Pensamiento y política monetaria en Colombia

1886-1945

MAURICIO AVELLA GÓMEZ

BANCO DE LA REPÚBLICA
COLOMBIA

Mauricio Avella Gómez

Administrador de Empresas de la Universidad Nacional de Colombia, Magíster en Economía de la Universidad de los Andes, Especialista en Economía Monetaria y Doctor en Economía de la Universidad de Glasgow (Escocia).

Director del Departamento Económico en la Asociación Bancaria de Colombia, investigador de Fedesarrollo y asesor económico de la Organización de Naciones Unidas en Proyectos de Estadística Presupuestal, así como profesor asociado de la Universidad Nacional de Colombia, investigador principal de la Unidad de Investigaciones del Banco de la República y actualmente director del programa de Economía de la Universidad Jorge Tadeo Lozano.

Ha publicado importantes investigaciones como *El dinero en Colombia (1923-1950): la base monetaria y los determinantes del multiplicador del dinero,* Bogotá, Fundación de Investigaciones y Estudios Económicos-Sociales, 1980-1983; coautor de *El presupuesto nacional y sus implicaciones monetarias,* Bogotá, Contraloría General de la República, 1984; *Hacienda pública, moneda y café: el papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas,* Bogotá, Común Presencia Editores, 2000; y segunda edición, Bogotá, Federación Nacional de Cafeteros, Banco de la República, 2002; *Pensamiento y política monetaria en Colombia 1886-1945,* Bogotá, Contraloría General de la República, Ediciones especiales, 1987; compilador de *Política monetaria y mercado de capitales en Colombia,* Bogotá, Centro de Investigaciones para el Desarrollo, 1987, entre otros. Colaborador de revistas como Economía colombiana, Banca y finanzas, Coyuntura económica, Borradores de economía, Revista del Banco de la República.

Pensamiento y política monetaria en Colombia
1886 - 1945

Mauricio Avella Gómez

Pensamiento y política monetaria en Colombia

1886 - 1945

Avella Gómez, Mauricio

Pensamiento y política monetaria en Colombia 1886-1945 / Mauricio Avella Gómez. -- 2a. ed. -- Bogotá : Banco de la República, 2009.

424 p. ; cm.

Incluye bibliografía e índice.

1. Política monetaria - Colombia 2. Política monetaria - Historia - Colombia - 1886-1945 I. Tít.

332.4986 cd 21 ed.

A1235066

CEP-Banco de la República-Biblioteca Luis Ángel Arango

Segunda edición
Banco de la República.
Diciembre de 2009.
ISBN: 978 - 958 - 664 - 225 - 5

Diseño y diagramación
Fredy Chaparro .

Portada
Volante de acuñación, 1778, fabricado en Sevilla, España
(Casa de Moneda, Bogotá, D. C).

Corrección de textos
Luis Fernando García Núñez.

Preprensa e Impresión
Contacto Gráfico Ltda.

A Elisa

A Claudia Bibiana
y Juan Sebastián

Contenido

Presentación

ESTA OBRA FUE ESCRITA EN 1980 Y PUBLICADA EN 1987 bajo los auspicios de la Contraloría General de la República. En esta ocasión se publica con el patrocinio del Banco de la República. Salomón Kalmanovitz, quien fuera miembro de su Junta Directiva, generosamente solicitó al gerente general de entonces, Miguel Urrutia, y a las autoridades encargadas de las publicaciones, la reedición del libro. A todos ellos mis sentimientos de gratitud.

En el último cuarto de siglo la historia monetaria de Colombia ha encontrado cultores entre las nuevas generaciones de investigadores. El libro intitulado *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura,* salido a la luz pública en 1989 es, entre muchos, un ejemplo del creciente interés por la investigación monetaria en el país.

La reedición de la obra aspira a convertirse en un nuevo estímulo para quienes opten por dedicar su vocación investigadora al estudio de las instituciones monetarias colombianas.

Mauricio Avella Gómez
Investigador / Banco de la República

Agradecimiento

Primera edición. Contraloría General de la República, 1987

El Contralor General de la República, Rodolfo González García, acogió la propuesta de su Comité de Publicaciones para autorizar la edición de este trabajo relacionado con el pensamiento, las instituciones y la política monetaria en Colombia, a lo largo del medio siglo transcurrido entre 1886 y 1945.

El texto fue redactado en 1980 bajo el alero amable de Fines —Fundación de Investigaciones y Estudios Económicos y Sociales—, con el respaldo financiero de la Fundación para la Promoción de la Investigación y la Tecnología del Banco de la República.

En la Universidad de los Andes, Fernando Montes y Mauricio Carrizosa, mis profesores de macroeconomía y teoría monetaria, me alentaron para iniciar y llevar a cabo la investigación. Precisamente el desarrollo inicial de algunos contenidos sirvió para cumplir los requisitos del grado en economía bajo la orientación de César González, profesor y decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional.

Varias personas e instituciones ofrecieron su concurso desinteresado para el avance del estudio. En Fedesarrollo, Carlos Caballero y José Antonio Ocampo me beneficiaron con sus comentarios y el apoyo material para la culminación de algunas secciones del trabajo.

El acopio documental y estadístico se realizó con la valiosa atención de la Sala Colombia en la Biblioteca de la Universidad Nacional. Igualmente, con la colaboración de Víctor León y Herlinda de Barreto, jefe de la Oficina Económica y directora de la Biblioteca, respectivamente, en la Superintendencia Bancaria. La asistencia en la recolección y manejo de la información contó con el trabajo excepcional de Gloria Rodríguez, egresada del Departamento de Administración de la Universidad Nacional.

Un reconocimiento especial para Luis Bernardo Flórez, quien apoyó la iniciación del trabajo en Fines y sugirió su publicación en la Contraloría.

Finalmente, un renglón más para agradecer a Hernán Suárez y Álvaro Carvajal la labor de edición, y a Carlos Alberto Cruz y todo el equipo de la Imprenta de la revista *Economía Colombiana* en la Contraloría General de la República.

Mauricio Avella Gómez
Profesor / Universidad Nacional de Colombia

Primera Parte

Del papel moneda a la moneda de papel

I. Discusiones en torno a la naturaleza y el régimen del papel moneda

Introducción

Los veinte años transcurridos entre 1903 y 1923 testimonian una controversia permanente acerca del sistema monetario anclado en el papel moneda. Si bien la discusión se había iniciado con ardentía desde 1880, el cuestionamiento del papel moneda se ubica entre los temas prioritarios de debate a partir de la culminación del conflicto bélico de los Mil Días, y del reconocimiento unánime del descalabro monetario propiciado por aquella conflagración.

Sin embargo, después de la guerra, los tópicos salientes de la discusión fueron diferentes a los que habían predominado en los tres últimos lustros del siglo XIX. Ya no se extendía a la contrastación de pareceres en torno a la naturaleza, a los fines, o a la connotación ideológica del papel moneda. Los nuevos interrogantes se orientaban a explorar las alternativas institucionales para reorganizar el sistema monetario de la nación.

La mayoría de las voces participantes señalaban que la ruta por seguir era la del desprendimiento definitivo del papel moneda y la acogida de un patrón monetario metálico. Otras sostuvieron su confianza en el papel moneda, insistiendo en que los atributos materiales no definían la moneda, pero que las autoridades debían regular la provisión monetaria de modo que no resultara excesiva en comparación con los requerimientos de la producción.

A. El papel moneda: moneda o deuda pública

Uno de los logros cenitales del movimiento regenerador fue la reivindicación del derecho de la emisión monetaria para el Estado. A la luz de los testimonios de los exponentes por antonomasia de aquella empresa política, no se trataba de una prerrogativa apropiada arbitrariamente por el Estado, sino el ejercicio de un derecho

legítimo, nacido de la voluntad de los pueblos, fuente, por lo tanto, de obligaciones del Estado para con la comunidad[1]. Si al Estado le correspondía emitir, también le cabía la responsabilidad de velar por el aprovisionamiento suficiente y oportuno de la moneda a los sectores de la actividad[2], así como garantizar la estabilidad de su poder adquisitivo[3], pues en ella se saldaban los contratos[4].

En el papel moneda se cifran las polémicas abiertas desde 1886 y que se extienden a lo largo de las dos primeras décadas del siglo actual, acerca de la organización monetaria. En general, tanto las manifestaciones en defensa del papel moneda como sus impugnaciones conservan el aliento de las motivaciones ideológicas aun en aquellos tópicos que por pertenecer a la técnica jurídica o a la económica parecerían inmunes a las contradicciones de adherentes y adversarios del papel moneda. Dentro de este contexto, uno de los temas que aparece reiteradamente en las controversias sobre el papel moneda, y que no está exento de connotaciones ideológicas, es el que se refiere a la consideración del papel moneda como integrante de la deuda pública.

1. El billete del Banco Nacional. Aspectos legislativos

La cuestión acerca de la naturaleza del papel moneda surge a partir del itinerario recorrido por el billete del Banco Nacional en la legislación monetaria a partir de la fundación de dicha entidad en 1880. En el curso de los años posteriores, hasta 1896, las mutaciones ocurridas en el carácter del billete del Banco Nacional dispusieron el escenario para la polémica sobre la identidad económica del billete.

La identidad originaria del billete del Banco Nacional quedó definida en la Ley 39 de 1880 (julio 16) según la cual el Banco tenía la facultad exclusiva de emitir billetes pagaderos al portador en moneda corriente —moneda de plata de 0.835—. Sin embargo, el gobierno también podía autorizar la emisión de otros bancos particulares bajo la condición de que aceptaran en sus operaciones como dinero sonante los billetes del Banco Nacional. De acuerdo con esta definición original de la Ley, el billete del Banco Nacional se constituía en un auténtico *billete de banco*, convertible a su presentación por moneda metálica.

[1] Caro, Miguel Antonio. *Escritos sobre cuestiones económicas* (Bogotá, Imprenta del Banco de la República, 1956, pág. 65).

[2] Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 61.

[3] "... para que el billete (del Banco Nacional) llene bien su objeto y no le abandone la confianza pública, es menester que su emisión se mantenga dentro de los límites exigidos por la prudencia y por las necesidades del comercio, pecando en esta materia por defecto, más bien que por exceso". Mensaje del Presidente de la República al Congreso, 1890. Citado por Samper, Miguel. *Escritos políticos-económicos*, Tomo II (Bogotá, Imprenta del Banco de la República, 1977, pág. 151).

[4] El papel moneda era la moneda legal de la República, según el Decreto 104 de 1886. Vergara y Vergara, A. *Estudio sobre la moneda legal en Colombia* (Bogotá, Imprenta de Carteles, 1915, pág. 21).

El giro en la identificación del billete se inicia con la suspensión de pagos decidida por el gobierno mediante el Decreto 260 de 1885 (24 de marzo). La disposición aludida marca el principio del *curso forzoso* del billete del Banco Nacional, el cual circularía en concurrencia con la moneda legal sonante. De este modo, el antiguo *billete de banco* se convierte en *billete de curso forzoso*, en virtud de una definición del ejecutivo, adoptada en medio de los azares provocados por la conflagración civil de 1885. Como se verá más adelante, el curso forzoso es un arbitrio extremo al que se resignan los gobiernos en situaciones de excepción y mediante el cual relevan temporalmente a un banco del compromiso de cambiar por la moneda legal los billetes que se le entreguen.

Un nuevo cambio en la naturaleza del billete del Banco Nacional se operaría un año más tarde cuando mediante el Decreto 104 de 1886 (19 de febrero) se le otorgó el carácter de "unidad monetaria y moneda de cuenta de Colombia para todos los efectos legales". Se introducía, entonces, el régimen monetario del *papel moneda*; el billete del Banco Nacional que había empezado su carrera como *billete de banco*, convertible, se había transformado primero, en *billete de curso forzoso*, inconvertible, para ser reconocido, finalmente, como *moneda legal corriente*.

Para resumir, el billete del Banco Nacional actuó, en la primera escena, como un billete de banco, clásico, convertible por moneda metálica. Por intervención del gobierno, en la segunda escena, quedó eximido del requisito de la convertibilidad, obligado a conjurar los requerimientos financieros extremos del ejecutivo. Finalmente, la actuación del billete del Banco Nacional llegó a su posibilidad máxima al convertirse en la moneda de la nación.

2. Controversia acerca de la naturaleza del billete del Banco Nacional

El proceso citado fue recibido, en su época, con una doble interpretación: en un lado se encontraban aquellos que percibían en las mutaciones del billete del Banco Nacional, el tránsito creado por las circunstancias hacia una moneda de carácter auténticamente nacional, desligada sí de las virtudes materiales clásicas de los patrones metálicos, pero afincada en el crédito y en la autoridad del Estado. No se trataba, desde luego, de una serie de cambios artificiales o de transformaciones imprevistas, fruto exclusivo de circunstancias tan extremas como las contiendas civiles; existía en el fondo, una intencionalidad práctica alimentada por el movimiento regenerador: el establecimiento de una moneda nacional dirigida y controlada por el Estado[5]. En el otro lado se alineaban quienes consideraban que el Estado al establecer el papel moneda

[5] Liévano Aguirre, Indalecio. *Rafael Núñez* (Bogotá, Instituto Colombiano de Cultura, 1977, pág. 496).

había adquirido una deuda con la comunidad, y que la cuestión monetaria residía en recuperar la circulación de la verdadera moneda, aquella que por sus características materiales gozaba de valor intrínseco.

Los del primer grupo, aquéllos que reconocían y defendían la naturaleza monetaria del papel moneda, coincidían con sus oponentes en que las hostilidades de 1885, aunadas al descalabro del balance comercial, habían urdido las circunstancias que dieron el paso al establecimiento del papel moneda. Sin embargo, para aquéllos, se trataba del seguimiento de una "ley natural" que había conducido al país por los senderos transitados por sociedades como la inglesa o la francesa, en los cuales, "el billete de un banco privilegiado, en circunstancias críticas, quedó convertido en papel moneda del Estado"[6]. En el fondo de esta apreciación existía, ante todo, un reconocimiento de la autoridad del Estado para intervenir y regular la organización monetaria de la nación. Para los impugnadores del papel moneda, la vigencia de este sistema significaba una imposición gubernamental originada en circunstancias extremas que habrían comprometido la estabilidad del régimen político imperante. En otras palabras, el papel moneda significaba, políticamente, un método de sostenimiento y conservación del estado de cosas auspiciado por los detentadores del poder político[7]. Así, en principio, la instauración del papel moneda estaría viciada por un desconocimiento de las libertades individuales y sería el resultado de la aplicación de mecanismos de intervención coactiva por parte del Estado. Dentro de este marco de apreciaciones políticas, los adversarios del papel moneda plantearon su punto de vista, según el cual el papel moneda no era moneda sino una forma de deuda del Estado para con la sociedad, un empréstito forzoso allegado en virtud de los mecanismos compulsivos del Estado[8].

3. Avances en la legislación y en el debate sobre la naturaleza del billete del Banco Nacional

Los momentos estelares de la discusión acerca de la naturaleza del papel moneda tuvieron plena vigencia entre los inicios de la última década del siglo XIX y los albores de la conflagración civil de 1895.

Con posterioridad a la definición legal del papel moneda como "unidad monetaria y moneda de cuenta de Colombia" (Decreto 104 de 1886), varios desarrollos legislativos consolidaron la función monetaria del billete del Banco Nacional. Así, en el mismo

[6] Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 96.

[7] "La moneda a nadie intranquiliza, mientras que el papel moneda introduce en los negocios un elemento aleatorio que los trastorna. Ese papel es un empréstito forzoso que imponen los gobiernos cuando les faltan los recursos legítimos y ordinarios en circunstancias de peligro".

[8] Samper, Miguel, Ibid., pág. 109.

año de 1886, la Ley 87 (diciembre 20), estableció el carácter de "moneda legal de la República" del billete del Banco Nacional, prescribiendo que su recibo sería forzoso "en el pago de todas las rentas y contribuciones públicas, así como en las transacciones particulares" y señalando imperativamente la prohibición de "estipular cualquiera otra especie de moneda en los contratos al contado o a plazo". Posteriormente, la Ley 116 de 1887 (1º de julio), sostuvo la vigencia del compromiso gubernamental de "reemplazar ulteriormente por moneda de plata de 0.835 todos los billetes del Banco Nacional"[9]. Finalmente, la Ley 93 de 1892 (15 de diciembre) insistió en la equivalencia de los billetes del Banco Nacional con la moneda de plata de 0.835 para el efecto de su cambio en las oficinas del Banco cuando así lo dispusiera el gobierno. La evolución legislativa cumplida entre 1886 y 1892 abonó el terreno de las discusiones acerca de las características definitorias del papel moneda.

Quienes veían en el papel moneda una forma de deuda del Estado con la comunidad, resaltaban su origen considerándolo como un empréstito forzoso impuesto por los gobiernos. Además, consideraban que el curso seguido por la legislación, insistía reiteradamente en el reconocimiento gubernamental de la obligación contraída con la sociedad de reemplazar el billete por moneda metálica: era éste el mejor testimonio acerca de la naturaleza de documentos de deuda de los billetes del Banco Nacional. Durante la vigencia del papel moneda, el acto de endeudamiento se perfeccionaba en la adquisición de bienes y servicios por parte del gobierno a cambio de billetes —promesas de pago— del Banco Nacional. El reembolso tenía lugar al admitir el gobierno los billetes en el pago de las contribuciones al fisco[10].

En la otra orilla, los partidarios del papel moneda realzaban el carácter sustancialmente monetario del billete del Banco Nacional. Sus apreciaciones se fundaban no solamente en distinciones acerca del carácter diverso de las obligaciones del Estado, como en la misma argumentación de los acontecimientos históricos, sino que se afincaban en las implicaciones de que el papel moneda fuera considerado por el gobierno como deuda. En primer lugar, la experiencia histórica del billete del Banco Nacional testimoniaba su transformación de papel convertible por metálico en papel moneda:

> *"El billete del Banco Nacional fue el más poderoso auxiliar del Gobierno en 1885, y el Gobierno lo ha tomado bajo su protección elevándolo a moneda nacional, admisible en el pago de impuestos"*[11].

[9] Vergara y Vergara, A. *Estudio sobre la moneda legal en Colombia* (Bogotá, Imprenta de Carteles, 1915, pág. 21).

[10] Samper, Miguel, Ibid., pág. 110.

[11] Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 25.

En segundo lugar, se rechazaba estrictamente la clasificación del papel moneda como deuda pública. Si bien se aceptaba que la emisión de papel moneda constituía una obligación del gobierno con la comunidad, se le consideraba distinta de aquella según la cual un deudor típico se obliga a pagar una suma determinada a un acreedor. Las obligaciones adquiridas eran de otro orden, "obligaciones de hacer, que se contraen con la Nación entera"[12].

Finalmente, la identificación del papel moneda como deuda podría explicarse como un error originado en la interpretación de las normas legales que disponían que el billete se cambiaría en el futuro, por moneda de plata de 0.835[13]. Pero, de otra parte, la confusión entre papel moneda y deuda pública podría conducir a acciones irregulares ante la ley, que provocaran emisiones excesivas y, en consecuencia, el descrédito del papel moneda[14].

En conclusión, el debate en torno a la naturaleza del papel moneda no puede reducirse a la oposición de diferentes opiniones jurídicas o económicas. Trascendiendo el campo de la técnica, aquella controversia resulta vinculada estrechamente a los deslindes ideológicos y políticos que se trazaron a partir de la vigencia del movimiento regenerador. Muy cercana a esta confrontación de pareceres acerca de la naturaleza del papel moneda, se encuentra la cuestión de la relevancia y de las formas de convertibilidad del papel moneda.

B. El papel moneda: variaciones acerca de la convertibilidad y el curso forzoso

Con posterioridad a la instauración del régimen del papel moneda, la legislación se ocupó reiteradamente de advertir la obligación adquirida por el gobierno de convertir en especies metálicas el billete del Banco Nacional.

En el apartado anterior se bosquejaron las interpretaciones alternativas surgidas en la discusión acerca de si el papel moneda podía calificarse como moneda, o era, simplemente, una nueva forma de empréstito forzoso. Precisamente, uno de los argumentos de los contradictores del régimen monetario de papel consistía en que la legislación misma al reconocer la obligación gubernamental de la conversión, admitía el carácter de deuda pública del papel moneda. Pero la controversia no se agotaba en los términos reseñados. Abarcaba también la disputa clásica en torno a la importancia de los atributos físicos de la moneda.

[12] Ibid., págs. 75 y 77.

[13] Mensaje del Presidente de la República al Congreso de 1890. Samper, Miguel, Ibid., pág. 150.

[14] Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 74 y la interpretación de Camacho Carrizosa, José, *Estudios Económicos* (Bogotá, *La Crónica* 1903; pág. 185).

1. Opiniones relativas a la importancia de los atributos físicos de la moneda

Los impugnadores del papel moneda revelaron explícitamente su pensamiento acerca de una característica sustancial de la moneda: el valor intrínseco nacido de los atributos físicos de la moneda. Así, la moneda metálica constituiría el equivalente universal por excelencia en una sociedad regida por las leyes mercantiles, y sus signos representativos dependerían del grado de desarrollo de los intercambios[15].

En tales condiciones, la permanencia del régimen del papel moneda impuesto coactivamente por el gobierno para salvar la vigencia del régimen político, resultaba inexplicable una vez conquistada y sostenida durante varios años la tranquilidad pública. Para los adalides de la moneda metálica, la "verdadera moneda", se había llegado el momento de restablecer la unidad monetaria en metal, permitiendo la circulación de billetes de banco en su calidad de *signos representativos* de la moneda[16].

Esta visión acerca de las virtudes materiales de la moneda, no era compartida por quienes habían establecido el papel moneda y elevado el billete del Banco Nacional a la categoría de "unidad monetaria y moneda de cuenta de Colombia". Para éstos, la insistencia en el tema de la convertibilidad de los billetes por moneda metálica, manifestaba el apego a viejos preceptos mercantilistas que declaraban las cualidades materiales como uno de los aspectos sustanciales de la moneda.

Distanciándose de aquellos enunciados metalistas, pregonaron la preeminencia de los atributos inmateriales de la moneda derivados de "su actividad, su fecundidad y su fuerza"[17]. No era ya el valor de uso la atribución definitoria de la moneda, ni la existencia de fondos metálicos de respaldo la garantía de su estabilidad. La perfección de la moneda, una vez desvinculada de sus exigencias materiales, provendría del cumplimiento ajustado de sus funciones de unidad de cuenta y medio de cambio. Independientemente de su constitución física, la moneda circularía como tal, merced a su aceptación general y a la facultad liberatoria reconocida por la ley. Dentro de este nuevo marco conceptual, carecería de significación el valor usual, y su antigua importancia le correspondería ahora a la estabilidad del valor de la unidad monetaria, vale decir, a su capacidad adquisitiva en términos de los bienes producidos en la economía.

