

**Capítulo V**  
**Primeros desarrollos**  
**de la reforma:**  
**unificación del**  
**numerario y**  
**fundamentos de**  
**la nueva política**  
**monetaria**

---



Una de las mayores preocupaciones en las controversias de finales de los años diez sobre el modelo de organización bancaria, y que fuera recogida luego por la Misión Kemmerer, señala como un imperativo la unificación del numerario nacional. Dicho proceso de unificación debería lograrse en términos de los billetes que emitiría el nuevo Banco Central; pero era aquí en donde surgía el primer escollo. Aparecía como imprescindible la formación de un “vacío” en la circulación con el propósito simultáneo de garantizar la aceptación de los nuevos billetes bancarios e impedir un ensanchamiento excesivo de la moneda en circulación. Si la propia Misión consideraba que la circulación monetaria existente en Colombia a mediados de 1923 era ya excesiva, no es de extrañar que la creación de aquel “vacío” se tomara como uno de los asuntos de mayor dificultad. Así que las primeras decisiones que debían adoptarse desde el momento de la fundación del Banco de la República estaban relacionadas con la depuración de las especies monetarias en circulación y con la unificación progresiva del numerario nacional por medio de los billetes del Banco de la República.

## **5.1 La unificación del numerario nacional**

El primer paso de la autoridad monetaria en cabeza de la Junta Directiva del Banco de la República era proceder a la unificación de la circulación monetaria en favor de los billetes que emitiría el Banco. Era el primer paso, ya que una presunta coexistencia de las especies monetarias preexistentes con los nuevos billetes bancarios debilitaría la posición del Banco de la República en su carácter de emisor único de la circulación fiduciaria. Además de la exigencia institucional, estaba de por medio el saneamiento del mercado monetario, que en los cinco años anteriores se había visto anegado por papeles financieros estatales y privados, los cuales terminaron cumpliendo la función de moneda. Aquellos papeles eran de naturaleza financiera, pero a la postre se integraron a la circulación monetaria.

### 5.1.1 Especies circulantes en 1923

Al seguir la noción trajinada por los economistas según la cual el dinero se define por sus funciones<sup>62</sup>, los papeles mencionados podrían clasificarse dentro del conjunto de las formas monetarias existentes en el momento de la fundación del Banco de la República. A grandes rasgos, aquellas expresiones materiales del dinero podrían discriminarse de la siguiente forma:

El dinero en especie:

- El oro.

El dinero en la modalidad de pasivos fiduciarios:

- Obligaciones de la Tesorería.
- Monedas de plata.
- Monedas de cobre y níquel.
- Billetes nacionales.
- Bonos del Tesoro.
- Cédulas de Tesorería.

Obligaciones de las instituciones privadas (bancos):

- Depósitos en los bancos privados.

Otras obligaciones de las instituciones privadas:

- Bonos bancarios.
- Cédulas bancarias.

Obligaciones emitidas por bancos extranjeros:

- Billetes extranjeros.

<sup>62</sup> “El dinero es uno de aquellos conceptos que, como una cucharita para el té o una sombrilla [...] se definen ante todo por la aplicación o el propósito para los cuales sirven” (Hawtrey, 1978: 1).

De acuerdo con el informe presentado por la Junta de Conversión a los ponentes del proyecto de la que fuera ley orgánica del Banco de la República, el dinero en especie únicamente arribaba al 7,6 % de la circulación monetaria total; las obligaciones de la Tesorería representaban el 80,2 % y las otras obligaciones bancarias el 12,2 % (Uribe, 1926: 23). Si se consideran únicamente las formas de dinero que deberían ser retiradas de la circulación (billetes nacionales, bonos del Tesoro, cédulas de Tesorería, cédulas y bonos bancarios), su participación coparía el 61,3 % de la circulación monetaria total. En otras palabras, el reto enfrentado inicialmente por la misión financiera y luego por la Junta Directiva del Banco de la República era crear un “vacío” monetario cuyas proporciones abarcaban casi dos terceras partes del dinero circulante. De allí el que no parezca extraño que la Misión haya calificado el asunto de la unificación monetaria como uno de los problemas “más difíciles”<sup>63</sup>.

