986) encontraron que los países que lideraron políticas fiscales más austeras fueron menos inclinados a suspender el servicio de la deuda. Igualmente, los países más altamente endeudados fueron más proclives a suspender el pago de la deuda. Finalmente, los factores de política internacional también fueron relevantes (Díaz Alejandro, 1983). Aparte de los países de la órbita militar de los Estados Unidos, otras relaciones internacionales aseguraron la continuidad de los pagos del servicio. Argentina constituyó el caso sobresaliente con posterioridad a la firma de un tratado con la Gran Bretaña (el tratado de Roca-Runciman de 1933) que garantizó el servicio de la deuda en libras esterlinas, todo a cambio de la compra de las exportaciones argentinas.

#### ***IV. LOS PRINCIPALES ACREEDORES INTERNACIONALES EN 1930***

¿Cuál fue la distribución universal de las inversiones en el exterior al término del auge de crédito externo liderado por los Estados Unidos? Gran Bretaña era todavía el mayor inversionista internacional después de la liquidación de activos británicos durante la Primera Guerra Mundial, y las grandes inversiones exteriores de los Estados Unidos en los años veinte. Estimativos globales de las inversiones totales de los dos países y su distribución geográfica aparecen en los dos cuadros siguientes.

De acuerdo con los cuadros 16 y 17 las inversiones británicas representaron el 54% de las inversiones externas totales conjuntas de la Gran Bretaña y los Estados Unidos, las cuales sumaron US\$33,8 billones en 1930. Sin embargo, debe notarse que las inversiones británicas fueron algo más bajas en 1930 de cuanto lo habían sido en 1913<sup>60</sup>. Pero si bien es cierto que el acervo nominal de inversiones británicas se mantuvo prácticamente inmodificado entre 1913 y 1930, también es cierto que se presentaron importantes cambios en su composición.

La principal variación fue la reducción sustancial de las inversiones nominales en los Estados Unidos de US\$3.667 m en 1913 a US\$977,3 m en 1930, lo cual implicó una reducción de la proporción de aquellas inversiones del 20% en 1913 a sólo el 5,4% en 1930 (Cuadro 16). Esta liquidación de activos se compensó en aproximadamente tres cuartas partes mediante mayores inversiones en miembros del Imperio. Como resultado de estos movimientos, la participación de las inversiones en el Imperio pasó del 47,3% en 1913 al 58,7% en 1930. Las inversiones en otras regiones registraron cambios menores; tal fue el caso de las inversiones en América Latina, las cuales pasaron del 20,1% en 1913 al 22,5% en 1930.

Un perfil diferente se observa en las inversiones de los Estados Unidos, ya que un tercio de las mismas se encontraba localizado en América Latina, cercanamente seguido de las inversiones en Europa; una cuarta parte

---

<sup>60</sup> De acuerdo con estimaciones de Feis ([1930], 1974) las inversiones británicas en 1913 obtuvieron la suma de £3.763,3 m, o US\$18.288 m. Según el Cuadro 14, el 47,3% de las inversiones se destinó a los países miembros del Imperio Británico, incluyendo Canadá.

Cuadro 16  
**Gran Bretaña**  
**Inversiones de largo plazo en el exterior, 1930**

	Millones de dólares	Porcentajes
<b>1. Imperio británico</b>	10.633,2	58,7
Australia	2.401,8	13,3
India y Ceilán	2.625,5	14,5
Canadá	2.552,6	14,1
Suráfrica	1.278,7	7,1
Otros países	1.774,6	9,8
<b>2. Países independientes</b>	7.482,6	41,3
Países europeos	1.434,3	7,9
Argentina	2.187,9	12,1
Brasil	923,8	5,1
Resto de Suramérica	646,6	3,6
México y América Central	286,9	1,6
Estados Unidos	977,3	5,4
Japón	359,8	2,0
Otros países	666,0	3,7
<b>Total</b>	<b>18.115,8</b>	<b>100,0</b>

Fuente: The Royal Institute (1937, p. 142).

de las inversiones se destinó al Canadá, y sólo el 10% a países en África, Asia y Oceanía. Al consolidar las inversiones estadounidenses y británicas se observa que el 48% se destinó a países caracterizados por ser miembros del Imperio Británico; aún excluyendo el Canadá, el beneficiario más importante, con un quinto de las inversiones totales, y a pesar del relativamente bajo interés de los Estados Unidos en estas regiones, los miembros del Imperio reunieron el 30% de las inversiones. América Latina ofrece un cuadro más equilibrado, a pesar de las sustanciales inversiones norteamericanas de los años veinte; de

hecho, el 44% de las inversiones foráneas en la región fue de origen británico. En total, América Latina reunió el 28% del total de las inversiones.