En el contexto de las ideas expuestas por los críticos del metalismo la convertibilidad era un asunto de segundo orden. Adherir a ella con la fe y decisión

[15] Samper, Ibid., pág. 149.
[16] Samper, Ibid., pág. 144.
[17] Caro, Ibid., pág. 29.

de sus propugnadores habría sido por lo menos un anacronismo[18]. Empero, ello no significaba que no se reconociera en el billete de banco una forma monetaria preferencial por su vinculación inmediata con las especies monetarias empleadas en el comercio mundial. La convertibilidad estaría sometida, entonces, a criterios prácticos de organización monetaria y de ninguna manera a la creencia de que el valor de la moneda dependería de su patrón material[19].

De otra parte, el papel moneda gozaba de una forma de convertibilidad reconocida por autores destacados, la cual confirmaba su carácter de moneda nacional. Se trataba de la recepción de los pagos de impuestos en las oficinas de recaudaciones del gobierno. Al seguir una clasificación propuesta por el economista británico William Jevons, Miguel Antonio Caro sugiere que el papel moneda instituido en Colombia constituía una forma de moneda de papel, vale decir, de papel convertible[20].

2. El curso forzoso y el régimen monetario del papel moneda

Muy cercana a la noción de convertibilidad se encuentra la de curso forzoso. En diversos textos se considera que el papel moneda es de curso forzoso en la medida en la que carece de convertibilidad por alguna especie monetaria de metal. En otras palabras, curso forzoso significaría ausencia de convertibilidad. Pero si el concepto de papel moneda incluye el de la no convertibilidad, parecería redundante calificarlo con la expresión de curso forzoso. De todas maneras, aunque comúnmente se acompañan las expresiones papel moneda y curso forzoso, existen apreciaciones que diferencian sustancialmente al uno del otro aunque admitiendo que en la práctica una situación de curso forzoso pueda convertirse en un régimen monetario de papel moneda.

En principio, el curso forzoso es un arbitrio gubernamental mediante el cual se decide la suspensión de pagos en metálico de los billetes de un cierto banco; en general, tales billetes han sido ofrecidos en préstamo por dicho banco al gobierno para

[18] "La escuela mercantilista, que dominó en otro tiempo la economía política, ha quedado vencida por la fuerza de los hechos; los metales preciosos no son ni pueden ser riqueza única, sino pequeña parte de la riqueza general. Pero todavía se siente el influjo de aquella doctrina idolátrica del metal precioso en las exigencias de la convertibilidad inmediata de todo crédito por metálico". Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 72.

[19] "Habiéndose hecho necesaria en el mundo la circulación fiduciaria en alguna forma, no se desconoce que el papel apoyado en base metálica, que por medio del cambio verifica su relación con el patrón monetario convencional más alto, es preferible al papel que carece de esta comprobación inmediata; y no porque el valor, que es una relación, tenga un patrón material, sino porque, si sólo se trata de aspiraciones, conviene en lo económico, como en todo, poder entrar en el concierto de los más fuertes y adaptarse a sus condiciones; no se desconoce que el crédito auxiliado por capital sobrante es más sólido que aquel que sólo se auxilia con capital destinado todo al trabajo reproductivo; que la moneda de papel es preferible al papel moneda. Mas estas afirmaciones de carácter abstracto se han de entender y aplicar de un modo racional". Caro, Miguel Antonio, Ibid., págs. 74 y 75.

[20] Caro, Miguel A., Ibid., pág. 49.

solventar casos imprevistos. De aquí el que se puedan señalar algunas diferencias marcadas entre el curso forzoso y el papel moneda.

En sustancia, el curso forzoso es un instrumento empleado por el gobierno en situaciones extremas, pero que pueden remediarse en la forma mencionada. Por su parte, el papel moneda es un sistema de organización monetaria tan normal como otro basado en el oro o en la plata. Existen, además, otras diferencias aparentemente sin importancia, pero que resultan pertinentes para comprender la evolución de los billetes del Banco Nacional en Colombia[21]. En primer lugar, la vigencia del papel moneda supone que la moneda legalmente reconocida por el Estado es la de papel; en cambio, cuando el curso forzoso se encuentra en vigor, los billetes del banco que ha suspendido los pagos circulan "en concurrencia con la moneda legal a la cual se equipara". Además, el curso forzoso supone que el banco afectado deberá reiniciar sus pagos, una vez le sean cancelados los créditos otorgados al gobierno; el régimen de papel moneda genera obligaciones con la comunidad tan exigentes como la de conservar el poder adquisitivo de la unidad monetaria[22].

Las distinciones anteriores entre el curso forzoso y el papel moneda ganan mayor relevancia al discutir la evolución de los billetes del Banco Nacional en Colombia[23]. Como se mencionó antes (Sección A.1.), la suspensión de los pagos de los billetes del Banco Nacional se inició a partir del Decreto 260 de 1885 (24 de marzo). Fue ésta la apertura legal del curso forzoso en Colombia, dentro del cual, el billete circulaba en concurrencia con la moneda legal metálica. Por su parte, el Decreto 104 de 1886 (19 de febrero) dio principio legal al papel moneda al reconocerlo como la moneda legal de la nación. En definitiva el curso forzoso tuvo su aplicación práctica en 1885 y 1886 (entre el 24 de marzo del primer año y el 19 de febrero del segundo). Quedaron así configurados tres períodos definidos meridianamente por obra de la ley. El primero, a partir de la fundación del Banco Nacional, cuando sus billetes eran convertibles por moneda de plata a la ley 0.835 y desempeñaban, por lo tanto, la función de billetes de banco o moneda de papel. Expedido el Decreto 260 de 1885 el billete del Banco Nacional perdió su carácter de moneda de papel, convirtiéndose en moneda de curso forzoso, circulando simultáneamente con la moneda metálica legal que era el peso de oro de diez décimos, según la definición adoptada en el Código Fiscal de 1873. Esta transmutación legal del billete del Banco Nacional se extendió hasta la firma del Decreto 104 de 1886, mediante el cual se le confirió al billete del Banco Nacional el carácter de unidad monetaria nacional. De

[21] Estas observaciones se basan en Garavito, Fernando, "El problema monetario y la crisis en Colombia". Conferencia dictada en la Sociedad Colombiana de Jurisprudencia, *Diario Oficial*, No. 11.855 (año de 1903).

[22] Garavito, Ibid.

[23] Ibid.

esta manera, son el propio registro de la evolución de la organización monetaria y la constancia de las alteraciones en el marco jurídico regulador de la moneda, los testimonios fehacientes de la diferenciación histórica y conceptual del arbitrio del curso forzoso y del régimen monetario del papel moneda.

La circunstancia histórica de que a la implantación del curso forzoso del billete del Banco Nacional haya sucedido en un lapso muy breve la instalación del sistema monetario del papel moneda, bajo el auspicio del mismo régimen político, contribuyó a que se desvanecieran las características distintivas del curso forzoso y del papel moneda, y a que finalmente los dos conceptos se emplearan indistintamente; o dentro de una misma construcción gramatical. En consecuencia, la polémica desatada por las determinaciones monetarias de la regeneración enfrentaba con igual ardentía el curso forzoso y el papel moneda como frutos de una misma orientación política, pero minimizando sus diferencias. Desde el punto de vista de los actores de la regeneración, la simple discriminación conceptual resultaba opacada por la trascendencia del tránsito de la moneda de papel (billete del Banco Nacional convertible por moneda legal metálica) al papel moneda (billete del Banco Nacional inconvertible, reconocido jurídicamente como la moneda legal, unidad de valor y de cuenta de la nación); el curso forzoso había cumplido la misión de puente hacia la constitución de una verdadera moneda nacional.

C. El papel moneda y la libre estipulación

Probablemente una de las ejecutorias más discutidas de la Regeneración fue su decisión de vetar la libre estipulación de monedas en los contratos al contado o a plazo (Ley 87 de 1886, artículo 15). Se trataba de una disposición posterior y complementaria de la que había hecho del billete del Banco Nacional, la moneda de la nación (Decreto 104 de 1886, artículo I). Desde el punto de vista político, se procuraba un afianzamiento del proceso de consolidación de una de las iniciativas medulares del movimiento regenerador: la creación de una moneda nacional. A los ojos del régimen, el billete del Banco Nacional, constituido en "unidad monetaria y moneda de cuenta de Colombia", no se desempeñaría como tal si se abandonaba a la discrecionalidad de los contratantes la estipulación de monedas. Representaría no sólo una contradicción jurídica sino una incongruencia política el colocar en el mismo nivel, para escogencia de los tratantes, el billete del Banco Nacional, "moneda de cuenta de Colombia" y las demás especies monetarias en circulación[24].

[24] Sin embargo, Garavito sostuvo la tesis de que el gobierno había incurrido en un error técnico al creer que podría evitar la desvalorización de la moneda determinando que el valor legal debía corresponder al nominal y no al efectivo de la unidad monetaria. Garavito, Ibid., *Diario Oficial*, No. 11.859.

Alrededor de la "libre estipulación" se tejieron nuevas controversias que se extendieron hasta 1903, año en el cual la ley reconoció la posibilidad de estipular monedas diferentes a los billetes del Banco Nacional (Ley 33 de 1903). Para los promotores y defensores de la ley que cerraba el camino a la libre estipulación, la posibilidad de convenir en una moneda distinta a la legal no sólo contradecía el objetivo político fundamental sino que carecía de sentido práctico, ya que el medio circulante estaba constituido casi en su totalidad por moneda legal[25]. Ahora bien, en cuanto al alcance de las restricciones, la negativa de la ley descendía sobre la eventualidad de estipular en los negocios de contado o a plazo un patrón monetario diferente al consagrado por la ley, pero no se excedía a la libertad individual para estipular un patrón de valores que sirviera de referencia en las operaciones a plazo[26]. En definitiva, la proscripción legal de la libre estipulación era reconocida como un paso lógico en el tránsito hacia una moneda nacional. Premisa de este proceso era la uniformidad de las estipulaciones de moneda en las transacciones inmediatas o a plazo.

Admitida la libre estipulación, a pesar del notorio desvanecimiento de las monedas distintas a la legal, podría desembocarse en una situación anómala en la cual la moneda legal, sirviendo de medio monetario en las operaciones del gobierno, se enfrentara a la competencia excluyente de las especies metálicas estipuladas por el sector privado con la propia aquiescencia del gobierno[27]. Así, en los textos legales y en la práctica, la libre estipulación equivaldría a una "repudiación del papel moneda", la institución monetaria por excelencia de la Regeneración.

Al poner en entredicho la libre estipulación de monedas, los gobiernos de la Regeneración perfeccionaron un instrumento que convalidaba el billete del Banco Nacional como la moneda nacional. Para quienes no compartían las proyecciones de la Regeneración en la organización monetaria del país, aquella decisión significaba un desconocimiento arbitrario de las leyes "naturales" de la economía, un mecanismo autodefensivo concebido para la prolongación del régimen político. Pero, de nuevo, los adalides del movimiento regenerador reivindicaban para el Estado la defensa de los intereses colectivos por encima de las aspiraciones opuestas de individuos o grupos sociales[28]. Distanciándose de las nociones de igualdad natural y de equilibrio

[25] Garavito, Ibid.

[26] Garavito, Ibid. Estas apreciaciones no eran compartidas por Caro, quien en el mensaje al Congreso de 1892 señalaba: "Observaciones semejantes hacen absolutamente inadmisible el medio, idéntico en el fondo, más franco en la forma, ideado por algunos, de permitir que en los contratos se cotice el papel moneda respecto de las especies metálicas, privándolo así la ley del carácter de moneda que la ley misma le confiere". Caro, Miguel Antonio, Ibid., pág. 62.

[27] Caro, Ibid., pág. 62.

[28] Caro, Ibid., pág. 76.

reconocían la existencia de valores y motivaciones antagónicas[29]. En el caso de la libre estipulación señalaban sin ambages tales intereses económicos y políticos, vinculados al comercio de importaciones y orientados finalmente a dar al traste con la institución del papel moneda[30],[31].

Para los adversarios del papel moneda, el impedimento legal de libre estipulación se había convertido en el principio del fin de la actividad crediticia en la economía y en el mayor escollo para la importación de capitales[32]. Distinto era el punto de vista de los regeneradores, quienes sostenían que el crédito no dependía de las cualidades materiales de la moneda ni de la vigencia de la libre estipulación, sino de la consistencia institucional y la actualidad y madurez de los mecanismos de difusión del crédito[33].

Como se ha mencionado reiteradamente, el debate en torno a la libre estipulación, se integraba dentro de la controversia general acerca del régimen monetario del papel moneda, uno de cuyos cometidos centrales era el de la reivindicación para el Estado del derecho de la emisión. Así, la libre estipulación se aparecía como una entrega al sector privado de una prerrogativa que le correspondía al Estado[34].

La prohibición legal de la libre estipulación perseveró hasta la expedición de la Ley 33 de 1903 en la cual se estableció como unidad monetaria de la nación el peso de oro y se abrió la posibilidad de estipular, discrecionalmente, en las transacciones del sector público y del privado, en la unidad monetaria de oro o en papel moneda. La nueva ley eliminaba la restricción absoluta sobre la libre estipulación, sin abrir del todo las compuertas a la libre estipulación. Establecía un régimen de estipulación

[29] "Es cierto que los hombres luchan por un interés y lo defienden; pero bajo un régimen libre no es posible a unos pocos oprimir a los demás. Hoy unos buscarán el alza, pero habrá otros tantos que influyen por la baja, y de esa lucha surge el equilibrio natural del mercado". Camacho Carrizosa, José, Ibid., pág. 55.

[30] "Con referencia al menos al comercio de importación, a la libertad de estipular especies metálicas equivale el vender a precios que tienen por base las compras hechas en oro y que oscilan en la misma proporción que el cambio sobre el extranjero.

En hecho de verdad el término "Libre estipulación" es sofístico, porque la libertad que recomienda es contraria a la igualdad, es la libertad concebida a unos con detrimento del derecho de otros en mayor número; es la facultad que se otorga a los que se encuentran en privilegiadas condiciones comerciales para imponer, bajo la protección del Estado, obligaciones onerosas a sus deudores". Caro, Ibid., pág. 63.

[31] "Si se examina el fondo de los intereses que se agitan en favor de ciertas soluciones, aparece que los que hacen consistir lo más necesario de éstas en la "libre estipulación" de monedas anhelan por la ulterior amortización del papel moneda, para llegar a lo que con relativa impropiedad y frecuencia se denomina "circulación metálica". Caro, Ibid., pág. 64.

[32] Camacho Carrizosa, Ibid., pág. 100 y siguientes.

[33] Caro, *Escritos sobre cuestiones económicas*, pág. 63.

[34] "... las leyes civiles que regulan la celebración de contratos de compraventa se enlazan íntimamente con la prerrogativa que posee el Estado de fijar las condiciones de la moneda; y un acto legislativo que permitiera la libre estipulación, traspasaría a los particulares aquella prerrogativa en condiciones irregulares, facultándolos para incorporar en la categoría de moneda legal cualesquiera piezas metálicas, y de elevar a contratos de compraventa los que celebran excluyendo la moneda establecida por la ley o valuándola como mercancía. Legislador que así procediese desconocería los principios del derecho civil e incurriría, como muy bien se ha dicho, en una monstruosa "contradicción constitucional"". Caro, Ibid., pág. 64.

limitada que incluía el nuevo peso de oro, el papel moneda (antiguos billetes del Banco Nacional) y la moneda de plata en algunas provincias fronterizas[35]. Al comentar los lineamientos centrales de la reforma monetaria de 1903 se volverá sobre el asunto de la libre estipulación.

D. Aspectos nominales y reales del régimen monetario del papel moneda

En las páginas anteriores se ha hecho alusión a algunas de las cuestiones suscitadas con motivo de la instauración del régimen del papel moneda en 1886. Se han destacado las discusiones acerca de la naturaleza del papel moneda, como moneda o como deuda pública; se ha traído a colación el tema de la convertibilidad y el curso forzoso, y se ha realizado una mención rápida del debate acerca de la estipulación libre de monedas. En esta sección se pretende efectuar una descripción de las principales relaciones del papel moneda (considerado como la moneda) con otras variables económicas. La exposición se efectuará alrededor de las consideraciones presentadas en una conferencia acerca de "el problema monetario" en la Sociedad Colombiana de Jurisprudencia[36].

1. El estado de los conocimientos en economía

Una de las mayores limitaciones que pesaban en el ánimo de los contradictores económicos en la época del papel moneda, era su acceso restringido a los desarrollos técnicos de la economía. Excepcionalmente, y sólo en beneficio de unos pocos, se conocían algunas de las obras de los autores principales de la economía. La ausencia de estudios profesionales de economía que había de prolongarse por medio siglo más, hasta mediados de los años cuarentas, acotaba las posibilidades de realización de análisis rigurosos acerca de las circunstancias económicas imperantes[37]. Las exposiciones universitarias de la economía, en especial en los claustros de derecho, se realizaban acudiendo a obras de divulgación, cuya consulta no deparaba en las exigencias del rigor ni de la profundidad. Así lo destacaba Fernando Garavito en la conferencia precitada:

[35] Camacho Carrizosa, Ibid., pág. 145.

[36] Garavito, Fernando. "El problema monetario y la crisis en Colombia", *Diario Oficial*, No.11.855, 1903.

[37] En esta época se fundó el Instituto de Ciencias Económicas de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Colombia, bajo la dirección de Antonio García (1912-1982). A partir de dicho instituto se crearía la Facultad de Ciencias Económicas de dicha universidad. También, en la misma época, se iniciaron los cursos de economía ofrecidos en el Gimnasio Moderno de Bogotá, orientados por Carlos Lleras Restrepo (1908-1994). Esta experiencia se transformaría posteriormente en el programa de economía de la Universidad de los Andes.

"No es censurable nuestro atraso, ya porque este difícil ramo de la ciencia se halla aún en vía de desarrollo, ya porque en nuestras facultades jamás se han hecho estudios superiores de él, ni siquiera se ha puesto a los alumnos en capacidad de abordarlo.

"La economía política, en efecto, junto con la hacienda pública, que hace parte de ella, constituye una carrera profesional que requiere, como base previa, conocimiento de las demás ciencias políticas y morales, de las ciencias biológicas y matemáticas"[38].

Se consideraba necesario iniciar el estudio de la problemática del papel moneda, acudiendo a los principios expuestos en los textos divulgadores de la economía política, pero sometiéndolos al tamiz de la *investigación empírica*. Era ésta última la condición fundamental, y el *principio positivo* para evitar caer en enunciados cuya aplicabilidad en otros medios y circunstancias no resultaran relevantes para explicar la experiencia vivida por el país durante el predominio del papel moneda[39]. El sistema monetario debía convertirse en una fuente de investigación a partir de la cual se comprendieran las funciones de la moneda y su repercusión en el conjunto de la economía:

"Aprovechemos, pues, este precioso laboratorio de enseñanza que nos ofrece Colombia con su sistema monetario; aprendamos en él la verdadera función de la moneda, su influencia en el organismo económico y las causas de nuestras crisis.

"¡Dejemos el empirismo y las frases vagas, razonemos sobre los hechos en lenguaje preciso!"[40]

2. La moneda y sus funciones

El primer interrogante planteado al iniciar la discusión de un sistema monetario es el que averigua por la definición y las funciones del dinero. Como ya se ha observado en los debates referidos en los apartes anteriores, la instauración y vigencia del régimen del papel moneda sirvió de escenario para la contraposición de ideas entre *metalistas y cartalistas*[41]. Los primeros perseveraban en la convicción antigua según la cual la moneda debe consistir necesariamente en una mercancía determinada, de modo que su poder adquisitivo descansaba en el valor de intercambio de aquella mercancía. Los segundos, alejándose de la exigencia de unas cualidades materiales

[38] Garavito, Ibid., pág. 282.
[39] *Anales del Senado*, 1903, pág. 292.
[40] Garavito, Ibid.
[41] Schumpeter J. A. *Historia del análisis económico* (México, FCE), 1971, pág. 274.

determinadas, requerían el cumplimiento cabal y generalizado de obrar como medio de cambio y unidad de cuenta. Tales funciones derivarían su fuerza del reconocimiento legal del dinero "cartal" por parte del Estado.

En el caso del papel moneda se destacan entonces dos tipos de consideraciones: la primera, alusiva al poder liberatorio reconocido por la ley al papel moneda y la segunda, referente a la observación de las funciones monetarias de unidad de cuenta y medio de cambio[42]. Descontando el reconocimiento institucional, el dinero queda definido por sus funciones[43]. Son esas funciones las que le permiten cumplir el papel de vehículo de la circulación, de intermediario entre la producción y el consumo[44]. De aquí el que *la misión fundamental del dinero sea la de suplir los requerimientos transaccionales de la economía*, si bien en algunos casos se le toma como un activo integrante de la riqueza social[45].

3. El marco teórico cuantitativo

El reconocimiento legal del papel moneda como unidad monetaria nacional creaba nuevos interrogantes en el plano de la política económica. Si los billetes del Banco Nacional debían emitirse ya no como billetes de banco, representativos de moneda, sino precisamente como la moneda nacional, eran imprescindibles ciertos criterios que orientaban la acción del gobierno en lo tocante a la cantidad de billetes en circulación. El pensamiento dominante era el de que existía una cantidad de dinero necesaria, en un momento determinado, dictada por las necesidades de comercio[46]. Pero como el comportamiento de las rentas públicas era visto como un reflejo de la situación de los negocios, se apeló al criterio pragmático de definir la cantidad de dinero "necesario" como equivalente al monto de las rentas anuales del gobierno[47]. De allí surgieron los enunciados que imponían ciertos topes a las emisiones del Banco Nacional. Hacia finales de la década de 1880, aquellos enunciados señalaban que el límite máximo de dinero de circulación sería de 12 millones de pesos en moneda. Lo rescatable en esta discusión es la noción de *demanda de dinero por el motivo de transacciones* que se convierte en el eje de las determinaciones gubernamentales en el campo monetario. Se trataba de

[42] Garavito, Ibid.

[43] "... El dinero se define por sus funciones: es dinero cualquier cosa que se usa como dinero..." Hicks, John, *Ensayos críticos sobre teoría monetaria* (Ariel, Barcelona), 1970, pág. 14.