### 5.1.2 La controversia sobre el “vacío” monetario

La necesidad de crear un “vacío” en la circulación, proclamada por Kemmerer como un imperativo “si el Banco de la República ha de emitir, tener en circulación y mantener a la par con el oro una cantidad considerable de sus propios billetes”, era recibida como un espaldarazo por quienes habían defendido la tesis según la cual el país no estaría sufriendo las consecuencias de una escasez crítica de circulante. Al mismo tiempo, significaba la denegación de los planteamientos que argumentaban el padecimiento de una insuficiencia generalizada de dinero para el trámite de las transacciones. Precisamente, quienes realizaban este último diagnóstico acerca de la situación monetaria fueron los patrocinadores de las emisiones de documentos financieros estatales y privados, que a la postre se convirtieron en nuevas versiones materiales de la moneda. El proceso de apertura de un “vacío” en la circulación significaba, de hecho, la desmonetización de aquellos activos financieros.

Los sostenedores de la idea de la insuficiencia de los medios internos de cambio acudían al expediente histórico de la depreciación oficial del papel moneda (leyes 59 de 1905 y 65 de 1916), que había recortado abruptamente el numerario en circulación, al peso de la prohibición constitucional que sellaba

<sup>63</sup> “El problema de crear un vacío en la circulación monetaria actual del país, para que el Banco de la República pueda introducir allí sus propios billetes, es uno de los más difíciles que se han presentado a la Misión en relación con el Banco de la República. Este debe ser un banco de emisión, y debe tener el monopolio de la emisión de billetes bancarios en Colombia. Su éxito dependerá en gran parte de su capacidad para mantener en circulación cantidades considerables de tales billetes” (Kemmerer, 1931: 87).

las puertas a nuevas emisiones de origen estatal, y a la falta de mecanismos que confirieran elasticidad al circulante, como las razones principales de la carencia de medios de cambio suficientes. En estas condiciones, por fuerza de las circunstancias enunciadas, y ante las crecientes exigencias del desarrollo de los negocios, el país se encontró con una masa monetaria que resultaba exigua para el curso de las transacciones. Como lo denunciara Esteban Jaramillo (1926):

Mas no dejó de producir graves perturbaciones en la economía nacional la estabilización monetaria llevada a cabo en forma tan heroica. A la inflación producida por las emisiones, sucedió la contracción ocasionada por haberse reducido a una cifra tan corta el numerario circulante y por la falta absoluta de elasticidad en este.

La economía del país quedó, por decirlo así, aprisionada dentro de un recinto demasiado estrecho, y de allí provinieron, al menos en gran parte, el alto interés del dinero, las crisis monetarias periódicas, el escaso desarrollo del crédito, la pobreza de la organización bancaria, la falta de alimento para las industrias y el comercio, y, por último, la entrada a la circulación de otros billetes oficiales y particulares, que, sin ser papel moneda de curso forzoso, carecían de un fondo de conversión seguro y no tenían, por tanto, los caracteres de una buena moneda, pero que el público los recibía por falta de otro numerario más sano. Eran verdaderos advenedizos en el mundo monetario, que solo la necesidad los hizo aceptables (s. p.).

En la otra orilla, los impugnadores de la tesis de la insuficiencia acudían a la antigua costumbre de los economistas de recordar la primacía de las *leyes naturales* de la economía, que en este caso aludían a la repartición universal del dinero por encima de las fronteras nacionales. De no interponerse obstáculos institucionales, aquella difusión internacional de los medios de cambio se cumpliría a semejanza de la distribución de un fluido en un sistema de vasos comunicantes. A la luz de esta explicación, quedaría sin sentido la argumentación desarrollada por los proponentes de la idea de la escasez del circulante. Como lo enseñara Antonio José Uribe (1926):

[...] la pretendida escasez de medio circulante no existe, pues que la moneda no reconoce fronteras: circula por todo el orbe, que para el efecto no constituye sino un inmenso mercado, entra a un país y sale de él y recorre todos los del mundo, en circulación más o menos activa, y va a donde quiera que se la necesita, con tal de que los legisladores, por medios artificiales, en pugna con las leyes económicas, que son también leyes naturales, no le pongan trabas ni dificultades que la ahuyenten, o no le permitan su natural entrada (pp. 18-19).

La contraposición de pareceres en torno a la suficiencia del circulante había tenido sus proyecciones en el ámbito de la política financiera desde finales de la segunda década. La penuria fiscal obró como uno de los mayores acicates para la emisión de títulos valores que terminaron asumiendo la función de medios de cambio. En otras palabras, el déficit del Gobierno quiso financiarse con recursos de deuda pública interna, pero sus efectos fueron similares a los de una expansión monetaria primaria.