En el Cuadro 18 se revelan tanto la liquidación de los activos externos británicos (inversiones directas y préstamos a países independientes) como la orientación del financiamiento a los países bajo el dominio y la colonización de la Gran Bretaña. El hecho de que las inversiones directas representaran el 70% de los activos internacionales en 1913 fue interpretado como un indicador del én-

Cuadro 17  
**Estados Unidos**  
**Inversiones de largo plazo en el exterior, 1930**  
(Millones de dólares)

Regiones	Inversión		Total	Total mundial %
	Directa	Portafolio		
<b>Europa</b>	1.468,0	3.461,0	4.929,0	31,4
Francia	162,0	310,0	472,0	3,1
Alemania	244,0	1.177,0	1.421,0	9,1
Gran Bretaña	497,0	144,0	641,0	3,9
Otros	565,0	1.830,0	2.395,0	15,3
<b>Canadá</b>	2.049,0	1.893,0	3.942,0	25,2
<b>América Latina</b>	3.634,0	1.610,0	5.244,0	33,5
Cuba	936,0	131,0	1.067,0	6,8
México	694,0	-	694,0	4,4
Argentina	359,0	449,0	808,0	5,2
Brasil	210,0	347,0	557,0	3,5
Chile	441,0	260,0	701,0	4,5
Colombia	130,0	172,0	302,0	1,9
Otros	864,0	251,0	1.115,0	7,2
<b>Asia, África, Oceanía</b>	690,0	870,0	1.560,0	9,9
Australia	155,0	264,0	419,0	2,7
Japón	62,0	383,0	445,0	2,8
Otros	473,0	223,0	696,0	4,4
<b>Total</b>	<b>7.841,0</b>	<b>7.834,0</b>	<b>15.675,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: The Royal Institute (1937, p.187).

fasis británico en el financiamiento del desarrollo en contraposición al financiamiento del déficit presupuestario de los gobiernos. El estallido de la guerra puso fin a dicha tendencia. La liquidación sustancial de activos en ferrocarriles, particularmente en los Estados Unidos, redujo la participación de este sec-

tor en las inversiones totales de ultramar del 41% en 1913 al 23% en 1930. Como los ferrocarriles constituyeron el sector líder de las inversiones británicas en el exterior, su pérdida de importancia llevó a las inversiones británicas a representar solo el 53% de los activos totales de ultramar en 1930<sup>61</sup>.

<sup>61</sup> Royal Institute (1937, pp. 122, 148, 153).

Cuadro 18  
**Gran Bretaña**  
**Inversiones de largo plazo en el exterior**  
**Tipos de inversión, 1913 y 1930**

	1913		1930	
	(Millones de dólares)	%	(Millones de dólares)	%
<b>A. Gobiernos nacionales y municipales</b>	5.467,0	30,0	6.988,0	38,6
1. Dominios y colonias	3.283,0	18,0	5.253,0	29,0
2. Extranjeros	2.184,0	12,0	1.734,0	9,6
<b>B. Inversión directa</b>	12.821,0	70,0	9.662,0	53,3
1. Compañías británicas	n.d.		5.857,0	32,3
2. Compañías coloniales y extranjeras	n.d.		3.805,0	21,0
<b>C. Inversiones no distribuidas</b>			1.465,0	8,1
<b>Total</b>	18.288,0	100,0	18.115,0	100,0

n.d. No disponible.

Tasas de cambio: Para 1913, US\$4,8595 por £1. Para 1930, US\$4,862 por £1.

Fuente: The Royal Institute (1937, pp.148 y 150).

## VI. CONCLUSIONES

La hipótesis central de los dos primeros capítulos ha sido el carácter cíclico del proceso de financiamiento externo. Ciertamente esta hipótesis no se interesa en la pregunta de por qué los volúmenes de capital exportados han variado a lo largo de una serie de auge de crédito externo desde el siglo XIX, pero ha sido útil en la reconstrucción de las relaciones de largo plazo entre los deudores latinoamericanos y sus acreedores de entre los años veinte del siglo XIX y los años veinte del siglo XX.