[44] Calderón, Carlos "La cuestión monetaria en Colombia" (Madrid), *Revista de los Archivos*, 1905, pág. 99.

[45] "El objetivo de la industria humana es la producción de riqueza; y si bien la moneda es riqueza, no es la única, y en todo caso, *una parte muy pequeña* de la riqueza social". Calderón, Carlos. "La cuestión monetaria en Colombia", Ibid., pág. 5.

[46] Véase la nota 3.

[47] Liévano Aguirre, Indalecio, Ibid., pág. 255.

proyectar, en el plano de la política, las funciones ya reconocidas en la moneda como unidad de cuenta y medio de cambio. Definida una cantidad de dinero necesaria para el trámite de las transacciones, vale decir, *la demanda* de dinero, la función de la política era la de garantizar una *oferta* de circulante que acudiera a la financiación de aquellas operaciones. Dicha función debería ejecutarse con la mayor precaución y cautela, de modo que no se excedieran los requerimientos de financiación, con la consecuente desvalorización de la unidad monetaria y el deterioro de la confianza pública; más aún, los propios líderes de la Regeneración sostenían la posición extrema de preferir una situación de escasez monetaria y no una de relativa abundancia[48].

En este marco de la teoría y la política relacionadas con la moneda, surgía una nueva inquietud que suplía la preocupación tradicional acerca del contenido material de la moneda. Era ella la *estabilidad* del valor de la unidad monetaria definida como *una relación* establecida entre el valor de la producción y el valor de la moneda circulante. De este modo, no sólo se superaba la concepción metalista que vinculaba el valor de la moneda con el valor de cambio de una determinada mercancía, sino que de una parte se enfatizaba en la cantidad de la moneda —y no en la calidad, como antes sucedía—, y de la otra, se creaba una relación entre la producción de bienes y servicios, y la propia cantidad de dinero, de la cual, en definitiva, dependía la estabilidad en el valor de la misma moneda.

4. Variantes en torno al pensamiento cuantitativo. Lo real y lo monetario

Uno de los juicios más reiterados durante las dos primeras décadas de este siglo acerca del papel moneda lo acusaba de haber propiciado el desastre económico y las calamidades políticas que acompañaron la iniciación del siglo XX en Colombia. Para un sector de los analistas de la época, la vorágine de las emisiones de la Litografía Nacional y la indolencia del ejecutivo ante la presencia de emisiones fraudulentas de billetes nacionales no sólo pretendían e imposibilitaban la supervivencia del régimen político, sino que habían provocado reacciones en cadena, deteriorando los cimientos de la organización económica incipiente del país.

Signos de aquel proceso de desmedro económico lo constituían la actitud de los negocios, el estado general de desconfianza, la pesadez en la concreción de nuevas iniciativas de organización industrial, la ausencia de capitales, el florecimiento de operaciones especulativas, la vigencia de tasas de interés inaccesibles, la inexistencia de fuentes crediticias, el imperio de una tasa de cambio cuyas oscilaciones la habían

[48] Núñez, Rafael. *La reforma política*, Bogotá (La Luz, 1888, pág. 1.266).

llevado hasta niveles impredecibles, la depreciación inopinada de la unidad monetaria, y en fin, la ruina extendida a todos los rincones de la organización económica. Para dichos analistas, el agente fundamental de todas las dolencias del organismo económico, lo era el régimen del papel moneda.

Otros preferían distinguir entre el papel moneda administrado con la prudencia y rigurosidad aconsejada por sus propios impulsores, y el manejo anárquico y desbocado de las imprentas de la Litografía Nacional[49]. Esta segunda posición, si bien reconocía el descalabro económico inducido por los excesos en la emisión de papel moneda, ofrecía una interpretación distinta para las situaciones caracterizadas por un estado general de normalidad económica y política.

La interpretación sugerida para aquellas condiciones de normalidad recalcaba en dos temas centrales: el primero, la reiteración de la función definitoria de la moneda como medio de cambio y patrón universal de valores; el segundo, el reconocimiento de la *primacía de lo real sobre lo monetario*, del ascendiente de la producción sobre la moneda. Cuando los fenómenos económicos parecían establecer que las situaciones críticas eran de índole monetaria, en el fondo, los orígenes de aquellas situaciones estaban ligados a la producción[50]. Retomando los enunciados proclamados por los autores clásicos, se insistía en el principio según el cual "los productos se cambian por productos" y el papel de la moneda se cristalizaba en su actuación como "denominador común" e "instrumento" de los intercambios[51].

Siguiendo por el camino de en medio, otras versiones reclamaban la interactuación de lo real y lo monetario admitiendo que en ciertas circunstancias podría prevalecer la incidencia de uno de dichos campos. Pero, además, se destacaba el hecho de que los cambios provocados en la cantidad de moneda ejercieran un efecto disímil sobre los precios de los diferentes tipos de productos. En otras palabras, se descartaba la posibilidad de un impacto *homogéneo* de las variaciones monetarias sobre los mercados individuales de bienes y servicios[52].

5. Moneda, producción y riqueza

La relación entre la moneda, y la producción no fue calificada sólo por su impacto sobre los precios, como corresponde a los esquemas cuantitativos convencionales. Uno de los críticos más lúcidos del papel moneda, José Camacho Carrizosa, al señalar

[49] Caro, Ibid., pág. 104.
[50] Calderón, Carlos, Ibid., pág. 12.
[51] Calderón, Ibid., págs. 12 y 13.
[52] Garavito, Ibid., pág. 298.

el proceso de desvalorización del papel moneda reconocía que la recuperación de su poder adquisitivo exigía el incremento de la riqueza social. Según Camacho, las determinaciones de política orientadas a valorizar el papel moneda, mediante la reducción del monto circulante, serían solamente un aspecto de la política global de valorización que incluiría el impulso de la producción nacional[53].

Colocado en la orilla contraria a la de Camacho Carrizosa, Carlos Calderón realizó una de las exposiciones más diáfanas y coherentes acerca de la relación entre lo real y lo monetario. Para Calderón la profesión de fe en el "metalismo" o en el "cartalismo" no era un problema relevante. A fin de cuentas, *la moneda era según él, un vehículo, nada más que un instrumento*:

> *"El problema de la moneda no es, pues, en el fondo, sino problema de producción. La moneda es algo como la sombra de la riqueza, a la cual sigue y acompaña, sin que el hombre necesite emplear los artificios o los arbitrios de circunstancias para atraerla o aclimatarla.*
>
> *"Bajo el régimen del papel moneda como bajo el del bimetalismo, el problema es, repetimos, entre nosotros, problema de producción. Reducirlo a cuestiones puramente monetarias, es tomar el efecto por la causa, la apariencia por la realidad, lo particular por lo general..."*[54].

La relación entre la moneda y la producción, las variantes del pensamiento cuantitativo, la controversia acerca de la naturaleza del papel moneda, señalan apenas algunas facetas de los interrogantes planteados alrededor de aquel sistema monetario entre 1885 y 1903. Concluida la conflagración de los Mil Días, el proceso de reconstrucción general involucraba el propio sistema monetario, hecho trizas bajo el vértigo de las emisiones. La tozudez de los acontecimientos relacionados con la emisión abusiva del papel moneda, no sólo había malogrado definitivamente la aspiración de Núñez de crear una moneda nacional, sino que aun a los no adictos al metalismo los llevó a preferir un sistema monetario metálico, ya fuera el de oro, o uno de "transición" como el de la plata. Precisamente, en el siguiente capítulo se señalan algunos de los trazos centrales de aquella búsqueda de un nuevo patrón monetario distanciado de las manipulaciones en las que había naufragado el papel moneda.

[53] Camacho Carrizosa, José, Ibid., pág. 123.

[54] Calderón, Carlos, *La cuestión monetaria en Colombia*, (Madrid, Tipografía de los Archivos, 1905, págs. 12 y 13).

APÉNDICE

FUNDAMENTOS DEL EQUILIBRIO INTERNO Y EXTERNO DE LOS PRECIOS EN UN RÉGIMEN DE PAPEL MONEDA

Una de las consecuencias del énfasis en la función de la moneda como medio de cambio y de la dependencia del sector monetario en relación con el sector real, fue la de concentrar la atención en la cantidad de dinero requerida por la producción. Los ensayos dedicados al estudio de este tópico reiteran, en forma más o menos explícita, la convicción según la cual la moneda no desempeña un oficio diferente del de facilitar la vinculación entre los procesos económicos de producción y consumo[55].

En el trabajo de Garavito (1903) se utiliza el concepto de "ciclo de producción" para deducir las condiciones de equilibrio de los precios internos de una economía. El equilibrio económico interno de una economía aparece definido, en el trabajo citado, como la equivalencia entre la producción y el consumo. Establecida esta definición fundamental del equilibrio, se emplea el argumento del ciclo de producción como medio para determinar la cantidad de moneda necesaria para satisfacer los intercambios. Con estas bases lógicas, el esquema analítico sigue los siguientes pasos:

A. Determinación del período del ciclo total de rotación del capital

Llamando (T) la duración del ciclo total, equivalente a la duración de todos los ciclos individuales de producción, y (C) la producción total, igual al conjunto de todas las producciones individuales, *la producción por unidad de tiempo será*,

$$\frac{C}{T}=\sum\frac{c}{t}$$ [56]

De esta expresión se obtiene inmediatamente una nueva que determina *el período del ciclo total* de rotación del capital,

$$\frac{C}{\sum\frac{c}{t}}=T$$

[55] "...la producción de un país no depende de su moneda, la cual como dije, tiene una función distinta, la de vía circulatoria entre esos elementos de la producción y consumo". Garavito, Ibid., pág. 287.

[56] En términos de la identidad cuantitativa (MV = PT), V, sería igual a 1, o sea equivalente al ciclo de rotación del capital.

B. Definición de numerario y medio circulante. Distinción entre numerario absoluto y numerario efectivo

Por numerario se entiende la *cantidad de moneda necesaria* en el período del ciclo de rotación del capital. El *numerario absoluto* está constituido por el *total de moneda en circulación* en un momento determinado. Ahora bien, el *numerario efectivo* es el *valor efectivo* del *numerario absoluto* en términos de la producción. Si se adopta *el oro* como mercancía-patrón para evaluar el numerario absoluto, el numerario efectivo será el valor en oro del numerario absoluto.

Como la función de la moneda es la de servir de medio de cambio, si se toma como unidad de tiempo el período de rotación del capital, resulta que el valor del numerario absoluto —como expresión de la demanda— se identifica con el valor de la producción —como expresión de la oferta—. De aquí, el corolario según el cual "el numerario de un país tiene un valor igual a la riqueza producida durante el período de rotación del ciclo"[57].

La distinción entre numerario absoluto y numerario efectivo se deriva también directamente de la función de la moneda como medio de cambio. El concepto de numerario efectivo permite aislar todas aquellas variaciones artificiales de la cantidad de moneda cuyo único efecto es el de disminuir el valor de la unidad monetaria nacional[58]. De aquí, también el corolario según el cual "el valor del numerario absoluto de un país es independiente de la clase y del número de monedas que lo constituyen" y "dicho valor, o sea el numerario efectivo depende de la producción y está sujeto a sus mismas fluctuaciones"[59].

La expresión *medio circulante* destaca la función circulatoria del numerario en su cobertura del ciclo de producción del capital. Su contenido semántico no es tanto el de "cantidad" como el de medio circulatorio entre las funciones económicas de producción y consumo[60].

C. Esquema de las condiciones de equilibrio de los precios

El cuadro de las condiciones de equilibrio de los precios supone dos acuerdos previos: el primero se refiere a la unidad de tiempo considerada, la cual como se anunció anteriormente es equivalente al período de rotación del capital; el segundo recuerda

[57] Garavito, Ibid., pág. 291.
[58] Ibid.
[59] Ibid.
[60] Ibid.

uno de los supuestos ya planteados y que expresa el equilibrio económico, esto es, la equivalencia entre el numerario absoluto y el valor de la producción total ($N = C$).

A tono con los enunciados anteriores, podría afirmarse que siendo el numerario equivalente al valor de la producción, el precio de un producto determinado es al numerario total lo que el producto a la producción en su conjunto. En términos simbólicos, si (a) es el producto en cuestión y (pa) el precio correspondiente,

$$\frac{pa}{N} = \frac{a}{C}$$

Esta igualdad da curso a las siguientes interpretaciones:

Primera interpretación: si se escoge como unidad de producto, un producto cualquiera, el precio de dicha unidad es la relación existente entre el numerario y la producción, vale decir, el precio de un artículo se comporta en razón directa del numerario e inversa de la producción:

$$pa = \frac{N}{C}$$

Segunda interpretación: si se elige como unidad monetaria el precio de cierto artículo, el valor efectivo de la unidad monetaria queda definido por la relación existente entre la producción y el numerario. Así que el valor de la unidad monetaria se mueve en razón directa de la producción e inversa del numerario:

$$a = \frac{C}{N}$$

Tercera interpretación: escogiendo nuevamente un producto cualquiera como unidad de producto (a = 1), se colige que el valor de la producción, o sea, el numerario efectivo, está definido por el cociente del numerario absoluto y el precio de la unidad de valor:

$$C = \frac{N}{pa}$$

En conclusión, el equilibrio de los precios se mantendrá imperturbable, siempre y cuando se conserve una relación constante entre el numerario y la producción.

2. El tránsito institucional a la moneda de papel

Introducción

Las dos décadas transcurridas entre 1903 y 1923 pueden considerarse como una etapa de tránsito entre el sistema monetario del papel moneda y la reorganización financiera de 1923. El puente institucional levantado sobre el extremo del desquiciamiento definitivo del papel moneda en la última Guerra Civil, y la instauración del sistema de banca central y bancos de crédito con motivo de la reforma financiera "perfeccionada" por la Misión Kemmerer, puede reconocerse a través de dos vías complementarias: la primera recuerda los cambios frecuentes en la definición de la unidad monetaria, y la segunda, las distintas instituciones organizadas, sucesivamente, con el propósito de crear un sistema monetario de base metálica y estabilizar la cotización en oro de la moneda nacional.

Este capítulo recoge inicialmente los aspectos centrales de las modificaciones institucionales que antecedieron a la reforma de 1923, dedicando especial atención a las reformas de 1903 y 1909 que crearon la Junta Nacional de Amortización y la Junta de Conversión, respectivamente. En la segunda sección del capítulo se aludirá a la controversia planteada acerca de la organización del sistema bancario con base en la unidad o, alternativamente, en la pluralidad de la emisión. Al final, en la tercera y cuarta secciones, se hace una breve referencia a los debates que antecedieron a la reforma propuesta por la Misión Kemmerer, así como los antecedentes y perspectivas de la reforma financiera de 1923.

A. Lineamientos centrales de las reformas de 1903 y 1909

En los veinte años corridos a partir de la Ley 33 de 1903, que reorganizó el sistema monetario, y que culminan con la expedición de las leyes 25 y 45 de 1923, el país presenció cuatro modificaciones legales de su unidad monetaria (Cuadro 1

al final del capítulo). La primera se configuró en la citada Ley 33 de 1903 que estableció como unidad monetaria de la nación el *peso de oro*, pero que admitía que las negociaciones públicas o privadas pactadas en papel moneda se saldaran en dicha moneda. O sea que aunque definía como unidad monetaria el peso de oro, permitía que el papel moneda se empleara como medio de pago según la decisión de los contratantes.

La segunda alteración de la unidad monetaria quedaría plasmada en el artículo primero de la Ley 59 de 1905, el cual definió como unidad monetaria y moneda de cuenta de la República el peso de oro dividido en cien centavos. La tercera modificación institucional de sistema monetario fue adoptada mediante la Ley 35 de 1907 que estableció como unidad monetaria y moneda de cuenta de la República el peso fuerte de oro, dividido en cien centavos y equivalente a la quinta parte de una libra esterlina inglesa. La cuarta variación legal del sistema monetario fue consignada en la Ley 110 de 1912 al estipular que la unidad monetaria y la unidad de cuenta nacional sería el *peso de oro dividido en cien centavos* y con ciertas exigencias de ley y finura que lo distinguían de las unidades monetarias anteriores.

El contenido de oro de la unidad monetaria nacional fijado en la Ley 110 de 1912 conservaría su vigencia hasta la expedición de la Ley 167 de 1933, que en cumplimiento de la política de estabilización monetaria de la época determinó que la unidad monetaria y moneda de cuenta nacional sería el *peso de oro* con su contenido inferior al señalado en la Ley 110 de 1912.

La modificación continuada de la unidad monetaria —tres veces entre 1903 y 1907, y en cuatro ocasiones entre 1903 y 1922— si bien puede significar la reiteración de la búsqueda de un sistema monetario definitivo basado en el oro, también da cuenta de los escollos encontrados en el camino para garantizar el respaldo metálico de la circulación; tales obstáculos no siempre se originaron en la dificultad para formar unos fondos satisfactorios de garantía o de conversión, sino en las circunstancias políticas que rodearon cada una de las propuestas de sustitución del sistema monetario, como se verá más adelante.

1. La reforma monetaria de 1903

Concluidas las hostilidades de la Guerra de los Mil Días, el general Aristides Fernández, ministro de Hacienda, en carta circular a los gobernadores puntualizó los objetivos centrales de la administración en materias económicas: *el equilibrio presupuestal y la suspensión de las emisiones de papel moneda*. Las emisiones desaforadas de la época de la guerra no podían exigir menos que la suspensión de las emisiones

del papel moneda. La legislación se encargaría de reiterar el veto sobre las emisiones, hasta que en 1910 se incluyera en la Constitución Nacional la prohibición absoluta de nuevas emisiones.

La magnitud de las emisiones puede comprenderse revisando su comportamiento entre el 1º de enero de 1881 cuando inició sus operaciones el Banco Nacional hasta los primeros días de 1903. En efecto, la junta directiva del Banco Nacional en quien residió la facultad para emitir, autorizó la emisión de $ 27.023.457 entre el 1º de enero de 1881 y el 5 de octubre de 1892, cuando cesó en sus funciones para dar paso al Consejo de Emisión creado por el Decreto 62 de 1892. En los tres años y medio transcurridos entre el 5 de octubre de 1892 y el 24 de marzo de 1896, el Consejo autorizó la emisión de $ 11.682.049.

Posteriormente, el Consejo de Emisión fue sustituido por la Junta de Emisión, creada en virtud de la Ley 70 de 1894, la cual en obedecimiento del Decreto No. 520 de 1899 —"sobre arbitrios urgentes de fondos para gastos de guerra"— ordenó la edición de papel moneda por una cifra incomparable con los órdenes de magnitud precedentes, entre el 18 de abril de 1896 y finales de febrero de 1903; aquel guarismo fue de $ 621.974.123[61].

Más tarde, el 3 de enero de 1905, cuando la Junta de Emisión terminó sus funciones, la edición monetaria entre el 1º de enero de 1881 y aquella fecha había sido oficialmente de $ 910.468.429; exceptuando la incineración de billetes por valor de $ 63.247.095, la circulación de papel moneda a principios de 1905 era de $ 847.216.333.

Dentro del conjunto de las emisiones, a la Litografía Nacional[62] le correspondió editar el 76.3% mientras que los bancos privados nacionales únicamente editaron el 3.6% (Cuadro 2 al final del capítulo). En estas condiciones lo menos que se podía pedir era la suspensión de las emisiones. Sin embargo, desde antes de la guerra ya se había advertido muchas veces del terreno movedizo que significaba el régimen del papel moneda si no se actuaba con una cautela extrema. Así, en 1892, el ministro de hacienda lo señalaba sin reticencias:

[61] *Anales de la Cámara de Representantes*, 1904, pág. 654.

[62] Al discutir el proyecto de lo que sería la Ley 33 de 1903, Caro pedía distinguir entre las emisiones realizadas hasta 1898 y las efectuadas durante la Guerra Civil: "Los antiguos declarados enemigos en principio del papel moneda; los que presentaron como único programa de Gobierno en 1898 la promesa solemne de no volver a emitir un peso en papel moneda para pedir inmediatamente una emisión de diez millones y llegar luego a tal desenfreno, son responsables ante el país de la segunda parte de esta historia. Ellos fundaron la Litografía Nacional como institución permanente, establecieron la producción continua de papel moneda, en forma rudimentaria expuesta a falsificaciones; y a tal punto llegó el vértigo que se apoderó del Gobierno emisor, que llegó a decirse que convenían nuevas y nuevas emisiones para llevar el descrédito del papel moneda al extremo y poder luego recogerlo a vil precio". *Anales del Senado,* 1903, pág. 305.

"La tentadora facilidad que ofrece el papel moneda, no ha producido entre nosotros el vértigo que ha perdido a otros países, y los doce millones en él representados, no son ciertamente intolerable carga para una nación que tiene, más o menos, esa renta anual. Pero el terreno es tan resbaladizo, las consecuencias tan graves, tan desastrosos los ejemplos de la historia, que, en materia tan ardua, no habrá nunca exceso de prudencia. Una desviación de dos segundos en la brújula es apenas apreciable a la vista, y, sin embargo, ese error del piloto conduciría la nave a muy diferente destino. No vamos hoy a cometer por precipitación inexcusable, un error, aun cuando sea también minúsculo, que nos lleve en impensado instante a la desolación y al naufragio"[63].

La Guerra Civil iniciada en 1899 echaría por la borda la más mínima precaución en el manejo del sistema monetario, particularmente a partir del Decreto 520 de aquel año. El papel moneda se había convertido en un instrumento para ganar la contienda; sin embargo, afirmaban los entendidos "cuando venga la paz, la primera obligación del Gobierno será la de declarar formalmente que la emisión de papel moneda queda cerrada de un modo definitivo, y que, por ninguna causa, se pondrá un sólo peso más en circulación. No debe olvidarse la leyenda del caballo de Troya"[64].

El debate de la reforma monetaria de 1903 se abrió con la presentación de un proyecto de ley "sobre regulación del sistema monetario y amortización del papel moneda" presentado en la Cámara de Representantes en agosto de 1903, y cuyo adalid fue José Camacho Carrizosa[65].

El proyecto proponía establecer como unidad contante de la nación el peso de oro, prohibir absolutamente la emisión de papel moneda, otorgar la libertad de estipulación en oro o en papel moneda, crear una Junta Nacional de Amortización que se encargara de la amortización del papel moneda, e intervenir en la determinación del tipo de cambio[66].