Para los defensores del punto de vista de la escasez monetaria, el impacto monetario de la financiación del déficit fiscal no era un efecto buscado por el Gobierno, ya que la naturaleza jurídica de los valores puestos en circulación no era monetaria sino financiera. Sin embargo, consideraban que aquella experiencia observada en el mercado constituía una refrendación de su convicción acerca de la carencia de medios de intercambio. Los interlocutores, desde luego, no compartían esta interpretación; argüían que la escasez de circulante no pasaba de ser un “sofisma empírico” utilizado para extender veladamente el dominio del papel moneda.

### **5.1.3 El parecer de la Misión. Interrelaciones monetarias y cambiarias**

El diagnóstico de la Misión, según el cual en 1923 existía un exceso de dinero circulante, se derivaba de la observación de las estadísticas recientes de la tasa de cambio; su cotización por encima de la par con el oro constituía una revelación —según la teoría monetaria ortodoxa— de la existencia de una cantidad excesiva de dinero. Se requería entonces la acción *complementaria* de la política monetaria y de la política cambiaria. Las decisiones de la autoridad monetaria se orientarían al cumplimiento de un doble objetivo: en primer lugar, a crear el vacío monetario imprescindible para la depuración de la circulación existente; en segundo lugar, a la unificación del numerario nacional mediante la acción emisora de billetes de banco del Banco de la República, representativos de moneda; los instrumentos para satisfacer los objetivos de depuración y unificación monetarias quedaron definidos en la propia ley orgánica del Banco Emisor. La decantación del numerario se haría mediante la recolección de las formas monetarias de papel que constituían pasivos fiduciarios de la Tesorería o de la banca privada (conocidas como “Otras obligaciones de la banca privada”). Se trataba de un prerrequisito para que el Banco ejerciera su función primordial de emisor único de billetes de banco. De no hacerlo así, se malograría la circulación fiduciaria de los billetes del Banco de la República y se abrirían las compuertas para la exportación de las reservas metálicas. Tal era la percepción de la Misión cuando afirmaba:

Si el Banco pusiera en circulación sus billetes antes de que se retirasen cantidades considerables de aquellas otras monedas de papel, los billetes del banco volverían pronto a sus cajas para ser cambiados por oro y este metal sería exportado. Mientras más billetes pusiera en circulación, más oro perdería y esta salida de oro minaría pronto la confianza en el banco y haría volver al país al sistema del papel moneda (Kemmerer, 1931: 88).

Ahora bien, la Misión consideraba que el peso de la política de depuración monetaria no debería recaer directamente sobre la autoridad monetaria. Se trataba de unos pasivos del Gobierno y de la banca privada que a ellos en forma inmediata les correspondía redimir. La acción del Banco de la República sería principalmente de apoyo de los esfuerzos de los sectores público y privado encaminados a la purificación del medio circulante. La tajante advertencia de la Misión acerca de no comprometer al Banco directamente en la recolección de los papeles públicos y privados, que serían como moneda, quedó consignada en los siguientes términos:

Por otra parte, sería en extremo desacertado para el Banco cargar con este papel del Gobierno. Si toma dicho papel y emite sus billetes en cambio, todo su capital quedará vinculado a un activo prácticamente estéril [...]. La contribución del Gobierno con cinco millones de pesos para el capital del Banco sería un engaño, pues contribuiría con cinco millones en efectivo, con una mano, y volvería a tomar, con la otra, el equivalente de más de ocho millones de pesos, en empréstito que prácticamente no devenga interés. La capacidad del Banco para mantener en circulación sus propios billetes, quedaría casi anulada, al menos por largo tiempo, y con ello su utilidad como banco de redescuento y su capacidad para obtener ganancias disminuiría considerablemente. En otros términos: el Banco sería explotado principalmente como una institución destinada a prestarle dinero al Gobierno, que es cabalmente lo que el público ha considerado como el mayor peligro que el Banco pueda confrontar. En concepto de los financistas de dentro y fuera del país, el Banco con semejante programa quedaría condenado a morir en la cuna. Sería preferible no establecer el Banco de la República, a fundarlo en condiciones como las mencionadas, que afectarían su buen nombre desde el principio y fomentarían el descrédito financiero de la nación colombiana (Kemmerer, 1931: 88-89).

#### **5.1.4 Medidas para la unificación monetaria**

La oposición explícita y argumentada de la Misión a que se reclinara sobre los hombros del Banco el costo del saneamiento de la circulación fue

complementada en el proyecto de la que sería la Ley 25 de 1923 con un plan específico para el retiro de las formas de moneda en entredicho.

