

III parte

**El patrón oro. Auge y colapso
del patrón monetario**

Introducción

La instauración de la nueva estructura monetaria en 1923, que recogiera las características del modelo de banco central y bancos de crédito, se cumplió dentro de los linderos del patrón oro internacional. Precisamente, en el período que transcurre entre 1923 y 1931 predominaron en el campo de la organización monetaria y en el ámbito de los objetivos e instrumentos de la política los enunciados centrales del patrón oro. La propuesta específica de Kemmerer consistió en acoger un patrón de cambios oro restringido.

El argumento básico del patrón de cambios oro restringido descansa en la responsabilidad otorgada a los bancos centrales de los países para regular la moneda, el crédito y los cambios dentro de las reglas universales del patrón oro. En Colombia la ley orgánica del Banco de la República dispuso las condiciones que rodearían el ejercicio de aquella responsabilidad. La primera de ellas confería al Banco el monopolio de la emisión de moneda de papel. La segunda establecía como uno de los imperativos del Banco el sostenimiento de la paridad de sus billetes con el oro. La tercera disponía la convertibilidad de los billetes del Banco y la cuarta, siguiendo el “principio de Bagehot”, reiterado por Kemmerer, sentaba las restricciones de la política crediticia del Banco cuando así lo requiriera la defensa de sus reservas.

Cimentados los principios del patrón de cambios oro restringido, el objetivo prioritario de la autoridad monetaria era preservar la estabilidad monetaria, entendida como la conservación del valor de la unidad monetaria dentro de los puntos del oro. Para tal fin, la Ley 25 de 1923 dispuso un conjunto de medios complementarios entre sí, como un elevado porcentaje de reservas en metálico o en depósitos en bancos neoyorquinos sobre los billetes y depósitos del Banco, y la acción reguladora del Banco en el mercado de giros sobre el exterior. Sin embargo, el instrumento por antonomasia para alcanzar el fin señalado de la estabilidad monetaria era la tasa de redescuento. Por las características propias del funcionamiento del patrón oro, la manipulación de aquel instrumento podría contener o estimular, según el caso, el drenaje de las reservas metálicas del Emisor, y restringir o propiciar, también según el caso,

el ensanchamiento de los recursos crediticios de la economía. Así, en virtud de las “reglas de juego” del patrón oro, el instrumento primordial de la política monetaria extendería sus efectos sobre el campo crediticio y sobre la esfera de los cambios internacionales.

En definitiva, la coyuntura, que se inicia con la instauración del sistema de banco central y bancos de crédito en 1923, se caracteriza por el predominio de los enunciados que definen el patrón de cambios oro restringido. El fin de la coyuntura, hacia finales de 1931, estará determinado por el desvanecimiento de aquellos postulados básicos; en particular, la suspensión de la convertibilidad de los billetes del Banco de la República, el control gubernamental de los cambios internacionales y la remoción de la tasa de redescuento como instrumento principal de regulación monetaria⁶⁵.

El eclipse del patrón oro quedó definido en la sustitución del criterio de las “reglas de juego” por el criterio de la “política económica” orientada por el Estado. La ilustración más nítida de este proceso fue la política reflacionista puesta en marcha a partir de 1932.

⁶⁵ En los capítulos restantes se utiliza de una manera amplia la expresión “autoridad monetaria” para calificar a quienes tomaron decisiones en los ámbitos monetario, crediticio y cambiario. En sentido estricto, la potestad monetaria ha residido en el Congreso, por lo menos desde la expedición de la Carta Constitucional de 1886 —artículo 76.º, numeral 15—. El Banco de la República dispuso desde su organización inicial —en virtud de contratos con el Estado—, de algunas facultades monetarias y cambiarias; pero, en general, la regulación monetaria, crediticia y cambiaria fue ejercida por el Estado —en el período 1923-1950— mediante leyes, decretos-leyes y decretos ejecutivos. Solo con la expedición del Decreto Legislativo 756 de 1951 la Junta Directiva del Banco de la República entró a ejercer con plenitud las políticas monetaria, de crédito y de cambios, hasta la reversión de tales facultades al Estado en 1963.

Capítulo VI
El desarrollo de
la intermediación
financiera en
una economía en
expansión

El primer lustro de vida del sistema financiero inaugurado en 1923 transcurrió dentro del marco de unas condiciones de auge general de la economía. Una nueva dinámica de los negocios invadió los predios de la economía privada e incursionó en la esfera de los contratos públicos. Los primeros impulsos de este crecimiento acelerado de la demanda agregada provinieron de la bonanza de los precios del café iniciada hacia 1910, cuyos desarrollos se extendieron con algunas oscilaciones hasta 1928. Además, en el quinquenio 1923-1928 confluyeron distintos factores que explicaron el incremento de las actividades pública y privada. Los más destacados fueron la evolución positiva de los términos de intercambio y una política fiscal activa.

El índice de los términos de intercambio pasó de 64,7 en 1923 a 107,5 en 1928. La política fiscal fue sustentada por un mayor recaudo aduanero —el principal tributo de la época— y por una disposición amplia de créditos externos para financiar la gama creciente de los gastos públicos. En consecuencia, el producto interno bruto se incrementó notablemente entre 1924 y 1928, y los índices del comercio exterior alcanzaron un crecimiento sin precedentes. La dinámica interna se originó principalmente en las esferas de las obras públicas, de los transportes y el comercio (Ocampo y Montenegro, 1982: 37-45)⁶⁶.

En términos de la nueva organización financiera, la ampliación de los mercados interno y externo no solo contribuía a una mayor integración de la economía nacional y con el resto del mundo, sino que constituía la “base material” para la formación y desarrollo de una estructura de intermediación como la preconizada por Kemmerer en 1923. A su vez, esta estructura reforzaría la dinámica del proceso mediante la agilización de los intercambios, la disminución de los costos de información y otros asociados a las transacciones financieras, y la eliminación de los riesgos involucrados en la financiación externa directa (Gurley y Shaw, 1956).

⁶⁶ Asimismo, véase el Anexo Estadístico, especialmente el Anexo A-3, donde los autores presentan una serie para la relación de precios de intercambio entre 1910 y 1945. Como referencias generales del período de auge se pueden citar, entre otros, Cepal (1957) y López (1975).

6.1 El papel del Banco de la República

Durante ocho años las operaciones del Banco de la República estuvieron regidas por el patrón de cambios oro. El carácter de los billetes emitidos por la nueva institución central, la composición de sus reservas y el respaldo metálico de las emisiones quedaron definidos por aquel régimen monetario. Los billetes tuvieron la naturaleza de especies fiduciarias, representativas de la unidad monetaria metálica, el peso de oro. Los activos internacionales estuvieron conformados por especies de oro —monedas y barras— y por valores pagaderos en oro —depósitos a la vista y certificados en bancos de Nueva York, y giros sobre el exterior—. El respaldo metálico de los billetes y depósitos del Banco de la República consistió en una fracción de las reservas de oro.

El patrón monetario previó una sustituibilidad perfecta entre el oro y los billetes del Banco de la República, dentro de condiciones económicas normales. En general, el régimen supuso que las fluctuaciones en la demanda de oro por parte del público quedarían satisfechas mediante cambios en la composición de las reservas internacionales. En el evento extremo de una insuficiencia temporal de oro amonedado, el Banco podría canjear sus billetes ofreciendo valores sobre el exterior pagaderos en oro⁶⁷.

6.1.1 Funciones económicas y autonomía relativa del Banco de la República

En el marco del patrón de cambios oro, las principales funciones económicas y el margen de acción del Banco fueron los siguientes:

6.1.1.1 Transformación de activos en moneda representativa de oro

El Banco fue autorizado para adquirir el oro físico resultante de la producción minera interna, así como los cambios internacionales derivados de las operaciones

⁶⁷ En la práctica, el patrón monetario acogido en la Ley 25 de 1923 constituyó una versión mixta de varios patrones teóricos. La admisión de elementos distintos al oro metálico en la composición de las reservas —como los depósitos y giros en divisas extranjeras— recoge aspectos característicos del patrón bimetálico. De igual modo, el encaje fraccionario sobre la emisión es una réplica del patrón de reservas fraccionarias ideado para reducir el costo del patrón oro puro. Siguiendo la ley estadística de los grandes números, el patrón fraccionario supone que los tenedores de billetes no se presentarán todos al mismo tiempo a reclamar la convertibilidad en el Banco Central.

corrientes con el exterior, y los movimientos de capital-oro originados en el endeudamiento externo. También fue autorizado para adquirir valores de deuda emitidos tanto por el sector privado como por el sector público, por medio de inversiones directas en papeles financieros gubernamentales y de los mecanismos clásicos de cupos de redescuento y préstamo.

