

**Capítulo IV**  
**El Banco de la**  
**República como**  
**banco de emisión,**  
**redescuento y reserva**

---



En este capítulo se discute cómo el pensamiento de Kemmerer vino a formar parte de la institucionalidad financiera colombiana a partir de la Ley 25 de 1923, por la cual se creó el Banco de la República. La organización es la siguiente: en primer lugar, una presentación de algunos factores de incidencia mayor en los primeros intentos de organización bancaria y, en especial, del surgimiento de la necesidad de crear un banco de índole nacional en el país. En segundo término, una discusión acerca de la definición y las funciones originales del Banco de la República; enseguida, una explicación sencilla del Banco de la República como banco de reserva; a continuación, algunas variaciones en torno a las relaciones entre el Banco de la República y el Gobierno; posteriormente, algunas precisiones acerca de la organización del Emisor; y, finalmente, una consideración acerca de la relación entre el Banco de la República y los establecimientos bancarios privados.

#### **4.1 El contexto general del surgimiento de la banca comercial en el siglo XIX: el banco de carácter nacional**

La instauración en Colombia de un banco de emisión y depósito, facultado para conceder redescuentos y constituido como albergue y guardián de las reservas internacionales, es la culminación de un proceso de ocho décadas durante las cuales el ánimo empresarial, urgido por las particulares condiciones económicas del país, cristalizó numerosas iniciativas para establecer casas de crédito y depósito en las capitales de los departamentos, así como en las principales poblaciones comerciales de la provincia.

No fue fácil la iniciación de la industria bancaria, como se la llamó en esa época. Medio siglo transcurrió entre la primera disposición legislativa que autorizaba el establecimiento de un banco nacional y la fundación del Banco de Bogotá, el cual, a pesar de su origen privado, disfrutó durante casi una década del privilegio de guardar en sus arcas los fondos provenientes de los negocios

públicos<sup>51</sup>. El éxito sin igual de esta nueva empresa inspiró la confianza pública en la industria bancaria, la cual, auspiciada por la apertura de nuevas fronteras a la expansión del capital comercial, conquistó un grado de crecimiento y diversificación hasta entonces desconocido en el país.

Varios factores actuaron mancomunadamente en el lanzamiento definitivo de las entidades bancarias en Colombia en el siglo XIX: la acumulación del capital de comercio, como fundamento y exigencia de las operaciones bancarias; la recuperación de la confianza pública antes debilitada por la experiencia patética de numerosas quiebras bancarias; y la difusión de las técnicas bancarias para la organización de las secciones de las entidades nacientes. La acumulación de capital comercial, originada principalmente en la expansión del sector externo, constituyó la base material del tráfico de comercio que exigía una financiación más ágil de las transacciones.

La recuperación de la confianza del público era otro requisito del desarrollo de la banca. Precisamente, en 1882, el secretario de fomento de la Unión, Antonio M. Arrázola, describió con optimismo la nueva situación:

Hasta hace poco los establecimientos de crédito estaban completamente desacreditados en el país, a causa de las quiebras de que habían sido víctimas cuantos se habían instalado. El Banco de Bogotá, en enero de 1871, inaugura una nueva era de confianza pública (Secretaría de Fomento de la Unión, 1882: 7).

Aunque no fuera el ingrediente fundamental, la confianza pública desempeñó un papel definitivo en el despegue de la industria bancaria. Ella misma rasgó el velo misterioso que durante décadas se había interpuesto al surgimiento de los bancos, los cuales “eran tenidos por invenciones sutiles y enmarañadas, especie de laberintos tenebrosos, en los que se perdía sin remedio el que a ellos entraba sin el ovillo mágico” (Ospina, 1969: 30).

En el campo de la asimilación de las técnicas bancarias, se hizo imprescindible el estudio y la divulgación de la teoría bancaria y de los mecanismos propios de su funcionamiento. Desde luego, la referencia obligada fue la organización del Banco de Inglaterra, “la anciana dama de la calle Threadneedle”. Fue Aníbal Galindo quien expuso por primera vez, y con intenciones pedagógicas, las teorías bancarias vigentes a mediados del siglo XIX; vale decir, la teoría obtenida a partir de la organización y funcionamiento del Banco de Inglaterra.

<sup>51</sup> La Constitución de Cúcuta de 1821 (5 de septiembre), en su artículo 55.º, ordinal 5, autorizaba al Ejecutivo para “establecer un banco nacional” (Cruz, 1965).

De acuerdo con el testimonio de Galindo, su libro *Teoría de los bancos - Estudio sobre la organización del Banco de Inglaterra*, “fue, sin disputa, el escrito que más influyó para determinar el establecimiento del primer banco en Bogotá; fue una verdadera revelación sobre las ganancias de este comercio, que animó a buscar con ansia tan ventajosa colocación” (Galindo, 1978: 1).

El movimiento propicio del comercio, el renacer de la confianza pública en las instituciones bancarias, y la propalación académica de las técnicas desarrolladas por las instituciones bancarias europeas, fundamentalmente el Banco de Inglaterra, cerraron el marco dentro del cual surgió la banca comercial en Colombia en el siglo XIX. Pero lo que particularmente llama la atención, con miras al futuro Banco de la República, es la reiterada aspiración para fundar un banco nacional.

La idea de crear un banco nacional en Colombia tuvo un origen y un desarrollo distintos a los sugeridos por la teoría bancaria clásica (Apéndice I, véase p. 109). Apareció en la Constitución de Cúcuta y reapareció reiteradamente durante los siguientes cien años exhibiendo siempre connotaciones distintas. En octubre de 1870, Salvador Camacho Roldán envió una nota epistolar a Ricardo Santamaría en la cual le expresaba que el Gobierno deseaba ver establecido en Bogotá un banco nacional. Un mes después se celebró la primera asamblea general de accionistas del presunto banco nacional para constituir el Banco de Bogotá. En aquella ocasión el banco nacional significó un banco de origen privado que gozaría de especiales privilegios, como el depósito de los fondos originados en las operaciones del comercio exterior y la admisión de los billetes del banco en las oficinas de recaudación<sup>52</sup>.

En 1880, Rafael Núñez invitó al sector privado a participar como accionista de un nuevo banco que contaría con la participación del Gobierno. Este sería el banco nacional. A fin de cuentas, dicho banco resultó ser de la exclusiva propiedad del Estado. En aquella ocasión, el banco nacional significó banco del Gobierno. El Banco Central de Rafael Reyes también fue considerado como un banco nacional a pesar de su organización como sociedad anónima. Para el público en general el Banco Central fue una reencarnación del banco de Núñez.

Como culminación de las iniciativas gubernamentales en materia de organización bancaria, la Ley 25 de 1923 autorizó al Gobierno para promover y fundar un banco de emisión, giro, descuento y depósito. Y precisamente estas características permiten considerar al Banco de la República como un banco nacional dentro del contexto de las exposiciones clásicas acerca de la banca

<sup>52</sup> Camacho Roldán destaca la decisión gubernamental de invitar a “los capitalistas de esta ciudad [Bogotá] a asociarse para fundar un Banco”, con base en disposiciones legislativas de 1865 (Camacho, 1871).

central. La alusión al Banco como banco nacional es más de carácter técnico en el sentido de sus funciones y la cobertura de sus operaciones. La denominación *banco nacional* no debe entenderse aquí como un juicio de valor acerca de la estructura y la orientación de banco. Aquí se le considera como banco nacional en la medida en la que sus funciones de emisión, giro, depósito y descuento corresponden a las señaladas para los bancos nacionales por los autores clásicos de la teoría bancaria (apéndices a este capítulo, véase pp. 109-116).

## **4.2 El Banco de la República. Definición y funciones**

En este apartado se exponen la definición y funciones principales del Banco de la República, de acuerdo con lo determinado en la Ley 25 de 1923. El interés radica en resaltar el contenido económico de la definición del Banco y de cada una de sus funciones. La discusión de cada una de las últimas se realizará separadamente; y en el punto de resumen y conclusiones se intentará una evaluación global de los contenidos de las funciones estudiadas.

### **4.2.1 El Banco de la República. Definición**

La Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República, autorizó al Gobierno “para promover y realizar la fundación de un banco de emisión, giro, depósito y descuento” (artículo 1.º). En esta definición, que había sido incorporada en la Ley 30 de 1922, se recogieron los hitos de mayor trascendencia en la historia bancaria. Institucionalmente, un banco central de posguerra debía incorporar las experiencias de las entidades bancarias del pasado, las cuales, con el transcurrir del tiempo y las cambiantes exigencias del capitalismo, fructificaron en funciones y técnicas que los orfebres del viejo mundo comercial nunca conocieron<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Con una denominación similar se fundó en 1716 La Banque Générale de Francia. En sus estatutos se le denominó “banco de depósito” (artículo XX); “banco de giro” (artículo XVI); “banco de descuento” (artículo XVII) (Paul Harsin, *El banco y el sistema de Law*; citado en Franco, 1965: 473). Por el momento no se lo llamó “banco de emisión”, ya que en forma similar a los bancos de Ámsterdam y de Hamburgo, inicialmente sirvió como caja o depósito general de los comerciantes, sin ninguna posibilidad de ofrecer créditos a los particulares. Dos años más tarde, La Banque Générale fue transformada en Banque Royal con la facultad de emisión de billetes con curso legal. A partir de entonces se lo conoció como “banco de emisión, giro, depósito y descuento”.