#### **5.1.4.1 Cédulas de Tesorería**

En lo tocante a las cédulas de Tesorería se propuso liberarlas de su “carácter de moneda circulante”. El mecanismo sugerido fue que el Gobierno le entregara al Banco una emisión nueva de cédulas de Tesorería, cuyo rendimiento sería del 10 % anual, pero que no tendría acceso a la circulación. A su vez, el Banco se comprometía a recibir a la par y a cambio de sus billetes u oro amonedado las cédulas de Tesorería del 2 % que se le presentaran. Para efectos de la amortización se dispuso que se continuarían empleando los recaudos allegados mediante el impuesto de timbre nacional y papel sellado. Los nuevos intereses que el Gobierno debería pagar sobre las cédulas de Tesorería serían superiores en un 8 %. Este sería el costo gubernamental de la desmonetización de las cédulas del 2 %; en compensación, el Gobierno recibiría su participación en las utilidades del Banco derivadas de la emisión de billetes. El plazo determinado en la Ley 25 para perfeccionar la amortización de las cédulas de Tesorería era de cinco años.

Posteriormente, en 1925, en la medida en la que se avanzó con rapidez en la amortización de las cédulas y las tasas de interés en la economía se situaron en niveles más bajos, el Banco de la República y el Gobierno acordaron una reducción al 8 % de la tasa establecida inicialmente en el 10 % (*Memoria de Hacienda, 1925*).

#### **5.1.4.2 Bonos del Tesoro**

En relación con los bonos del Tesoro emitidos en 1922, la Misión conceptuó igualmente que de ningún modo podría responsabilizarse al Banco por su amortización. De nuevo, se trataba de un pasivo gubernamental y correspondía al Ejecutivo su liquidación. Emitidos en la cuantía de \$ 6 millones en virtud de la Ley 6.<sup>a</sup> de 1922, en mayo de 1923 circulaban \$ 5.102.993,00. La Misión sostuvo el punto de vista según el cual los bonos deberían ser retirados prontamente de la circulación “con el producto de un empréstito extranjero o con los fondos provenientes de la indemnización americana”. Por su parte, los ponentes del proyecto de ley ante el Senado advirtieron que en aras de los beneficios que representaría la fundación del Banco, “el país debe resignarse a hacer un sacrificio y apelar a la indemnización americana a fin de aplicar el segundo contado de ella a la amortización de los bonos del Tesoro” (Uribe,

1926: 35). Sin embargo, en la Ley 45 de 1923 se decidió que a partir del comienzo de las operaciones del Banco, el Gobierno le entregaría a esta institución los fondos en poder de la Junta de Vigilancia y de la Junta de Conversión para atender el cambio de los bonos circulantes. A partir de 1925, el Banco se hizo cargo de la amortización del remanente de bonos en circulación cargando al Gobierno una tasa de interés del 6 % anual.

#### **5.1.4.3 Bonos y cédulas bancarios**

En cuanto a las cédulas y bonos bancarios, la Misión señaló que se trataba de un tema de la competencia del Ejecutivo, el cual debería exigir de los bancos el pronto retiro de aquellos pasivos en circulación.

#### **5.1.4.4 Billetes representativos de oro**

Para la amortización de los billetes representativos de oro, la Ley 25 separó los dividendos correspondientes al Gobierno en su calidad de accionista del Banco, los ingresos derivados de los impuestos cobrados al Emisor por deficiencias en su encaje sobre billetes y depósitos, y el impuesto pagado por el Banco al Gobierno Nacional; “por razón del derecho de emisión y de otras concesiones a favor del Banco”. Estas previsiones legales orientadas a satisfacer el retiro de los billetes representativos de oro no deberían interrumpir, a juicio de la Misión, el proceso de formación de fondos de respaldo en metálico de aquellos billetes. El volumen de los billetes en circulación —\$ 10.360.708 el 31 de mayo de 1923, o sea, el 27,2 % de la circulación monetaria—, en contraste con la ausencia de sólidas garantías metálicas, preocupaba a la Misión:

Estos billetes que no tienen ahora prácticamente garantía en oro, son un elemento peligroso a la circulación del país. Su retiro formará un vacío en la circulación monetaria nacional, el que llenarán los billetes del Banco de la República (Kemmerer, 1931: 91).