6.1.1.2 Convertibilidad por oro de los billetes del Banco de la República

A partir de la inauguración del Banco, sus billetes fueron emitidos como moneda signo de la unidad monetaria de oro definida en el Código Fiscal de 1912. Las emisiones fueron consideradas como pasivos del Banco, no solamente en el sentido económico y contable, sino en términos jurídicos. Por designio de la ley, el Banco quedó obligado a convertir a la vista, por oro, los billetes que le fueran presentados. Mediante la convertibilidad se podía afectar la composición relativa —en oro amonedado y en billetes representativos— de los saldos de efectivo del público y los bancos.

6.1.1.3 Control limitado sobre las reservas internacionales y sobre la base monetaria

El régimen cambiario restringía la capacidad de respuesta del Banco de la República a los movimientos del oro únicamente a acciones pasivas destinadas a preservar la estabilidad de la tasa de cambio. Los mecanismos defensivos serían la tasa de redescuento, las operaciones de mercado abierto y la intervención directa en el mercado de letras sobre el exterior. Las acciones de intervención en la compra o venta de giros se limitarían a las necesarias para conservar las cotizaciones cambiarias dentro de los puntos de exportación e importación del oro.

La obligatoriedad de canjear por oro los billetes presentados por el público y los bancos para el cambio constituía una restricción adicional de la capacidad del Banco de la República para controlar las reservas de oro y la base monetaria.

El margen de autonomía relativa del Banco residía en la administración del crédito primario. Autonomía condicionada para decidir los grados de *racionalización del crédito* a los sectores público y privado, hasta los topes señalados en la ley.

6.1.2 Creación de moneda representativa por el Banco de la República

El funcionamiento del Banco de la República dentro de los parámetros reseñados originó la emisión fiduciaria en los años que siguieron a su creación.

Las emisiones correspondieron al incremento de los activos externos y al crédito neto otorgado a los sectores público y privado. Estas operaciones caracterizaron el balance del Banco de la República, cuya presentación simplificada podría ser la siguiente:

Cuadro 6.1
Creación de moneda representativa por el Banco de la República

Activos		Pasivos ^{4/}	
A1	Oro amonedado y en barras.	P1	Billetes representativos de oro (en poder del público y en caja de los bancos).
A2	Dépositos en el exterior pagaderos en oro.	P2	Depósitos de los bancos accionistas.
A3	Divisas extranjeras en caja.	P3	Depósitos de entidades no bancarias.
A4	Crédito al sector privado (bancos accionistas del Banco de la República).	P4	Otros pasivos.
A5	Crédito al sector público (cupo, inversión en documentos de deuda pública).	P5	Capital y reservas.
A6	Otros activos.		

^{4/} Las cédulas de Tesorerías también formaron parte del pasivo del Emisor por el tiempo que requirió su amortización. Precisamente, el encaje del 60 % exigido al Banco por la ley orgánica se aplicó sobre el conjunto de los billetes, los depósitos y las cédulas referidas.

Los activos internacionales (AI) estuvieron integrados por los tres primeros rubros del activo (AI = A1 + A2 + A3). La actividad crediticia de la época estaría resumida en el esquema del balance por los renglones A4 y A5. Finalmente, la base monetaria podría deducirse de los dos lados del balance: como la suma de los billetes en manos del público y los bancos, y los depósitos realizados por los bancos accionistas (P1 + P2), o, alternativamente, como la suma de los activos internacionales, el crédito (A4 + A5) y otros activos netos (A6 – P3 – P4 – P5)⁶⁸.

Entre 1924 y 1928, la base monetaria se incrementó 77 % (Cuadro A2.1, véase p. 313). Los activos internacionales constituyeron la fuente predominante de dicha expansión, seguida de lejos por el crédito neto al sector privado. El principal

⁶⁸ Estrictamente, a la base monetaria deducida del balance del Banco de la República debería sumársele la moneda de la Tesorería. Para efectos de este trabajo, todas las especies antiguas, incluidos los bonos de los bancos y del Gobierno, que sirvieron como dinero, se agruparon en el rubro de moneda de la Tesorería.

ingrediente contraccionista de la época fue la moneda de la Tesorería, debido a la sustitución gradual de la antigua circulación por los billetes del Banco de la República (Cuadro A2.3 y gráficos 6.1 a 6.4).

6.2 La expansión de los medios de pago y los cuasidineros

La Ley 25 de 1923 permitió que la función económica de transformación de activos realizada por el Banco de la República fuera extendida a los bancos comerciales. La relación económica entre el Emisor y la banca comercial quedó plasmada en instrumentos tanto cuantitativos como cualitativos: encajes sobre depósitos, restricciones sobre la calidad y el plazo de los créditos bancarios, racionamiento discrecional de los préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos, y control indirecto y parcial sobre las tasas de interés.

Los encajes sobre los depósitos y las exigencias de calidad y plazo sobre los créditos fueron definidos en las leyes 25 y 45 de 1923. El encaje fue adoptado como un instrumento de protección de los depósitos del público en los bancos; los plazos fueron establecidos con el ánimo de asegurar la liquidez de los activos de riesgo, y los imperativos de calidad de la cartera fueron destacados para resguardar el valor neto de las instituciones bancarias. La determinación de la cantidad de crédito primario y su destino fue definida como una facultad discrecional de la autoridad monetaria dentro de los límites requeridos para la vigencia del patrón monetario. Finalmente, sin modificar las disposiciones en vigor, relacionadas con la libertad de las tasas de interés, la ley constitutiva del Emisor, siguiendo el pensamiento de los proyectos anteriores para organizar el sistema bancario, dispuso el control indirecto y parcial sobre las tasas de interés; el mecanismo arbitrado fue establecer una relación aritmética entre la tasa de redescuento y la tasa activa máxima de interés para los créditos que los bancos aspiraran a redescantar en el Banco de la República⁶⁹.

6.2.1 La creación secundaria de dinero representativo por la banca comercial

Las reservas de los bancos comerciales (saldos en efectivo y depósitos en el Banco de la República) constituyen el fundamento de la expansión secundaria del dinero. La interacción del Banco de la República —como oferente de la base

⁶⁹ Este tema se retomará en el capítulo siguiente al explicar los cambios introducidos por la Ley 82 de 1931.

monetaria— y los bancos comerciales y el público —como demandantes de la base— determina la cantidad de dinero⁷⁰. Este esquema fue puesto en práctica en 1923, pero en los primeros años no se percibió el proceso de creación secundaria del dinero. Como quedó dicho en el Capítulo 3 de la segunda parte, las nociones de dinero prevalecientes en los años veinte concentraron la atención de las autoridades en el dinero representativo emitido por el Banco de la República.

De 1924 a 1928 los medios de pago se incrementaron 104 %, de modo que para finales del período la oferta monetaria superó en más del doble la existente en 1924⁷¹. Al tiempo que los depósitos en cuenta corriente crecieron a una tasa del 150 % —correspondiente a un cambio absoluto de \$ 23,8 millones—, el efectivo en manos del público creció a una tasa del 83 % —correspondiente a una variación absoluta de \$ 29,1 millones (Cuadro A2.1, véase p. 313).

Las cifras citadas sugieren algunas primeras conclusiones acerca de la evolución del sistema monetario desde su instauración hasta 1928; en primer término, el incremento notable del efectivo en poder del público, cuando precisamente uno de sus componentes, la moneda de la Tesorería, que en 1924 representó el 70 % de la base, descendió continuamente a lo largo del período. Esta constatación estadística revela una vez más que, en su demanda de dinero base, el público sustituyó progresivamente las formas de moneda en circulación en 1923 por los billetes del Banco de la República, cuya circulación se incrementó 400 % —\$ 40,7 millones— entre la apertura de las emisiones representativas y mediados de 1928. En segundo término, la expansión de los

⁷⁰ La cantidad de dinero (M) puede definirse como la suma del efectivo en poder del público ($P1$) y los depósitos en cuenta corriente (Dc). Si la base monetaria (B) es la suma del efectivo en poder del público y las reservas bancarias ($P2$), la relación entre la cantidad de dinero y la base sería

$$\frac{M}{B} = \frac{P1 + Dc}{P1 + P2}, \text{ dividiendo el numerador y el denominador del lado derecho por } Dc:$$

$$M = \frac{\frac{P1}{Dc} + 1}{\left(\frac{P1}{Dc}\right) + \left(\frac{P2}{Dc}\right)} B, \text{ o, } M = m B, \text{ donde:}$$

$\frac{P1}{Dc}$ es la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente; $\frac{P2}{Dc}$ es la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente, y, m , el multiplicador del dinero.

⁷¹ El multiplicador monetario pasó de 1,147 en 1924 a 1,322 en 1927. Este incremento fue el resultado conjunto de la disminución tanto de la relación del efectivo a depósitos en cuenta corriente (e), como de la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente (r). Los \$ 53,1 millones de incremento de los medios de pago entre 1924 y 1928 pueden referirse a la base y al multiplicador según su importancia relativa: el 74,1 %, o sea, \$ 39,3 millones corresponden a la incidencia de la base en los medios de pago; asimismo, el 14,6 %, o sea, \$ 7,7 millones se relacionan con la importancia relativa del multiplicador en los medios de pago; finalmente, existe un efecto cruzado entre la base y el multiplicador equivalente al 11,3 %, o sea, \$ 5,9 millones.