El acceso de América Latina al financiamiento externo durante el período bajo escrutinio fue dominado por fases alternativas de auge

y receso en los mercados internacionales de capitales. Las relaciones entre acreedores y deudores frecuentemente se afectaron por el incumplimiento de contratos formales de deuda, y las renegociaciones se convirtieron en el mecanismo de restablecimiento de las relaciones de largo plazo entre acreedores y deudores. La investigación del período de paz británica (el ciclo crediticio de los años 1820 y los ciclos de exportaciones británicas de capitales entre los años 1860 y 1913) ofrecen apoyo histórico a dicha afirmación.

Deliberadamente se ha resaltado el paso de la paz británica a la paz americana. En términos de la perspectiva de América Latina dicho tránsito fue no sólo un cambio de centros financieros internacionales, sino un cam-

---

bio de eje en política internacional. Con posterioridad al colapso en 1928 del crédito internacional de largo plazo originado en los Estados Unidos, y la oleada de moratorias de deudores soberanos en los treinta, la diplomacia norteamericana jugó un papel crucial en el restablecimiento de la relación acreedor-deudor. Más tarde, al concluir la Segunda Guerra Mundial, varias instituciones norteamericanas o de capital internacional proveyeron crédito de carácter concesional a América Latina hasta el restablecimiento del crédito externo de origen privado en los años setenta.

Colombia apareció en el escenario de los mayores deudores internacionales durante el primer ciclo moderno de exportaciones de capital británico

en los años 1820, antes de convertirse en un deudor menor y ocasional durante la mayor parte del período de paz británica. Los principales protagonistas latinoamericanos en el lado de los deudores fueron Argentina, Brasil, México y Perú, los cuales se convirtieron en importantes proveedores de los mercados de bienes en Gran Bretaña. Estos países sobresalieron no solo por la magnitud de su endeudamiento sino por la variedad de experiencias de negociación entre acreedores y deudores. Una buena cantidad de literatura reciente acerca de renegociaciones de deuda se ha basado en las crónicas de negociación durante el período de paz británica. Colombia reapareció en la lista de mayores deudores durante el auge de exportaciones norteamericanas de capital. Con posterioridad al colapso de Wall Street y

*Deliberadamente se ha resaltado el paso de la paz británica a la paz americana. En términos de la perspectiva de América Latina dicho tránsito fue no solo un cambio de centros financieros internacionales, sino un cambio de eje en política internacional.*

del crédito internacional provisto por los Estados Unidos, Colombia ocupó su lugar entre los países que entraron en moratoria de sus obligaciones externas. La información disponible enseña que en esta ocasión la moratoria fue una experiencia parcial y gradual.

Para un analista de la historia de la deuda externa, el siguiente paso de la investigación debería estar dedicado a la renegociación de los contratos de deuda sobre los cuales se declaró la moratoria en los años treinta. En este caso

es diferente, ya que la deuda pública interna jugó un papel relevante, el cual fue particularmente significativo durante la Gran Depresión en los años treinta. Así, en un siguiente artículo se discutirá la reacción de Colombia a los choques

externos de la época, y cómo la deuda pública interna fungió como mecanismo amortiguador (*shock absorber*) ante dichos choques. También se explicará en relación con la deuda externa, cómo la moratoria sobrevino a través de un proceso prolongado durante el cual las autoridades insistieron en el carácter transitorio de la suspensión de los pagos de la deuda externa.

La renegociación de los préstamos que cayeron en moratoria después del auge exportador de capitales de los Estados Unidos será el tópico exclusivo de un artículo posterior. En él se destacarán los procesos negociados que culminaron con el restablecimiento de la relación de largo plazo entre acreedores y deudores.