#### **5.1.5 El proceso de unificación monetaria**

Desde el punto de vista estadístico, el proceso de decantación monetaria logró avances importantes en los dos años que siguieron a la fundación del Banco de la República. El saldo conjunto de las cédulas de Tesorería, bonos del Tesoro, cédulas y bonos bancarios se redujo en un 70 % en el período comprendido

entre junio de 1923 y el mismo mes de 1925. A partir de este último año, los guarismos correspondientes a los papeles mencionados fueron prácticamente insignificantes (Cuadro A3.2.1, véase pp. 405-407). Sin embargo, el registro estadístico de los billetes nacionales desciende lentamente entre 1924 y 1931, conservando siempre la misma cifra a partir del último año. Probablemente, el saldo de los billetes nacionales se marginó de los canales circulatorios por simple destrucción material o para satisfacer los requerimientos de los coleccionistas. De esta manera, por obra de la amortización prevista en la Ley 25 de 1923 y con la cooperación de la acción destructora del tiempo y la avidez de los coleccionistas, se formó el vacío circulatorio pregonado por la Misión Kemmerer. Así, los billetes del Banco de la República cumplieron con el objetivo de unificar el numerario nacional.

El proceso señalado no fue uniforme ni sin traumatismos. La unificación avanzó aceleradamente entre mediados de 1923 y finales de 1925, cuando ya los billetes del Banco de la República dominaban el 50 % del numerario. Tres años más tarde, los billetes del Banco acaparaban el 70 % de la circulación monetaria; pero con motivo de la precipitación de la crisis económica de finales de la década que redujo ostensiblemente las reservas internacionales, la economía experimentó una disminución brusca del volumen de dinero en circulación, sobre todo de los billetes del Banco de la República, convertibles directamente por oro. El desvanecimiento de la circulación monetaria, unificada en torno al billete del Banco de la República, alcanzó sus niveles más críticos a mediados de 1932, cuando volvió a representar la mitad de la circulación. Posteriormente, se requirió toda una década —desde 1932 hasta 1941— para que el predominio del billete del Banco de la República alcanzara una participación similar a la conquistada cuando se inició la crisis. Ya para 1950 la unificación era absoluta, si se considera que los saldos ofrecidos por los billetes nacionales estaban por fuera de la circulación por motivos diferentes a la amortización.

## **5.2 Objetivos e instrumentos de la nueva política monetaria**

### **5.2.1 Objetivos**

A partir de los linderos trazados por el patrón oro, el propósito fundamental de la política era conseguir la estabilidad de la moneda, procurando que las oscilaciones de la tasa de cambio no se separaran del par con el oro, más allá de los puntos de importación y exportación del oro. La estabilidad en la cotización de los cambios internacionales era entonces no solo el objetivo prioritario, sino, al mismo tiempo, el indicador más fiel del éxito o fracaso de la política monetaria.

El ejercicio de la política descansaba en varios presupuestos básicos: en primer lugar, se requería que el sistema de banco central y bancos de crédito estuviese operando de acuerdo con las directivas plasmadas en la Ley 25 de 1923. La inobservancia de preceptos fundamentales relacionados con la guarda de la relación requerida de reservas a depósitos, o el desgüeño en la aplicación rigurosa de las exigencias para el otorgamiento de créditos, podrían comprometer los resultados finales de la política. En segundo término, el éxito de la política monetaria estaría ponderado por la aplicación severa de las políticas fiscal, cambiaria y crediticia. Finalmente, no podría exigirse un resultado satisfactorio de la política monetaria en el caso en el cual se precipitaran situaciones que se pudieran calificar de anormales; el curso inalterado y gradual de los acontecimientos era, entonces, una exigencia contextual para la aplicación de la política monetaria.

### **5.2.2 Instrumentos**

La tasa de redescuento sería el instrumento por antonomasia para la satisfacción de los objetivos de la política monetaria. Dicho instrumento significaba un avance notable en el reconocimiento del papel activo de los bancos centrales en el mercado monetario, en el marco del patrón oro. La tasa de redescuento serviría como mecanismo de protección de las reservas metálicas que amparaban los billetes convertibles del Banco de la República, como medio de regulación de la cantidad de dinero, y como método de difusión o racionamiento de los recursos crediticios. Complementariamente, las operaciones de mercado abierto reforzarían los movimientos de la tasa de redescuento. Sin embargo, todavía predominaban los conceptos acerca de la pasividad de los bancos centrales, los cuales deberían sujetarse a las reglas de funcionamiento del patrón oro. Así, las decisiones de la autoridad monetaria con respecto a la tasa de redescuento se adaptarían al curso de los movimientos seguidos por las reservas metálicas.

### **5.2.3 La noción del dinero**

La definición acogida inicialmente por la autoridad monetaria consideraba como dinero todas las formas de moneda en circulación (monedas de oro, billetes del Banco de la República cambiables por oro, monedas de plata, monedas de níquel y otros signos representativos no cambiables por oro). En los tres primeros años de existencia del Banco, se utilizó esta definición de dinero con algunas variantes; se hablaba de numerario, de circulación monetaria,

de medio circulante, de numerario nacional y otras expresiones, las cuales si bien exhibían algunas diferencias, giraban alrededor de la definición inicial que consideraba el conjunto de las formas monetarias circulantes.