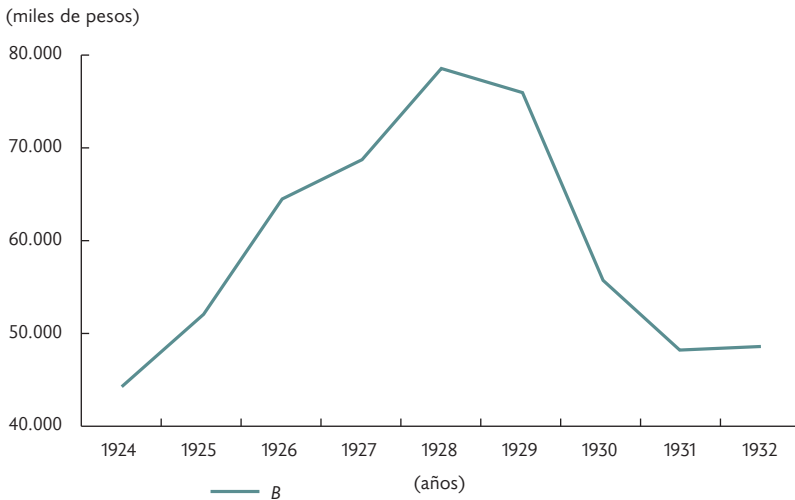
depósitos en cuenta corriente destaca la aceptación pública del sistema de depósitos bancarios y, por lo mismo, del esquema de pagos basado en la transferencia de la propiedad de los depósitos mediante el empleo de cheques.

6.2.2. La función dual del sistema bancario

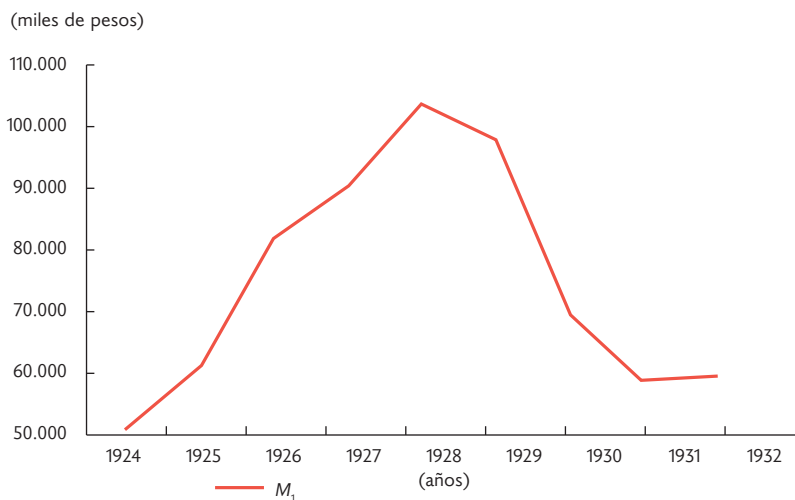
Además de los depósitos en cuenta corriente, los bancos fueron autorizados para captar depósitos de ahorro y a término. Como en los años veinte los medios de pago generados por los bancos comerciales no se consideraron como dinero sino como crédito, la función única reconocida a los bancos comerciales fue la de intermediarios financieros. En la práctica, desde 1923, los bancos actuaron tanto como creadores de dinero, como en calidad de intermediarios de recursos depositados a término.

En el período considerado, los depósitos de ahorro y a término tomados conjuntamente crecieron 141 %, cifra ligeramente inferior a la del crecimiento de los depósitos totales (147 %) en el mismo período. En otras palabras, tanto la función monetaria como la estrictamente intermediaria de los bancos se desarrollaron con igual dinámica durante el primer lustro de existencia del sistema bancario (Cuadro A2.1, véase p. 313).

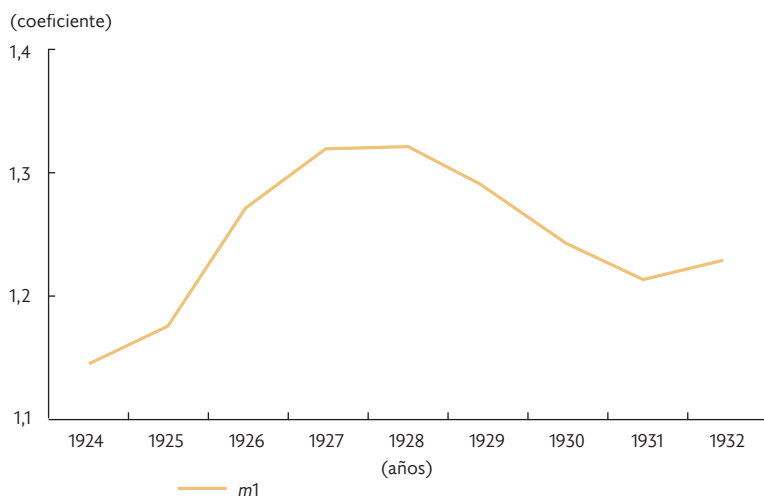
Gráfico 6.1
A. Base monetaria (B)



B. Medios de pago (M_1)



C. Multiplicador (m_1)



Fuentes: cuadros A2.1 y A2.4 (véase pp. 313-318).

6.3 Rasgos de la política crediticia en el período de auge (1923-1928)

Las operaciones bancarias de crédito tuvieron un desempeño destacado en el primer lustro posterior a la reforma financiera de 1923⁷². La dinámica del crédito bancario se debió principalmente a factores de origen institucional, como el redescuento en el Banco de la República y el nivel de los encajes requeridos sobre los depósitos bancarios.

6.3.1 El redescuento en el Banco de la República

6.3.1.1 Restricciones cualitativas y racionamiento cuantitativo

La Ley 25 de 1923 —artículo 11.º— fue categórica al establecer requisitos de *calidad* sobre los pagarés presentados al redescuento en el Banco de la República. El propio Banco se empeñó en diseñar mecanismos de control y seguimiento que evitaran el compromiso de recursos primarios con operaciones o actividades expresamente descalificadas por la ley orgánica (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1927: 11-12); además, no cejó en recomendar ciertas “innovaciones financieras” previstas en la Ley 25 como las aceptaciones comerciales y las aceptaciones bancarias. Estos documentos no solo aligerarían las operaciones mercantiles, sino que “resguardarían la calidad de la cartera bancaria y de los redescuentos” (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1927: 13).

⁷² Al tiempo que los medios de pago crecieron 104 % en el período 1924-1928, correspondiente a una variación absoluta de \$ 53,0 millones, el crédito neto de los bancos se elevó 181 %, correspondiente a un cambio absoluto de \$ 45,0 millones. Así, la relación aritmética entre el crédito neto y la oferta monetaria aumentó continuamente entre junio de 1924 y junio de 1927 —pasando del 0,49 al 0,70— y disminuyó en el período de junio de 1927 a junio de 1928 —pasando del 0,70 al 0,67—. Puede afirmarse entonces que con excepción del período 1927-1928, *el crédito neto de los bancos reforzó el efecto expansivo de la oferta monetaria* (cuadros A2.1 y A2.4, véase pp.313 y 318). Tanto el crecimiento de la oferta monetaria como el crédito bancario pueden explicarse estadísticamente en términos de la base neta (base monetaria menos créditos y descuentos del Banco de la República), del comportamiento de las reservas bancarias y de las variaciones en la tasa de redescuento. La base neta se elevó 32 % entre 1924 y 1927, al tiempo que la base lo hizo 55 %; sin embargo, si se toma el período completo 1924-1928, mientras la base neta creció el 73,3 %, la magnitud de la base solo se incrementó un poco más, el 77,3 %. La discrepancia en las tasas de crecimiento sobreviene, principalmente, del menor endeudamiento de los bancos accionistas con el Banco de la República en el ejercicio de junio de 1927 a junio de 1928. La cifra de préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos accionistas, que en junio de 1927 era de \$ 143 millones, al promediar el año siguiente se había reducido prácticamente a la mitad, \$ 73 millones.

Las restricciones sobre el redescuento fueron también *cuantitativas*. El Banco no podría redescantar documentos admisibles más allá de la tercera parte de su capital pagado y reservas. Independientemente de la demanda y de la tasa de redescuento, aquella restricción constituiría el tope máximo de los valores redescantados.

6.3.1.2 Ambigüedad de la tasa de redescuento. Un solo instrumento con objetivos nominales y reales

La tasa de redescuento fue definida en la ley orgánica como un instrumento discrecional no solo para lograr *finés nominales* o de regulación monetaria, sino también para alcanzar *finés reales* o de *fomento selectivo* de ciertas actividades económicas. La propia ley constitutiva, en su artículo 12.º, admitió la posibilidad de *tasas diferenciales* para distintos tipos de documentos, con lo cual abrió un margen para que las autoridades obraran selectivamente, prefiriendo unos destinos económicos a otros, y dio lugar al *fomento subsidiado* de sectores previamente determinados⁷³.