La mayoría de la comisión del Senado encargada del estudio del proyecto, comenzó señalando al papel moneda como "el peor enemigo de los pueblos que se hallan en las circunstancias engendradas por las contiendas civiles"[67]. En relación con el reto propuesto sobre las emisiones, la comisión quiso reforzar la propuesta

[63] Citado por Uribe, Antonio José, *La reforma administrativa* (Bogotá, 1903, pág. 149).

[64] Uribe, Antonio José, Ibid, pág. 149.

[65] *Anales de la Cámara de Representantes*, 1903, pág. 143.

[66] Camacho Carrizosa debió responder diferentes objeciones que se le plantearon al proyecto. Entre ellas la que señalaba que no era posible establecer el patrón oro sin que él tuviera una representación material o la que señalaba que la amortización gradual era ineficiente y perjudicial. Véase, Camacho Carrizosa, José, Ibid., pág. 138 y siguientes.

[67] *Anales del Senado*, octubre de 1903, pág. 291.

recordando el trasfondo político de la utilización abusiva del papel moneda[68]. Entre las observaciones planteadas al proyecto, se destaca la que expresa la inseguridad de los comisionados acerca de que "el problema de la valorización de nuestro papel moneda quede bien atendido en manos de una junta... que en el fondo no es sino una comisión cuyo servicio remunera la Nación..."[69]. En lugar de la junta, los comisionados propusieron la creación de un "...banco autónomo, realmente nacional, independiente en absoluto del Gobierno, formado por los bancos existentes... y por los particulares..."[70].

El informe de la minoría, suscrito únicamente por Miguel Antonio Caro, discrepaba en algunos puntos sustanciales del proyecto de Camacho Carrizosa. Sus observaciones centrales eran las siguientes: si bien se aceptaba que una de las causas principales de la depreciación del papel moneda era su emisión excesiva y que por lo tanto se requería la reducción de la cantidad de billetes para rehabilitar su valor, no se comprendía bien cómo podían destinarse algunas rentas a alimentar el fondo de amortización cuando el gobierno no había presentado en los últimos cuatro años un proyecto de presupuesto. Además, Caro estimaba que la composición y las asignaciones de los miembros de la proyectada junta de amortización contrariaban "los principios republicanos sobre elegibilidad y al estilo legal"[71]. Pero la discrepancia mayor estaba relacionada con la libre estipulación sugerida por el proyecto. En el informe de la mayoría, los comisionados habían señalado que "somos decididos partidarios de la libertad de estipular moneda en los negocios a plazo"[72]. Como se mencionó en el capítulo anterior, el pensamiento de Caro sobre la libertad de estipulación era radicalmente adverso a su adopción. Para él, la libre estipulación era la subordinación o la exclusión de la moneda nacional:

> *"La introducción y circulación de monedas extranjeras en el país, por su valor comercial, no está prohibida por la ley, es libre. Libre es la exclusión de la moneda nacional en las transacciones y compromisos comerciales, bajo la fe de los contratantes. No es, pues, la libertad lo que se reclama bajo el nombre de libre estipulación; no la exclusión libre de la moneda nacional; lo que se pide es que esa exclusión sea confirmada, garantizada, protegida, estimulada por la ley.*

[68] "...presentamos entre las modificaciones una que tiene por objeto prohibir las nuevas emisiones, aun en el estado de sitio declarado por causa de trastorno del orden público, y no dudamos que la adopción de esta medida será mirada por la Nación y por el Gobierno como un paso trascendental en servicio de la paz", Ibid., pág. 292.

[69] Ibid., pág. 293.

[70] El banco tendría el privilegio de la emisión a cambio del cual pagaría un porcentaje al gobierno. Además, el gobierno podría ser accionista del banco, *Ibid*, pág. 294.

[71] *Anales del Senado*, 1903, pág. 307.

[72] Ibid., pág. 293.

La llamada libre estipulación significa la repudiación legal del papel moneda, o mejor dicho, de la moneda nacional, tan mala como se quiera, pero único numerario que hoy tenemos..."[73].

Finalmente, el 26 de octubre de 1903 se expidió la Ley 33 "sobre regulación del sistema monetario y amortización del papel moneda". En su primer artículo se establecía como unidad monetaria de la nación el peso de oro (de 1.672 gramos de peso y 0.900 de fino), se prohibía absolutamente el aumento de la emisión del papel moneda, se otorgaba discrecionalidad al gobierno y al público para estipular en la unidad monetaria de oro o en papel moneda, se creaba la Junta Nacional de Amortización para cumplir las funciones de amortización del papel moneda y de fijación del tipo de cambio para el cobro de los impuestos y liquidación de las erogaciones del tesoro, se destinaban algunas rentas para satisfacer la amortización del papel moneda, se definía que los presupuestos de rentas y gastos se fijarían en términos de la nueva unidad monetaria de oro, y se tomaban otras determinaciones[74].

a. El sentido económico de la amortización del papel moneda

El propósito económico de la amortización era, obviamente, el de la reducción de los billetes en circulación; con esta medida no sólo se buscaba depurar y ordenar la circulación monetaria sino desencadenar un proceso de valorización de los billetes, invirtiendo lo ocurrido con las emisiones de la Litografía Nacional. Paralelamente, la valorización del billete significaría el descenso de la tasa de cambio del papel moneda por la moneda de oro. *Había entonces una combinación de "efectos" buscados en el campo monetario y en el terreno cambiario*. Se producía, además, una redistribución en la asignación de los recursos fiscales; una cuota que se habría dedicado a gastos comunes o de inversión, se destinaría ahora a alimentar el fondo de amortización del papel moneda. El engranaje completo funcionaría en la medida en la que el fisco dispusiera de los recursos suficientes para sustentar el fondo de amortización, así como de las disponibilidades metálicas para encarar las operaciones de cambio de los billetes.

[73] Ibid., pág. 310. Otras observaciones del proyecto se encuentran en el "informe de las comisiones reglamentaria y transitoria de Hacienda reunidas", *Anales de la Cámara de Representantes*, 1903, págs. 101, 102 y 348 a 350.

[74] *Diario Oficial*, No. 11.930, octubre 28 de 1903.

b. Las vicisitudes de la reforma monetaria de 1903

La reforma monetaria de 1903 había abierto el cambio hacia la vigencia del patrón oro, la libre estipulación de monedas, la amortización de los billetes expresivos del papel moneda, la convertibilidad de los billetes bancarios y la estabilidad del cambio. Independientemente de su éxito o fracaso en el logro de los objetivos mencionados, la reforma del año 1903 se constituyó en la base de proyectos futuros y en la apertura de nuevos caminos para la reordenación monetaria. Desde el punto de vista formal, la reforma exhibía deficiencias que dificultaban su cumplimiento o que opacaban sus aspiraciones[75]. En la perspectiva política, el horizonte de posibilidades de la junta se extendía con seguridad, sólo por un año, hasta el mes de agosto de 1904. Pero a pesar de estos obstáculos la reforma de 1903 continuaría siendo el umbral a partir del cual se inició el recorrido institucional para la superación definitiva del papel moneda.

c. La Junta Nacional de Amortización y el Banco Central

Las funciones originales de la Junta Nacional de Amortización fueron modificadas por el Decreto No. 647 del 15 de junio de 1905, según el cual, la Junta sería en adelante una sección del Ministerio de Hacienda y Tesoro con unas tareas específicas[76]. Así, la junta pasaría a un lugar secundario, ya que el puesto de avanzada en materias monetarias y cambiarias durante la administración del presidente Reyes lo ocuparía el Banco Central[77].

[75] Algunos de los defectos de la ley eran los siguientes: el propósito de valorizar el papel moneda podría extremarse hasta el punto de que la amortización condujera a una apreciación indeseable del papel moneda. La Junta de Amortización no disponía de un poder efectivo para regular la tasa de cambio. La disposición que determinaba que las obligaciones contraídas en moneda corriente, o en las que no se mencionan explícitamente la clase de moneda, se entenderían contraídas y pagaderas en los billetes de curso forzoso lo cual afectaba a los antiguos deudores en la medida en la que se cumpliera el proceso de valorización. Véase, por ejemplo, Nieto Caballero, Luis Eduardo, "El curso forzoso y su historia en Colombia" (Bogotá, *Gaceta Republicana*, 1912, págs. 32 y siguientes).

[76] Estas labores eran las siguientes: 1. Gestionar lo relativo al cumplimiento del contrato celebrado para la edición de billetes ingleses. 2. Intervenir en el recibo de la edición inglesa y hacer al Banco Central las entregas correspondientes. 3. Recibir del Banco Central las sumas de billetes editados en Colombia que esa institución haya cambiado e incinerar inmediatamente. 4. Llevar la contabilidad de los billetes entregados, recibidos o incinerados. *Diario Oficial*, No 13.775 de 1909.

[77] El origen del Banco Central se encuentra en la carta dirigida por el ministro de hacienda y tesoro a los bancos de Bogotá en febrero de 1905. El ministro exponía la situación deficitaria del gobierno y solicitaba un crédito en descubierto, ofreciendo en contrapartida la administración de varias rentas por un periodo de cinco años, la autorización para emitir sobre su capital en oro igual suma en billetes bancarios, cambiables a su presentación y que no serían de curso forzoso, y además, el depósito de las rentas restantes del gobierno en los bancos para servir el descubierto. Como la oferta no fuera atendida por los bancos, el gobierno celebró un contrato con varios particulares sobre la base de la administración de las rentas. Entre las obligaciones de la nueva sociedad con el gobierno estaba la de organizar inmediatamente un banco, neutral, autorizado para emitir billetes bancarios con exclusividad. Véase la intervención de Nemesio Camacho, gerente del Banco Central, ante la Asamblea Nacional, el día 9 de mayo de 1907. *Anales de la Asamblea Nacional*, 1907, págs. 244 a 247.

Creado como sociedad anónima, el Decreto legislativo 47 de 1905 recogió las motivaciones gubernamentales para su fundación: el gobierno achacaba "la aparición de los problemas monetarios y fiscales" a la desaparición de la moneda metálica, consideraba que el billete de curso forzoso era una deuda de la nación, que las fluctuaciones en el valor real del billete habían obrado en desmedro del crédito, cuya desaparición sería la causa principal de la decadencia industrial; que, sin embargo, la cantidad de circulante era insuficiente, provocando la elevación de las tasas de interés; que "durante los dos últimos años la prensa y el comercio se han encargado de demostrar que el peso del papel moneda equivale poco más o menos a un centavo de oro, equivalente que ha sido consignado y aceptado por el cuerpo legislativo y por el público"; "que siendo el papel moneda la causa principal de todos los trastornos del país, es de urgente necesidad su pronta conversión en metálico, tanto para corregir esos males como para atraer capitales extranjeros desalojados por la mala moneda"[78].

La conversión del papel moneda, la estabilización cambiaria, la recuperación del crédito y la disminución del tipo de interés serían problemas que debía afrontar el Banco Central[79]. Sin embargo, la estabilidad cambiaria se antepuso a la conversión del papel moneda; en efecto, la Ley 35 de 1907, considerando que habían desaparecido las causas principales de las fluctuaciones del papel moneda, destinó a los gastos comunes los fondos previamente acumulados para la amortización[80]. En efecto, en aplicación de lo dispuesto por la ley, el Consejo de Ministros aprobó que los saldos en oro del gobierno en el Banco Central se abonaran al crédito flotante abierto por éste al gobierno[81].

Así, una vez más se relegaba el propósito primigenio de realizar la conversión del papel moneda y de hacer efectivo el régimen del patrón oro. Del avance institucional plasmado en la Junta Nacional de Amortización, primero, y en el Banco Central después,

[78] Torres García, Guillermo, *Historia de la moneda en Colombia*. (Medellín, FAES, 1980, pág. 246).

[79] Dos años después de fundado el Banco Central el tipo de interés había descendido del 3% al 1% mensual; se había fijado la cotización del papel moneda, a razón de $1 de papel moneda por un centavo de oro; se había nivelado el cambio sobre el exterior a la par; y se había estimulado el ingreso del capital extranjero, principalmente para apoyar la construcción de los ferrocarriles. Sin embargo, no había puesto en circulación sus billetes bancarios, según el ministro de hacienda, "por que ha estado aumentando sus existencias en oro para que el billete bancario, una vez que se dé a la circulación, sea cambiable inmediatamente a su presentación por oro o su equivalente en moneda legal...". Pero según el gerente, el banco "no ha hecho uso del privilegio de emisión, porque considera que no ha tenido el suficiente crédito en el país; pero emitirá dichos billetes cuando lo crea oportuno... La amortización del papel moneda..., no ha sido posible hacerla aun cuando el gobierno lo deseaba vivamente y aun cuando el banco es el principalmente beneficiado con dicha amortización, porque se necesita llegar a una época de holgura para el tesoro público, lo cual no se ha alcanzado", *Anales de la Asamblea Nacional*, 1907, págs. 188, 189, 248, 298 y 299.

[80] Ley No. 35 de 1907, "sobre régimen monetario", artículo 4, *Diario Oficial*, No. 12.982 del 24 de junio de 1907.

[81] "A partir de la fecha de hoy, 1º. de julio de 1907, el Gobierno, conforme al artículo 4º. de la Ley 35 de 1907, conviene en que todo saldo favorable que tenga en sus cuentas en oro en el Banco Central se convierta en papel moneda y se abone al crédito flotante que el banco tiene abierto a la Tesorería General de la República;...", *Anales del Consejo de Ministros*, 1907, pág. 91.

quedarían en pie la preservación de la estabilidad de los cambios sobre el exterior (Cuadro 3 al final del capítulo), la reducción de las tasas de interés y una relativa incineración de billetes de antiguas ediciones (Cuadro 3 y Cuadro 4 al final del capítulo)[82].

La antesala de la reforma monetaria de 1909 fue el juicio parlamentario al Banco Central creado por el presidente Reyes. La reforma retomaría el hilo de las aspiraciones institucionales de 1903, cuando fuera creada la Junta de Amortización.

2. La reforma monetaria de 1909

a. El cuestionamiento político del Banco Central

Una de las consecuencias inevitables del cambio de gobierno en 1909, fue el cuestionamiento de la administración saliente; sobre el Banco Central, puntal de la política monetaria y cambiaria del gobierno, recayeron buena parte de las críticas. Las reconvenciones señalaban que el Banco Central no había cumplido con sus propósitos fundamentales:

> *"Los fines únicos de la autorización para crear el Banco eran dos: el cambio de las antiguas emisiones de papel moneda por una nueva edición, y la posterior conversión de ese mismo papel en moneda metálica. Para esos fines se gravaba a la Nación con nuevos fortísimos impuestos, se aumentaban los existentes en enormes proporciones, arruinando con ello muchas industrias, y por último, se entregaban a una compañía privada los recursos de que disponía el país, con toda la autoridad gubernamental..."*[83].

Pero, además, el Banco Central habría expandido el circulante y no habría cumplido con el fin de amortizar los billetes de antiguas ediciones:

> *"Cuáles son para la República los resultados de aquella empresa que convirtió el Gobierno en una compañía industrial, según la célebre expresión de Tocqueville, y empresa que se presentaba como remedio único de todos los males existentes, es cosa que también está a la vista con sólo considerar el dato de la*

[82] El Superintendente de Rentas Públicas con respecto al Banco Central, en su informe al ministro de hacienda, del 21 de marzo de 1903, manifestó: "En cuanto a la rata de interés el banco invariablemente ha cobrado en todas sus operaciones el 12 por 100 anual, sin haber hecho uso de la autorización que tenía de cobrar el 24 por 100 mientras no hiciera sus operaciones con billetes de su emisión. De esta manera, el banco contribuyó eficazmente a bajar la rata del interés, la cual encontró a su fundación hasta el 5% mensual, y siendo entonces la mínima corriente del 4 por 100. Hoy la más alta es de 2 por 100, y la corriente, del 1 por 100", *Anales del Consejo de Ministros*, 1908, pág. 548.

[83] Informe de José Vicente Concha y Lácides Segovia, *Anales de la Cámara de Representantes*, octubre 10 de 1909, pág. 498.

suma a que asciende hoy la circulación del papel moneda, comparada con el de la suma que existía a tiempo de expedirse el decreto de autorización para crear el Banco Central, según aparece en el informe de la Junta de Amortización (Diario Oficial, No. 13.775).

"Suma en circulación en 30 de abril de 1909	*$ 1.170.335.982.30*
"Suma en circulación en enero de 1905	*$ 834.949.096.00*
"Aumento de circulación de papel moneda	*$ 335.386.886.30*

"Tal es el resultado visible de las operaciones verificadas con el banco creado para convertir el papel moneda en moneda metálica y para su amortización: $ 335.386.886 que pesan sobre el fisco nacional como nueva deuda, que no existía en los momentos de iniciarse el régimen que desconoció el legal, y esto a la vez que se han repartido entre los accionistas del banco dividendos por valor de $ 3.055.677 en oro, y se ha formado un fondo de reservas de $ 505.481.95 en oro, cantidades que sumadas —sin contar los gastos generales de la institución ni la enorme suma de intereses del papel emitido para el cambio— hubieran bastado para amortizar la mitad de todo el papel moneda existente en el país cuando se inauguró una nueva administración ejecutiva el 7 de agosto de 1904.

"Ni el secundario fin del cambio de los billetes deteriorados o la unificación del tipo de papel se ha realizado, puesto que hasta la fecha del informe de la Junta de Amortización faltaban por cambiar $ 305.274.576.30 de la suma emitida con tal fin, suma que se destinó contra toda ley y toda moral a las operaciones bancarias que habían de dar los resultados que se enuncian anteriormente"[84].

El gerente, Félix Salazar, respondió, ante el Senado, que el banco no había concluido las operaciones de cambio de los billetes, ya que el gobierno mediante el Decreto 1426 bis de 1908 le había extendido el plazo de cambio hasta el mes de julio de 1914. Este plazo se habría confirmado en un contrato celebrado entre el gobierno y el banco el 30 de diciembre de 1908.

"La operación de suspensión de cambio ordenada por el decreto y contrato citados no constituyen emisión en el verdadero sentido de esta palabra, pues

[84] Ibid., pág. 498. Además los informes de Rafael Uribe Uribe, Carlos E. Restrepo y otros, págs 500 a 503.

el banco está obligado a retirar de la circulación trescientos y pico de millones de pesos en billetes, obligación que cumplirá tan luego como el Gobierno le pague la cantidad que le adeuda como saldo del crédito flotante, cantidad que ha debido pagarle desde el 15 de junio último, día en que se cortó la cuenta y se fijó el saldo de ella, o cuando menos desde el 1º de julio, en que retiró las rentas que el banco administraba y que estaban constituidas en caución de las obligaciones del Gobierno, y cuyo producto se había destinado para amortizar la deuda del Gobierno a favor del banco.

"Repito que si el banco no ha dejado cumplida la obligación de cambio, ello se debe a la imposibilidad momentánea en que se ha encontrado el Gobierno de pagarle los trescientos cinco millones treinta y tres mil novecientos diez pesos ochenta centavos papel que lo adeuda como saldo del crédito flotante, y fue para obviar la dificultad de este pago por lo cual se estipuló en el contrato de 14 de junio último la subrogación de la cláusula séptima. Si el cuerpo Legislativo no tiene a bien aceptarla, debe en este caso proveer al Gobierno de los recursos necesarios para que pueda pagar al banco, y éste a su turno concluir la obligación de cambio y retirar de la circulación los trescientos cinco millones treinta y tres mil novecientos diez pesos en billetes de que trata la expresada cláusula séptima"[85].

En diferentes informes presentados al Senado, se insistió en las deficiencias ocurridas en la administración del Banco Central entre 1905 y 1909[86]. Finalmente, la Ley 58 de 1909 (4 de diciembre) aprobó con modificaciones el contrato celebrado entre el gobierno nacional y el Banco Central por medio del cual se declaraban resueltos a partir del 1º de julio de 1904 "todos los contratos relacionados con la administración y manejo de los bienes y rentas nacionales que el Gobierno había confiado al banco con este objeto...", y todos los demás contratos y concesiones hechos en el pasado[87].

Independientemente del saldo final de la controversia en torno al Banco Central, quedaban nuevamente en pie los interrogantes que se venían presentando desde 1902: cómo y cuándo se haría efectiva la vigencia del patrón oro y la convertibilidad de los billetes, como reemplazo del papel moneda.

[85] *Anales del Senado*, 1909, págs. 604 y 605. La cláusula séptima era una mediante la cual el banco le adeudaba a la Junta Nacional de Amortización la suma de $ 205.033.910.80, y a su vez, el gobierno era deudor del banco en la cifra de $ 309.375.220.50; el gobierno para cancelar su deuda se subrogaba en un todo al banco en la obligación de éste con la Junta Nacional de Amortización.

[86] Por ejemplo, el informe de José María Lombana Barreneche. *Anales del Senado*, 1909, pág. 706. Igualmente, debates como el del 22 de noviembre de 1909. *Anales del Senado*, págs. 834 a 840 y 894 a 896.

[87] *Anales de la Cámara de Representantes*, 1909, pág. 875.

b. La Junta de Conversión

Las discusiones sobre una nueva reforma monetaria adelantadas en el Congreso de 1909 se iniciaron con la presentación de un proyecto de ley "por la cual se provee a la amortización del papel moneda". El 23 de agosto de ese año, el ponente del proyecto sintetizó así las guías centrales de su propuesta: ante todo, se continuaban los trazos marcados por la Ley 33 de 1903, pero recomendando un doble sistema de amortización y conversión que evitara la valorización excesiva del papel moneda[88]. Este sistema lo sugería Uribe a partir de la experiencia argentina iniciada en 1899, según la cual se proveía la formación de un fondo en oro alimentado por rentas específicas[89].

Constituido dicho depósito en oro, la conversión del papel moneda por metálico se realizaría a una tasa determinada de intercambio del billete por el oro. De aquí el que la segunda característica del proyecto de Uribe fuera la de sugerir la formación de un *fondo de conversión*, confirmando las disposiciones de 1905 que habían equiparado $1 en billetes a $0.01 en oro.