El pensamiento inicial de la autoridad monetaria no solo continuaba la idea imperante en el país que identificaba como dinero las especies metálicas y algunas obligaciones de los bancos, sino que en lo fundamental coincidía con las primeras enseñanzas de los autores neoclásicos, que en su exposición de la ecuación de cambios ( $MV = PT$ ) consideraban como dinero únicamente las especies metálicas y los billetes en circulación. Se seguía, además, la visión de Kemmerer, la cual incluía dentro de su definición de dinero en circulación “todas las clases de moneda existentes en el país”, o sea, monedas y billetes de los bancos federales de reservas (Kemmerer, 1918: 250).

Posteriormente, con motivo de la organización del Departamento de Estadística del Banco de la República, en 1928, se llegó a una nueva definición de dinero, que en el Anexo de esta obra se ha denominado metodología de Claus-Caro. Este nuevo enfoque del dinero consideraba, además de las especies metálicas y de los billetes en circulación, el encaje de los bancos comerciales. La nueva fórmula resultó de haber seguido la solución intermedia entre dos posiciones extremas: la primera consistía en mantener la vigencia de la definición inicial que no admitía los depósitos bancarios. La segunda aconsejaba —siguiendo los desarrollos de Fisher—, reunir en la definición de dinero no solo los billetes del Banco de la República y las especies metálicas en circulación, sino también los depósitos en cuenta corriente de los bancos comerciales.

La decisión por el camino intermedio estuvo influida por dos consideraciones básicas. La una se refería a la “limitada difusión de las instituciones bancarias”, y la otra, a la perseverancia de los antiguos conceptos sobre la moneda (*Informe anual del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, 1932: 19). La determinación de incluir el encaje de los bancos comerciales, en la definición del dinero, obedecía a la consideración según la cual, dentro del conjunto de los depósitos de los bancos comerciales, la parte en “movimiento activo” era la representada por la suma de los saldos en caja de los bancos y sus depósitos en el Banco de la República.

La nueva definición del dinero constituía la ruptura con la visión defendida tradicionalmente y que fuera formada en una época en la cual la actividad bancaria era sumamente limitada. Se dejaba atrás el compromiso con la Escuela Bancaria y se daban los primeros pasos en la aceptación de una definición de dinero que incluyera los depósitos bancarios. Sin embargo, el hecho de no considerarse todos los depósitos en cuenta corriente, sino únicamente la fracción correspondiente a la caja de los bancos y sus depósitos en el Banco de

la República, tendría implicaciones en el concepto de dinero y en las características de la política monetaria.

La definición acogida por la autoridad monetaria incluía también los depósitos de las entidades oficiales en el Banco de la República; sin embargo, si se exceptúan estos últimos depósitos, se concluye inmediatamente que la definición de dinero resultaba equivalente al concepto moderno de *base monetaria*. En otras palabras, al contabilizar como dinero únicamente la fracción de los depósitos bancarios correspondientes al encaje en el Banco Central, la atención se concentró exclusivamente en la emisión del Banco de la República. La propia definición de dinero excluía la posibilidad de una incidencia monetaria de los bancos comerciales. Desde el punto de vista conceptual, no se abría campo todavía la expansión secundaria de dinero.

Existía ya una base material que pudiera hacer pensar en la creación de dinero por parte de los bancos comerciales y la literatura económica más apreciada en aquella época reconocía la generalización de los depósitos en cuenta corriente como medios de pago<sup>64</sup>. Pero aquel proceso material se consideraba insuficiente y todavía pesaba la noción antigua que identificaba al dinero únicamente con las especies metálicas y los billetes del Banco Emisor.

La nueva definición del dinero deslindaba el terreno de acción de la política monetaria; los mecanismos de control se aplicarían sobre el dinero en circulación y la fracción de los depósitos equivalentes a las reservas bancarias. Dicho de otra manera, el control monetario se aplicaría directamente sobre la base monetaria (base monetaria = circulante + reservas bancarias).

La definición del dinero constituyó un tema de permanente controversia a partir de 1923 y solo hacia 1945 se logró una mayor identificación conceptual entre los proponentes de versiones alternativas. Simultáneamente se modificarían los objetivos, alcances e instrumentos de la política monetaria. En particular, se resaltaría la capacidad emisora de la banca comercial y, por ende, se admitiría al encaje bancario dentro de los instrumentos de la política monetaria. Lo que esta afirmación quiere destacar es que en las dos décadas que siguieron a la reforma, la política monetaria estuvo orientada principalmente al control de la base monetaria.