#### 4.2.1.1 El Banco de la República como banco de depósito

Así como la noción de *banco de depósito* aplicable a instituciones públicas tan antiguas como los bancos de Génova y Venecia, significó primordialmente “casa de consignación y reserva segura de metales preciosos”, el Banco de la República, al constituirse como “banco de depósito” quedó autorizado para recibir depósitos a los bancos accionistas (artículo 13.º) y depósitos del público en general, pagables a la vista (artículo 14.º); los primeros serían considerados encaje de los bancos privados en el Banco Central como sustento de la seguridad del sistema.

La noción primigenia de *depósito* no significaba más que eso: una consignación que luego podría ser retirada por sus dueños. La idea fundamental de “depósito” era la “seguridad de lo depositado”. Al fundarse el Banco de la República dentro del moderno sistema de banco central y bancos de crédito, la connotación *banco de depósito* conserva la significación prístina de salvaguarda de los depósitos del sistema<sup>54</sup>.

El Banco de la República fue concebido como un banco de depósito y giro, cuando ya el capital financiero —conjunción dinámica entre el capital industrial y el capital bancario— había dado pasos definitivos en el mercado mundial. No se trataba únicamente de fundar un banco con las características y técnicas normales de servir las operaciones de depósito y giro. Se trataba de fundar un banco que sirviera mediante tales operaciones, con la mayor eficiencia, al desarrollo definitivo del capital de comercio; que creara las condiciones mínimas de organización y seguridad bancaria, mediante la exigencia de depósitos de encaje; que despejara el camino y asegurara la vinculación de la acumulación comercial interna y del capital extranjero a la incipiente industria nacional.

Era un primer paso. El advenimiento del capital financiero internacional, la concentración y centralización de capitales en la banca y la industria y su posterior combinación, darían los siguientes.

<sup>54</sup> Los banqueros venecianos del siglo XIII acuñaron la expresión “*escribere o girare in banco*”, que significaba la acción de los bancos de guardar depósitos y realizar transferencias entre los depositantes. Estas se efectuaron inicialmente mediante órdenes verbales en reuniones de banqueros y comerciantes. Desde el siglo XVIII, principalmente en Inglaterra, con el empleo de billetes de banco, y desde el siglo XIX con la generalización progresiva del sistema de depósitos realizables por cheque. El desarrollo de los billetes de banco y de los depósitos transferibles por medio de cheques es una de las expresiones más simples del moderno sistema de crédito. El billete de banco hizo carrera con el apogeo del capital comercial y el depósito bancario se hizo imprescindible en el nuevo mundo del capital financiero.

#### 4.2.1.2 El Banco de la República como banco de emisión

El Banco de la República fue concebido como un “banco de emisión”. La Ley le concedió “el derecho exclusivo de emitir billetes de banco por el término de 20 años” (artículo 16.º). Se constituyó así un monopolio nacional de la emisión cuya consecuencia inmediata sería la unificación gradual del numerario y la dotación al medio circulante de la elasticidad adecuada a los requerimientos de pagos y de transacciones<sup>55</sup>.

La versión que alimenta la definición del Banco de la República como “banco de emisión”, si bien tiene raíces en la experiencia inglesa en cuanto se relaciona con el monopolio de la emisión, no heredó la noción de pasividad en el manejo de la circulación. Al contrario, inspirándose en los principios establecidos por Paul Warburg para los bancos federales de reserva, sugiere una acción decidida sobre la circulación, combinando actitudes más o menos pasivas o más o menos activas, según el caso. En términos de Warburg, el “banco de emisión debe poder ser, a la vez, yunque y martillo” (Rist, 1945: 470).

El monopolio de emisión consagrado en el artículo 16.º se establece legalmente con los siguientes objetivos:

1. El objetivo de convertibilidad, mediante la compra y venta de barras y monedas de oro.

<sup>55</sup> Los financistas europeos y norteamericanos de las primeras décadas del siglo XX contaban ya con los antecedentes financieros de los principales bancos de emisión y reconocían la tendencia universal al establecimiento del “monopolio nacional de emisión”, a partir del precedente ejemplar de la Ley Bancaria Británica (Bank Charter Act) inspirada por Robert Peel en 1844. En aquella época, Londres, como principal centro financiero mundial, y el Banco de Inglaterra, como eje internacional del patrón oro, constituían las principales referencias internacionales.

La Ley de Peel otorgó al Banco de Inglaterra el derecho exclusivo de emisión, confirmando los pasos adelantados ya por las legislaciones bancarias de 1826 y 1833, las cuales habían conquistado para el Banco el “monopolio virtual de la emisión de billetes en Londres y los alrededores y le permitió operar directamente en las provincias” (Deane, 1975: 206).

Inspirándose en el plan póstumo de Ricardo para crear un banco nacional, que sugería la separación estricta de los departamentos de emisión y de crédito bancario, la Ley de Peel instituyó dicha separación, la cual rememoraba, además, el intento de Palmstruch por establecer en el Banco de Suecia, a mediados del siglo XVII, dos departamentos, uno llamado *banco de cambio* y el otro *banco de préstamos*.

Sin embargo, la idea de monopolio de emisión, cristalizada en la reforma bancaria de 1844, está matizada por la concepción ricardiana del Principio del Circulante (Currency Principle), según la cual la emisión de billetes no sería más que el reflejo de las existencias de oro en la nación. La evidente “automaticidad” del mecanismo de emisión liberaría a los directores del Banco de Inglaterra de la preocupación activa por el estado de la circulación (Ricardo, 1960a).

2. El objetivo de sustentación del patrón de cambios-oro, por medio de la negociación de valores sobre plazas extranjeras.
3. El objetivo de descuento y redescuento de documentos comerciales.
4. El objetivo de unificación del numerario nacional, asumiendo el retiro de los títulos del Gobierno empleados como moneda en el momento de la fundación del Banco.

#### **4.2.1.3 El Banco de la República como banco de descuento**

Finalmente, el artículo 1.º de la Ley 25 definió el Banco de la República como un “banco de descuento”. Desde finales del siglo XIX se entendió que la práctica del descuento por parte de los bancos centrales tenía el sentido de *prestamista de última instancia*, según Walter Bagehot. El Banco de la República se definió entonces como el “prestamista de última instancia”. Sin embargo, no era, en general, el prestamista último. Su actividad crediticia quedó restringida legalmente con el fin de asegurar un objetivo primordial: la liquidez o autoliquidez de los activos del banco. Este objetivo guardó siempre una estrecha correlación con la política general del Banco encaminada a sustentar una adecuada circulación dentro del régimen de patrón oro con convertibilidad. En otras palabras, la función crediticia del Banco Central fue subordinada al objetivo inmediato de la convertibilidad. Así, la convertibilidad, sin ser un requisito necesario en la definición del patrón oro, como el mismo Kemmerer lo explicó reiteradamente, fue un objetivo de primer orden de los bancos centrales de posguerra y de posguerra.

Los bancos federales de reserva de los Estados Unidos, creados en 1913, supe- ditaron sus objetivos definicionales de “emisión y descuento” al alcance de la convertibilidad (Warburg, 1930). En la misma tradición se inscribió el Banco de la República en el momento de su fundación, en 1923.

En Colombia, como en otros países, la noción pública de vigencia del patrón oro era la de la convertibilidad inmediata de los billetes de banco por “dinero contante y sonante”. Independientemente de la teoría según la cual la característica del patrón oro era el sostenimiento de “las paridades de las distintas clases de moneda con la unidad oro”, finalidad alcanzable, según el propio Kemmerer, por métodos diversos y tan simples como los de una política monetaria enderezada a limitar el monto circulante, y los procedimientos legales para asegurar que los billetes fuesen aceptados “sin limitación en pago de impuestos y otras cargas públicas”. Se impuso el criterio pragmático de acudir a los mecanismos que, si bien eran tenidos por accesorios para la reimplantación del patrón oro, ganarían la *confianza pública*.

La malhadada experiencia de los asignados en Francia, de los *green-backs* en los Estados Unidos y del papel moneda en los países latinoamericanos había creado el mito popular de que patrón oro y, por lo tanto, seguridad económica, estabilidad y confianza general implicaban el empleo de monedas de oro o alternativamente de billetes de banco inmediatamente convertibles. Tal creencia hizo carrera en Colombia durante las primeras décadas del siglo XX y arrasó iniciativas gubernamentales de la importancia del Banco Central.

Desde la época de David Ricardo, la importancia de la convertibilidad pasó a un segundo plano, y para los tiempos del patrón de cambios-oro ya se maduraba la noción de acuerdo con la cual “la suprema prueba de la existencia de un patrón oro es la respuesta a la pregunta de si la moneda de un país es efectivamente mantenida en paridad con el valor de la unidad monetaria oro que la representa” (Kemmerer, 1947: 167).

Independientemente de los discursos teóricos, la reimplantación del oro como patrón monetario internacional exigía la recuperación de la confianza pública y esta podría lograrse casi que automáticamente con la institución legal de la convertibilidad, subordinando a su consecución los objetivos de emisión y descuento.

Al orientarse hacia operaciones de corto plazo que garantizaran la liquidez de sus activos, el Banco afianzó la noción de selección crediticia, determinando indirectamente la composición de la cartera bancaria. El mecanismo de descuento en el Banco Central implica una transformación del crédito de los bancos comerciales en crédito del banco central. Y únicamente los negocios de corto plazo estaban autorizados legalmente para ser redescontados en el Banco de la República.