En tercer lugar, la propuesta de Uribe señalaba la necesidad de arbitrar un mecanismo que permitiera atenuar las oscilaciones de la tasa de cambio mediante la intervención como comprador o vendedor de giros en el mercado cambiario. Esta sería una de las funciones permanentes del fondo de conversión. Ahora bien, en el largo plazo, este fondo, suficientemente abastecido para garantizar el respaldo del billete circulante, podría iniciar las operaciones de cambio de los billetes, transformando el *antiguo papel moneda en moneda de papel, los billetes emitidos sin garantía metálica en moneda convertible*. En otras palabras, *el fin del fondo de conversión en el largo*

[88] El ponente, Antonio José Uribe, consideraba que la Junta de Amortización había logrado satisfacer sus objetivos iniciales si no se hubiese suplantado su autonomía y si no se le hubieren recortado sus funciones a menos de año y medio de su creación: "Debido a las providencias que tomaron el Gobierno y los legisladores en 1903, o sea la prohibición absoluta de emitir más papel moneda y la creación de la Junta de Amortización, ya en 1904 el país había sentido un doble e inapreciable beneficio: el de que bajara al 9.200 el tipo de cambio sobre el exterior, que poco antes había subido hasta la cifra inverosímil de 20.000 por 100 y el que las fluctuaciones no fueran muy sensibles. Dada la respetabilidad de la junta, la confianza que el país tenía en ella y los recursos cuantiosos que quedaban en sus manos, si hubiera continuado con la autonomía que le dio el legislador, a la fecha no es dudoso que el tipo de cambio habría bajado a menos del 5.000, y que estaríamos próximos a ver convertido el papel moneda en billete de banco.

"Por desgracia, la administración que se inauguró el 7 de agosto de 1904 no sólo aumentó inconsideradamente el papel moneda, sino que quitó a la junta su autonomía y la privó del manejo de las rentas que se habían puesto a su cargo. De aquí el que existan actualmente en circulación $ 1.119.083.600.80 en papel moneda y en níquel, que el tipo del cambio haya subido en meses anteriores a más de 13.000 por 100, y que no exista en la actualidad ninguna entidad encargada de amortizar el billete de curso forzoso", *Anales del Senado*, 1909, pág. 230.

[89] La Junta Nacional de Amortización, creada en 1903, fue benéfica hasta la época en que funcionó; pero es evidente que, conservándole su autonomía, el legislador debió facultarla no sólo para amortizar el papel moneda en la forma en que venía haciéndolo, sino también para atender a la conversión del mismo a un tipo fijo de cambio, porque de otro modo las sucesivas amortizaciones habrían valorizado en mucho una masa enorme de papel haciéndolo prácticamente inconvertible. Uribe, Ibid., pág. 231.

plazo sería el de transformar el billete inconvertible, circulante desde 1886, en un verdadero billete de banco.

La reforma monetaria de 1909 buscaba modificar las condiciones imperantes en el campo monetario, cambiario y crediticio. Como primera medida, buscaba *independizar las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia del influjo directo del gobierno*. Para ello se proponía la creación de una Junta de Conversión que cumpliría el papel de "autoridad económica" para los asuntos relacionados con la moneda, los cambios y el crédito. Sería, según Uribe, una junta "respetable y autónoma" que garantizaría que el gobierno no interviniera directamente en la regulación de la cantidad de dinero.

La alteración de las condiciones en el terreno monetario provendrían de la formación de un fondo de oro que paulatinamente iría *transformando el papel moneda en moneda de papel*, y de la dedicación del 50% del fondo acumulado a la compra de papel moneda con el fin de amortizarlo e incinerarlo. Estas compras se realizarían al tipo del ciento por uno, llenando con especies de oro el *vacío circulatorio* abierto por la reducción del papel moneda circulante. De esta manera, las circunstancias monetarias se alterarían tanto desde el punto de vista cuantitativo como desde un ángulo cualitativo. Cuantitativamente, ya que las determinaciones de la Junta de Conversión apuntarían a regular el monto del circulante y a modificar su composición; cualitativamente porque, en forma progresiva, y en la medida en la que se robusteciera el fondo de conversión, los billetes adquirirían la naturaleza de moneda de papel.

En el área cambiaria las labores de la Junta de Conversión se orientarían a preservar la tasa de cambio del 10.000 por 100 domeñando las oscilaciones diarias mediante la intervención directa de la junta en la compra y venta de giros sobre el exterior. A estas operaciones se aplicaría el 50% restante del fondo de oro.

En el ámbito del crédito, la aspiración de la junta sería precisamente la de establecer los cimientos de una actividad crediticia generalizada al acumular un fondo suficiente para garantizar la emisión bancaria de billetes convertibles en especies metálicas.

La reforma monetaria de 1909, que no buscaba establecer una nueva unidad monetaria sino organizar un sistema monetario que agotara el tránsito del papel moneda a la moneda de papel, que aspiraba a estabilizar el mercado cambiario y a fundar las bases de un sistema crediticio, fue admitida institucionalmente mediante la Ley 69 del 20 de diciembre de 1909, luego de un intenso debate parlamentario[90].

[90] El principal opositor al proyecto fue el senador Clímaco Calderón. Véanse sus exposiciones ante el Senado en las sesiones del 25 de agosto, 24 y 27 de septiembre de 1909. *Anales del Senado*, 1909, págs. 191-192, 514-519, 800-808. Además, son ilustrativas del debate las intervenciones seguidas de los senadores Groot, Angulo, Garcés, Lombana, Montaña, y desde luego del ponente Antonio José Uribe. *Anales del Senado*, 1909.

c. Los logros y vicisitudes de la Junta de Conversión

La Junta de Conversión inició sus labores en enero de 1910. Exactamente tres años después, el Fondo de Conversión sumaba en oro, $1.423.170.64[91]. De acuerdo con lo previsto por una comisión de la Cámara de Representantes, a fines de 1913 el fondo podía llegar a la suma de $ 1.800.000 oro, cifra equivalente a la quinta parte del dinero en circulación. Así, no parecía muy lejano el día en que contando con un respaldo en oro de las dos terceras partes de la circulación, los billetes circulantes adquirieran la naturaleza de billetes bancarios.

Sin embargo, el camino previsto no sería fácil de transitar. Se contrariaba una aspiración incluida en la Ley 69 según la cual "al Fondo de Conversión no podía dársele en ningún caso, por ningún motivo, ni por orden de autoridad alguna, inversión distinta de la prescrita en esta ley, so pena de considerarse el hecho como fraude a las rentas públicas..."[92], el Congreso de 1914 al expedir por petición del gobierno la Ley 126 de 1914, autorizó al ejecutivo para que "cuando el producto de la totalidad de las rentas nacionales no alcance a la suma de un millón doscientos cincuenta mil pesos ($ 1.250.000) oro mensuales, el Gobierno podrá tomar de los fondos que maneje la Junta de Conversión lo necesario para completar esa suma"[93].

Más tarde, con la autorización de las leyes 65 de 1916, 86 de 1915 y 15 de 1918 el gobierno pudo obtener nuevamente recursos del Fondo de Conversión para sustentar sus gastos corrientes. En los balances de la Junta de Conversión que aparecen como Cuadro No. 5, los rubros denominados *libranzas de las leyes 126 de 1914 y 86 de 1915, suministros al gobierno por acuñación de plata, préstamo al gobierno por cambio de plata antigua, avances al gobierno según las leyes 65 de 1916 y 15 de 1918*, revelan los saldos mensuales de la financiación al gobierno otorgada por la Junta de Conversión entre septiembre de 1915 y mayo de 1923.

En su mensaje al Congreso de 1915, el presidente Concha expuso prolijamente las causas del deterioro fiscal que habían llevado a la expedición de la Ley 126 de

[91] La Ley constitutiva (69 de 1909) había previsto que el fondo metálico a disposición de la junta sería sustentado "por el producto del dos por ciento adicional sobre los derechos de importación", por los rendimientos obtenidos de algunas minas, por las utilidades obtenidas en la acuñación de monedas, y por las derivadas de operaciones de cambio. Tres años más tarde, el 31 de diciembre de 1912, los ingresos del Fondo de Conversión por concepto del impuesto mencionado habían alcanzado la cifra de $ 509.969.32 oro, de $ 48.000 oro por el arrendamiento de minas, de $ 935.173.94 oro por utilidades en la acuñación de monedas, de $ 2.803.62 oro por utilidades en el cambio de giros sobre el exterior, y otros ingresos varios por $ 211.59 oro. Al deducir los gastos totales de personal, de materiales y las comisiones de cambio, *el Fondo de Conversión al 31 de diciembre de 1912* era de $ 1.423.170.64 oro. Véanse *Anales de la Cámara de Representantes*, 1913, pág. 315.

[92] Ley 69 de 1909, artículo 13, *Diario Oficial*, Nos. 13.866 a 13.870 de 1904.

[93] Ley 126 de 1914, artículo 3, *Diario Oficial*, No. 15.379 de 1914.

1914[94]. Lo cierto es que *ante la crisis del fisco se optó por aplazar, indefinidamente, la aspiración ya inveterada de organizar el sistema monetario. La moneda de papel requeriría una reforma monetaria ulterior.*

Malogrado su propósito central[95], la Junta de Conversión "subsistiría" hasta la fundación del Banco de la República interviniendo en el mercado de cambios, pero principalmente apoyando la operación de sustitución de los billetes de ediciones antiguas en circulación por los denominados *billetes representativos de oro.* Precisamente, en 1913, cuando la Ley 70 de ese año determinó que la Junta de Conversión procedería a contratar una edición de billetes representativos de oro[96], se aspiraba a que estos billetes establecieran "la verdad en el valor legal y real de la moneda en lugar de la ficción que hoy existe..."[97].

Según la Ley 70 de 1913 los billetes representativos de oro serían del valor de uno, dos, cinco y diez pesos oro y llevarían una leyenda en la cual se destacaría a la República de Colombia y no al Banco Nacional como el obligado a pagar al portador los correspondientes pesos en oro. Además, la Junta de Conversión procedería a cambiar los billetes circulantes por los representativos de oro a la rata del diez mil por ciento, continuando así las determinaciones legales que desde la Ley 59 de 1905 habían propendido por estabilizar definitivamente el papel moneda[98].

La Junta de Conversión contrató con la American Bank Note Company, de Nueva York, la edición de los billetes representativos de oro[99]. Entre el 1º de marzo de 1916 y el 5 de enero de 1924, la Junta de Conversión emitió $ 10.520.000 en billetes representativos de oro, según consta en las 21 actas de emisión realizadas en ese período (véase el Cuadro No. 6). Ésta sería la última función de la Junta de Conversión.

[94] Mensaje del Presidente de la República al Congreso Nacional al iniciarse las sesiones de 1915, *Diario Oficial*, No. 15.546 del 20 de julio de 1915, págs. 307 y 308.

[95] El Fondo de Conversión que en diciembre de 1912 era de $ 1.423.170.64, en marzo de 1919 se había reducido a $ 275.851.22. En efecto, para tal fecha las rentas totales percibidas por la Junta de Conversión eran de $ 4.238.798; las entregas al gobierno habían sumado $ 3.498.093.47 y los gastos habían llegado a $ 473.853.31. La diferencia entre los ingresos totales y los gastos aunados a las entregas al gobierno es precisamente el capital activo o fondo de conversión. *Diario Oficial*, Nos. 17.558 y 17.559 del 5 de febrero de 1921.

[96] Ley 70 de 1913, artículo 7. *Código Fiscal y leyes que lo adicionan y reformas expedidas hasta abril de 1925.* (Bogotá, Imprenta Nacional, 1925, pág. 146).

[97] Mensaje del Presidente de Colombia al Congreso de 1913. *Diario Oficial*, No. 14.952, del 24 de julio de 1913.

[98] Ley 70 de 1913, Ibid., artículos 8 y 11.

[99] El Consejo de Estado declaró ajustado a la ley el contrato celebrado entre la Junta de Conversión y la American Bank Note Company para la fabricación de billetes representativos de oro. *Anales del Consejo de Estado*, 1915, pág. 153.

B. La organización bancaria: unidad o pluralidad de emisión

El tema de los bancos de emisión no estuvo ausente de las discusiones públicas sobre la organización monetaria y financiera con posterioridad a la disolución del Banco Nacional. En una primera época, entre 1896 y 1914, las iniciativas no fueron florecientes[100]. Al contrario, los años transcurridos entre 1914 y 1923 presenciaron una controversia permanente acerca de la necesidad y del tipo de organización bancaria que debería acogerse institucionalmente.

Varios factores parecen reunirse en la promoción de iniciativas para la organización bancaria. El primero de ellos, que podría considerarse como la *base material*, residía en la difusión de las relaciones mercantiles, y en el surgimiento de organizaciones industriales que requerían fuentes *elásticas* de financiación. En otras palabras, las circunstancias propias del desarrollo de la economía de mercado servían como acicate para exigir una adecuación de la incipiente estructura financiera de entonces.

En segundo lugar, parecía renacer una vieja *controversia ideológica* que había quedado prácticamente cancelada luego de los avatares ruinosos de la guerra civil de los Mil Días. Se trataba de las limitaciones de la economía privada en el campo monetario, o lo que es lo mismo, del ascendiente definitivo del Estado sobre el manejo de la moneda. El debate de los señores Caro y Samper o del primero y Camacho Carrizosa aparentaba reeditarse en el planteamiento de alternativas de organización financiera. En tercer lugar, la confrontación decimonónica entre la Currency School y la Banking School habría sido adoptada al someter a la discusión el significado y las implicaciones económicas del billete bancario.

Los participantes en el debate podrían reunirse en dos bancadas distintas: la una, la de quienes defendían el sistema de pluralidad de emisión, y la otra, la de quienes respaldaban el modelo bancario de unidad de emisión.

Los adeptos al pensamiento de la emisión plural esgrimían el argumento de la libertad de la iniciativa particular por oposición a las soluciones de privilegio[101]; concebían la movilización del crédito a través de la emisión de billetes de banco de aceptación voluntaria por parte del público. Según ellos "parece algo infantil hablar de privilegio

[100] Sin embargo, hay que recordar proyectos como el de Carlos Calderón, presentado por primera vez a los banqueros de Londres en 1893 y defendido nuevamente ante la opinión pública en su libro *La cuestión monetaria en Colombia*, publicado en 1905. También la exposición general sobre las alternativas de organización bancaria, de José Camacho Carrizosa en su obra *Estudios económicos*, de 1903. Asimismo, el proyecto preparado por el general Rafael Uribe Uribe sobre un "Banco único emisor" en 1904 (*Anales de la Cámara de Representantes*, 1904, págs. 678 a 680). De igual manera, el estudio del general Lucas Caballero, quizá el más completo de su época, acerca del establecimiento de un banco de emisión en Colombia (*Anales de la Cámara de Representantes*, 1909, págs. 689 a 696).

[101] Uribe, Antonio José. *Crédito, moneda y bancos* (Bogotá, Librería Colombiana, 1926, pág. 18).

de emisión" cuando precisamente el billete de banco, que es un documento de crédito, no puede ser expedido sino por quienes gozan del crédito[102]; además, factores geográficos que recomendarían un sistema financiero "federado", y una organización política inmadura que haría imposible la impermeabilidad de una institución a las manipulaciones partidistas[103]. También la pluralidad sería la expresión "científica" de la competencia[104].

Ahora bien, volviendo al billete de banco, éste no tendría la misma naturaleza que los billetes emitidos por el Estado, ya que no sería más que "una obligación comercial, una promesa de pago que bien puede ser que no sea cumplida, mientras que la monedas emitidas por los gobiernos no dejan de serlo jamás..."[105]. Finalmente, la evidencia de que todos los proyectos enderezados a organizar un banco independiente, o en su lugar, un sindicato bancario, hayan tropezado con el escollo de la insuficiencia de recursos internos o la falta de alicientes al capital, descartaría la viabilidad práctica de un sistema de emisión monetaria[106].

Los promotores de la iniciativa de la unidad de emisión sostenían que la prerrogativa de la emisión de moneda era privativa del Estado; tal privilegio lo poseería en calidad de señorío para la emisión de moneda[107]. Alegaban, además, que la regularidad y seguridad de la circulación no estarían convenientemente garantizadas sino otorgando a un establecimiento financiero único la facultad de emisión de billetes y regulando su circulación según las necesidades del mercado nacional y las de la circulación metálica[108].

La confrontación de ideas en torno a los sistemas alternativos de unidad o pluralidad se resolvió en favor del primero y, a partir de 1917, las iniciativas se orientaron a precisar la forma como operaría el sistema de unidad de emisión. El Cuadro 7 resume ocho esquemas de organización bancaria de emisión unitaria llevados al Congreso entre 1917 y 1922. En ellos se aprecian algunas líneas coincidentes que, como se verá en la sección que sigue, allanaban el camino para la reforma financiera de 1923.

[102] Villegas, Aquilino, Pinzón, Carlos y Gutiérrez, Jaime, "Exposición de motivos sobre un proyecto de bancos de emisión", en *Estudios y conclusiones*, Primer Congreso de Cámaras de Comercio de Colombia (Bogotá, Imprenta Nacional, 1918, pág. 304).

[103] Ibid., pág. 305

[104] Ibid., pág. 306.

[105] Holguín, Jorge, "Organización Bancaria", exposición de motivos en *Anales del Consejo de Estado*, tomo I, pág. 277.

[106] "Informe de la mayoría de la comisión que estudió para segundo debate el proyecto de ley que ordena contratar la fundación de un Banco Nacional de Emisión", *Anales del Senado*, 1920, pág. 384.

[107] Exposición de Motivos del proyecto de ley "por la cual se autoriza al Gobierno para contratar la fundación de un banco nacional de emisión, giro y descuento", *Anales del Senado*, 1921, pág. 194.

[108] Uribe, Antonio José, Ibid., pág. 19.

C. La antesala de la reforma financiera de 1923

El proyecto presentado al Congreso por el senador Eugenio Gómez por medio del cual se autorizaba la contratación de un empréstito y la fundación de un banco de emisión (Cuadro 7), aunque no salió avante finalmente, al reunir los aportes y las modificaciones de las cámaras, se convirtió en un nuevo proyecto de ley que a la postre sería la Ley 30 de 1922, por la cual se creaba el Banco de la República. No se trataba, como pudiera parecer a simple vista, de un hecho ocasional y aislado. En realidad, consistía en el último eslabón de la cadena de aproximaciones institucionales a la configuración de un ordenamiento monetario cuyos rasgos fundamentales habían sido previstos desde la reforma monetaria de 1903.

Allí se había incubado la aspiración de un sistema monetario basado en el oro, con billetes convertibles y una estructura crediticia anclada en un sistema bancario organizado. Con mayor precisión, y adaptándose a las nuevas circunstancias, la reforma monetaria de 1909 recogió las aspiraciones finales de los legisladores de 1903. Truncadas las pretensiones institucionales de las reformas mencionadas, las iniciativas de organización bancaria retomaron los fines últimos de aquellos esfuerzos: la transformación del papel moneda en moneda de papel y la instauración de un sistema crediticio.

Los esquemas de organización bancaria presentados en el Cuadro 7 ya reúnen, aunque tal vez en una forma menos precisa, los rasgos predominantes de las leyes 30 de 1922 y 25 de 1923. No hubo, por lo tanto, ningún "salto", y al contrario, se podría hablar de una "continuidad" entre los proyectos presentados en el Parlamento a partir de 1917 y la Ley 25 de 1923 (Cuadros 8 y 9). Desde el punto de vista formal, la Ley 25 de 1923 es superior a los proyectos citados. Sin embargo, los trazos fundamentales ya se divisaban en los proyectos antecedentes. Ellos eran, principalmente, el *principio de liquidez de los activos de riesgo y el reconocimiento de la tasa de redescuento como el instrumento* idóneo para regular la cantidad de dinero.

La vigencia del principio de liquidez se advierte en la exigencia de una cartera de corto plazo, en el conjunto de los proyectos. Igualmente, las propuestas de organización bancaria aluden a la tasa de redescuento como el medio apto para enfrentar las crisis monetarias. En este contexto, la conferencia de banqueros de 1921 hizo los planteamientos siguientes que no requieren ningún comentario adicional:

> *"Esa facultad de alza (se refiere a la facultad para elevar la tasa de descuento) obedece a que es por medio de la variación en las tasas del interés como un establecimiento de crédito regula el volumen de circulación; siendo éste deficiente, lo podrá ampliar con rebaja de las tasas, lo que hará que los banqueros*

asociados ofrezcan dinero barato a sus clientes y ocurran al Emisor en demanda de redescuentos: al excederse en tal volumen por medio de la elevación de las tasas, el público elude contra él deudas a tipos altos; a su vez los banqueros van cancelando parte de sus deudas, y el Banco Emisor, como consecuencia, va retirando moneda del mercado hasta llegar a las proporciones exactas. Este mecanismo es tan usual y conocido como el único excelente, que huelga todo nuevo comentario, y queda el Emisor exento de la sospecha de lucro indebido cuando las entradas provenientes del sobrecosto en la tasa de descuentos no entran a sus fondos sino a los del fisco[109].

Ahora bien, en relación con el encaje (medio de protección y de seguridad de los depósitos del público), y con el veto impuesto sobre la cartera de largo plazo como la hipotecaria, la conferencia de banqueros, teniendo en consideración su propio proyecto de organización bancaria, hizo las siguientes precisiones:

"Constan en el proyecto ciertas limitaciones y prohibiciones de orden reglamentario, las cuales han sido establecidas como práctica general en todos los países, y aceptadas como buenas e indispensables. Tales son, entre otras, la fijación de las reservas, la del plazo máximo de los préstamos o descuentos, la restricción en la adquisición de bienes raíces y en la concesión de préstamos hipotecarios y otras de índole semejante, que no se enumeran, porque parece que sobre su conveniencia el consenso es general y absoluto.[110].

La Ley 25 de 1923 es una versión modificada y ampliada de la Ley 30 de 1922, la cual a su vez era el fruto de un lustro de discusión parlamentaria acerca del prototipo del banco único de emisión. Los aspectos característicos y salientes de la Ley 25 se habían venido gestando en las propuestas precedentes; sin embargo, una iniciativa de la naturaleza de la Ley 25 no se sostenía por la perfección de su estructura o la coherencia de su articulado; requería de un aval, de una carta de presentación que promoviera un consenso en torno del nuevo Banco Emisor, que allanara las dificultades internas y afianzara los vínculos en el exterior.

La Misión Kemmerer, contratada en virtud de la ley 60 de 1922, cumpliría en el campo del reordenamiento financiero aquella función de avalar la madurez de las propuestas plasmadas en la Ley 30 de 1922. Y en efecto, el articulado del proyecto de la que sería la Ley 25 de 1923 se basó en los correspondientes de la Ley 30 de 1922.

[109] Nota 8, Ibid., pág. 195.
[110] Ibid.