6.3.1.3 El manejo de la tasa de redescuento. Segmentación del mercado financiero y control parcial de las tasas activas de interés. Primas de liquidez bancaria por la rebaja de los intereses

En el primer ejercicio anual del Banco, la tasa de redescuento se redujo ostensiblemente: se la fijó inicialmente en el 12 % para partir de la tasa cobrada por los bancos comerciales en el momento de la reforma financiera. Rápidamente, disminuyó al 10 %, primero, y luego, al 9 %. Finalmente, en mayo de 1924, la tasa de redescuento se rebajó al 7 % (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1924: 15). Pesaron en las decisiones de la autoridad monetaria dos intenciones distintas: una se orientaba a facilitar la colocación y difusión de los billetes del Emisor en el mercado monetario; la otra propendía a ofrecer nuevos estímulos a la actividad productiva recortando la incidencia de los costos financieros. Estaban entonces de por medio dos objetivos muy caros al Emisor: el primero relacionado con el monopolio de la emisión fiduciaria que la ley constitutiva le había reservado al Banco, y el segundo vinculado con una forma de apoyo indirecto que el Banco podía ofrecer a la producción. La tasa de redescuento

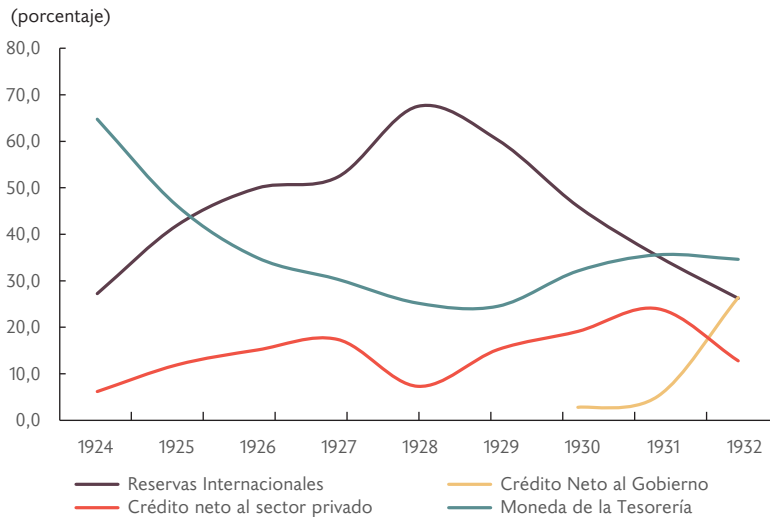
⁷³ “La Junta Directiva del Banco fijará de tiempo en tiempo las tasas a que descontará documentos admisibles de los bancos accionistas y aquellas que deban regir para el descuento de obligaciones también admisibles ofrecidas por el público. Estas tasas pueden ser distintas para diferentes clases de documentos” (*Ley 25 de 1923*, artículo 12.º).

se sostuvo en el 7 % hasta el final del período considerado. A su turno, las tasas de interés se ubicaron entre el 8 % y el 10 % para los créditos redescontables en el Banco de la República por las instituciones afiliadas.

A mediados de 1928, la autoridad monetaria confiaba en que las fuerzas del mercado, apoyadas por algunos logros institucionales, indujeran nuevos descensos en el tipo de interés:

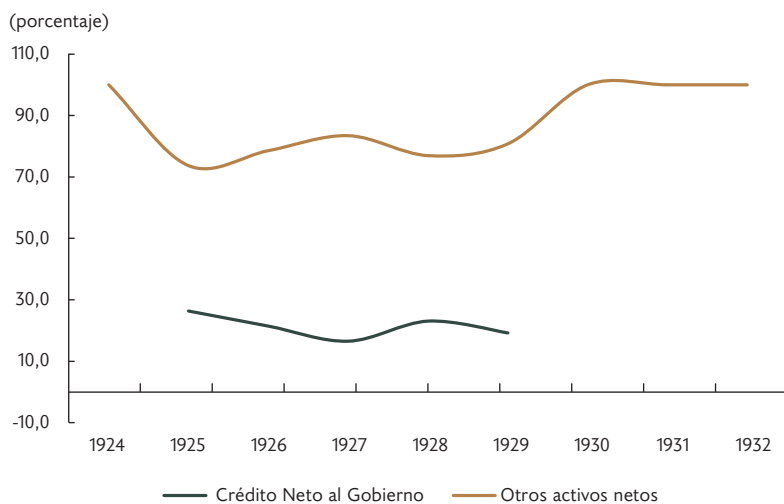
[...] más bien que iniciar, el Banco debe seguir los movimientos que en esa materia se producen por el juego de la oferta y la demanda en el mercado abierto. Pero no obsta esto para conceptuar que la buena legislación bancaria, tan práctica y eficiente para dar seguridad a esta industria, lo sano de nuestra moneda y, sobre todo, el constante aumento del capital extranjero invertido en el país, con el consiguiente desarrollo de la riqueza nacional, son circunstancias que tienden a producir una reducción en la tasa de interés en Colombia (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva, 1928: 27*)⁷⁴.

Gráfico 6.2
A. Fuentes de expansión de la base monetaria



⁷⁴ La tasa de interés extrabancaria que debía estar por encima del 12 % en 1923 se sostuvo en dicho nivel en 1926, y experimentó nuevos descensos hacia 1927 sin llegar a igualar las tasas institucionales (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva, 1926: 12; 1927: 24*).

B. Fuentes de contracción de la base monetaria



Fuentes: cuadros A2.1 y A2.4 (véase pp. 313-318).

El Banco reconoció la prioridad de las fuerzas del mercado para definir las tasas de interés, pero admitió inmediatamente la existencia de imperfecciones que solo podrían ser doblegadas con acciones institucionales. Además, el *tratamiento diferencial* de los bancos —según su carácter de accionistas o no accionistas— estatuido en la ley orgánica se tradujo en una *segmentación* institucional del mercado financiero: tasas preferenciales de encajes sobre los depósitos y acceso privilegiado al redescuento para los bancos accionistas.

La segmentación institucional tuvo otras ramificaciones: los papeles de deuda pública —bonos colombianos de deuda interna—, con condiciones atractivas de seguridad, liquidez y rentabilidad. El propio Banco de la República estuvo tentado a adquirir aquellos bonos hasta el tope legal del 30 % de su capital y reservas (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1927: 15). Las cédulas hipotecarias de los bancos comerciales y las emitidas por el Banco Agrícola Hipotecario constituyeron una ilustración adicional de la segmentación institucional del mercado de activos financieros. Por último, la Ley 17 de 1925 autorizó la reducción del encaje legal para los bancos comerciales accionistas que redujeran sus tasas de interés, de modo que además del privilegio del redescuento en el Banco de la República, tendrían un “premio” por cobrar una tasa de interés nominal más baja.

6.3.2 El comportamiento de los encajes y de la relación de endeudamiento del sistema bancario con el Banco de la República

En los años del auge, las relaciones de encaje sobre los distintos tipos de depósitos disminuyeron, de modo que el encaje promedio fue progresivamente más bajo a lo largo del período. Este comportamiento favoreció la expansión del crédito bancario⁷⁵. La ampliación del crédito contó con el apoyo de recursos primarios⁷⁶. El “espaldarazo” del Banco fue especialmente significativo entre octubre de 1925 y junio de 1926, cuando la economía debió enfrentar una crisis propiciada por factores climáticos. Los deudores bancarios encontraron dificultades para sostener sus pagos sin soluciones de continuidad. Los bancos comerciales respondieron favorablemente a la inquietud de los deudores, con el soporte financiero del Banco de la República⁷⁷.

⁷⁵ En el Cuadro A2.4 (véase p. 318) se puede apreciar la evolución estadística de las distintas relaciones de reservas a depósitos totales. El encaje promedio del sistema bancario (\bar{r}) se redujo continuamente como resultado de la disminución progresiva de los encajes aplicados sobre los depósitos a la vista (r_0), a término (r_1), y de ahorro (r_2). Las reservas requeridas quedaron definidas en las leyes 25 de 1923 y 17 de 1925: en principio se exigió el 25 % sobre los depósitos a la vista y el 12,5 % sobre los depósitos a término en el caso de los bancos accionistas (los encajes de los no accionistas fueron exactamente el doble); la modificación del año 1925 dejó en 15 % el encaje sobre los depósitos a la vista y en 5 % el correspondiente sobre los depósitos a término en los bancos accionistas. Con estas observaciones se explica por qué el coeficiente de las reservas requeridas se redujo prácticamente a la mitad entre 1925 y 1926. El coeficiente de reservas excesivas (r_3), fue siempre positivo en el período considerado, sugiriendo que la banca sostuvo algunos excesos de liquidez por encima de los niveles exigidos. Sin embargo, si se lee la columna contigua de las reservas libres (r_4), se observa que sus resultados fueron siempre negativos, lo cual sugiere que la banca completó sus requerimientos de reservas con el apoyo del crédito del Banco de la República.