#### **4.2.2 El Banco de la República. Funciones**

Las principales funciones del Banco se deducen de su propia definición; en primer lugar las que se desprenden de su objetivo de banco emisor, y que ya fueron señaladas. En segundo lugar, las que se originan en su carácter de banco de descuento y que pueden discriminarse, así:

- La selección cualitativa de préstamos, descuentos e inversiones.
- La facultad discrecional para asignar y modificar tasas diferenciales de redescuento.
- El control de las tasas monetarias de interés (tasa de redescuento y tasa de los bancos comerciales).

En general, se puede afirmar que las funciones del Banco de la República apuntan a consolidar la liquidez del sistema financiero, como sinónimo de seguridad, y a garantizar el control monetario por medio de las tasas de redescuento y las operaciones de mercado abierto.

#### **4.2.2.1 La liquidez como pilar de la seguridad del sistema financiero**

Uno de los aspectos salientes de la propuesta de Kemmerer para la instauración del sistema de banco central y bancos de crédito fue la promoción del “principio de liquidez”, que gobernaría las operaciones de crédito de la banca comercial y del Banco Central. Tal principio quedó plasmado en la Ley 25 de 1923, cuyo artículo 11.º enseña:

El Banco no podrá hacer préstamos, descuentos o inversiones sobre documentos, bonos o letras de cambio cuyo término de vencimiento exceda de noventa días [...] salvo que se trate de papeles garantizados plenamente con productos agrícolas o con ganado, caso en el cual el término de vencimiento puede ser hasta de seis meses. En ningún caso el Banco podrá poseer estos últimos documentos por un monto que exceda a la tercera parte de su capital pagado y de sus reservas (Ley 25 de 1923, artículo 11.º; citado en Kalnins, 1963: 207).

En la exposición de motivos es donde con mayor fuerza se destaca la importancia del “principio de liquidez”, como garantía de la solidez del sistema bancario:

El primero y más importante requisito es que el activo del Banco sea completamente líquido, cuando se trata de un banco central que goza del monopolio de la emisión de billetes circulantes, pagaderos a su presentación, que desempeña las funciones de banco de redescuento de los demás bancos, los cuales dependen de él para proveerse de fondos en tiempo de crisis, y que tiene a su cargo el conservar y proteger el mercado monetario contra peligrosas especulaciones y contra una excesiva exportación de oro (Ley 25 de 1923, exposición de motivos; Kemmerer, 1931: 50).

Los textos citados testimonian la acogida institucional de uno de los fundamentos de la teoría bancaria inglesa, conocido tradicionalmente como el *principio de autoliquidación* de los activos (*self-liquidating principle*), según el cual la limitación del crédito bancario a la adquisición de activos rentables de corto plazo no solo satisfaría las demandas crediticias, sino que además resguardaría la solidez financiera del sistema.

#### **4.2.2.2 La tasa de redescuento como instrumento fundamental del control monetario y como mecanismo de intervención crediticia**

Al definir la tasa de redescuento como el instrumento monetario por excelencia, la ley orgánica del Banco de la República oficializó la admisión institucional de uno de los principales legados del enfoque neoclásico del sistema internacional de pagos y del Informe Cunliffe. La advertencia kemmeriana acerca del alcance de la tasa de redescuento como medio de control monetario se aprecia en el siguiente aparte de la exposición de motivos:

Las tasas de descuento serán sin duda el arma más poderosa que el Banco pueda tener para proteger el mercado monetario del país, y prevenir el éxodo considerable de oro, contener especulaciones peligrosas y conservar sus reservas metálicas en cantidad suficiente para inspirar confianza en su capacidad de conjurar las crisis posibles (Kemmerer, 1931: 52).

Al realzar las posibilidades de la tasa de redescuento, la misión financiera presidida por Kemmerer realizó una transferencia de contenidos ideológicos que, tal como se señaló, correspondían a las circunstancias históricas particulares del Banco de Inglaterra. El predominio financiero londinense se extendía sin límites, ampliando los alcances de las alteraciones en la tasa de descuento del Banco de Inglaterra. Como lo señalara Robert Mundell (1968):

Cuando escaseaba el dinero en Londres, solía ocurrir lo mismo en el resto del mundo y se producía una reducción general del gasto mundial; cuando en Londres el dinero era barato, las tasas de interés de todo el mundo tendían a la baja. El Banco de Inglaterra, mediante el uso de la tasa bancaria, era el “líder de los precios” dentro del sistema monetario mundial (p. 127).

Además, la Ley 25 abría la posibilidad de utilizar el tipo de descuento también como mecanismo de intervención crediticia, permitiendo el establecimiento de tasas diferenciales para distintas clases de crédito y creando una vinculación fija entre las tasas de redescuento y las tasas bancarias de interés<sup>56, 57</sup>.

<sup>56</sup> El artículo 12.º de la Ley 25 otorga a la Junta Directiva la facultad de “fijar de tiempo en tiempo las tasas a que descontaría descuentos 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” (Kemmerer, 1931: 45).

<sup>57</sup> “Ningún banco accionista podrá redescantar descuentos en el Banco de la República, si cargare a sus clientes, sobre documentos de la misma clase y del mismo plazo, tasas de descuento mayores en tres por ciento (3 %) de las que cargue para su redescuento el Banco de la República” (Kemmerer, 1931: 45; artículo 12.º, numeral 2).

Sin embargo, Kemmerer sugiere que en circunstancias extremas la sola operación de la tasa de redescuento podría resultar insuficiente, requiriendo la acción complementaria de las operaciones del Banco Central con los bancos comerciales y con el público directamente.

#### **4.2.2.3 Las operaciones del Banco Central con el público como medio para garantizar la efectividad de las variaciones discrecionales de la tasa de redescuento**

Las operaciones del Banco de la República con el público en general se incluyen en el esquema de las funciones del Emisor, principalmente como punto de apoyo de la política ejercida mediante la tasa de redescuento. Dos son las razones que aduce la exposición de motivos de la Ley 25 para defender tales iniciativas. La primera postula la necesidad de garantizarle al Banco los ingresos necesarios para cubrir sus costos de funcionamiento y para sufragar “un razonable dividendo a sus accionistas”. Recuerda que en situaciones críticas los establecimientos bancarios “deben estar siempre autorizados para volver los ojos al Banco de la República”, el cual seguramente acudirá a la solución de sus peticiones crediticias. Por lo mismo, el Banco debe consolidar su propia situación empleando para ello la negociación directa con el público (Kemmerer, 1931: 74-79).

La segunda razón apunta a establecer un mecanismo que asegure la efectividad del manejo monetario por medio de la tasa de descuento. La tasa de redescuento, el instrumento idealizado por el Informe Cunliffe para garantizar la estabilidad monetaria, resultaba inoperante si en condiciones críticas, por ejemplo de balanza de pagos adversa, los bancos comerciales encontraban en sus arcas los fondos suficientes para continuar una expansión crediticia y no necesitaban acudir a las reservas del banco central. En estas condiciones, el banco central tendría que acudir a un mecanismo de emergencia, las operaciones de mercado abierto, con el propósito de hacer efectivas las tasas de redescuento (*to make the discount rate effective*). Según Kemmerer (1931), el procedimiento puede describirse así:

El Banco Central vende en mercado abierto letras de cambio, aceptaciones bancarias u otros papeles comerciales de primera clase, y guarda en sus cajas los fondos en numerario provenientes de tales ventas. Este procedimiento reduce las reservas en caja de los bancos accionistas, retira dinero de la circulación activa y restringe el mercado monetario, forzando así a los bancos a elevar sus tasas de descuento y a contener la peligrosa expansión de sus préstamos. Este sistema es lo que se llama “hacer efectiva la tasa del banco”, el cual no

podría ponerse en práctica si al Banco Central se le prohibiera por la ley negociar con el público (p. 78)<sup>58</sup>.

Uno de los antecesores inmediatos de Kemmerer, Paul Warburg, había extendido la consigna según la cual los bancos de emisión debían ser a la vez, “yunque y martillo”, exigiendo la aprobación de medidas legales, tendientes a dotar a los bancos de mecanismos de intervención en el aumento o restricción de las disponibilidades del mercado monetario.

En los tiempos de las misiones financieras de Kemmerer, importantes bancos centrales europeos, con el Banco de Inglaterra a la cabeza, iniciaron un nuevo período para las operaciones de mercado abierto. Se estableció una amplia gama de objetivos que consideraba su empleo como mecanismo de compensación de los movimientos internacionales del oro, como soporte de un mercado de dinero barato y como estabilizador del mercado monetario ante las eventuales perturbaciones ocasionadas por movimientos de fondos del Estado, o por cambios estacionales de diversa índole.

Como en otros tiempos, el Banco de Inglaterra continuó usando las operaciones de mercado abierto como complemento de la política de

<sup>58</sup> Las operaciones de mercado abierto (*open market operations*) fueron descritas por Cantillon en su *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, tercera parte, capítulo VIII: “A pesar de la etapa incipiente en que el arte de la banca se encontraba todavía cuando Cantillon escribió su libro, sus opiniones sobre la materia son extraordinariamente sanas”, escribió William Jevons en su ensayo *Richard Cantillon y la nacionalidad de la economía política* (Cantillon, 1950: 223). Con excepcional agudeza, posiblemente desarrollada en su propia experiencia mercantil, Cantillon se refiere a la *open market policy* como a uno de los refinamientos del crédito de los bancos generales o nacionales capaces de generar beneficios especulativos para los bancos y para el Estado, sin alterar en definitiva las condiciones de la circulación.