#### **5.2.4 Política monetaria y política crediticia**

A la política monetaria le cabía la responsabilidad de uniformar el numerario nacional, proveer una circulación suficiente para el trámite de los negocios,

<sup>64</sup> En particular, la definición ampliada de Fisher al considerar los depósitos bancarios como parte del dinero.

resguardar el respaldo metálico de los billetes convertibles y proteger el fondo de las reservas internacionales. La política crediticia, sin llegar a ser independiente de la política monetaria, tenía una esfera de acción precisa. Los entrelazamientos existentes entre la política crediticia y la política monetaria se derivaban de las características propias del funcionamiento del patrón oro. Por lo mismo, el instrumento principal de la política monetaria, la tasa de redescuento, no se emplearía solamente para regular el stock de las reservas metálicas, sino también para afectar la capacidad crediticia de los bancos; así, si el desarrollo de las operaciones bancarias de crédito inducían a un descenso de las reservas internacionales, la autoridad monetaria podría evitar un mayor drenaje de aquellas haciendo más oneroso el redescuento de los bancos comerciales en el Banco de la República. Sin embargo, *el control era indirecto y su alcance impreciso, en la medida en que la cartera de los bancos también admitiría préstamos no redescontables en el Banco de la República.*

El margen de autonomía de la política crediticia se relacionaba principalmente con la discriminación según sectores económicos de los descuentos concedidos por el Banco de la República y por el establecimiento de tasas diferenciales de descuento e interés. Además, la política crediticia estaba determinada por ciertas concepciones básicas acerca de la naturaleza del crédito bancario. En 1923 se había plasmado en el marco institucional de las actividades bancarias el principio de los activos líquidos *self-liquidating principle*, según el cual el crédito de los bancos estaría constreñido a operaciones de corto plazo, ya que solo ellas podrían garantizar la liquidez de las instituciones y la seguridad de los negocios bancarios. Se trataba de un legado más del sistema de reservas federales de los Estados Unidos, que lo habían recogido como un principio clásico de la banca moderna:

El crédito a corto plazo era el único cometido típico de la banca y del control monetario; esta era una idea hondamente arraigada en la historia de la teoría bancaria; parecía deducirse por ejemplo de la teoría de los préstamos comerciales en cuanto activos bancarios que tenía sus raíces en las controversias de las escuelas monetaria y bancaria en la primera mitad del siglo XIX, pero que había pervivido con vitalidad suficiente para dominar la filosofía y muchas de las disposiciones fundamentales de la Ley de la Reserva Federal (William, 1959: 226).

La fuerza de la política crediticia residía en argumentos cualitativos con preponderancia sobre los métodos de control cuantitativo: las leyes 25 y 45 de 1923 fueron muy estrictas en el señalamiento de las operaciones que podrían efectuar los bancos y en especial en la definición de las características y los requisitos de la actividad crediticia. Existía el convencimiento acerca de que el seguimiento riguroso de las normas legales, expedidas para el otorgamiento del crédito, constituiría un

mecanismo suficiente para impedir eventuales desbordamientos de las operaciones de crédito de los bancos comerciales. Pero, en definitiva, sería la acción complementaria del Banco de la República y de la Superintendencia Bancaria la que aseguraría la vigencia de los controles cualitativos. El Banco de la República cuidaría del cumplimiento de las disposiciones concebidas para el otorgamiento del redescuento, es decir, resguardaría la permanencia del *principio económico de la liquidez*, al tiempo que la Superintendencia vigilaría la obediencia de los *mandatos jurídicos* que regulaban las operaciones de crédito.

En el campo de los medios cuantitativos de racionamiento o ampliación del crédito, la autoridad monetaria tenía en su haber la tasa de redescuento, el dinero del Banco de la República, las tasas de interés del crédito ordinario y escalas diferenciales para el costo del crédito en favor de ciertos sectores productivos. Como instrumento de política, la tasa de redescuento se movería en dirección inversa al nivel de las reservas metálicas del Emisor. Si la autoridad monetaria consideraba que la relación entre las reservas metálicas y las emisiones en circulación era muy elevada, reduciría la tasa del redescuento con el propósito de propiciar un descenso en la tasa de interés y la reanimación subsiguiente del crédito. En este caso, la manipulación de la tasa de redescuento mejoraría la provisión de recursos crediticios y reduciría los costos de oportunidad de un encaje metálico excesivo. Al contrario, si a juicio de la autoridad monetaria un drenaje eventual de las reservas metálicas disminuía notoriamente la relación de encaje sobre la circulación fiduciaria, lo procedente sería elevar la tasa de redescuento y, en consecuencia, las tasas de interés del crédito bancario; de esta manera, los rectores de la política monetaria y crediticia inducirían un proceso de racionamiento de los recursos del crédito y fortalecerían el respaldo metálico del dinero en circulación.