El equipo encabezado por Kemmerer depuró y adicionó la ley del año 1922 *enriqueciéndola notablemente* en la exposición de motivos. En aquella exposición, se verterían los rasgos centrales del pensamiento de Kemmerer, cultivado en la cátedra de Stanford y en las experiencias de asesoría en reformas financieras de diversas latitudes. Pero, además, la presencia de Kemmerer, independientemente de las contradicciones que originó, provocaría una atmósfera positiva alrededor del Banco de la República.

En definitiva la Misión Kemmerer encontró en el campo de las propuestas de avance institucional un terreno suficientemente abonado como para radicar y fortalecer el pensamiento monetario ortodoxo. Desde el punto de vista político, la Misión logró, no sin obstáculos, vencer diversas reticencias acerca de la fundación del Banco Emisor[111].Y en el marco de las relaciones externas, la misión despejaría el panorama de expansión del comercio y de la inversión extranjera[112].

D. La instauración del "sistema" financiero. Resumen de antecedentes y perspectivas

La organización del sistema monetario y financiero a partir de las reformas de 1923, fue no solamente la culminación de los avances institucionales y de las controversias agitadas en torno a la organización de la banca. Aquellos progresos y estas discusiones tenían como telón de fondo la evolución económica del país en las dos primeras décadas del presente siglo. Aunque las bases del desarrollo capitalista se habían asentado definitivamente desde los albores de la segunda mitad del siglo XIX, las principales instituciones bancarias privadas, sólo surgieron hasta los años 70, cercanamente vinculadas a los procesos de acumulación de capital originados en los aumentos del comercio exportador.

Del mismo modo, los principales debates concernientes al sistema monetario, a la conformación institucional y a la organización del sistema bancario ocurrieron dentro del marco de la recuperación del comercio internacional del país con posterioridad a la Guerra de los Mil Días y, en especial, a partir de la expansión notable de las exportaciones cafeteras iniciada en 1910. La profundización del mercado interno, principalmente afincada en la economía cafetera y en la apertura de vías de comunicación, aunada al

[111] Parte II de este trabajo.

[112] "Es evidente que los Estados Unidos aspiran a realizar la conquista comercial de América, antes que lo hagan las naciones europeas. Entre las repúblicas suramericanas que atraen hoy la atención ávida de los conquistadores está Colombia en primera línea por su posición geográfica y por su riqueza petrolífera y minera. Para conquistarnos económicamente sobrará dinero a los poderosos; no otra razón movió a los avaros corazones yanquis a darnos 25 millones por un despojo que su soberbia siempre justificará ante sus propios ojos". Gómez, Eugenio J. *Anales del Senado*, 1921, pág. 105.

ciclo favorable de las exportaciones del café, constituyó la *base material* de los intentos de reforma financiera que desembocaron en la instauración del sistema de banca central y bancos de crédito en 1923.

La generalización progresiva de la economía mercantil exigía una estructura financiera capaz de satisfacer las nuevas demandas de servicios financieros. La presentación reiterada de proyectos de organización bancaria entre 1910 y 1923 argüía la ausencia de una organización monetaria y financiera que supliera las exigencias crecientes de los negocios. Pero, además de la coincidencia de intereses internos ligados al comercio y a la industria en torno a un nuevo ordenamiento institucional que garantizara la elasticidad del circulante y que proveyera los requerimientos crediticios, existía también una convergencia de intereses externos acerca de una remodelación completa del esquema de intermediación existente, sin la cual difícilmente podrían perfeccionarse los proyectos de financiación e inversión extranjeras.

Así, la confluencia de los factores económicos que se resumen en un notable avance de las relaciones mercantiles, de intereses internos provenientes de los grupos sociales dominantes en las esferas del comercio y de la producción industrial, y de intereses externos allegados a los centros originarios de la inversión extranjera, tendría su eco en la legislación financiera de 1923.

Al mismo tiempo, la disposición de una estructura intermediadora unificada cuyo radio de acción se extendería a los principales centros de negocios del país, se constituiría en un aliciente de las transacciones, por la reducción general de los costos de las operaciones financieras y por la difusión del crédito.

La mayoría de los servicios financieros contemplados en la reforma de 1923 se estaban prestando con antelación. En el ámbito del comercio local los bancos existentes atendían la demanda de depósitos del público y satisfacían restringidamente sus requerimientos de crédito. Las operaciones internacionales de cambio eran a su vez realizadas por algunos bancos que gozaban de corresponsalía en el exterior.

Pero el esquema de financiación vigente hasta 1923 se caracterizaba por la dispersión e inelasticidad de los servicios financieros. De aquí el que uno de los cambios sustanciales operado en 1923 fuera el de la *integración* de las actividades financieras mediante el engranaje de la banca comercial y el Banco de la República; a partir de dicha experiencia podría hablarse ya de la existencia de un *sistema financiero*.

Una de las hipótesis esgrimidas para explicar la existencia de la intermediación financiera es la reducción general de los costos de las operaciones financieras[113].

[113] Benston, George y Smith, Clifford. "A transaction cost approach to the theory of financial intermediation", *Journal of Finance*, May 1976.

Al instalarse el sistema del banco central y bancos de crédito en Colombia, se rompieron las antiguas barreras que impedían la propagación del crédito, se inició el proceso de unificación del numerario nacional y se proveyeron mecanismos institucionales que garantizaban la solidez del nuevo esquema financiero. En estas condiciones, los bancos comerciales unidos al banco central mediante el mecanismo de las reservas, abrirían su espectro de oferta de depósitos desde los de cuenta corriente cuya propiedad sería transmisible por medio de cheques, hasta los depósitos fiduciarios, pasando por los depósitos de ahorro y a término.

En este marco, la expansión crediticia adquiría una nueva identidad; superando el esquema precedente en el cual el crédito era una actividad extremadamente restringida y aleatoria, la irrigación crediticia, en virtud de la elasticidad que surge del sistema de banco central y bancos de crédito, se convirtió en una función regular, a disposición de sus demandantes, con la sola limitación de las reservas requeridas en el banco central y algunas garantías exigidas por la ley. En definitiva, el sistema financiero organizado en 1923, al difundir las economías derivadas de la financiación externa indirecta, en el lenguaje de Gurley y Shaw, se convertiría en un nuevo factor de animación de la actividad económica[114].

[114] Gurley, J. y Shaw, E. "Financial aspects of economic developement", *American Economic Review, September,* 1955.

Cuadro 1. Legislación monetaria

1867—Ley 73 (24 de octubre)	Unidad monetaria. Peso de plata de 25 gramos. Ley de 0.900. Múltiplos de oro: desde el doble cóndor, veinte pesos, hasta el décimo de cóndor, de ley 0.900, equivalente al peso de plata. Submúltiplos de plata desde el medio peso hasta el cuarto de décimo a la ley de 0.835 y 0.666. Las monedas a las que se refiere la ley gozarán de circulación y admisión forzosa por su valor nominal. Las cuentas de las oficinas y establecimientos públicos se llevarán en pesos y centavos de peso, según la estimación dada a tales monedas por la presente Ley.
1871—Ley 79 (9 de junio)	Unidad monetaria. Peso de oro con el mismo peso, ley, sello y demás requisitos del décimo de cóndor según la Ley de 1867, con iguales múltiplos de oro determinados por la misma Ley. En las oficinas nacionales de recaudación continuarán recibiéndose las monedas de plata consideradas en la Ley 73 de 1867.
1872—Ley 50 (14 de mayo)	Unidad monetaria. Peso de oro dividido en cien centavos con ley, peso, sello, diámetro y demás requisitos del décimo de cóndor según la Ley 73 de 1867. En las oficinas nacionales se continuará la recepción de las monedas de plata según la Ley 73 de 1867.
1873—Código Fiscal (28 de mayo)	Unidad monetaria. Peso de oro dividido en 100 centavos, de peso 1 gramo y 612 miligramos a la ley de 0.900. Valdrá un peso de diez décimos. Serán monedas nacionales de oro y plata las reconocidas por leyes anteriores y se admitirán como equivalentes de las monedas nacionales las monedas extranjeras de oro y plata de los reinos de Francia, Italia, Bélgica, la Confederación Helvética, y las monedas de las otras naciones que hayan aceptado el sistema monetario francés. La libra esterlina equivale a cinco pesos.
1886—Decreto 104 (19 de febrero)	Unidad monetaria. Billete del Banco Nacional de las series de un peso ($ 1). Todos los billetes del Banco Nacional, sin exceder de diez pesos, serán reconocidos sin excepción en todas las transacciones oficiales y particulares, a partir del 1º de mayo.
l886—Decreto 448 (2 de agosto)	Unidad monetaria. Billete del Banco Nacional equivalente a monedas de plata a la ley de 0.835, con el respaldo del gobierno. Será de recibo forzoso en el pago de rentas, contribuciones públicas y transacciones de particulares. La facultad de emitir corresponderá a la nación exclusivamente. Se conserva la equivalencia de los billetes del Banco Nacional con la moneda de plata a la ley de 0.835 con el apoyo de las leyes: 87 (20 de diciembre) de 1886; 116 (1º de julio) de 1887; 1ª (18 de enero) de 1888; 93 (15 de diciembre) de 1892.
l896—Ley 142 (26 de noviembre)	Unidad monetaria. Similitud del billete del Banco Nacional con el papel moneda y moneda legal. Será de "recibo forzoso" en transacciones públicas y particulares. Las obligaciones contraídas deben pagarse en especies metálicas de oro y plata, según la época: en oro del 1º de mayo al 2 de agosto de 1886 y en plata del 2 de agosto de 1886 al 26 de noviembre de 1886 (plata a la ley de 0.835).

Continúa.

1903—Ley 33 (26 de octubre)	Unidad monetaria. Peso de oro de un gramo, 672 miligramos de peso y 0.900 milésimos de fino. Las obligaciones en moneda corriente serán contraídas en billetes de curso forzoso (papel moneda). Mediante la Ley 14 del 22 de octubre de 1904 éstos son reemplazados por los del Banco Nacional para todos los efectos legales.
1905—Ley 59 (30 de abril)	Unidad monetaria. Peso de oro, dividido en 100 centavos con el mismo peso y valor de la Ley 33 de 1903. El tipo de cambio (cien pesos por un peso de oro equivalente a 10.000 por 100) fijado por la Ley, variará de acuerdo con las fluctuaciones del cambio según las operaciones efectivas del comercio.
1907—Ley 35 (15 de junio)	Unidad monetaria.Peso fuerte de oro, dividido en cien centavos, equivalente a la quinta parte de la libra esterlina, con 13 milímetros de diámetro y con poder liberatorio limitado. Las monedas de plata serán el peso fuerte.... Según la Ley 85 (30 de noviembre de 1910) las monedas de oro inglesas de una y media libra esterlina tendrán curso forzoso al tipo de 10.000 por 100 en relación con el papel moneda.
1912—Ley 110 (2 de diciembre)	Unidad monetaria. Peso de oro dividido en cien centavos cuyo peso será de 1 gramo, 597 milésimas de gramo y 6 décimas de milésimo de gramo, a la ley de 0.916 milésimos y 76 centésimos de milésimo de fino. De acuerdo con esto se acuñan el doble cóndor, el medio cóndor y el cuarto cóndor. Se emiten monedas de plata y níquel dentro de los límites que señale la ley.

Fuente: Vergara y Vergara, A. *Estudio sobre la moneda legal en Colombia*. Bogotá, Imprenta de Carteles, 1915, págs 17 a 26.

Cuadro 2. Emisiones de papel moneda y saldos en circulación Enero 1881 - Enero 1905

	Emisión	Incineración	Circulación
American Bank Note & Co.	49.751.230,00	3.398.259,90	46.352.970,10
Homer Lee Bank Note & Co.	6.499.847,00	3.426.668,00	3.073.179,00
Chaix	562.000,00	527.790,00	34.210,00
Franklin Lee Bank Note	12.500.000,00	24.875,00	12.475.125,00
Banco Bogotá	1.347.380,00	150.503,00	1.196.877,00
Id. Internacional	405.000,00	37.567,00	367.433,00
Id. Popular	303.902,00	29.174,50	274.727,50
Id. Hipotecario	410.000,00	12.585,00	397.415,00
Id. Márquez	124.860,00	27.538,00	97.322,00
Id. Unión (Bogotá)	55.775,00	4.345,00	51.430,00
Id. Unión (Barranquilla)	88.000,00	5.300,00	82.700,00
Caja Propietarios	527.000,00	476.118,50	50.881,50
Paredes y Villaveces	4.987.680,00	4.931.030,50	56.649,50
Otto Schroeder	35.362.800,00	14.746.321,80	20.616.478,20
Litografía Nacional	695.088.410,00	32.130.238,50	662.958.171,50
Departamentales			
Antioquia	35.938.495,00	2.318.019,80	33.620.475,20
Bolívar	19.262.100,00	98.930,00	19.163.170,00
Cauca	46.498.950,00	688.906,40	45.810.043,60
Santander	750.000,00	212.925,00	537.075,00
	910.463.429,00	**63.247.095,90**	**847.216.333,10**

Fuente: Diario Oficial, No. 12294 del 12 de enero de 1905.

Cuadro 3. Giros del Banco Central sobre el exterior 1905-1908

Plaza		Moneda	Pesos en oro	Total del año	Promedio de cambio a la vista
Giros en 1905 (cinco meses)					
Nueva York		-----	598.046,45	-----	10.900
Londres					
Libras		80.223	401.117,08	-----	10.600
París	Fs	835.144	167.028,87	1.166.192,40	10.400
Giros en 1906					
Nueva York		-----	1.729.616,67	-----	10.890
Londres					
Libras		353.355	1.767.779,06	-----	10.590
París	Fs	2.724.015	544.803,03	-----	19.390
Hamburgo					
Ms		1.150.155	287.538,75	4.329.737,51	10.290
Giros en 1907					
Nueva York		-----	3.036.227,67	-----	10.317
Londres					
Libras		586.421	2.932.107,63	-----	10.000
París	Fs	3.665.864	733.172,97	-----	10.000
Hamburgo					
Ms		1.679.799	419.949,91	7.121.458,18	-----
Giros en 1908 (dos giros)					
Nueva York		-----	327.165,94	-----	10.800
Londres					
Libras		152.400	762.002,97	-----	10.500
París	Fs	391.341	78.268,37	-----	10.500
Hamburgo					
Ms		67.669	16.917,34	1.184.354,62	10.400
Total general		-----	-----	**13.801.742,71**	-----

Fuente: *Anales del Consejo de Ministros*, 1909, pág. 550.

Cuadro 4. Junta Nacional de Amortización. Diligencias de incineración

Meses	Billetes nacionales	Monedas de cobre	Billetes de la edición inglesa	Saldo de billetes nacionales incinerados	*Diario Oficial*
			1905		
Abril	9.630.064,70	-----	-----	9.630.064,70	12413 *
Mayo	14.700.836,10	-----	-----	24.330.900,80	12413 *
Junio	1.817.176,60	-----	-----	42.502.077,40	12.423
Julio	18.083.786,60	-----	-----	60.585.864,00	12.424
Agosto	30.389.115,40	-----	-----	90.974.979,40	12.446
Septiembre	13.377.229,80	-----	-----	104.352.209,20	12.469
Octubre	9.329.159,50	-----	-----	113.681.368,70	12.490
Noviembre	35.360.201,30	-----	-----	149.041.570,60	12.523
Diciembre	35.152.411,40	-----	-----	184.193.981,40	12.560
			1906		
Enero	29.791.686,80	-----	-----	214.165.668,20	12.572
Febrero	45.509.765,40	-----	-----	259.675.433,60	12.598
Marzo	26.588.504,00	-----	-----	286.263.937,60	12.532
Abril	19.365.029,00	-----	-----	305.628.966,60	12.646
Mayo	20.063.666,00	-----	-----	325.692.632,60	12.671
Junio	26.182.644,20	-----	-----	351.875.276,80	12.719
Julio	16.092.525,60	-----	-----	367.967.802,40	12.736
Agosto	9.761.349,40	-----	-----	377.729.151,80	12.757
Septiembre	24.840.657,70	-----	-----	402.569.809,50	12.779
Octubre	50.727.669,60	-----	-----	453.297.479,10	12.810
Noviembre	41.410.201,90	-----	-----	494.707.681,00	12.829
Diciembre	42.273.915,30	-----	-----	536.981.596,30	12.845
			1907		
Enero	15.837.585,00	-----	-----	552.819.181,30	12.876
Febrero	7.112.641,40	-----	-----	559.931.822,70	12.900
Marzo	6.786.811,80	-----	-----	566.718.634,50	12.926
Abril	6.191.513,80	-----	-----	572.910.148,30	12.951
Mayo	7.106.423,30	-----	-----	580.016.571,60	12984 /5
Junio	7.672.728,10	-----	-----	587.689.299,70	13017 /8
Julio	12.431.645,00	-----	-----	600.120.944,70	13.048
Agosto	5.214.102,40	-----	-----	605.335.047,10	13.069
Septiembre	2.269.353,10	-----	500.000,00	607.604.400,20	13.087
Octubre	3.207.336,00	-----	96.000,00	610.811.736,20	13.123
Noviembre	6.450.344,60	-----	-----	617.262.080,80	13.170
Diciembre	6.576.380,00	-----	285.000,00	623.838.460,80	13.188

Continúa.

Meses	Billetes nacionales	Monedas de cobre	Billetes de la edición inglesa	Saldo de billetes nacionales incinerados	*Diario Oficial*
			1908		
Enero	7.249.872,40	-----	-----	631.088.333,20	13.209
Febrero	6.944.329,40	-----	-----	638.032.662,60	13.228
Marzo	5.856.700,50	-----	1.422.610,00	643.889.363,10	13.251
Abril	3.845.376,10	-----	1.083.100,00	647.735.739,20	13.288
1908					
Mayo	8.260.805,00*	-----	646.450,00	655.996.544,20	13.328
Junio	10.773.777,60	-----	1.107.717,00	666.770.331,80	13.345
Julio	12.376.766,00	-----	138.000,00	679.147.087,80	13.382
Agosto	4.076.462,00	18.678,30	1.559.564,00	683.223.549,80	13425 /6
Septiembre	8.223.898,30	17.205,70	691.939,00	691.447.448,10	13.470
Octubre	10.557.556,90	26.514,00	228.400,00	702.005.005,00	13.520
Noviembre	9.218.077,80	-----	151.400,00	711.223.082,80	13537 /8
Diciembre	9.437.251,50	-----	49.893,00	720.660.334,30	13.571
			1909		
Enero	6.732.367,30	-----	253.800,00	72.739.271,60	13.597
Febrero	1.468.092,00	59.402,10	2.012.908,00	728.860.793,60	13617 /8
Marzo	1.684.297,90	300,00	1.775.000,00	730.545.091,50	13631 /2
Abril	1.977.800,00	3.178,00	-----	732.522.891,50	13.638
Mayo	5.870.800,00	57.619,70	403.209,00	738.393.691,50	13.663
Junio	4.619.000,00	-----	-----	743.012.691,50	13.702
Julio	13.857.000,00	-----	17.433.361,00	756.869.691,50	13.741
Agosto	3.444.000,00	-----	403.209,00	760.313.691,50	13.783
Total	-----	**182.897,80**	**30.241.560,00**	-----	-----

Fuente: *Diario Oficial*.
* 31 de marzo - 28 de abril.

Cuadro 5. Junta de Conversión 1915-1923* (Miles de pesos)

Activos	1915 [1]	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922	1923[3]
Caja	493,6	147,9	117,5	49,5	102,6	25,1	289,2	127,9	205,2
Billetes para el cambio	1.210,0	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Billetes incinerados	4.487,2	-----	-----	-----	9,3	38,9	58,0	-----	-----
Billetes representativos de oro	-----	14.480,0	10.680,0	9.945,0	9.820,0	9.720,0	9.680,0	3.670,0	3.630,0
Libranzas de leyes (126-14; 86-15)	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Avances del gobierno (Ley 65/16 y Ley 15/18)	-----	-----	-----	35,0	165,1	190,3	579,1	596,3	-----
Cambios-Comisión de Cambio	-----	1.611,9	402,2	287,7	226,1	520,5	448,2	282,8	230,0
Otros	896,7	4.874,9	9.226,9	1.050,9	326,5	473,6	468,0	1.791,9	2.707,6
Total activos	**8.587,5**	**22.614,7**	**21.926,6**	**12.868,1**	**12.149,6**	**12.468,4**	**13.022,5**	**7.968,9**	**8.272,8**
Pasivos									
Tesoro	2.065,1	2.112,7	1.760,5	1.931,3	2.027,5	2.166,4	2.314,3	2.378,7	3.049,6
Fondo de billetes para el cambio	-----	20.000,0	20.000,0	10.890,8	9.997,8	9.969,6	9.914,6	3.835,2	3.835,2
2% para la conversión	114,4	72,8	100,7	33,8	23,1	63,2	48,4	17,4	211,8
Acuñación de plata	576,4	341,3	45,3	-----	-----	-----	126,8	700,2	242,9
Otros[2]	5.831,7	87,9	20,1	12,2	101,2	319,2	618,4	1.037,4	933,3
Total pasivos	**8.587,6**	**22.614,7**	**21.926,6**	**12.868,1**	**12.149,6**	**12.518,4**	**13.022,5**	**7.968,9**	**8.272,8**

* Junios
[1] Balance a septiembre de 1915.
[2] El principal rubro lo constituyó el Fondo de Mutación con $5.809.9 miles.
[3] Balance a mayo 1923.
Fuente: Balances mensuales de la Junta de Conversión, *Diario Oficial*, varios números.

Cuadro 6. Junta de Conversión. Billetes representativos de oro. Actas de emisión.