La recordación de Cantillon es pertinente en la medida en la que los efectos de las operaciones de mercado abierto sobre la economía no son únicos. Una expansión de la cantidad de dinero provocada por la compra de valores del Estado puede destinarse a la compra de mercancías o a fines especulativos. Además, los bancos podrían utilizar una expansión de sus reservas originadas por las compras de mercado abierto en la cancelación de deudas pendientes con el banco central, esterilizando de este modo el propósito original de la autoridad monetaria.

David Ricardo recomendó estas operaciones al final de su *Plan para crear un banco nacional* como alternativa para estabilizar el mercado monetario: “Si la circulación de Londres fuera demasiado baja, habría dos maneras de aumentarla: mediante la compra de valores del Estado en el mercado y la creación de papel moneda nuevo para ese objeto; o mediante la importación, y la compra de los comisionarios, de oro en barras, para cuya adquisición se lanzaría papel moneda nuevo” (Ricardo, 1960b: 219). Desde luego, la presentación de esta alternativa resulta poco ortodoxa con su pensamiento. En efecto, significa la aceptación de un mecanismo de intervención en la regulación de la cantidad de dinero ajeno al sistema automático tantas veces preconizado por él, según el cual el banco o el Estado emitirían billetes, pasivamente, de acuerdo con las entradas y salidas del oro.

tasa de redescuento cuando deseaba que la tasa de mercado se acercara más a la tasa del banco y que las condiciones del mercado se ajustaran a un cambio que se proponía introducir en la tasa de redescuento (De Kock, 1964: 211).

Fue precisamente esta la principal innovación de posguerra, la de considerar las operaciones de mercado abierto como pieza integral de la política de redescuento, para garantizar la efectividad de las acciones destinadas a preservar el control monetario.

### **4.3 El Banco de la República como banco de reserva**

El Banco de la República, definido explícitamente como “un banco de emisión, giro, depósito y descuento”, y autorizado para realizar operaciones con la banca comercial y con el público en general —incluido el Gobierno—, se creó ante todo como un banco de reserva. Precisamente, el cumplimiento de las funciones señaladas al Banco —expuestas en la sección anterior— está íntimamente relacionado con la constitución y el vigor de sus reservas.

Aún más, la concepción del Banco de la República como un banco de reservas con las características propias de un banco central surgido en el período de posguerra, confirma, de una parte, la vigencia histórica de los lineamientos teóricos defendidos desde el siglo XIX por economistas de la moneda como Thornton, Tooke y Fullarton, sin olvidar el aporte fundamental de Cantillon; de otra parte, expone el carácter distintivo del sistema monetario dentro del cual el Banco inició sus operaciones: el patrón de cambios-oro.

De acuerdo con la letra del artículo 18.º de la ley orgánica:

El Banco de la República mantendrá en encaje una existencia en oro equivalente al sesenta por ciento (60 %) del total de los billetes en circulación y los depósitos. De esta reserva legal, una cantidad que no exceda de las dos quintas partes de ella puede ser mantenida en forma de depósitos a la orden, pagaderos en oro, en bancos respetables de centros financieros del exterior.

Y en la exposición de motivos se aclara que “la misión cree que el mínimo de encaje legal del Banco de la República debe ser suficientemente grande para inspirar absoluta confianza en el Banco, desde el principio, dentro del país y en el exterior”.

Los consejeros financieros acuden al ejemplo de los principales bancos centrales del mundo: los de Francia e Inglaterra, los cuales en la preguerra alcanzaron reservas superiores al 60 % de sus emisiones y depósitos; los

bancos federales, cuyas reservas en los dos años inmediatamente anteriores fluctuaron entre el 60 % y el 70 %. Y otros bancos como el de las reservas del África del Sur, el del Japón, el neerlandés, el de España y el suizo, cuyos últimos promedios superaron el encaje del 50 %.

La defensa de un encaje elevado se basó en razones de imagen y confianza ante los bancos y ante la comunidad en general. Existiendo la convertibilidad para los billetes emitidos por el Banco, era de esperarse que después de más de cuatro décadas sin la libre conversión, el público no bancario ejerciera una fuerte demanda sobre el Banco por pagos en metálico. Con el tiempo, esta demanda se desvanecería a la par que acrecería la fe de los tenedores de billetes del Banco. Asimismo, un elevado encaje avalaría la solidez del Banco como eje del sistema monetario y ganaría la adhesión de los bancos comerciales, que lo considerarían efectivamente como “el prestamista de última instancia”.

Ser el eje del sistema monetario significó, en aquella época, ejercer la regulación monetaria en la medida en la que el viejo automatismo del oro se había convertido en una leyenda del pasado. Regulación de la cantidad de moneda en términos de preservar la paridad entre la unidad monetaria, el peso y el oro. El Banco podría ejercer la regulación y cumplir el objetivo de paridad entre la unidad monetaria y el oro, con lo cual contribuiría indirectamente a la estabilidad del tipo de cambio, siempre y cuando tuviera un volumen de reservas adecuado para capear las contingencias de los movimientos internacionales de reservas o del crédito interno. Regulación monetaria interna significaba precios estables y, en consecuencia, de acuerdo con la teoría de la paridad del poder adquisitivo —de Ricardo y Cassel— un nivel estable del tipo de cambio.

Constituido el Banco de la República como el banco de reserva en la incipiente organización financiera, la salvaguarda de sus encajes resultaba imperativa, sobre todo en circunstancias críticas. Estos casos fueron ilustrados por el propio Kemmerer mediante la exposición del “principio de Bagehot”, el cual consideraba como:

Uno de los más importantes principios que dentro de un sano régimen bancario debe seguir un establecimiento de emisión y redescuento [...] este principio consiste en que en épocas de crisis o de amenaza de perturbaciones, el Banco Central debe descontar libremente obligaciones líquidas de sus clientes de primera clase y a corto plazo, pero debe hacerlo únicamente a tipos altos y progresivos (Kemmerer, 1931: 81).

De otra parte, el Banco de la República fue autorizado por la ley constitutiva para mantener hasta las  $\frac{2}{5}$  partes de sus reservas en bancos extranjeros. Con esta medida se le permitió realizar las operaciones que numerosos bancos centrales venían haciendo desde la preguerra, dentro del marco del llamado

patrón de cambios-oro. Kemmerer recordó, a manera de ejemplo, la experiencia de la India, de las islas Filipinas y de las colonias inglesas de las Indias Orientales. Dentro de la modalidad del patrón de cambios-oro, estos países habían logrado mantener la estabilidad del mercado de dinero, de los precios y del tipo de cambio en el período inmediatamente anterior a la guerra.

El sistema aunaba la economía del oro —una vieja obsesión ricardiana— con la principal característica clásica del patrón oro internacional: su *reciprocidad*. En el ámbito del patrón de cambios-oro de preguerra supervivía el antiguo automatismo, según el cual la cantidad de dinero disminuía en el país exportador del oro y aumentaba en el país importador, con la ventaja de que no era necesario recurrir a la amonedación del oro o al atesoramiento de lingotes. Y la intervención gubernamental se limitaba a sostener la paridad cuando la cotización de los cambios llegaba a los puntos del oro. Según Kemmerer, en estas condiciones:

Era como si el Gobierno dijese: hasta aquí se puede llegar, y no más. Un paso más allá significaría la depreciación de nuestro peso por debajo de su paridad en oro si estuviésemos en régimen de patrón moneda-oro; por lo tanto, libramos giros de Nueva York a medida que nos los pidan en cantidades ilimitadas a los tipos de exportación de oro, y aliviaremos la congestión monetaria retirando de la circulación todos los pesos que nos serán entregados en pago de dichos giros (Kemmerer, 1947: 189).

Si estos giros, como debe ocurrir, se remiten al exterior, con seguridad serán depositados inicialmente en bancos privados y luego en los bancos centrales de los países receptoristas de los giros, con lo cual se incrementarán sus reservas y finalmente la oferta de dinero correspondiente. En esto consiste la reciprocidad de los cambios monetarios inducidos en la vigencia del patrón oro como patrón de cambios-oro de preguerra.

Otra fue la funcionalidad del patrón de cambios-oro de posguerra. Su funcionamiento se adaptó a las nuevas condiciones establecidas por un mercado monetario internacional —dominado por las operaciones de los bancos centrales—, hasta el punto de sacrificar su característica fundamental, la que fuera difundida desde el siglo XIX por la Escuela del Circulante: la *reciprocidad* de las incidencias monetarias causadas automáticamente por los movimientos del oro. El patrón de cambios-oro de posguerra se distinguió por la *diversidad* de la *unilateralidad* de los efectos monetarios internacionales.

Mediante asientos contables, el nuevo sistema liquidaba los pagos externos, con lo cual dejaba sin vigencia los antiguos mecanismos de ajuste monetario. La circunstancia de arribar a los “puntos del oro” no implicaba ya la intervención de la autoridad monetaria para agilizar la negociación de descuentos internacionales con la consecuente reducción o ampliación del

circulante. Ahora, en la nueva modalidad del patrón oro manejado por los bancos centrales, los ajustes monetarios serían inducidos por mecanismos de carácter punitivo. Con el objeto de asegurar la contracción monetaria en el caso de una balanza de pagos desfavorable, se dispuso en las leyes constitutivas de los nuevos bancos de reserva la aplicación de tasas tributarias como penalización por la reducción de sus encajes legales por debajo del mínimo establecido.