En los dos casos extremos que se acaban de exponer se advierte la preponderancia del estado de los encajes de la circulación fiduciaria en la toma de decisiones, en torno a la provisión de crédito en la economía. Esta era la filosofía que debía gobernar las determinaciones de la autoridad monetaria en la administración de los recursos crediticios, cuyos trazos generales aparecieron en el *Informe Cunliffe* y que luego fueron reiterados por Kemmerer en la exposición de motivos de la Ley 25 de 1923.

Si la tasa de redescuento debía ser manipulada por las autoridades según el nivel de los encajes del Banco de la República, la tasa de interés de colocación de la banca comercial “alcanzaría el mismo ritmo” de la tasa de los créditos del Emisor. La Ley 25 de 1923 admitía la discrecionalidad de la Junta Directiva del Banco de la República para señalar las tasas de redescuento, obedeciendo al criterio fundamental de garantizar el encaje metálico de los billetes circulantes. Sin embargo, estipulaba rígidamente que ningún banco accionista podría redescantar documentos si cobrara a sus clientes, “sobre documentos de la

misma clase y del mismo plazo”, tipos superiores al 3 % por encima de la tasa aplicada por el Banco de la República —Ley 25 de 1923, artículo 12.º—. Así, la tasa de interés cobrada por los bancos comerciales estaba determinada inmediatamente por factores institucionales. Existía una determinación con fuerza de ley que ataba el tipo de interés a la tasa de redescuento, y también una definición legal que dejaba en manos de la autoridad monetaria la indicación del nivel del tipo de redescuento. Obraban en este esquema de fijación institucional de las tasas monetarias de interés dos compromisos básicos que a la postre eran uno solo: el primero se proponía garantizar la vigencia del patrón oro, y el segundo, preservar el dominio del banco central sobre la disponibilidad de las reservas del crédito bancario. Sin embargo, la autoridad monetaria estuvo convencida desde el momento de la fundación del Banco, que su intervención en las tasas de interés no podía ser unilateral, sino que debía servir de apoyo a unas circunstancias del mercado propicias para el descenso de las tasas de interés. Existía en la mente de los gestores de la política monetaria una versión “eclectica” de los factores que convenían a la formación de la tasa de interés:

La tarea de hacer bajar el interés del dinero no puede ser obra exclusiva del Banco de Emisión. Para ello se necesita ante todo que se ensanche e intensifique la producción; que se difunda y consolide el crédito particular y el público, y que el capital nacional y extranjero disemine en el país sus incalculables beneficios (*Informe anual del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1924: 16*).

### 5.2.5 Política monetaria y política cambiaria

El objetivo central de la política monetaria dentro del patrón oro era asegurar la estabilidad cambiaria, procurando que las oscilaciones del tipo de cambio no rebasaran los puntos extremos del oro. La cercanía del tipo de cambio con el nivel de la paridad con el oro atestiguaría el éxito de la política monetaria. Sin embargo, se requerían unas condiciones de normalidad tanto internas como externas. Estas condiciones de normalidad comprometían tanto el ejercicio de la política fiscal como el de la crediticia y la cambiaria. En el plano fiscal, la norma fundamental que se desprendía de las conclusiones de la Misión Kemmerer era el equilibrio presupuestal del Gobierno. En el campo crediticio, la exigencia primordial era la aplicación rigurosa de los controles cualitativos y el respeto a las relaciones requeridas de reservas sobre las formas alternativas de depósitos. En el campo estrictamente cambiario, se requería la intervención oportuna del Banco de la República en las transacciones de giros para domeñar las oscilaciones de la cotización de la moneda nacional, con respecto a la paridad intrínseca con el oro.

El compromiso fundamental de la política monetaria era, según el profesor Kemmerer, la defensa y mantenimiento del patrón monetario. A dicho objetivo se subordinaban las funciones del Emisor relacionadas con el manejo de la tasa de redescuento, con la administración del crédito primario y con la preservación de un elevado encaje de oro sobre los billetes circulantes. En consecuencia, el comportamiento de la tasa de cambio revelaría hasta qué punto se estaría garantizando la vigencia del sistema monetario.