Acta emisión No.	Fecha		V/r billete	Serie	Número de los billetes	Cantidad	Valor	Saldo acta	Saldo total	*Diario Oficial No.*
1	Marzo	1,192	$ 1	A	0.000.001-1.000.000	1.000.000	1.000.000,00	-----	-----	-----
				B	0.000.001-1.000.000	1.000.000	1.000.000,00	-----	-----	-----
				C	0.000.001-1.000.000	1.000.000	1.000.000,00	-----	-----	-----
				D	0.000.001-1.000.000	1.000.000	1.000.000,00	-----	-----	-----
				E	0.000.001-1.000.000	1.000.000	1.000.000,00	-----	-----	-----
				F	0.000.001-0.400.000	400.000	400.000,00	5.400.000,00	5.400.000,00	-----
			$ 2	A	0.000.001-0.200.000	200.000	400.000,00	-----	-----	-----
				B	0.000.001-0.200.000	200.000	400.000,00	-----	-----	-----
				C	0.000.001-0.200.000	200.000	400.000,00	-----	-----	-----
				D	0.000.001-0.200.000	200.000	400.000,00	-----	-----	-----
				E	0.000.001-0.800.000	80.000	160.000,00	1.760.000,00	7.160.000,00	-----
			$ 5	A	0.000.001-0.120.000	120.000	600.000,00	-----	-----	-----
				B	0.000.001-0.120.000	120.000	600.000,00	1.200.000,00	8.360.000,00	-----
			$ 10	A	0.000.001-0.044.000	44.000	440.000,00	-----	-----	-----
				B	0.000.001-0.100.000	100.000	1.000.000,00	1.440.000,00	9.800.000,00	16.280
2	Diciembre	19,192	$ 1	F	0.400.001-0.430.000	30.000	30.000,00	-----	-----	-----
			$ 2	E	0.081.001-0.090.000	10.000	20.000,00	-----	-----	-----
			$ 5	A	0.120.001-0.124.000	4.000	20.000,00	-----	-----	-----
			$ 10	A	0.044.001-0.047.000	3.000	30.000,00	100.000,00	9.900.000,00	16.300
3	Enero	24,192	$ 1	F	0.430.001-0.440.000	10.000	10.000,00	10.000,00	9.910.000,00	16.300

(Continúa...)

(Viene...)

Acta emisión No.	Fecha		V/r billete	Serie	Número de los billetes	Cantidad	Valor	Saldo acta	Saldo total	*Diario Oficial No.*
4	Mayo	10,192	$ 1	F	0.440.001-0.480.000	40.000	40.000,00	-----	-----	-----
			$ 2	E	0.090.001-0.100.000	10.000	20.000,00	-----	-----	-----
			$ 5	A	0.124.001-0.125.000	1.000	5.000,00	65.000,00	9.975.000,00	16.386
5	Junio	20,192	$ 1	F	0.480.001-0.520.000	40.000	40.000,00	40.000,00	10.015.000,00	16.420
6	Julio	1,192	$ 1	F	0.520.001-0.560.000	40.000	40.000,00	40.000,00	10.055.000,00	16.428
7*			$ 1	F	0.560.001-0.600.000	40.000	40.000,00	40.000,00	10.095.000,00	-----
8	Julio	20,192	$ 5	A	0.125.001-0.135.000	10.000	50.000,00	50.000,00	10.145.000,00	16.445
9	Octubre	31,192	$ 1	F	0.600.001-0.610.000	10.000	10.000,00	-----	-----	-----
			$ 5	A	0.135.001-0.137.000	2.000	10.000,00	-----	-----	-----
			$ 10	A	0.047.001-0.047.500	500	5.000,00	25.000,00	10.170.000,00	16.530
10	Octubre	31,192	$ 1	F	0.610.001-0.620.000	10.000	10.000,00	10.000,00	10.180.000,00	16.530
11	Marzo	5,192	$ 1	F	0.620.001-0.720.000	100.000	100.000,00	100.000,00	10.280.000,00	17.088 /9
12	Diciembre	1,192	$ 1	F	0.720.001-0.725.000	5.000	5.000,00	-----	-----	-----
			$ 1	F	0.725.001-0.730.000	5.000	5.000,00	10.000,00	10.290.000,00	17.448

(Continúa...)

(Viene...)

Acta emisión No.	Fecha		V/r billete	Serie	Número de los billetes	Cantidad	Valor	Saldo acta	Saldo total	*Diario Oficial No.*
13	Abril	12,192	$ 1	F	0.730.001-0.740.000	10.000	10.000,00	10.000,00	10.300.000,00	17.644 /5
14	Julio	4,192	$ 1	F	0.740.001-0.760.000	20.000	20.000,00	20.000,00	10.320.000,00	17.764 /6
15	Abril	20,192	$ 1	F	0.760.001-0.770.000	10.000	10.000,00	10.000,00	10.330.000,00	18.226 /7
16	Septiembre	23,192	$ 1	F	0.770.001-0.790.000	20.000	20.000,00	20.000,00	10.350.000,00	18.507 /8
17	Abril	14,192	$ 1	F	0.790.001-0.810.000	20.000	20.000,00	20.000,00	10.370.000,00	18.917 /8
18	Agosto	30,192	$ 1	F	0.810.001-0.830.000	20.000	20.000,00	20.000,00	10.390.000,00	19.178 /9
19	Noviembre	24,192	$ 5	A	0.137.001-0.140.000	3.000	15.000,00	-----	-----	-----
			$ 1	F	0.830.001-0.840.000	10.000	10.000,00	25.000,00	10.415.000,00	19.336 /7
20	Diciembre	20,192	$ 2	E	0.100.001-0.110.000	10.000	20.000,00			
			$ 10	A	0.047.501-0.048.000	500	5.000,00	25.000,00	10.440.000,00	19.378 /9
21**	Enero	5,192	$ 1	A	0.840.001-0.880.000	40.000	40.000,00	-----	-----	-----
			$ 2	E	0.110.001-0.120.000	10.000	20.000,00	-----	-----	-----
			$ 10	A	0.048.001-0.050.000	2.000	20.000,00	80.000,00	10.520.000,00	19.418 /21

* El acta No. 7 no se encontró en la colección de Diarios Oficiales; los guarismos correspondientes a la emisión de billetes de $1, se obtienen por deducción de las cifras de las actas Nos. 6 y 9

** A partir del No. 21 se encuentran nuevas actas de la Junta de Conversión relacionadas con la entrega de billetes representativos de oro, para el cambio de ediciones antiguas al Banco de la República

Cuadro 7. Proyectos de organización bancaria

Proyecto	Denominación	Administración	Funciones	Composición del capital
Proyecto de Ley orgánica de la emisión bancaria.	Será una entidad bancaria compuesta por una sociedad anónima de bancos.	Para fundar la sociedad, el Ministerio del Tesoro nombrará una Junta, la cual estaría conformada por los representantes legales de los bancos o casas bancarias establecidas en el país. Los bancos representados reunirán los requisitos siguientes: - Estar constituidos en Sociedad Anónima. - Tener experiencia mínima de dos años en actividades bancarias. - Poseer un capital suscrito mínimo de $250.000 y pagado de $200.000. Funciones que correspondes a la Junta: - Acordar las reglas para su funcionamiento. - Determinar el capital de la entidad bancaria y todo lo relacionado con la emisión de títulos. - Constituir legalmente la sociedad anónima. - Reglamentar la distribución de las acciones entre todos los bancos representados en la Junta. Para la administración del banco, los accionistas se constituirán en Asamblea General del Accionistas, la cual elegirá una Junta Directiva que se encargará de la suprema dirección del Banco de Emisión, y dos gerentes, quienes se harán cargo de la administración inmediata del banco. No podrán ser gerentes del banco los gerentes de otros bancos.	Las operaciones del banco, serán: - Emitir billetes. - Otorgar préstamos y descuentos a los bancos accionistas.	El monto mínimo del capital del banco será de $4 millones. El capital suscrito será la mitad del capital para que los accionistas se constituyan en Asamblea General.

(Continúa...)

(Viene...)

Operaciones de crédito	Tasa de descuento de interés	Vigilancia	Emisión de billetes
El banco otorgará crédito a los bancos accionistas exigiendoles los requisitos siguientes: - Que el Banco esté constituido como sociedad anónima. - Que el capital pagado sea de $ 250 mil, mínimo. - Que garanticen el préstamo. - Que hagan solidario el activo del Banco emisor. - Que en los préstamos prendarios e hipotecarios no excedan del 9 % la tasa de interés en los tres primeros años y del 8 % en los años siguientes. - Que suscriban en un 15% los emprésitos que el Gobierno lance, con un interés del 7%, garantizando su valor por rentas públicas. - Que pague al tesoro público el 1 % del movimiento de la deuda al banco en cuenta corriente.	El banco cobrará a los bancos prestatarios un interés del 5 % anual en los tres primeros años de su funcionamiento, y un 4% en los años siguientes.	El poder ejecutivo nombrará un interventor de terna elegida por la Corte Suprema de Justicia, quien dependerá del Ministerio del Tesoro, con una duración de dos años. Puede ser reelegido. Sus funciones serán las siguientes: - Revisar las operaciones bancarias del banco. - Rectificar los balances generales y mensuales, y en general la contabilidad del banco. - Verificar el encaje.	La emisión se hará en billetes equivalentes del patrón legal, cambiables a su presentación por moneda de curso forzoso. El depósito de garantía será del 30% de la cantidad de billetes en circulación. Durante los tres primeros años siguientes al día en que sea lanzada la primera emisión, ésta no podrá exceder de $15 millones. En los años siguientes se aumentará la circulación en $3 millones anuales, máximo sin exceder de $30 millones.

Autor: Luis Serrano Blanco.
Presentado a: Cámara de Representantes, el día 14 de agosto de 1917.
Anales de la Cámara: No. 103, del 12 de diciembre de 1917.

Cuadro 7 A. Proyectos de organización bancaria

Proyecto	Denominación	Administración	Operaciones
Proyecto de Ley por la cual se autoriza la fundación de un banco para darle elasticidad al medio circulante nacional.	Podrán ser accionistas del banco únicamente las demás instituciones bancarias existentes en el país. El banco se llamará Banco de las Secciones.	El Banco de las Secciones será supervigilado por el gobierno, ya sea por conducto del Ministro del Tesoro, o por el de un supervigilante nombrado por aquél, quien actuará en las decisiones con voz, pero sin voto. La dirección y manejo del banco estará a cargo de un Cuerpo Consultivo, una Junta Directiva y un gerente. El *Cuerpo Consultivo* estará conformado de tantos miembros cuantos sean los bancos accionistas del Banco. Se nombrará un representante por cada banco accionista. La *Junta Directiva* se compondrá de cinco miembros elegidos por el Cuerpo Consultivo. El *gerente* será nombrado por el Cuerpo Consultivo por mayoría absoluta de votos. El período de cada miembro será de dos años, sin excepción, pero podrán ser reelegidos indefinidamente. La Junta Directiva y el gerente correrán con el manejo y administración directa del banco. El Cuerpo Consultivo se reunirá únicamente cuando sea convocado por la Junta Directiva del banco.	El banco podrá ejecutar las siguientes operaciones: - Recibir depósitos tanto de los bancos accionistas como del gobierno nacional. - Cubrir los giros que se hagan sobre tales depósitos. - Girar letras y cheques contra cualquier plaza del país o del exterior y comprar giros y letras de los bancos accionistas o endosados por ellos. - Cobrar en comisión letras y cheques que le sean remitidos por los bancos accionistas. - Descontar documentos, pagarés, letras o giros, endosados por los bancos accionistas. - Emitir billetes bancarios. - Prestar dinero a los accionistas. - Desempeñar comisiones financieras o comerciales que le encomiende el gobierno nacional y los bancos accionistas. - Cambiar a particulares y entidades oro o moneda legal, por sus propios billetes. El banco no tendrá sección hipotecaria, ni hará operaciones con garantía de propiedades raíces.

(Continúa...)

(Viene...)

Composición del capital	Emisión de billetes	Tasas de descuentos e intéres	Redescuento
El capital del banco se formará con el monto de las suscripciones de los bancos accionistas que entren en la operación. El monto mínimo será de $1 millón. El Banco de las Secciones no podrá adquirir sus propias acciones, negociar con ellas ni admitirlas en caución. El 50% del capital se pagará dentro de los tres meses siguientes a la organización del banco. El otro 50%, cuando lo determine la Junta Directiva del banco.	El Banco de las Secciones podrá emitir billetes cambiables a su presentación, garantizados, de preferencia a cualquier otra deuda, con el capital y la reserva del banco. Los valores de los billetes serán de $1, $5, $10, $50 y $100. Para el cambio de billetes de su propia emisión el Banco procurará hacerlo por cualquier otra moneda legal distinta del oro, y tanto el gobierno como los bancos accionistas coadyuvarán para que conserve el encaje metálico de aquel, lo más alto posible. Los billetes que emita el Banco serán recibidos por el gobierno nacional en pago de deudas, contribuciones y emprésitos públicos. Se celebrará un contrato entre el gobierno y el banco con el objeto de recaudar, manejar y custodiar los fondos destinados a la conversión o garantía del papel moneda nacional. Aprobado este contrato, quedará insubsistente la Junta de Conversión.	La Junta Directiva del banco de las Secciones fijará las tasas de descuento, las cuales serán del 5% anual, máximo. Estas ratas podrán variar siempre que no pasen este límite. En caso de aumentar, ya sea debido a una crisis monetaria, o por disposición del Ministro del Tesoro el excedente formará parte del Fondo de Conversión de papel moneda. Los plazos de los préstamos hechos a los bancos accionistas serán máximo de seis meses, con un interés del 8%. Si hay demora en el pago, el interés será del 12%.	Todo banco accionista tendrá derecho a que el banco le dé en préstamo una cantidad de sus propios billetes equivalente al monto de suscripción. Tendrá derecho, además, a otro préstamo de dinero en sus propios billetes, garantizando el 35% con depósitos en las cajas del banco, en oro o en moneda legal colombiana y el 65% restante con documentos endosados por prestatarios. Estos documentos deben ser aprobados por la Junta Directiva del Banco de las Secciones.

Encaje	Vigilancia	Varios
El Banco de las Secciones mantendrá en oro o en moneda legal colombiana, el 40% de los depósitos que se hagan por el gobierno y por lo bancos accionistas. Como garantía para emitir billetes el banco mantendrá en caja el 35% de los billetes que tenga en circulación. El 65% restante estará respaldado por una cantidad igual de efectos comerciales.	El Ministerio del Tesoro creará un Consejo Consultivo, para opinar sobre los tópicos siguientes: - La circulación monetaria del país. - La situación general de los negocios financieros. - Las medidas que deba adoptar para conjurar, remediar o atenuar posibles crisis.	El banco será sancionado por el Ministerio del Tesoro en los siguientes casos: - Cuando la existencia en caja del Banco baje de los límites señalados por los estatutos. - Cuando ejecute operaciones industriales o comerciales que no correspondan a los fines de la intuición. - Cuando descuente obligaciones hipotecarias.

Autor: Esteban Jaramillo
Presentado a: Cámara de Representantes del día 21 de junio de 1918.
Anales de la Cámara: No. 2, del 9 de julio de 1918.

Cuadro 7 B. Proyecto de organización bancaria

Proyecto	Denominación	Administración	Operaciones
Proyecto de Ley por la cual se crea un Caja Nacional de Emisión de Cambio y se dictan algunas disposiciones fiscales.	Reemplazará y cumplirá con las funciones de la Junta de Conversión.	La Caja Nacional estará a cargo de una Junta, compuesta por el Tesoro General, nombrado por el Senado, y de dos comisarios nombrados por la Cámara. Los comisarios presentarán una fianza hipotecaria de $10 mil sobre fincas de un valor libre del doble de esta suma, para el desempeño de las funciones en la Caja Nacional.	La Caja Nacional de Emisión y Cambio tendrá a su cargo las siguientes funciones: - La emisión de billetes representativos de oro. - La compra de oro en monedas y en barras para respaldar las emisiones. - La custodia de los fondos para el respaldo de la moneda nacional circulante. - La compra y venta de letras sobre el exterior, por comisión del gobierno, cuando éste así lo disponga para regularizar el cambio. - La dirección en la acuñación de moneda de oro, plata y níquel. - El desempeño de las funciones de carácter fiscal o financiero.

(Continúa...)

(Viene...)

Emisión de billetes	Encaje	Vigilancia	Varios
La Caja Nacional entregará al gobierno la suma de $500.000 mensuales en billetes representativos de oro, destinados a los gastos comunes. El tope de la suma será de $3 millones.	Los billetes de emisión tendrán como respaldo el 50% del producto líquido de las salinas terrestres. Su producto se invertirá en la compra de oro amonedado o en barras para su acuñación. Cuando el encaje metálico en oro llegue al 33% de los billetes en circulación, la caja abrirá al cambio de los billetes por moneda de oro. El cambio se abrirá a los seis meses de terminada la guerra europea. Se crea un Fondo de Reserva Metálica para el respaldo de los billetes en circulación con el producto de las rentas siguientes: - El rendimiento de las minas de Muzo, Coscuez, Supía, Marmato, Santa Ana y la Manta. - El aprovechamiento que se obtenga en monedas de oro, plata y níquel. - El valor de los billetes que hayan desaparecido de la circulación por no haberse presentado al cambio.	La Junta encargada de la Dirección de la Caja tendrá un fiscal interventor, nombrado por el gobierno, de terna presentada por la Cámara de Comercio de Bogotá. La Junta tendrá, además, un cajero tenedor de libros, dos escribientes y un portero, de su libre nombramiento y bajo su responsabilidad.	Se prohibe la exportación de oro, sea en moneda, sea en barras. Una vez constituida la Caja Nacional, el gobierno procederá a liquidar la Junta de Conversión. Los billetes que reposan en esta Junta serán incinerados. El 2% adicional de los derechos de importación a los que tenía derecho la Junta de Conversión, entrarán como fondo común de la deuda.

Autor: Luciano Herrera
Presentado a: Cámara de Representantes el día 26 de julio de 1918.
Anales de la Cámara: No. 44 del 13 de agosto de 1918.

Cuadro 7 C. Proyectos de organización bancaria

Proyecto	Denominación	Administración	Funciones
Proyecto de Ley por la cual se autoriza la fundación de un banco de emisión, giro y descuento.	Se autoriza al gobierno para contratar con un sindicato nacional la fundación de un banco de emisión, giro y descuento. Las funciones serán las siguientes: - El desarrollo del crédito nacional y particular. - La regularización del medio circulante y de los cambios exteriores. - La emisión de billetes bancarios. - La conversión del papel moneda. El banco queda autorizado para adquirir otros bancos, por compra o por contrato cuyas operaciones sean semejantes a las suyas. Dichas entidades entrarán a formar parte del banco tal como lo determine la Asamblea General de Accionistas.	La dirección suprema del banco estará a cargo de la Asamblea General de Accionistas. La administración será ejercida por: - Un *Cuerpo Consultivo,* el cual estará formado por la Junta Directiva y los representantes de los bancos accionistas, a razón de un representante por cada banco que posea mil o más acciones. - Una *Junta Directiva* formada por el director gerente y cuatro directores del Banco. - Un *gerente general.* El *director gerente* y tres directores, son sus respectivos suplentes serán nombrados por la Asamblea General; el otro director con suplente es nombrado por el Presidente de la República, de terna presentada a él por la Cámara de Comercio. Si la entidad extranjera llegare a poseer la cuarta parte de las acciones del Banco, tendrá derecho a elegir uno de los tres directores del Banco. El banco tendrá un revisor con un suplente nombrado por la Asamblea General. Los estatutos del banco determinarán la duración del período para cada funcionario, quienes podrán ser reelegidos indefinidamente.	El banco podrá ejecutar las siguientes operaciones: - Emitir billetes bancarios. - Comprar o descontar letras de cambio y documentos comerciales, garantizados por dos firmas, pagaderos en un plazo no mayor de 180 días. - Recibir en cuenta corriente depósitos del gobierno, de los bancos y de los particulares. - Cubrir los giros que se le hagan al banco sobre tales depósitos. - Vender letras y cheques propios contra cualquier plaza del país o del exterior. - Cobrar en comisión los giros que le sean remitidos a tal efecto. - Negociar en barras de oro y plata. - Hacer préstamos sobre depósitos de oro y plata en barras. - Recibir y custodiar metales preciosos, joyas y toda clase de documentos. - Prestar dinero a interés, con plazo no mayor de 6 meses y con garantía personal o sobre prendas de valores fácilmente realizables. - Desempeñar comisiones financieras o comerciales que le encomiende el gobierno nacional.

(Continúa...)

(Viene...)

Composición del capital	Emisión de billetes	Operaciones de crédito	Tasas de descueto e interés
El capital del banco será de $4 millones, repartidos en cuarenta mil acciones de $100 cada una. En el momento que el banco inicie operaciones, el capital deberá estar totalmente suscrito y haberse pagado la mitad. El 50% restante deberá ser cubierto por los accionistas en la forma que determinen los estatutos. Se podrá aumentar en la forma que lo determine la Asamblea General por la mayoría absoluta de votos. Se dará preferencia a los accionistas del Banco en proporción a las acciones que cada uno posea. La forma de constitución del capital, será la siguiente: - Las dos terceras partes por suscripción popular: bancos, compañías, personas particulares del país, y por una entidad extranjera. - La tercera parte de las acciones el gobierno nacional. Si la cuarta parte de las acciones recae sobre la entidad extranjera, ella podrá nombrar el director del banco, el cual podrá ser de origen extranjero.	El banco podrá emitir billetes de banco, los cuales serán cambiables a su presentación por oro acuñado. Gozará del derecho de emisión por espacio de veinte (20) años. Los billetes que emita el Banco no tendrán curso forzoso, pero serán recibidos por el gobierno nacional en pago de deudas, contribuciones, rentas y emprésitos públicos. Los valores de los billetes serán de $1 a $100, en las proporciones que la Junta Directiva del Banco determine. El límite de las emisiones del banco será de $30 millones. El banco podrá sobrepasar este límite, con la debida aprobación del gobierno, y estará igualmente respaldado por el banco.	El banco otorgará crédito a los bancos accionistas que participen por lo menos con mil (1000) acciones cada uno.	El banco cobrará un interés del 6% anual sobre los préstamos a los bancos accionistas y el 4% anual sobre los nuevos préstamos que les haga. En caso de crisis el banco designará para sus imposiciones y descuentos una rata del 10% anual. Si tuviera que aumentar la tasa, el excedente formará parte del Fondo de Conversión.

(Continúa...)

(Viene...)