Precisamente, la Ley 25 adoptó en el inciso 3 del artículo 18.º diversos porcentajes de sanción para el banco si su encaje caía por debajo del límite señalado. El efecto buscado, la contracción del circulante, se obtendría adicionando la tasa impositiva, total o parcialmente, a la tasa monetaria de redescuento. En el caso particular del Banco de la República, se dispuso que tal adición sería por lo menos igual a la mitad de la tasa del impuesto establecido: “Si la tasa del redescuento debiera ser del 8 % (8 × 100) y el impuesto de deficiencia fuere del 6 % (6 × 100), el Banco cargará por lo menos el 11 % (11 × 100)” (Kemmerer, 1931: 49).

El patrón de cambios-oro de posguerra, dentro del cual se fundó el Banco de la República, no tuvo la solidez y la sustantividad que le atribuyeron los antiguos epígonos del oro como patrón internacional de pagos. Se trataba de un patrón oro “artificial”, que “caminaba con muletas”. Era más una definición de política monetaria internacional que la resurrección a la vida del viejo patrón idealizado en el siglo XIX por la Escuela del Circulante y antes por Ricardo y sus seguidores.

En la exposición de motivos de la Ley 25, Kemmerer explicó el establecimiento de las tasas impositivas como un mecanismo de control de las operaciones del Banco con el fin de impedirle abusar o especular con las situaciones desfavorables de la balanza de pagos. Pero veinte años más tarde, en su *Gold and Gold Standard*, reconoció el verdadero objetivo de la medida. Fue entonces cuando se refirió a los “ejemplares enclenques de patrón oro surgidos después de la guerra”. Kemmerer llegó a Colombia con la obsesión de un patrón de cambio-oro similar al de Filipinas. La Conferencia Internacional de Génova de 1922 había sido muy optimista acerca del futuro del patrón oro. Los defectos que podían intuirse en las nuevas versiones del patrón oro parecían débiles e insignificantes ante las ventajas que reportaría un nuevo orden monetario internacional basado en el oro. Pero pocos años más tarde, la experiencia monetaria sacó a relucir las dificultades del nuevo patrón de posguerra y en las exposiciones de motivos para el establecimiento de nuevos bancos centrales el profesor Kemmerer fue explícito en las deficiencias del patrón oro, pues el funcionamiento había quedado al arbitrio de los bancos centrales.

#### 4.4 El Banco de la República y el Gobierno

En esta sección se describen las relaciones establecidas entre el Banco de la República y el Gobierno en el primer estatuto legal del Banco Emisor, y se resalta la misión que debería ejecutar el Banco al retirar de la circulación especies oficiales que por entonces cumplían el papel de moneda. Además, la motivación ofrecida por Kemmerer para la realización de dicho cometido constituyó una oportunidad para exponer la explicación monetaria de la tasa de cambio.

La Ley 25 de 1923 definió explícitamente las obligaciones del Gobierno para con el Banco (artículo 21.º). Esquemáticamente, tales obligaciones fueron las siguientes: la autorización al Banco del libre comercio del oro; la amonedación del oro del Banco, requerida por sus operaciones; el compromiso de no emitir papel moneda (*fiat money*) ni autorizar a otras entidades para hacerlo; la aceptación de las decisiones de la Junta Directiva del Emisor acerca de futuras emisiones de monedas metálicas, diferentes a la de oro; y, finalmente, la aceptación de los billetes del Banco en la cancelación de las deudas de la comunidad con el Estado.

De otra parte, el Banco fue constituido como principal depositario de los fondos del Gobierno (artículo 22.º), como agente fiscal del Gobierno (artículo 23.º) y como agente para el retiro de la circulación de los papeles oficiales que servían hasta entonces como moneda (artículo 24.º).

A propósito de la función de retiro de papeles del Gobierno empleados como moneda, *la misión financiera dejó en la exposición de motivos la mejor muestra de su inspiración ricardiana y de la explicación monetaria de la tasa de cambio*. Refiriéndose a la cantidad de moneda existente, compuesta por monedas de oro, plata y níquel, y de los billetes representativos de oro, así como de los papeles que circulaban como dinero (bonos del Tesoro, bonos bancarios, cédulas de Tesorería, cédulas bancarias), la misión dejó el análisis que sigue:

En los actuales momentos, sin embargo, aunque Colombia carece mucho de capitales para el desarrollo de sus recursos naturales, tiene en circulación una cantidad excesiva de moneda, excesiva desde el punto de vista de la paridad de dicha moneda con el oro. La prueba de este hecho es que el cambio en Colombia con los Estados Unidos, único gran mercado libre de oro en el mundo, está actualmente, y ha estado por mucho tiempo, muy por encima del par con el oro y por encima del precio de exportación del oro; que el oro tiene premio respecto del papel moneda en el mercado de la República; que el oro sale de Colombia en vez de venir al país, y que los pagos en oro no se conservan. En otros términos, en Colombia se ha emitido moneda en exceso, y esta, que consiste principalmente en papel y plata se halla —por lo tanto— depreciada en relación con el oro (Kemmerer, 1931: 87).

Como banco emisor, el Banco de la República se enfrentaba entonces a un problema de doble faz: por un lado, sus propios billetes deberían dominar la composición del medio circulante como expresión de la unificación del numerario nacional y en cumplimiento de su función de monopolio de la emisión de billetes bancarios, y, por el otro, debía asegurar la vigencia de la paridad del circulante interno con el oro. El fondo de la cuestión era crear un vacío en la circulación que permitiera simultáneamente reducir el circulante excesivo y asegurar la unificación del numerario nacional.

#### **4.5 El Banco de la República. Organización original**

El Banco de la República fue concebido como “una institución cuasi pública en cuanto a sus derechos y obligaciones” (artículo 25.º, inciso 4), comprometiéndose a presentar a la Superintendencia Bancaria los informes que esta entidad le exigiera.

Además, la ley estipuló que la duración del Banco sería de veinte años (artículo 2.º), iniciándose con un capital de diez millones de pesos oro (artículo 4.º). La Ley estableció cuatro clases de acciones: las de la clase A montarían a la mitad del capital, cinco millones de pesos oro, y serían suscritas y pagadas por el Gobierno Nacional, que adquiriría el derecho de nombrar tres miembros de la Junta Directiva, aunque sin posibilidad de voto. Las acciones de la clase B serían suscritas exclusivamente por bancos nacionales y otorgarían el derecho a elegir cuatro miembros de la Junta Directiva, dos de los cuales serían banqueros y los dos restantes, hombres de negocios, agricultores o profesionales. Las acciones de la clase C serían suscritas exclusivamente por bancos extranjeros, que adquirirían el derecho a dos puestos en la Junta Directiva, uno de los cuales debería ser ocupado por un banquero, y el otro por un hombre de negocios, un agricultor o un profesional. Las acciones de la clase D serían adquiridas por el público en general y otorgarían el derecho a una posición en la Junta Directiva, siempre que el capital suscrito por el público fuese por lo menos de quinientos mil pesos.

Las acciones tipo B, C y D otorgaban el derecho al voto en la Junta Directiva, la cual ejercería el control del Banco (artículo 7.º). El gerente sería elegido por la Junta Directiva, con el voto favorable de por lo menos siete miembros (artículo 8.º).

El Banco de la República se fundó como una institución cuasi pública, atendiendo a la preocupación manifiesta de “los banqueros y de los hombres de negocios” por la posibilidad de una intervención indebida del Estado en el manejo del Banco. “Intervención indebida” significó en aquella época la reiteración de las experiencias del Banco Nacional de 1880 (Kemmerer, 1931: 67).

Nadie podía creer en la solidez del Banco si este no era controlado principalmente por los banqueros.

Desde su inicio, el Banco de la República fue un banco de banqueros. La noción que la misión tuvo de servicio a la comunidad fue la de servicio a los banqueros. “Servirá al público ampliamente sirviendo a los bancos accionistas”. Sin embargo, la aportación inicial del Gobierno fue mayoritaria en comparación con el aporte de los bancos privados.

La noción de banco de banqueros quiso ser limada en la ley cuando se obligó a los bancos privados de origen nacional, suscriptores de acciones de la clase B, y a los bancos extranjeros, suscriptores de acciones de la clase C, a la elección —en el primer caso— de los miembros de la Junta Directiva reconocidos socialmente como hombres de negocios, agricultores o profesionales, y a la elección —en el segundo caso— de un miembro de la Junta Directiva, reputado también como hombre de negocios, agricultor o profesional.

El Gobierno —cumpliendo el papel de “malo”— debió aportar el 50 % del capital inaugural del Banco, a la par que el “bueno” del libreto, el capital bancario privado, acumulado en los auges comerciales del tabaco y el café, solo aportó el 25 % en el primer año de funcionamiento y tardaría siete años en completar una suma igual a la pagada por el Gobierno. El aporte gubernamental se financió con los recursos provenientes de la indemnización americana por la pérdida de Panamá en 1903<sup>59</sup>.