⁷⁶ Según se vio más arriba, la tasa de redescuento se redujo del 12 % al 7 % en el primer año de existencia del Banco de la República, pero luego se conservó en el último nivel en los años siguientes del período considerado. El endeudamiento de la banca con el Emisor en relación con sus captaciones (b) se incrementó entre 1924 y 1927, pasando de 0,103 en el primer año a 0,233 en el segundo. Esta evolución aritmética es consecuente con una expansión de los depósitos totales de los bancos del 98 % contra una del 347 % de los préstamos y descuentos otorgados por el Banco de la República a los bancos comerciales, en el período citado.

⁷⁷ “[...] a medida que la situación se agravaba, el comercio acudía a los bancos y estos al de la República, en solicitud de recursos para hacerle frente [...] tan pronto como volvía a la normalidad, automáticamente refluían otra vez esos recursos al Banco de la República, por conducto de sus afiliados” (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva, 1926: 16*).

6.4 La “intervención” del Banco de la República en el mercado cambiario

La ortodoxia del patrón monetario acogido en 1923 comprometió al Banco de la República con el mantenimiento de la estabilidad de las cotizaciones cambiarias. La conservación de la paridad de los cambios fue planteada como una medida del desempeño del Emisor en la regulación de los mercados monetarios y cambiarios.

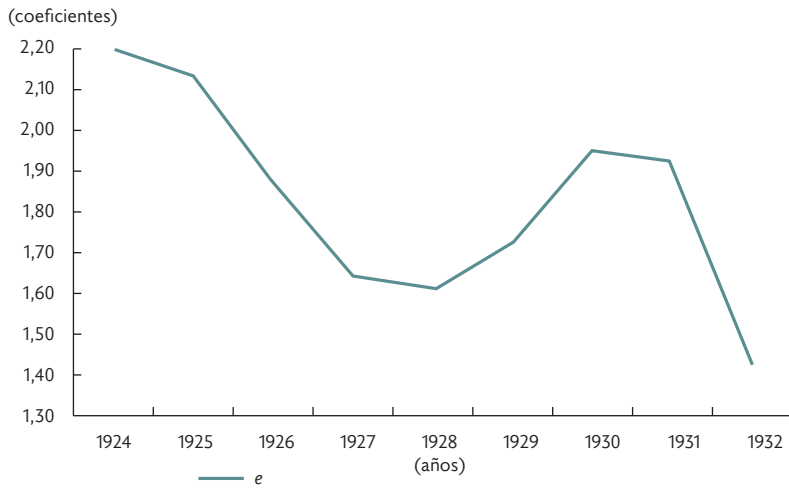
La intervención del Banco de la República en el mercado de letras sobre el exterior fue muy activa desde su apertura. En 1923, cuando la cotización de los dólares a la vista fue del 106 $\frac{1}{8}$ %, el Banco abrió sus ventas al 104 $\frac{1}{2}$ %; posteriormente la cotización se redujo progresivamente hasta nivelarse con la cotización de paridad, pero para evitar un mayor descenso del curso del cambio, el Banco adoptó el papel de comprador en el mercado de giros (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1924: 14).

En los períodos anuales de 1924-1925 y 1925-1926 (junio-junio) el Banco intervino en el mercado de giros, alternativamente, como vendedor y como comprador: como vendedor en el primer año, cuando las cotizaciones alcanzaron a bordear el punto de exportación del oro (104 $\frac{1}{2}$ % por dólares a la vista sobre Nueva York), y como comprador en el segundo, cuando los ingresos extraordinarios de divisas debidos a las mayores cotizaciones cafeteras y a los créditos externos incrementaron notablemente la oferta de letras (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1925: 12; 1926: 11).

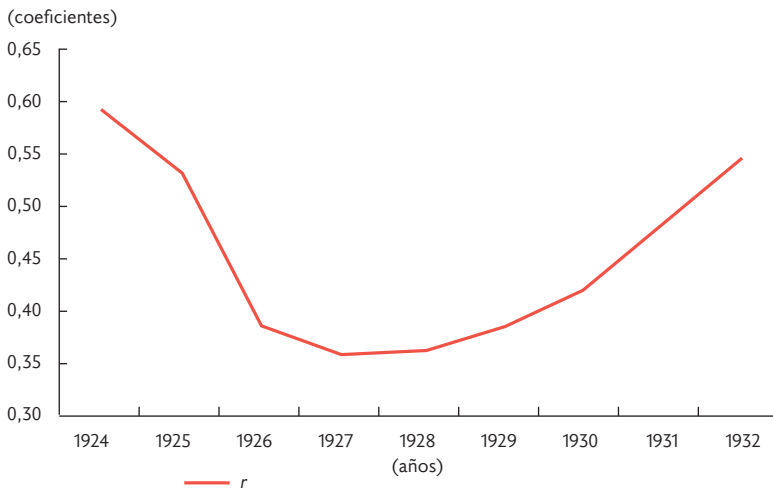
Los años de 1927 y 1928 se caracterizaron por el surgimiento de dificultades comerciales en el frente externo. El hecho representativo fue el revés cafetero del último año; en efecto, la iniciación del año cafetero de 1929 coincidió con el deterioro de los precios externos del café. Esta situación adversa se tradujo en la mengua de los términos de intercambio, cuyo ascenso fue característico en los primeros años veinte. El impacto inicial de la “destorcida” cafetera sobre el mercado cambiario fue compensado por la entrada de nuevos capitales. La llegada extraordinaria de estos recursos externos se convirtió en un aliado de la política cambiaria cada vez que se elevaba la demanda de giros, como resultado de la política fiscal, o de la crediticia, o simplemente como consecuencia de la evolución del comercio exterior (Ocampo y Montenegro, 1982: 45-54, Anexo Estadístico y Cuadros A-3 y A-4). En este contexto, el tipo de cambio se sostuvo en los períodos de 1927 y 1928 dentro de los límites más estrechos establecidos por las autoridades —101 $\frac{1}{2}$ % para las compras y 102 $\frac{3}{4}$ % para las ventas—, con la intervención del Banco como comprador o como vendedor, según que las cotizaciones se aproximaran al punto de la importación o de la exportación del oro.

Gráfico 6.3
Relaciones de efectivo (e) y reservas (r) a depósitos en cuenta corriente (1924-1932)

A. Relaciones de efectivo (e)



B. Reservas (r)

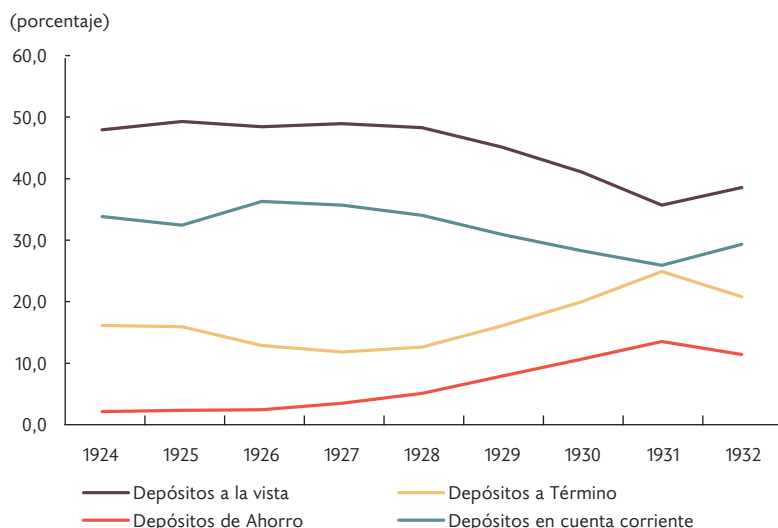


Fuente: Cuadro A2.4 (véase p. 318).

6.5 Controversias en torno al desarrollo del sistema de pagos. Cuestionamiento del Banco de la República como prestamista de última instancia

Hacia 1927 pareció existir consenso en relación con los avances institucionales logrados con la reforma financiera de 1923. Pero no fueron pocos los interrogantes planteados públicamente alrededor de eventuales operaciones especulativas del Banco, o de un probable manejo improvidente del crédito primario al sector privado. El debate se acentuó cuando los críticos relacionaron los episodios inflacionarios de 1926 con la política crediticia del Banco de la República. Esta oportunidad sirvió para que se expusieran diversos argumentos sobre los factores de la inflación. Tuvieron cabida las explicaciones del “tirón de la demanda” como del “empuje de los costos”, y se trajeron a colación explicaciones alternativas del origen de la base monetaria: algunos insistieron en su carácter “endógeno”, radicando el origen de las emisiones en las demandas de crédito de los sectores económicos, al tiempo que otros entendieron el proceso de expansión como consecuencia de las medidas discrecionales de las autoridades.

Gráfico 6.4
Depósitos totales (1924-1932)



Fuentes: Cuadro A2.1 (véase p. 313).