---

---

## REFERENCIAS

- Abreu, M. (1979). "The Niemeyer Mission: an Episode of British Financial Imperialism in Brasil", Working Paper, Centre of Latin American Studies, Universidad de Cambridge, Inglaterra.
- Aldcroft, D. (1987). *From Versailles to Wall Street, 1919-1929*, Pelican Books, Londres.
- Aspe Armella, P.; Dornbusch, R.; Obstfeld, M. (eds.) (1983). "Financial policies and the world capital market. The problem of Latin American countries", *NBER*, Chicago Press, Chicago.
- Avella Gómez, Mauricio (2003). "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. La paz británica", *Revista del Banco de la República*, No. 906, Bogotá.
- Berend, I.; Borchardt, K. (eds.) (1986). *The impact of the depression of the 1930s and its relevance for the contemporary world*, Karl Marx University of Economics, Budapest.
- Calvo, G., Findlay, R. Kouri, P. de Macedo, J. B. (eds.) (1989). *Debt, stabilization and development*, Blackwell, Oxford.
- Castro, Jaime (compilador) (1982). *Constitución Política de Colombia*, Fundación Nauman, Bogotá.
- Contraloría General de la República. "Informe Financiero del Contralor", anual.
- Darity, W. (1987). "Loan pushing: doctrine and theory, International Finance discussion Paper", Board of Governors of the Federal Reserve, Washington.
- Departamento de Comercio de los Estados Unidos (1975). *Historical Statistics of the United States. Colonial times to 1970*, Washington, D. C.
- Díaz Alejandro, Carlos (1983). "Stories of the 1930s for the 1980s", en Aspe Armella, P. (eds.)
- \_\_\_\_\_ (1984). "Latin America in the 1930s" en Thorp, R. (ed.). *Latin America in the 1930s*, Macmillan, London.
- Drake, Paul (1989). *The money doctor in the Andes. The Kemmerer missions, 1923-1933*, Duke University Press, Durham and London.
- Eichengreen, B. (1986). "House calls of the money doctor: the Kemmerer missions to Latin America, 1917-1931", WIDER Conference, publicado en Calvo *et al.* (eds.) (1989).
- \_\_\_\_\_ (1992). *Golden fetters. The gold standard in theory and history*, Methuen, Inc. New York.
- \_\_\_\_\_; Portes, R. (1986). "Debt and default in the 1930s: Causes and consequences", *European Economic Review*, Vol. 30.
- Garraty, J. (1986). "Agriculture in the great depression and in the 1970s", en Berend and Borchardt (eds.).
- Gerould, James; Turnbull, Laura (1928). *Selected articles on interallied debts and the revision of the debt settlements*, The Handbook Series, Vol. 4., The H. W. Wilson Co, New York.
- Kindleberger, Charles (1984). *A Financial History of Western Europe*, George Allen and Unwin Ltd., Londres.
- \_\_\_\_\_ (1985). *Keynesianism Vs. Monetarism and other Essays in Financial History*, George Allen and Unwin Ltd., Londres.
- \_\_\_\_\_ (1986). *The World in Depression, 1929-1939*, revised edition, University of California Press.
- League of Nations. *Annual Statistical Yearbook*.
- Lewis, Cleona (1938). *America's Stake in International Investments*, The Brookings Institution, Washington.
- Lewis, W. A. (ed.) (1970). *Tropical development, 1880-1913*, George Allen and Unwin Ltd., Londres.



- 
- Maddison, Angus (1985). *Two Crises: Latin America and Asia, 1929-1938 and 1973-1983*, OECD, Development Centre, París.
- Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America. From independence to the great depression, 1820-1930*, Princeton University Press, Princeton.
- Moulton, H. y Pasvolski, R. (1932). *War Debts and World Prosperity*, Brookings Institution.
- Ocampo, J. A.; Montenegro, S. (1982). "La crisis mundial de los años treinta en Colombia", en *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Ocampo, José Antonio (1987). "Crisis mundial y cambio estructural (1929-1945)", en Ocampo, José Antonio (compilador) (1987), *Historia económica de Colombia*, Fedesarrollo, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (compilador) (1987). *Historia económica de Colombia*, Fedesarrollo, Bogotá.
- Pérez, Francisco de Paula (1990). *Memorias de Hacienda*. Banco de la República, Bogotá.
- Royal Institute of International Affairs (1937). *The Problem of International Investment*, Oxford, University Press, Londres.
- Stallings, Barbara (1987). *Banker to the Third World. U. S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, University of California Press, Berkeley.
- ONU (1948). *Public Debt 1914-1946*, Lake Success, New York.
- Villanova, Annibal; Suzigan, Wilson (1973). *Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945*, INPES, Rio de Janeiro.
- White, E. (1986). "Latin America's debt crisis of the 1930s: Lessons for the 1980s", en Berend, I.; Borchardt, K. (eds.) (1986), *The impact of the depression of the 1930s and its relevance for the contemporary world*, Karl Marx University of Economics, Budapest.