Para mediados de 1923, el monto del capital y de las reservas de los bancos privados, descontando las entidades y secciones hipotecarias, alcanzaba a los veintidós millones de pesos. Sin embargo, la ley quiso precisar un porcentaje exacto de posibilidad de suscribir acciones en el Banco de la República con el propósito paralelo de impedir, por una parte, que el Banco pudiera ser monopolizado por unas pocas entidades privadas y, por la otra, que la contribución de algunas entidades fuera irrisoria. La Ley estableció un 15 % indefectible sobre el capital y las reservas para todas las instituciones bancarias

<sup>59</sup> Aunque el Tratado Urrutia-Thomson, por el cual se dirimió la controversia surgida entre Colombia y los Estados Unidos por la separación de Panamá, se firmó el 6 de abril de 1914, su aprobación y ratificación por las partes solo se logró hasta 1922. En la versión original del Tratado se convino en pagar dentro de los seis meses siguientes al canje de las ratificaciones veinticinco millones de pesos oro, en moneda de los Estados Unidos. En la versión final se estipuló pagar veinticinco millones de pesos oro pagaderos así: la suma de cinco millones de dólares dentro de los seis meses siguientes al canje de ratificaciones del Tratado, y veinte millones de dólares en cuatro contados anuales, contados desde la fecha del primero (Uribe, 1931). Al fundarse el Banco de la República, el Ministerio del Tesoro entregó al comité organizador del Banco cinco millones de pesos oro en certificados del Tesoro de los Estados Unidos, depositados en el Federal Reserve Bank de Nueva York a la orden del Gobierno colombiano (Otero, 1948).

que desearan acogerse a los beneficios del redescuento (artículo 13.º) y de los encajes reducidos (artículo 20.º).

La obligación de los suscriptores de las clases B y C de elegir para la Junta Directiva del Banco a tres personas vinculadas a la agricultura o también a los negocios o a la actividad profesional constituye, en primer lugar, una radiografía de la composición de las fuerzas vivas del país, según la Misión Kemmerer. Fuerzas vivas y antagónicas según se explicita en la exposición de motivos:

Los miembros de la Misión en repetidas conferencias con hombres de negocios, agricultores y profesionales, han oído expresar a menudo el temor de que el Banco de la República pueda ser indebidamente explotado por los intereses bancarios del país, a expensas de las conveniencias agrícolas y comerciales. Con frecuencia se ha expresado la opinión de que los intereses de los bancos y los del comercio y la agricultura nacionales son a veces antagónicos o al menos parecen serlo a los ojos de los agricultores y comerciantes, y se ha formulado la queja, también muy frecuente, de que los bancos suelen mostrarse inclinados a prestar más atención a sus utilidades inmediatas, que al futuro desarrollo del país (Kemmerer, 1931: 71).

Banqueros, agricultores, comerciantes y profesionales liberales conforman el mundo económico de la Misión Kemmerer. Un mundo contradictorio en términos de quién se lleva la mejor parte. Para completar, el desarrollo del país se identifica con los intereses de los agricultores, profesionales y comerciantes. Los banqueros también podían contribuir con el desarrollo del país, pero según sus oponentes en la distribución del producto nacional, aquellos estarían más preocupados por la especulación. En el trasfondo, los agricultores temían por sus rentas y los comerciantes por el desvío de capitales dedicados al comercio hacia operaciones bancarias de tipo especulativo. Los profesionales constituían una nueva clase, con ambiciones, en la medida en que se aceleraba el proceso de urbanización del país. Reconociendo los antagonismos, la Misión propuso una fórmula conciliadora obligando a los banqueros a elegir la mitad de sus representantes en la Junta Directiva del Banco de entre sus mismos oponentes. En este contexto, también recomendó para la gerencia a un ciudadano extranjero, quien a su saber y experiencia aunaría la búsqueda de “los intereses nacionales” (Kemmerer, 1931: 72).

#### **4.6 El Banco de la República y los establecimientos bancarios privados**

La Ley 45 de 1923 sobre establecimientos bancarios completó las disposiciones de la Ley 25 que apuntaban a establecer en Colombia el sistema de banco

central y bancos de crédito. Se conformaba así, por primera vez en el país, la infraestructura institucional para la aplicación de políticas monetarias y crediticias formuladas por el Estado, en virtud de la prerrogativa del *ius monetandi*. Se levantaban, además, las estructuras de un sistema moderno de intermediación financiera, generalizando el sistema de captaciones y asegurando la provisión de crédito institucional. Se abrían las compuertas del proceso de expansión secundaria del dinero y se creaba un nuevo marco jurídico que aseguraba la solidez y seguridad de las operaciones financieras.

En particular, la importancia de la Ley 45 residió en su propósito de fijar pautas, normas, definiciones y relaciones con el fin de organizar el sistema bancario y establecer la función de vigilancia de sus operaciones por un organismo denominado Superintendencia Bancaria. Las definiciones, pautas, normas y relaciones se establecieron en la Ley con un alto nivel de generalidad, pero con el suficiente grado de especificación como para dotar a los bancos existentes de los engranajes requeridos por la organización. Aquí el vocablo clave es *organizar*, ya que de lo que se trataba era de reunir actividades dispersas y de articular el ejercicio de la banca comercial, según los métodos propios de un sistema de banco central y bancos de crédito, al estilo de la banca de reservas federales constituida en los Estados Unidos en 1913.

En aquella época, la connotación académica de *organización* se encontraba muy relacionada con la de *eficiencia*, tal como lo preconizaban los tratados ingenieriles de comienzos del siglo, y según lo expusieron los autores clásicos de la administración. Dentro de tales parámetros de eficiencia se concibió el nuevo cuadro institucional de la banca en Colombia. Al marginar el antiguo esquema de instituciones aisladas, rezago de las casas mutualistas y parroquiales del siglo XIX, la nueva organización institucional creó un sistema monetario y financiero que cambiaría las perspectivas históricas de la moneda y del crédito en el país. Una de las innovaciones fundamentales se tradujo en la generalización de los procesos de intermediación financiera externa e indirecta; además, una de las primeras expresiones de dicho proceso fue la universalización de los depósitos en cuenta corriente realizables por cheque, y la difusión, en menor escala, de los depósitos de ahorro y a término en los bancos de crédito<sup>60</sup>. En otras palabras, la intermediación financiera como proceso universalmente acogido se inicia con el “cambio de rumbo” definido por las leyes 25 y 45 de 1923.

La recepción generalizada del sistema de depósitos en cuenta corriente en los bancos no solo representó el paso primero y definitivo para consolidar

<sup>60</sup> De acuerdo con las teorías de la intermediación financiera expuestas en los años cincuenta y sesenta. Dos referencias centrales de la época son Goldsmith (1969) y Gurley y Shaw (1960).

la intermediación financiera institucional; sirvió además para traducir en los acontecimientos, los contenidos económicos vertidos en las leyes 25 y 45 de 1923. Pero nuevamente, como ha ocurrido a lo largo de este capítulo, el trasfondo del mensaje kemmeriano lo constituyen los aportes principales de las escuelas de la teoría bancaria del siglo XIX.

El sistema bancario colombiano, instituido legalmente mediante las leyes 25 y 45 de 1923, heredó, como sus organizadores, los legados de las dos escuelas bancarias principales del siglo XIX, la Escuela del Circulante y la Escuela Bancaria<sup>61</sup>.

Los empeños de los economistas por definir el dinero, los ha llevado desde la consideración exclusiva de la moneda metálica hasta la inclusión de pasivos de intermediarios financieros no bancarios. Por esta vía se ha transitado el sendero trazado por la Escuela del Circulante. Desde Ricardo, sus representantes se han preocupado siempre por llevar a la política económica sus enunciados teóricos. El Acta de Peel de 1844 fue su primer triunfo resonante a pesar de las suspensiones a las que fue sometida en las décadas siguientes. Su insistencia en el automatismo monetario se mantiene hoy dentro de las limitaciones del orden monetario internacional.

Los modernos autores de la teoría bancaria, en especial los constructores del análisis de la oferta monetaria como compuesta por dinero central o base y por un factor de multiplicación del dinero base determinado por la razón del efectivo en poder del público a depósitos (el principal determinante según Cagan), y por la razón del encaje bancario, continúan los predicamentos de la Escuela Bancaria en cuanto se relaciona con la idea del multiplicador. Sin embargo, han modificado sustancialmente la concepción básica. Los banqueros de finales del siglo XIX, discípulos de Tooke y Fullarton, acuñaron la frase *los créditos crean depósitos*. La expresión resultaba bastante significativa; los bancos otorgarían crédito sin una base preexistente, originando un movimiento que partiría de la columna de los activos y que desembocaría, inexorablemente, por la fuerza de las normas contables, en la columna del pasivo, en el rubro de depósitos.

En el análisis de base y multiplicador, el proceso se inicia en el pasivo, en la cuenta de depósitos, y finaliza en el activo, en el lugar de los créditos. La función crediticia presupone la existencia del dinero base.

La teoría vigente acerca del multiplicador es una herencia de la Escuela Bancaria. La Escuela Bancaria dejó otro legado que hizo carrera en la organización bancaria colombiana. Como se ha destacado atrás, la Ley 25 encuadró la actividad del redescuento en los términos de corto plazo. Dentro de este marco,

<sup>61</sup> La controversia entre las escuelas citadas es sintetizada en Rist (1945: Capítulo V). Una referencia más cercana es Schwartz (1987).

la política bancaria buscaría siempre el objetivo de liquidez inmediata. Con estos parámetros, la actividad crediticia se volcaría sobre aquellas actividades fundamentalmente de índole comercial, fácilmente autoliquidables. Como lo señala Óscar Alviar (1972):

Se seguía en tal forma la teoría clásica de que únicamente era sano emplear fondos bancarios para el suministro de créditos que se liquidan por sí mismos y cuyo producto se destina a manufactura, movimiento o transformación de mercancías, para hacerlo fácilmente liquidable o realizable (p. 74).

Dicha teoría clásica desciende genealógicamente de las tesis defendidas por la Escuela Bancaria y podría denominarse, siguiendo la recomendación de Schumpeter, “teoría bancaria basada en los valores comerciales”. Según esta teoría, “el negocio fundamental de los bancos —el negocio que define a los bancos— es el financiamiento del comercio corriente de mercancías, tanto nacional como internacional” (Schumpeter, 1971: 617).