6.5.1 La evolución del sistema de pagos

En las dos primeras partes de este libro se expusieron las motivaciones históricas que condujeron a la reforma financiera de 1923. Desde el punto de vista *analítico*, la aspiración de la época se cifró en un *sistema de pagos estable y eficiente*. La unificación del numerario nacional, la convertibilidad de los billetes del Emisor, la estabilidad cambiaria y la elasticidad del crédito fueron los parámetros de medida del éxito del sistema de pagos establecido en 1923. Un lustro después de la reforma, los resultados ofrecidos por el Banco en los aspectos citados fueron incontrovertibles, de modo que en términos teóricos quedaron satisfechos los objetivos iniciales de eficiencia y estabilidad (Johnson, 1968). Para algunos críticos la búsqueda de aquellos objetivos no estuvo exenta de comportamientos cuestionables del Emisor; sus operaciones compensatorias en el mercado de cambios fueron calificadas de especulativas (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1926: 12), y sus intentos de regulación crediticia fueron vistos como una tarea imposible para un banco excesivamente pequeño (Villegas, 1930: capítulos XI-XVII). La controversia sobre el Banco se centró en su función de “prestamista de última instancia”; en los años antecedentes a la reforma, aquella función fue una de las ponderadas por la garantía que ofrecía para la permanencia y estabilidad de los bancos comerciales, de modo que la reorganización del sistema de pagos no podría prescindir de aquella característica de la moderna banca central.

6.5.2. El Banco de la República como “prestamista de última instancia”. Riesgos morales implícitos en el sistema de pagos

La adopción del régimen de pagos propuesto en 1923 con un banco central como prestamista de última instancia, supuso la exposición del sistema a riesgos indiscutibles. En la medida en la que el nuevo esquema de pagos significaba una reducción general de los riesgos en las transacciones financieras, también implicaba que los intermediarios estarían dispuestos a correr con riesgos superiores a los asumidos en el pasado, ya que ahora se contaba con el respaldo del Banco de la República. Un riesgo todavía más grave consistía en la eventualidad de que un banco abocado a la insolvencia comprometiera los recursos de emisión, con el sostenimiento de una situación irreversible. Los controles *cuantitativos* y *cualitativos* reseñados más arriba serían los mecanismos defensivos del Emisor para evitar los riesgos morales citados. Estos mecanismos serían complementados por la Superintendencia Bancaria, a cuya vigilancia se someterían las instituciones bancarias⁷⁸.

⁷⁸ La literatura económica emplea los términos “moral hazard” para calificar aquellas situaciones que pueden inducir a los bancos a asumir riesgos superiores a los óptimos en términos sociales.

6.5.3. El debate sobre la inflación de mediados de los veinte. Posiciones encontradas en relación con el papel del Banco de la República. Factores exógenos y endógenos de la emisión monetaria

El desarrollo material de mediados de los veinte se reflejó en el crecimiento sin precedentes de los indicadores económicos, pero trascendió también al esquema de la vida corriente de la población. Los índices positivos registrados en la evolución del producto y de los principales sectores de la actividad, así como la multiplicación de los entrelazamientos financieros internos y externos, no podrían discurrir sin alterar las formas locales de comportamiento heredadas del siglo XIX. En poco tiempo se dio un paso que apuntaba no solo al incremento de las cosas necesarias para la vida, sino a la mejoría de su calidad⁷⁹.

Una imagen afortunada del proceso económico y cultural de la época fue lograda por Darío Mesa en uno de sus ensayos clásicos: “Las viejas formas culturales quedaron convertidas en cenizas en los hornos de las fábricas y en las oficinas de los primeros organismos financieros” (Mesa, 1972: 22).

Mesa encajó en una oración gramatical la cadencia de un movimiento material y social que no logró abatir inmediata, ni definitivamente, las antiguas formas económicas y culturales, pero que abrió una línea divisoria con el pasado e impuso un nuevo esquema de valores y relaciones institucionales.

6.5.3.1. Manifestaciones y naturaleza de la inflación. Conflictos sociales por la renta y la liquidez. Estructura agraria y desarrollo del sector financiero

Un tema común en las discusiones públicas de mediados de los veinte fue la inflación. Los alimentos registraron la tónica del movimiento ascendente de los precios; de 1923 a 1926 el índice correspondiente creció a una tasa anual media del 10 %. El mayor crecimiento anual de tales precios se evidenció en 1926, cuando alcanzó el 18 %.

Buena parte de las opiniones iniciales discurrieron sobre la grave incidencia de los fenómenos naturales en la evolución de las cosechas agrícolas, y su reflejo posterior en los centros urbanos, en la forma de precios más altos de los alimentos y de las materias primas producidas en el campo (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1926: 14). Esta postura fue rebatida por otros comentaristas, quienes sugirieron la presencia de un fenómeno de demanda cuya magnitud habría desbordado la capacidad de respuesta de la oferta. Advirtieron que se trataba de

⁷⁹ Una ilustración de los cambios económicos y culturales que surgieron en el auge de los años veinte fue plasmada por Alejandro López en su obra *Problemas colombianos* (1926 [1976]).

una demanda real, cuyos signos palpables aparecían en los indicadores del consumo, la inversión pública y privada, y el comercio exterior. En las mentes de tales comentaristas la inflación era la representación y el resultado del ajuste de los mercados por la vía de los precios⁸⁰. Sin embargo, su preocupación última no fue el desequilibrio coyuntural de los mercados, sino la trama de conflictos que se deriva del atraso en las formas de producción y en las relaciones de propiedad y trabajo vigentes en el mundo agrícola⁸¹.

Los desequilibrios provocados por la expansión de la demanda afectaron no solo los mercados de bienes, sino que también conmovieron la estructura de las relaciones laborales. A partir de 1925 el incremento de los salarios reales dejó constancia de las nuevas exigencias del crecimiento económico sobre la esfera laboral. Ya no era suficiente la generalización del mercado para los bienes y servicios, sino que la propia fuerza de trabajo debía acceder a la movilidad y al juego de las cotizaciones en un mercado laboral. Entonces, uno de los hechos contundentes de mediados de los años veinte fue el surgimiento de una demanda de trabajo asalariado para las obras públicas, para el nuevo esquema

⁸⁰ Alejandro López calificó la sequía de octubre de 1925 a junio de 1926 como “simple causa concomitante y eventual”, y destacó como “gran factor” del movimiento alcista de los precios la contraposición de los nuevos poderes de compra y la pesadez de los mecanismos tradicionales de producción: “El poder de compra del obrero, aumentado por los altos precios del café y la actividad en las obras públicas y privadas; pues no hay que olvidar que si el Gobierno ha tenido la indemnización americana para invertir en trabajo, y los departamentos han dispuesto de empréstitos interiores y exteriores, los empresarios extranjeros no han permanecido inactivos y los gananciosos del café tampoco se han abstenido de reformar o construir casas, montar empresas y proporcionarse comodidades, dando empleo a la clase obrera. El índice montó a 147 en enero de 1926, cuando aún no se habían hecho sentir los efectos del verano, y en julio llegaba a 219, en ascensos sucesivos mensuales; naturalmente el estrangulamiento del ‘cuello de cisne’ precipitó el alza en los precios que ya venían subiendo, por motivos que no podían ser otros que el aumento en el poder de compra de la población, y es claro que lo mismo da que falten víveres o que la gente compre más; casi seguramente habría la misma cantidad de víveres que antes; solo que antes había muchas personas que no comían completo” (López, 1976: 134).

⁸¹ Esta inquietud fue resumida por Alejandro López en el “Post-scriptum” de su obra *Problemas colombianos con una simple interrogación*: “¿Estaba la agricultura preparada para abastecer esa mayor demanda?” (López, 1976: 242).

de organización en la industria y para algunos sectores rurales vinculados al comercio internacional⁸².

Las rivalidades por las rentas y la liquidez constituyeron el telón de fondo en la controversia inflacionaria: los cafeteros, los primeros industriales y el propio Estado mediante su presupuesto de obras públicas, veían cómo los propietarios de la tierra absorbían como rentas los excedentes que ellos habrían utilizado en su propio crecimiento (López, 1975: 242). Los financistas, incluido el Banco de la República, sirvieron de caja de resonancia de los grupos afectados: tanto la Institución Emisora —discretamente—, como los más prestantes financistas de la época, entre quienes descollaron Alejandro López y Esteban Jaramillo, actuaron como ideólogos del “desarrollo agrícola” para abaratar los bienes salariales y favorecer la expansión general de la demanda interna. Lo procedente era “proteger” la agricultura, pero no con aranceles, sino con medidas favorables al desarrollo tecnológico, al incremento de la productividad y a la apertura competitiva a los mercados (Jaramillo, 1928; “Notas Editoriales”, mayo de 1928).