De aquí que autores como Tooke o Fullarton insistieran en que la emisión de billetes de banco o en su lugar la apertura de depósitos corrientes dependiese siempre de la demanda del público, de acuerdo con sus circunstancias comerciales. Una vez solventados sus requerimientos, el público devolvería al banco los créditos recibidos; esta explicación se llamó, en su tiempo, la “ley del reflujo”. La recuperación casi inmediata de los créditos y su utilización en la aceleración de los negocios hizo pensar a los seguidores de la Escuela Bancaria que el crédito no tendría repercusión en el nivel de precios y que, antes bien, serían el tono de la actividad económica y el nivel de precios los determinantes de la demanda del crédito. De todas maneras, lo que interesa enfatizar aquí es el legado específico recibido de la antigua escuela bancaria, el cual afectó la política crediticia practicada en los años que siguieron a la Misión Kemmerer.

## 4.7 Apéndice I

### **El Banco Nacional en los textos clásicos de la teoría bancaria**

El sentido primigenio de esta proposición fue establecido por Richard Cantillon en su obra titulada *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*. Después de realzar la incidencia positiva de los bancos en la velocidad de circulación del dinero, Cantillon se refiere a las ventajas de un banco nacional, en los términos siguientes:

Un banco general y nacional tiene sobre el banco de un orfebre particular la ventaja de que siempre inspira más confianza, los depósitos más grandes se llevan a aquel [...]. Incluso las rentas públicas se depositan en él en los países en que el príncipe no es absoluto. Y esta circunstancia, lejos de alterar la confianza y el crédito, solo sirve para aumentarlos (Cantillon, 1950: 189).

Para Cantillon, el banco nacional se distingue por el tamaño de sus depósitos, el alcance de sus operaciones y, sobre todo, por el alto grado de confianza pública que puede generar. En aquella época —mediados del siglo XVIII—, no se podía hablar de una política monetaria y mucho menos de que los bancos fuesen instrumentos de dicha política. Los bancos subsistían guardando el necesario equilibrio entre la búsqueda de beneficios y la preservación de la fe de sus clientes en la adecuada inversión de sus fondos, así como de la seguridad de la liquidez inmediata de sus depósitos. Las fronteras obligadas de los créditos y de las emisiones se establecían de acuerdo con el nivel de los depósitos y según el ambiente de confianza imperante.

Al despuntar el siglo XIX, Henry Thornton publicó su *Paper Credit* (1802). John Hicks, lo recordó en sus *Ensayos críticos* de 1967 como “el primer gran autor de la Credit School” (equivalente a lo que en estos capítulos se ha llamado Escuela Bancaria). Los principios teóricos que sirven de cimiento a la moderna teoría de los bancos centrales fueron inicialmente expuestos por Thornton. Fue él el primero en mencionar un banco nacional, considerándolo prioritariamente como un banco de reservas. La existencia de una entidad de tal categoría aseguraría la confianza general y promovería indirectamente la aparición de nuevos bancos privados:

El establecimiento de un gran banco público tiene una tendencia a promover la institución de bancos privados. El banco público obligado a proveerse a sí mismo de moneda para sus propios pagos, se transforma en una reserva de oro a la cual los bancos privados pueden acudir para proveer a sus propias necesidades sin dificultades y sin plazos (Rist, 1945: 426).

Como centro nacional de reservas, el banco nacional podría guardar en sus pasivos los encajes de los bancos privados y servir de acuerdo con la experiencia de los bancos holandeses como cámara de compensación. Así expone Thornton las bases del moderno sistema de bancos centrales y bancos de crédito:

De hecho el banquero de provincia, en caso de “alarma”, transforma una parte de sus efectos gubernamentales, de sus letras de cambio y de otros haberes que tiene en Londres, en billetes del Banco de Inglaterra y luego estos billetes en moneda metálica. Por este procedimiento reembolsa a

la vez sus propios billetes en circulación y aumenta el encaje oro que tiene en sus cajas. El Banco de Inglaterra tiene, pues, que hacer frente a las necesidades ocasionales de los bancos de provincia [...]. El método siguiente que prevalece ahora en la City de Londres puede demostrar la fuerza del deseo, de aquellos que no emiten billetes de banco, de restringir a la vez el uso del papel y de las guineas. Cada uno de estos banqueros ha tomado la costumbre de enviar un comisionado suyo a una hora convenida de la tarde a una localidad destinada a este uso. Cada comisionado cambia las letras sobre otros banqueros recibidas en su propio banco contra letras contra su propio banco recibidas por los otros banqueros. Los saldos de los diversos banqueros son así transferidos de uno a otro en el mismo local (Rist, 1945: 428-430).

Distinta, aunque mucho más conocida, fue la propuesta de David Ricardo intitulada *Plan para crear un banco nacional*. Ricardo propuso en este informe, publicado después de su muerte, la sustitución del Banco de Inglaterra por un banco nacional que recogería para el erario los beneficios de la emisión de billetes. Sin embargo, previendo el abuso que el Estado podría efectuar con las emisiones, sugirió la conformación de una entidad de cinco comisarios, “a quienes se investirá de manera exclusiva con la facultad de emitir todo el papel moneda del país” (Ricardo, 1960a: 211).

Probablemente el mejor aporte del plan sea la intención de unificar el numerario sustituyendo los billetes de banco por billetes del gobierno. Pero, de todos modos, Ricardo minimiza la efectividad de los bancos al considerar que efectúan funciones absolutamente independientes. En relación con el Banco de Inglaterra afirmó que “realiza dos funciones bancarias que son completamente diferentes y que no tienen entre sí ninguna relación necesaria: emite papel moneda para sustituir la moneda metálica, y presta dinero a comerciantes y otras personas” (Ricardo, 1960a: 205).

Siguiendo la argumentación de Adam Smith, según la cual la moneda no metálica economiza recursos que de otra manera serían distraídos de la actividad productiva, Ricardo reconoce que la utilidad de las instituciones bancarias apenas se cristaliza en la economía de recursos de oro y plata. En el *Fragmento del borrador de un plan para crear un banco nacional*, Ricardo (1960a) comienza diciendo:

El Banco de Inglaterra, lo mismo que cualquier otro banco de este país, solo es útil porque sustituye un medio circulante caro con un medio circulante barato una moneda metálica por una de papel. [...] pero el público es propenso a suponer que producen (los bancos) otras ventajas y que nuestro comercio se beneficia mucho con el descuento de letras de comerciantes, lo cual es un negocio aparte y que se haría lo mismo si se separasen por completo los dos negocios de emitir papel moneda y de descontar letras (p. 221).

El ensayo de Ricardo tendría una especial acogida en la segunda Ley de Peel, de 1844, en la cual se determinó la separación de las secciones de emisión y de crédito del Banco de Inglaterra. Sin embargo, en lo que se refiere al proceso posterior de organización de bancos centrales en diversos países del mundo, las ideas de Thornton tuvieron una acogida definitiva. Tanto Tooke y Bagehot en Inglaterra como Warburg y Kemmerer en los Estados Unidos aceptaron y desarrollaron, dentro de sus particulares circunstancias, los planteamientos escritos por Thornton a comienzos del siglo XIX.

#### **4.8 Apéndice II**

##### **El banco de reserva visto por los primeros autores de la teoría bancaria**

Según Thornton, para mantener la equivalencia entre los billetes y el oro,

[...] es importante que una considerable reserva de oro sea mantenida no solo contra las fluctuaciones ordinarias [...] en las demandas de moneda, sino también con vistas a las dificultades siguientes: primeramente servirá para contrarrestar los efectos de una balanza de comercio desfavorable [...]. En segundo lugar, es también deseable que la reserva de oro sea suficiente para responder a toda demanda extraordinaria en el país (Rist, 1945: 430-431).

De contera, Thornton recomienda emplear el tipo de descuento de los bancos de reserva para preservar sus encajes y mitigar simultáneamente los excesos de demanda de dinero metálico. Impugnando las restricciones legales impuestas al manejo de las tasas de descuento por el Banco de Inglaterra, Thornton afirmó:

El banco podrá sin ninguna duda y en cualquier época limitar suficientemente el papel que le es ofrecido modificando el precio al cual presta si la legislación no se interpusiera poniendo un obstáculo a la adopción de este principio de restricción (Rist, 1945: 433-434).

Esto lo escribió Thornton en su *Paper Credit* en 1802. Tuvo tal visión del desarrollo del mercado monetario y de la incidencia de las instituciones bancarias que John Hicks se refirió extensamente a él indicando que el trabajo de Thornton “constituye el mejor análisis del funcionamiento del sistema crediticio que saliera de la pluma de los más antiguos economistas” (Hicks, 1970: 194).

Su análisis fue recogido en la segunda mitad del siglo XIX por el editor de la revista *The Economist*, Walter Bagehot. Impregnado de la efectividad y del dominio

del Banco de Inglaterra sobre el mercado monetario mundial, Bagehot realizó la mayor apología posible de la tasa de descuento, anticipándose al *Informe Cunliffe* y en general a los modelos neoclásicos. En su *Lombard Street*, escribió:

Si el tipo de interés del dinero se eleva, la experiencia prueba que el dinero acude a Lombard Street y la teoría demuestra que así debe ser. El capital prestable, como cualquier otra mercancía, acude adonde mejor partido se saca de él. Los banqueros de Europa Occidental y de otros lugares envían instantáneamente hacia acá grandes sumas tan pronto como el tipo de interés muestra que puede hacerse ventajosamente. Cualquier entidad, sea uno o muchos bancos, y en cualquier país, que retenga la reserva bancaria nacional, debería, desde el momento en que registre un tipo de cambio desfavorable, elevar enseguida la tasa de interés para evitar que sus reservas disminuyan aún más y poder reha-cerlas mediante importaciones de metálico (Bagehot, 1968: 49).

El mejor resumen de las ideas anteriores lo hizo el propio Bagehot con una frase recordada por Robert Mundell: “El 8 % atraerá oro desde la luna” (Mundell, 1968: 128). Pero como lo asevera el mismo autor, el Banco de Inglaterra elevaba su tasa de descuento en la medida en la que se producían drenajes de oro,

provocando un endurecimiento en el mercado monetario londinense, que se traducía en una escasez general de liquidez para todos los que tuvieran intereses en el mercado de capitales de Londres [...]. Cuando escaseaba el dinero en Londres, solía ocurrir lo mismo en el resto del mundo (Mundell, 1968: 127).

Bagehot creía que una práctica monetaria de sustantiva validez en Inglaterra podría generalizarse a los bancos centrales de otros países. En verdad, el 8 % podría atraer oro desde la luna, pero no a cualquier lugar, sino al mayor emporio financiero del mundo. Sin embargo, sus enseñanzas se convirtieron en parte de la doctrina del siglo XIX acerca de los bancos centrales. En particular, robusteció la concepción según la cual tales bancos serían fundamentalmente bancos de reserva; esta noción fue la recogida y complementada por Paul Warburg en sus debates y proyectos acerca de la reorganización monetaria en los Estados Unidos. Precisamente, Warburg propuso la creación de bancos de reserva, considerando esta última como su característica definicional y su función primordial. La emisión de billetes sería entonces una característica secundaria e inesencial para la definición del banco: “En la organización de un sistema bancario es menos la emisión y las condiciones de la emisión de los billetes que la centralización de las reservas, lo que hay que considerar” (Warburg, 1930: 128).

#### 4.9 Apéndice III

##### **Aportes centrales de las escuelas bancarias del siglo XIX: la Escuela del Circulante y la Escuela Bancaria**

Según la Escuela del Circulante, la masa monetaria podría dividirse en *circulante* y *depósitos en los bancos en cuenta corriente*, cada uno con su propio índice de rotación. Irving Fisher apeló a esta discriminación del dinero para plantear una nueva versión de la teoría cuantitativa del dinero. Según ella, la suma de la masa de dinero circulante, por su velocidad, más los depósitos en cuenta corriente, por su propia velocidad, serían iguales a la multiplicación del nivel de precios por el volumen de transacciones. En términos simbólicos:

$$MV + M'V' = PT$$

En su *Marco teórico para el análisis monetario*, Friedman escribe acerca de la ecuación anterior: “Una razón para destacar esta distinción particular fue la persistente discusión sobre si el término *dinero* debería incluir únicamente el circulante o también los depósitos” (Friedman, 1979: 17).

De acuerdo con los enunciados de la Escuela del Circulante, los billetes de banco eran dinero en la misma forma que lo eran la moneda metálica o los billetes inconvertibles de curso forzoso. Recordando a Ricardo, los partidarios de aquella escuela no diferenciaron entre el billete de banco y el papel moneda. Únicamente se preocuparon por la limitación de su cantidad. A su turno, los seguidores de la Escuela Bancaria preconizaron la identidad del billete de banco como instrumento de crédito distinguiéndolo de la moneda metálica o del papel moneda, a los que consideraron como moneda.

Los depósitos en cuenta corriente realizables por cheques sustituyeron en el siglo XIX a los billetes de banco. Las circunstancias históricas definitivas se remontan a mediados del siglo XIX. Quienes participaron en la elaboración de la Ley de Peel de 1844 propusieron la separación de las funciones de emisión de las operaciones comerciales del Banco de Inglaterra:

A partir del 31 de agosto de 1844, contando ese mismo día, la emisión de billetes pagaderos a la vista, realizada por el gobernador y la compañía del Banco de Inglaterra, quedará separada y se mantendrá totalmente aparte de las restantes operaciones bancarias llevadas a cabo por los citados gobernador y compañía del Banco de Inglaterra (Franco, 1965: 609).

El departamento de emisión cumpliría la función de emitir de acuerdo con el nivel de las reservas del Banco de Inglaterra. En esto se seguía el principio del circulante internacional, según el cual la emisión de dinero se adaptaría a

los movimientos internacionales de metálico. El departamento de emisión se acoplaría a un principio automático de ajuste, mientras que el departamento bancario cumpliría las verdaderas funciones de la entidad al abrir depósitos en cuenta corriente y realizar operaciones de préstamo y descuento. La consideración de los billetes bancarios como moneda, sometidos por lo tanto al automatismo de los movimientos internacionales del oro, condujo a los propugnadores del *Currency Principle* a la redacción de la Ley de Peel, en la cual se consagró la noción del aval o respaldo total de los billetes en circulación:

A partir del día 31 de agosto de 1844, se transferirán, asignarán y separarán con destino al departamento de emisión del Banco de Inglaterra, por el gobernador y la compañía, valores por una suma total de catorce millones de libras, entre las cuales se incluirá, como parte de aquella la deuda pública en poder de los citados gobernador y compañía. Estos transferirán, asignarán y separarán para el departamento de emisión, la cantidad de oro acuñado, de oro y plata en barras que obre en poder del banco y que no sea utilizada por el departamento bancario. En consecuencia, el departamento bancario del Banco de Inglaterra transferirá al departamento de emisión la cantidad de billetes del Banco de Inglaterra que, unidos a la suma que esté en circulación, equivalga al monto de valores moneda y barras, transferidas al citado departamento de emisión del Banco de Inglaterra (Franco, 1965: 610).

El plan de Ricardo para crear un banco nacional que parecía haber muerto con él en 1823, se cristalizó en lo fundamental en la ley de 1844. Su enseñanza fundamental desde el punto de vista de la evolución de las ideas acerca de los bancos fue la garantía integral de los billetes en circulación. O lo que en términos modernos se llamaría un encaje de 100 %.

La prescripción del Principio del Circulante fue ampliamente discutida por quienes se esmeraron en continuar la tradición monetaria y bancaria del siglo XVIII. Aquella tradición, cuyo principal expositor fue Richard Cantillon, subrayaba la función específica del billete de banco, a saber, la intensificación de la velocidad de circulación de la moneda. De igual modo, al generalizarse el empleo del cheque contra depósitos en cuenta corriente, los militantes de la Escuela o Principio Bancario lo consideraron como un sustituto del billete de banco, como un instrumento de crédito, no como una moneda. Thomas Tooke, su principal adalid, expuso con precisión su pensamiento:

Entre el papel moneda y el billete de banco convertible no hay más que una falsa analogía. El uno es una moneda; el otro es un instrumento de crédito bancario. Es, por tanto, absurdo regularlos de la misma manera. También es absurdo incriminar al billete de banco antes que al cheque o a la letra de cambio, que son también instrumentos de crédito. Todos

estos instrumentos se equivalen; ninguno es una moneda en el sentido pleno de la palabra.

Y refiriéndose a la crisis, Tooke escribió:

Son los abusos del crédito, en su conjunto, a los que es preciso combatir y no tal o cual forma de crédito circulante, ya que es en estos abusos en todas sus formas donde está el origen de las crisis. Para remediarlo ningún procedimiento mecánico o automático sería suficiente. Es preciso usar el tipo de descuento y reforzar el encaje metálico del Banco de Inglaterra (Rist, 1945: 246).

Contra el automatismo ricardiano, Tooke, al igual que Thornton medio siglo antes, se puso del lado de la intervención del mercado monetario. En esta actitud sería plenamente respaldado por Mill. Sin embargo, la doctrina oficial y las divulgaciones en tratados y manuales fueron hasta Wicksell y Keynes, de corte ricardiano.

De la exposición anterior de Tooke se desprende otro contenido fundamental que la Escuela Bancaria opone a la Escuela del Circulante. Los seguidores de la segunda exigían el aval absoluto de la circulación, mientras que los partidarios de la primera únicamente insistían en un encaje que debería reforzarse en épocas de crisis. La noción de *encaje bancario* había sido expuesta con carácter normativo derivado de la experiencia por Cantillon: “Basta pues, por lo común, mantener en efectivo la décima parte de sus depósitos” (Cantillon, 1950: 186).

Tooke reasume la noción de encaje otorgándole una mayor elasticidad de acuerdo con las circunstancias. Pero, y esto es lo pertinente, retoma la noción de *encaje* en términos del control del crédito. Para Tooke y su escuela, los bancos podrían conceder créditos sin establecer coberturas metálicas por el monto del crédito; sería suficiente mantener una fracción de cobertura para amparar el crédito. Los billetes de banco y los depósitos en cuenta corriente con el fin de promover la circulación de la moneda exigirían una garantía que no equivaldría necesariamente al crédito realizado, sino a una parte de este. De aquí surge el concepto de multiplicador del crédito bancario, según el cual, sobre una base limitada de moneda, mediante el sistema del encaje y, por ende, del multiplicador, es factible construir una pirámide invertida de crédito.

El multiplicador del crédito bancario, una noción elemental moderna, nació del seno de la Escuela Bancaria, luchando contra la preeminencia doctrinaria de la Escuela del Circulante. Pero en la práctica bancaria, su admisión fue definitiva hasta convertirse, después de 1930, en uno de los principales instrumentos de control monetario en el siglo XX.