Si el nudo gordiano de la controversia inflacionaria radicaba en la naturaleza del problema agrario⁸³, no solo los sectores productivos serían afectados; el propio desarrollo financiero institucional vería limitadas sus posibilidades de expansión:

Refiriéndome nuevamente a la cuestión agraria, en relación con las finanzas, me permito recordar la observación hecha atrás, respecto a que la propiedad territorial va alcanzando precios excesivamente altos, por falta de otros medios de inversión, lo que viene a absorber

⁸² Las nuevas presiones laborales se sumaron a las tensiones que ya se habían desatado en el campo: “La situación se volvió más tensa con el gran desarrollo capitalista que vivió el país con particular agudeza de 1925 a 1929: se hizo necesaria la construcción de una infraestructura de comunicaciones, vías y puertos, para conectar el interior con el mercado mundial, lo cual fue inducido por el auge en las exportaciones cafeteras y por la profusión de créditos externos contraídos por el Gobierno de esa época. La industrialización ya había sentado algunas bases aun antes de la Primera Guerra Mundial y esta nueva etapa próspera sirvió para consolidar la incipiente industria de los inicios del siglo; la fiebre de las exportaciones y los créditos de 1925 en adelante añadieron demanda efectiva a la industria y esta acometió importantes ampliaciones, obteniendo cambios cualitativos y fomentando la urbanización y el desarrollo de un mercado interior. Esto acarreó a su vez condiciones para la migración hacia las ciudades y contribuyó a resquebrajar las féreas instituciones rurales que fijaban a los arrendatarios a las haciendas” (Kalmanovitz, 1978: 19).

⁸³ “La inflación de los años veinte, que por entonces era solo un acontecimiento de coyuntura que captaba casi todo el interés de los observadores de la época, pondría en el plano de las discusiones nacionales muchos más problemas que la simple alza de precios y revelaría, de golpe, la verdadera naturaleza del problema agrario nacional” (Bejarano, 1979: 190).

o a anular las utilidades de otros negocios. Por la misma causa permanecen muchos latifundios individidos y dedicados al cultivo extensivo o espontáneo; al fraccionar esas propiedades se le daría cabida al campesino que cultiva personalmente (podría decirse intensamente) su huerto. [...] Por la misma razón existen tantos propietarios de tierras y tan pocos agricultores verdaderos. Por falta de un medio de inversión adecuado el ahorro no prospera cuanto es posible, o se evaporan los ahorros hechos (López, 1976: 75).

6.5.3.2 La “sistematización” del redescuento. Acogida del esquema de la “línea básica”

La política crediticia del Banco de la República fue calificada de “inflacionaria” por algunos círculos que entendían las alzas generalizadas de precios como el resultado de una oferta monetaria excesiva. Las autoridades habrían fallado, por negligencia o imprevisión, en la administración del crédito primario. Su actitud permisiva habría dejado sin operancia los controles cualitativos, abriendo el paso al financiamiento de operaciones especulativas (López, 1975: 237-251)⁸⁴.

A juicio de las autoridades la emisión “apenas” habría seguido al movimiento ascendente de las actividades económicas, como el comercio externo y las obras propiciadas por el Estado. No podría hablarse entonces de inflación monetaria, en el sentido estricto; pero como la operación crediticia de la banca comercial había crecido más rápidamente que aquellas actividades líderes, las autoridades opinaron que los fenómenos alcistas podrían ser el resultado de una *inflación de crédito* (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1927: 19). Esta postura, que recogió en su momento la explicación de la inestabilidad financiera basada en el comportamiento de la banca comercial, no fue una respuesta suficiente; quedaba a flote el interrogante fundamental: ¿Por qué el Banco de la República no había contrarrestado las tendencias expansionistas?

La respuesta la ofreció el propio Emisor, sin retenciones; el control monetario era una función limitada cuyo éxito relativo únicamente podría probarse en condiciones económicas normales. Y precisamente aquellas de los años 1924-1928 no podían considerarse como tales; al contrario, diferentes factores excepcionales habían rebasado la capacidad de contención en manos de las autoridades económicas. Así lo reconoció el gerente en su informe de 1928:

⁸⁴ En esta parte Alejandro López comenta la obra de Carlos Uribe Echeverry titulada *La carestía de la vida*.

No ha bastado la política prudente y moderadora que en materia de crédito ha seguido el Banco de la República para conseguir la estabilidad de los precios, desde que vemos que el nivel de estos continuó subiendo. Esto lo explican muy naturalmente las excepcionales circunstancias creadas por las considerables y constantes entradas al país de dinero, provenientes de la indemnización americana, primero, y luego de los empréstitos que cada vez en cuantía mayor han ido contratando las entidades públicas y privadas. Esas entradas, que para este solo año se calculan en cerca de \$ 100.000.000, cantidad casi fantástica para nosotros, han traído una afluencia ante la cual los esfuerzos del Banco tenían que resultar insuficientes para contrarrestar el alza de los precios (*Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, 1928: 25).

Las aseveraciones del gerente encontraron contradictores aun entre los miembros de la Junta Directiva del Emisor, quienes no compartieron la afirmación según la cual la política del Banco había sido del todo “prudente y moderadora”. La crítica adujo que el diferencial existente entre la tasa de redescuento y la aplicada en las colocaciones bancarias —tres puntos— era excesivo, con lo cual se había propiciado una “sistematización del redescuento”, que los bancos utilizaban como complemento de sus recursos de capital. En otras palabras, los recursos del Banco de la República se habrían convertido en un mecanismo disfrazado de capitalización, y la operación del redescuento en un negocio halagüeño. Quedó entonces al descubierto la *ineficacia de los controles cuantitativos* establecidos en 1923.

La reflexión de los críticos puso también en tela de juicio la rigurosidad con la cual el Banco de la República habría extendido los *controles cualitativos* sobre el crédito; parte de la financiación se habría otorgado sobre documentos que no reunían las características enunciadas taxativamente por la ley constitutiva (Andrade, 1929).

Además, la cobertura de los controles cualitativos no alcanzaba a abarcar la totalidad de la cartera bancaria, de manera que permitía un espacio libre para que las operaciones bancarias se aislaran de la inflexibilidad de las normas legales y del principio económico de la liquidez de los activos rentables de los bancos; en efecto, en los primeros años de funcionamiento del sistema, las obligaciones bancarias no descontables en el Banco de la República excedieron, en conjunto, la suma de las obligaciones descontables y descontadas (Cuadro A2.5, véase p. 319).

La “sistematización del redescuento” no era un proceso desconocido por las autoridades del Banco de la República. Al contrario, su advertencia fue el punto de partida para la búsqueda de nuevas alternativas que contribuyeran al control superior de los recursos del redescuento. Consultado Kemmerer, quien descartó las fórmulas precisas y sugirió que fuese el buen criterio de

la Junta Directiva del Emisor, basado en la filosofía bancaria que había inspirado las leyes 25 y 45 de 1923, el que dirimiera las discusiones que se presentaran en el otorgamiento de los redescuentos, los rectores del Banco optaron por acoger el método de la “línea básica”, empleado en el sistema de las reservas federales de los Estados Unidos.

La “línea básica” de redescuentos a los bancos consistió en fijar un cupo de crédito a cada entidad accionista sobre la base de la capacidad de emisión que cada una de ellas aportaba al Banco de la República. Para los requerimientos de crédito por encima de la línea, se estableció que los bancos pagarían un cuarto por ciento más de intereses por cada diez por ciento de incremento superior al monto de la línea básica⁸⁵.

Aunque concebido para refinar los mecanismos de control crediticio, el método fue descalificado por los críticos, quienes consideraron inaceptable una fórmula que dejaba en manos de los beneficiarios del crédito las palancas del control:

El límite de la suma que pueda redescontarse a cada banco accionista no corresponde, como es lo natural al Banco de Emisión, que es a quien interesa sobremanera el control al respecto, sino que queda a discusión de los mismos bancos accionistas, como quiera que les bastará aumentar el monto de sus depósitos en el Banco de la República para acrecentar en una cantidad doble el cupo de sus redescuentos [...] (Andrade, 1929: 109).

En definitiva, las autoridades dejaron en claro las limitaciones institucionales del Emisor para enfrentar circunstancias tan excepcionales como la coincidencia de una bonanza de precios del principal bien de exportación, con el endeudamiento masivo en el exterior de los sectores público y privado. Pero también reconocieron la fragilidad de los procedimientos tanto cuantitativos como cualitativos por medio de los cuales quisieron ejercer la autonomía relativa del Emisor en el control de la emisión primaria de dinero.

⁸⁵ “La Junta Directiva del Banco de la República resuelve fijar la línea básica de redescuentos a los bancos, sobre la capacidad emisora que estos le pueden dar, o sea, en una suma igual al total del valor efectivo de sus acciones y el doble del promedio de sus depósitos en el Banco de la República, en el trimestre anterior, multiplicado (ese total), por 1,66. Los bancos que necesiten sobrepasar la línea pueden hacerlo en forma de préstamos garantizados con prenda de obligaciones descontables en el Banco de la República. Sobre los préstamos se cobrará un interés adicional que irá aumentando en $\frac{1}{4}$ % sobre cada 10 % de exceso o fracción de 10 % sobre la línea básica” (“Notas Editoriales”, febrero de 1928: 92).

6.5.3.3. Endogeneidad de la moneda y el crédito. Acomodamiento del portafolio bancario a las demandas sectoriales

Para algunos observadores, la dinámica de las entidades crediticias correspondería a la tónica de los sectores productivos; el mayor endeudamiento de los agentes económicos con el Banco de la República y la banca comercial seguiría el ritmo de las actividades sectoriales. Al recordar las nociones de la Banking School se entendía que la banca no podría decidir libremente su portafolio, sino que su papel sería legitimar las demandas de crédito de los distintos sectores de la actividad económica. Según este enfoque, la banca terminaría “acomodando” su portafolio a la demanda sectorial de crédito bancario (Anderson y Burger, 1969). Esta fue la visión propuesta por el ministro de Hacienda en 1925:

En estos dos años la producción nacional, que es fuente de toda clase de bienandanzas, y el precio de nuestros artículos exportables, que se ha mantenido en un nivel remunerado, han determinado una balanza económica favorable que se ha hecho sentir en actividad de los negocios, incremento de las rentas, solidez y holgura fiscal, multiplicación del movimiento bancario, reducción de intereses, mayor volumen de préstamos y ensanche de la circulación monetaria (*Memoria de Hacienda*, 1925: 12).

Según el ministro, las condiciones positivas de la producción y de los mercados interno y externo habrían motivado un incremento de la riqueza:

Y es de observarse que al mismo tiempo que han venido aumentando las exportaciones y el valor del comercio internacional, dentro de las industrias que mantienen el comercio nacional interno para sostener una población de siete millones de habitantes, el aumento de la riqueza pública ha tenido por exponente un considerable ensanche y embellecimiento de nuestras ciudades, cuyas construcciones representan crecido número de millones, un notable desarrollo de plantaciones permanentes de café, etc.; incremento de la ganadería; instalación de numerosas fábricas; extensión de vías férreas; todo lo cual representa un considerable avance en el camino de la ascensión nacional (*Memoria de Hacienda*, 1925: 13).

El mismo funcionario reconoció un año más tarde la acción complementaria del desarrollo económico y de los cambios institucionales, sobre todo de la reforma financiera de 1923:

La bienandanza económica y fiscal es sin duda obra y producto de muchos factores, entre los cuales debe contarse en proporción notable el aumento de valor en nuestro comercio internacional, tanto por el

excelente precio del café como por el desarrollo de la producción en nuevas plantaciones y en nuevas actividades industriales; pero un estudio analítico y sereno tiene que reconocer la importancia preponderante de las modernas instituciones, que cupo en suerte impulsar desde su iniciación y realizar con su organización al Ejecutivo Nacional cuyo mandato va a terminar.

La creación del Banco de la República y su funcionamiento no solo han realizado el desiderátum de restablecer el sistema monetario a base de oro y de mantener la firmeza del cambio, sino que han sido factor decisivo para mantener el equilibrio y el movimiento del crédito durante la paralización sufrida por nuestra máquina económica a causa del prolongado verano de 1925 y 1926, siendo a la vez el respaldo por excelencia de la solidez de nuestro sistema bancario (*Memoria de Hacienda, 1926: 5-6*).

El optimismo sobre las perspectivas económicas del país continuó impregnando los informes oficiales. Los guarismos disponibles permitían advertir el ascenso en los renglones de la producción, del comercio y de las finanzas:

La situación económica del país, si bien deja qué desear por varios aspectos, mejora día por día. Esta mejora se revela: en la mayor producción nacional; en el aumento del tráfico interno; en el ensanche del comercio internacional; en la mayor cantidad del medio circulante; en el desarrollo constante del crédito bancario; en la expansión de los consumos y en la ocupación permanente de todos los brazos utilizables (*Memoria de Hacienda, 1927: 5*).

Independientemente del peso de los “juicios de valor” y del interés comprensible en un alto funcionario por defender la acción gubernativa, las citas precedentes traducen el optimismo característico del auge económico, pero también el papel destacado de la modernización institucional y, en particular, la función de soporte cumplida por la organización financiera puesta en marcha en 1923.

6.5.3.4. La clausura del debate: una visión ecléctica de la inflación

El optimismo no impidió el reconocimiento oficial de la inflación; se sugirió, en primer término, que la bienandanza económica había estimulado una demanda cuyo ritmo de crecimiento había dejado atrás a la producción⁸⁶.

⁸⁶ “[...] es evidente que esta [la producción] ha aumentado de manera considerable, aunque no en proporción de las necesidades del consumo interno, como lo demuestra en parte el alto costo de la vida” (*Memoria de Hacienda, 1927: 5*).

Todavía más, la carrera del gasto habría desbordado el margen concedido por los ingresos y el cúmulo de las deudas se habría trocado en fardo oneroso:

[...] de la misma manera como en nuestro comercio internacional se nota la tendencia a importar más de lo que exportamos, es decir, a consumir más de lo que podemos pagar, en la administración pública suele notarse a veces una marcada propensión a crear y ensanchar servicios en cuantías mayores de lo que permiten los ingresos públicos, o sea, a gastar de manera desproporcionada a la capacidad rentística del país.

Hay que tener en cuenta que Colombia empieza ahora a ser un país deudor, y que el servicio de sus deudas le impondrá una carga considerable, carga que no será compensada en lo fiscal durante algún tiempo con los ingresos que al Erario puede traerle el desarrollo industrial creado con los dineros tomados a préstamo (*Memoria de Hacienda, 1927: 11*).

En segundo lugar, ante el interrogante planteado por el Banco de la República acerca de la naturaleza monetaria o crediticia de la inflación, y ante la limitada aceptación de su hipótesis del “acomodamiento” de los bancos a las demandas sectoriales de crédito, el Gobierno remitió la controversia a una instancia *ad hoc*, al Comité de Expertos Financieros, creado para estudiar el problema de la inflación. En sus conclusiones, dicho Comité no satisfizo explícitamente la incógnita gubernamental de si “el aumento de la moneda y el crédito bancario es causa o efecto de la expansión de los negocios y del alza de precios” (*Memoria de Hacienda, 1927: 28*).

El Comité se refirió lacónicamente al influjo monetario en la formación de los precios nominales de los bienes, así como al crecimiento notable del circulante y de los depósitos en cuenta corriente en el período 1924-1927. Señaló cómo “si bien es verdad que una parte de ese aumento de los medios de pago ha correspondido a un ensanche efectivo del comercio y de los negocios, es muy probable que otra parte haya obedecido a operaciones de especulación y a consumos superfluos”. Finalmente, el Comité aludió a la posible debilidad de los controles cualitativos del crédito (*Memoria de Hacienda, 1927: 29*).

A mediados de 1928 el Gobierno presentó una síntesis de los factores inflacionarios, ilustrando la visión “ecléctica” con la que cerraba un debate de más de dos años:

¿Cómo pretender que no haya inflación monetaria en un país, que, de un momento a otro, pasa de una circulación exigua a una abundante provisión de numerario, y de un estado de crédito casi insignificante a otro de recursos prácticamente ilimitados?

¿Cómo esperar que no suban los precios de las cosas cuando a esa inflación monetaria se agrega, por una parte, una mayor capacidad de consumo en el pueblo, por causa de los altos salarios y de los negocios más lucrativos, y, por otra, una oferta deficiente de alojamientos y de géneros alimenticios? (*Memoria de Hacienda*, 1928: 6).

Se admitió el “tirón” de la demanda al reconocer la mayor capacidad de gasto proveniente de una expansión general de los ingresos, pero también las deficiencias de la oferta, que se tradujeron en costos elevados de la vivienda y los alimentos⁸⁷.

El tono y la pertinencia del debate se quedaron sin piso cuando, a finales de 1928, se hicieron evidentes los primeros signos de la recesión económica, que se extendería hasta 1933. La profundidad de la crisis llegaría a cuestionar la propia subsistencia del régimen monetario establecido en 1923.

⁸⁷ También se consideró que la inflación estaría expresando un “desorden manifiesto” de la economía, propio de las épocas de extraordinario desarrollo. Según la visión oficial, aquel estado de desorden “es un fenómeno de crecimiento tan propio de la economía pública, como de la economía individual”. A mediados de 1928 no se pudo ocultar que el avance económico de los últimos años había sorprendido al país en un estado de impreparación para administrar los frutos de la prosperidad: “¿Cómo es posible que aquellas obras [obras públicas regionales] se realicen desde ahora en forma científica, ordenada y económica, y se administren con absoluta eficiencia, si el país se encontró, cuando le vino esta ola de prosperidad, desprovisto de la experiencia administrativa, de la capacidad técnica y del espíritu de empresa y organización que abundan en los pueblos desarrollados?” (*Memoria de Hacienda*, 1928: 7).