Redescuento	Encaje	Vigilancia	Impuesto sobre el derecho de emisión	Varios
Los bancos accionistas tendrán un redescuento equivalente al 50% de su suscripción. Los bancos accionistas tendrán, además, derecho a un nuevo préstamo, siempre que garanticen el 35% de cada préstamo en oro acuñado y el 65% restante por valores comerciales de fácil realización. La Junta Directiva se encargará de examinar la solvencia de los bancos accionistas y de limitar el monto de los préstamos.	Como respaldo de los depósitos a la orden y en cuenta corriente el Banco mantendrá en sus cajas el 30% del importe de los mismos. Como garantía de las emisiones, el banco mantendrá en caja permanentemente el 35% del monto de los billetes que tenga en circulación y el 65% restante estará garantizado en bienes comerciales de fácil realización.	El gobierno nombrará a un inspector de la circulación para que vigile las operaciones del banco, especialmente los descuentos, la conversión del papel moneda y la emisión de billetes. El banco podrá ser agente fiscal del gobierno si éste solicita su intervención para las operaciones de Tesorería.	El banco pagará al gobierno por el derecho de emisión el 1% anual, por semestres vencidos sobre el promedio de los billetes que haya tenido en circulación; como impuesto extraordinario del banco deberá pagar el 5% sobre el exceso de emisión (si llega a pasar de $30 millones).	En los estatutos del banco se adoptarán las disposiciones siguientes: - Acordar los votos en la Asamblea General para que cada acción represente un voto, hasta cien acciones, y de allí en adelante cada cien acciones representen un voto. - Obligar al banco a emitir los títulos de sus acciones en cuanto hayan sido pagados totalmente. Además existen algunas prohibiciones: - La prohibición de que sean gerentes del banco los gerentes de otros bancos. - La prohibición para el banco de adquirir sus propias acciones, negociar con ellas o recibirlas en garantía. - La prohibición para el banco de entrar en operaciones industriales y de adquirir bienes raíces. - La prohibición de descontar obligaciones hipotecarias cuyo plazo sea mayor de 180 días, y de hacer operaciones con garantía de fincas raíces. - La prohibición de disminuir las existencias en caja del Banco. El banco se obliga a prestar gratuitamente al gobierno sus servicios para la amortización del papel moneda. Ingresarán al banco con el nombre de Fondo Nacional de Conversión, las cantidades siguientes: - El ingreso de lo que haya en poder de la Junta de Conversión al fundarse el banco, incluida su deuda con el gobierno. - El producto de los bienes y rentas destinado a la conversión del papel moneda. - El impuesto sobre el derecho de emisión, 1% anual. - El banco convertirá en papel moneda las sumas que ingresen al fondo nacional y mensualmente enviará las existencias de dicho fondo al Ministro del Tesoro para su incineración. La Junta de Conversión quedará insubsistente en cuanto traspase sus funciones y caudales al banco y el Fondo Nacional inicie sus operaciones.

Autor: Félix Salazar. **Presentado a:** Cámara de Representantes, el día 6 de agosto de 1919. ***Anales de la Cámara:*** No. 15, del 28 de agosto de 1919.

Cuadro 7 D. Proyecto de organización bancaria

Proyecto	Denominaciones	Administración	Composición del cpaital	Emisión de billetes
Proyecto de Ley que ordena contratar la fundación de un banco nacional de emisión.	El gobierno procederá a contratar con un sindicato, formado por dos o más entidades de crédito, la fundación de un banco nacional de emisión, giro y descuento. Las entidades de crédito convienen en asociarse para fundar el banco. El Banco se denominará banco de la Nación de Colombia.	La dirección y manejo del banco estará a cargo de: - Una *Asamblea General de Accionistas* que se compondrá de tantos miembros cuantos sean los accionistas del banco. Se reunirá como y cuando los estatutos lo determinen. - Una *Junta Directiva* que se compondrá de siete miembros, elegidos de su seno por la Asamblea General de Accionistas por mayoría absoluta de votos. - Un *gerente*, elegido por la Asamblea General por mayoría de votos. Todos estos funcionarios se elegirán para un periodo de dos años y podrán ser reelegidos indefinidamente.	El capital del banco será de $5 millones, repartidos en cinco mil acciones, de a mil pesos cada una. El 25% del capital se cubrirá antes que el banco inicie operaciones. El 75% restante, cuando lo determine la Junta Directiva. Podrán ser accionistas del banco, además de las entidades de crédito, lo bancos nacionales que suscriban por lo menos cien acciones cada uno. Las nuevas suscripciones serán aprobadas por la Junta Directiva.	El banco tendrá la facultad de emitir billetes de banco, por el término de treinta años, a partir de la fecha de su fundación. El plazo podrá ser prorrogado con la debida autorización del Congreso Nacional. El banco estará obligado a cambiar a su presentación los billetes que emita por oro acuñado. Los billetes que emita el banco no tendrán curso forzoso, pero serán recibidos por el gobierno nacional en pago de deudas, contribuciones, rentas y emprésitos públicos. El banco, de acuerdo con el gobierno, fijará la forma y la leyenda de los billetes, así como las condiciones para el cambio e incineración de los mismos. Los billetes que emita el banco serán de $1 a $100, en las proporciones que la Junta Directiva determine. El límite de las emisiones será de $100 millones. El Banco podrá sobrepasar dicho límite con la debida autorización del gobierno.

(Continúa...)

(Viene...)

Tasas de descuento de interés	Redescuento	Encaje	Vigilancia	Varios
La Junta Directiva fijará el tipo de descuentos y préstamos de manera que nunca haya una diferencia de más del 3% entre el tipo de interés que la Junta cobre a un banco accionista y el que éste tenga señalado para sus préstamos y descuentos. Los tipos fijados podrán variarse por la Junta Directiva dentro de un límite del 10%. En caso de aumentar, ya sea debido a una crisis monetaria y de acuerdo con el gobierno, el excedente ingresará a los Fondos de Conversión del papel moneda.	El banco podrá dar en préstamo o descontar a sus accionistas, documentos a término no mayor de tres meses, garantizados por pagarés endosados, cuyo término de vencimiento no pase de noventa días, o con efectos de comercio de fácil realización. Los accionistas del banco tendrán derecho a un nuevo préstamo siempre que garanticen el 35% con depósitos en oro acuñado y el 65% con documentos debidamente autorizados por la Junta Directiva del banco.	El banco mantendrá en caja por lo menos el 35% de los depósitos a la vista que se le hagan. El banco, además, mantendrá en caja permanentemente en oro acuñado, el 35% de los billetes que tenga en circulación. El 65% estará respaldado por documentos debidamente endosados o valores de efecto comercial de fácil realización, aprobados por la Junta Directiva.	El Banco de la Nación de Colombia será supervigilado por el gobierno.	El banco tendrá los impedimentos siguientes: - No podrá ninguna persona ni entidad poseer más de la quinta parte de las acciones. - No podrá ningún accionista representar en la Asamblea General más de la tercera parte de los votos que estén representados. - No podrán ser gerentes del banco los gerentes de otros bancos. - No podrá el banco ejecutar operaciones industriales o comerciales que no correspondan a los fines de la institución, ni adquirir bienes raíces innecesarios. - No podrá descontar obligaciones hipotecarias, ni hacer operaciones con garantía de fincas raíces. - Si las existencias de caja del banco llegaran a disminuir, el ministro del tesoro exigirá elevar su porcentaje y puede imponer al Banco multas para que cumpla dicha exigencia. - De las utilidades líquidas del banco, el 25% ingresará al Fondo de Reserva; el 5% para Fondos de Previsión y un interés del 10% anual para pagar al capital. El excedente, se repartirá de la manera siguiente: un 75% para el gobierno, y el 25% para los accionistas. Del porcentaje que corresponde al gobierno, ingresará el 50% al Fondo de Conversión o respaldo del billete nacional. Establecido el banco, el gobierno celebrará con él un contrato por el cual aquella entidad asumirá las atribuciones y obligaciones de la Junta de Conversión, la cual quedará insubsistente.

Autor: Víctor M. Salazar; Ignacio Moreno; Enrique Olaya Herrera; Lucas Caballero y Roberto Becerra Delgado.
Presentado a: Cámara de Representantes, el día 1º. de septiembre de 1920.
Anales de la Cámara: No. 40, del 9 de septiembre de 1920.
Simultáneamente, fue presentado un proyecto de ley igual ante el Senado de la República, por: Nemesio Camacho, J.M. Phillips y Félix Salazar J., con fecha de 28 de agosto de 1920.

Cuadro 7 E. Proyecto de organización bancaria

Proyecto	Denominaciones	Administración	Composición del capital	Emisión de billetes
Proyecto de Ley por la cual se autoriza al gobierno para contratar la fundación de un banco de emisión.	El gobierno contratará con los bancos establecidos en el país la fundación de un banco nacional de emisión, giro y descuento. El banco se denominará Unión Bancaria.	La dirección y manejo del banco estarán a cargo de: - Una Asamblea General de Accionistas que se compondrá de tantos miembros cuantos sean los accionistas del banco. Se reunirá como y cuando lo de terminen los estatutos. - Una Junta Directiva compuesta por seis miembros, elegidos de su seno por la Asamblea General de Accionistas, por mayoría absoluta de votos, y del ministro del tesoro, por derecho propio. - Un gerente elegido por el gobierno de una terna presentada por la Asamblea General de Accionistas. Estos funcionarios se elegirán cada dos años y podrán reelegirse indefinidamente.	El capital de la Unión Bancaria será de $3 millones. Para que el banco pueda dar comienzo a sus operaciones, la mitad del capital deberá pagarse; la otra mitad dentro del término de 3 años. Dentro de los 5 primeros años, el capital deberá ser elevado a $5 millones. Una vez suscrita esta cantidad, el capital del banco podrá aumentarse en la cuantía que acuerde la Asamblea General de Accionistas. Además de los socios fundadores, tendrán derecho a ser accionistas de la Unión Bancaria los bancos legalmente establecidos.	El banco tendrá la facultad de emitir billetes de banco, convertibles a su presentación por oro acuñado. Estará obligado a cambiar a su presentación por oro acuñado los billetes que emita. Los billetes que emita la Unión Bancaria son de aceptación voluntaria y en ningún caso forzosa en operaciones comerciales o en obligaciones civiles. Los billetes se pagarán a su presentación. Los billetes que emita la Unión Bancaria quedarán garantizados con su capital, reservas y fondos de previsión, sin limitación alguna, de preferencia a cualquier otra deuda. Tales billetes podrán ser recibidos por el gobierno nacional en pago de deudas, contribuciones, rentas y emprésitos públicos. Quedarán asimilados a moneda legal colombiana. El banco, de acuerdo con el gobierno, fijará la forma y la leyenda de los billetes, así como las condiciones para el cambio o incineración de los mismos. Los valores de los billetes serán de $1 a $100, en las proporciones que determine la Junta Directiva. El límite de las emisiones será de $20 millones; se podrá aumentar hasta en $10 millones más, por circunstancias extraordinarias, siempre que obtenga para ello la autorización del gobierno. El banco podrá hacer cualquier aumento de la emisión de billetes siempre y cuando sea autorizado por el gobierno. Toda emisión debe estar respaldada por el encaje metálico del banco. La facultad de emitir billetes, en ningún caso implica privilegio exclusivo del banco, ni coarta ni limita el derecho de la nación para fundar un Banco de Estado con facultad de emitir billetes bancarios.

(Continúa...)

(Viene...)

Tasas de descuento e interés	Redescuento	Encaje	Vigilancia	Varios
La Junta Directiva fijará el tipo de descuento y préstamos que la Unión Bancaria cobrará a un banco accionista y el que éste tenga señalado para sus préstamos y descuentos, de manera que nunca haya una diferencia del 3% del tipo de interés fijado. La Junta podrá variar los tipos fijados, sin sobrepasar dentro de un límite del 6% anual máximo. En caso de crisis monetaria y de acuerdo con el gobierno se elevarán esos tipos y su excedente ingresará a los fondos de conversión del papel moneda.	El Banco dará en préstamo o descontará a sus accionistas y al gobierno, documentos a término no mayor de 3 meses, siempre que se garanticen con documentos endosados y de doble firma, cuyo vencimiento no pase de 90 días, o con efectos de comercio de fácil realización, siempre que al hacer dichos préstamos o descuentos con sus propios billetes queden garantizados con el encaje metálico del banco. La Unión Bancaria podrá hacer al Gobierno nacional préstamos y descuentos a un término no mayor de 6 meses, garantizados en un 35% en oro o billetes nacionales representativos de oro; el 65% restante con documentos o valores debidamente aprobados por la Junta Directiva	El banco mantendrá en caja permanentemente en oro acuñado el 35% de los billetes que tenga en circulación; el 65% estará garantizado en documentos o valores debidamente endosados, o con efectos de comercio de fácil realización. Este encaje deberá ser un depósito especial, destinado exclusivamente a servir de respaldo a la emisión, independiente en un todo de las sumas o cantidades, que el banco debe tener para el servicio de sus cuentas corrientes, depósitos, fondos de reservas, etc.	El banco será super vigilado por el gobierno, por conducto del ministro del tesoro y de un inspector nombrado por aquél, de terna presentada por la Cámara de Comercio de Bogotá. Tanto el ministro del tesoro como el inspector que se nombre tienen derecho a imponerse de todas las operaciones del banco y del estado de sus negocios. El ministro del tesoro será miembro nato de la Junta Directiva de la Unión Bancaria.	En los estatutos de la Unión Bancaria se adoptarán las siguientes disposiciones: - Ninguna persona o entidad podrá poseer más de la quinta perta de las acciones del banco. - Ningún accionista poseerá más de la tercera parte de los votos en una Asamblea General. - Ningún gerente en ejercicio de un banco del país podrá ser gerente de la Unión Bancaria. - La prohibición para el banco de entrar en operaciones industriales o comerciales que no corresponden a los fines de la institución y de adquirir bienes raíces que no sean los necesarios para sus oficinas. - La prohibición de descontar obligaciones hipotecarias y de hacer operaciones con garantía de fincas raíces. Si las existencias en caja del banco bajan los límites señalados, el gobierno impondrá multas y exigirá de inmediato su aumento. De las utilidades líquidas del banco se dará a los accionistas el 10% anual sobre el capital pagado. El excedente se repartirá así: el 50% para el fondo de reserva y el 50% para el gobierno nacional. Cuando el fondo de reserva cubra el 50% del capital pagado, la distribución será: del 25% para la Unión Bancaria y el 75% restante para el gobierno nacional. De las utilidades que al gobierno corresponden, ingresará el 50% al fondo de conversión o respaldo del billete nacional.

Adoptado en tercer debate por el Senado de la República, el día 4 de noviembre de 1920.
Anales del Senado: No. 89, del 9 de noviembre de 1920.

Cuadro 7 F. Proyectos de organización bancaria

Proyecto	Denominacion	Administración	Funciones	Composición del cpaital	Emisión de billetes
Proyecto de Ley por la cual se autoriza la contratación de un empréstito y la fundación de un banco de emisión.	El gobierno gestionará la consecución de un empréstito hasta de $50 millones destinados a la fundación de un banco de emisión, con entidades nacionales o extranjeras de carácter particular. Si no fuera posible obtener el empréstito autorizado, se destinarán a la fundación del banco los recursos extraordinarios destinados a desarrollar las operaciones de crédito y las obras de fomento y con base también en las unidades libres de las Aduanas de la República. Con los recursos aludidos o con el empréstito procederá el gobierno a contratar, con entidades de crédito domiciliadas en Colombia, la fundación de un banco de emisión, giro y descuento, del cual será accionista el Estado con la totalidad de los recursos que a esta ley alude. El banco se denominará Banco Colombiano	La dirección y manejo del Banco Colombiano estarán a cargo de: - Una Asamblea General de Accionistas, la cual estará representada por los ministros de hacienda y del tesoro, o por quien haga sus veces. - Una Junta Directiva que se compondrá de 7 miembros principales y 7 suplentes. Dos de sus miembros serán nombrados por el gobierno y los demás por la Asamblea General de Accionistas.	El Banco Colombiano podrá celebrar con el Gobierno Nacional operaciones bancarias para financiar la ejecución de obras públicas, recibiendo el producto de estas obras como garantía y como amortización, e interviniendo en la administración de las mismas obras. El banco podrá ser depositario de los fondos del Estado y servir de intermediario o agente suyo para las operaciones y servicios fiscales.	El capital del Banco Colombiano será de $30 millones, repartidos en acciones de $100 cada una. El capital podrá aumentarse en la forma que lo determine la Asamblea General de Accionistas. Cualquier persona natural o jurídica podrá ser accionista del Banco. Las acciones del Banco serán nominativas y no podrán venderse a gobiernos extranjeros.	El Banco tendrá la facultad delegada de emitir billetes de banco, convertibles a su presentación por oro acuñado, por el término de 25 años a partir de la fecha de su fundación. El Congreso Nacional podrá prorrogar esta facultad. La emisión de billetes será paulatina. La primera emisión será de $30 millones, aumentándose después a $180, con la debida autorización de la Asamblea General de Accionistas. El Banco cambiará sus billetes por oro acuñado a su presentación. Los billetes que emita el Banco no tendrán curso forzoso, pero podrán ser recibidos por los tesoros públicos en pago de las deudas, de las contribuciones, de las rentas y de los empréstitos públicos. La forma, la leyenda, el valor y las condiciones en que deban verificarse el cambio y la incineración de los billetes se convendrán entre el gobierno y el banco por acuerdo especial. Los billetes que el Banco Colombiano emita quedarán garantizados con su capital, reservas y fondo de previsión, sin limitación alguna, de preferencia a cualquier otra deuda.

(Continúa...)

(Viene...)

Operaciones de crédito	Tasa de descuento e interés	Redescuento	Encaje	Varios
El banco podrá hacer préstamos y descontar obligaciones únicamente al gobierno nacional y a los otros bancos. Las obligaciones otorgadas a favor del Banco Colombiano serán siempre por oro acuñado. A las entidades de derecho público, el banco podrá hacerles anticipos sobre rentas, préstamos garantizados con rentas o bienes públicos, o documentos de crédito público.	Si la nación necesitase descontar rentas o valores para obtener fondos que sirvan de base a la contratación del empréstito, las ratas de interés, de descuento o de amortización que otorgue en tales operaciones no serán mayores del 2% de las sumas que a ella se carguen en los préstamos que se le hagan. Los bancos particulares que contraten empréstitos con el Banco Colombiano en relación con la emisión de billetes, no podrán hacer sus imposiciones o descuentos mayores al 2% sobre el tipo de interés o descuento que les cobre el banco.	El Banco Colombiano podrá hacer préstamos al gobierno y a los demás bancos siempre que garanticen el 35% en oro acuñado. El 65% restante que será gravado con interés, estará garantizado con valores a satisfacción de la Junta Directiva. En los préstamos al gobierno, en vesz de la garantía en oro se erigiría la pignoración de una renta nacional o de las utilidades que les correspondan en el Banco Colombiano. Las garantías en rentas o bienes, que reciba el banco por sus préstamos a las entidades de derecho público no podrán aceptarse en más de un 80% de su valor comercial. En caso de descontar carteras bancarias, deben ser documentos garantizados con pagarés, no mayores a 6 meses y debidamente aprobados por la Junta Directiva.	Ninguna emisión de billetes podrá hacerse sin que esté respaldada por un encaje metálico en oro, equivalente a la tercera parte de la emisión. La misma proporción deberá conservar para respaldar los billetes que tenga el Banco en circulación. En caso de que el encaje llegase a bajar el gobierno, por medio de sus agentes, hará que el banco eleve su encaje o recoja la parte excedente de la emisión circulante. El banco dará comienzo a sus operaciones cuando tenga un encaje de $5 millones de oro acuñado.	Las utilidades líquidas del Banco Colombiano se distribuirán semestralmente así: Un 10% para el Fondo de Reserva, hasta la formación de un fondo igual al capital del banco. Un 5% para el Fondo de Previsión. El 80% restante se repartirá como dividendo así: Un 10% al capital pagado. Del 60% restante, un 50% se destinará al Fondo de Conversión del billete nacional, por un lado, y por el otro, el 50% restante, se distribuirá por apartes iguales, entre el Estado y el Banco Colombiano.

Autor: Eugenio José Gómez P.
Presentado a: Cámara de Representantes, el día 26 de enero de 1922.
Anales de la Cámara: No. 149, del 28 de enero de 1922.

Cuadro 7 G. Proyectos de organización bancaria

Proyecto	Denominacion	Administración	Composición del capital	Funciones	Emisión de billetes
Proyecto de Ley por el cual se autoriza al gobierno para contratar la fundación de un banco nacional de emisión, giro y descuento.	Se autoriza al gobierno para contratar con diez o más de los bancos establecidos legalmente en el país la fundación de un banco nacional de emisión, giro y descuento. El banco se denominará: Banco de la Nación de Colombia.	La dirección y manejo del banco estarán a cargo de la Asamblea General de Accionistas, de una Junta Directiva y un gerente, cuyas atribuciones determinarán los estatutos. Los directores y gerentes deberán ser colombianos.	El capital autorizado del banco será de $5 millones, del cual el 20% será suscrito y pagado antes de iniciar operaciones. El 80% restante deberá ser aportado de acuerdo con las disposiciones de la Junta Directiva. Sólo se admitirá en pago de las acciones, oro acuñado. Los socios fundadores participarán con el 15% del capital pagado y sus reservas. Los particulares y entidades comerciales tendrán derecho a ser accionistas del banco si suscriben acciones por un valor mínimo de $5 mil, cada una. El capital podrá aumentarse en la cuantía que acuerde la Asamblea General de Accionistas. Cada vez que uno o varios bancos establecidos legalmente en el país deseen ingresar al banco como accionistas, deberán hacerlo con el 15% de su capital pagado y sus reservas, siempre que el total de las solicitudes no baje de $50.000. Cada acción dará derecho a un voto en las deliberaciones de la Asamblea hasta el límite de cien; de este número en adelante cada grupo o fracción de cien solo dará derecho a un voto. En ningún caso un accionista podrá tener derecho a más de la quinta parte de los votos en la Asamblea. Sólo los accionistas colombianos tendrán derecho a voz y voto.	El banco tendrá las siguientes funciones: - Descontar documentos a los bancos accionistas. - Hacer préstamos al Estado y a los bancos accionistas. - Aceptar depósitos en cuenta corriente de las entidades oficiales, los bancos accionistas y los jueces y tribunales. - Ser depositario de los fondos del Estado y servir de intermediario o agente suyo para las operaciones y servicios fiscales. - Administrar los bienes y rentas nacionales, departamentales y municipales de acuerdo con los contratos que al respecto celebre con las respectivas entidades.	El banco tendrá la facultad de emitir billetes de banco, por el término de 25 años, convertibles a su presentación por oro acuñado, a partir de la fecha de su fundación. El plazo podrá ser prorrogado por el Congreso. Los billetes que emita el banco: - Serán convertibles a la vista. - Serán recibidos por el gobierno en todos los pagos que a cualquier título deban hacérseles. No tendrán curso forzoso. - Quedarán garantizados con su capital, reservas y fondo de previsión, sin limitación alguna, de preferencia a cualquier otra deuda. - Quedarán asimilados a moneda legal colombiana.

(Continúa...)

(Viene...)

Tasa de descuento e interés	Redescuento	Encaje	Vigilancia	Varios
La Junta Directiva fijará el tipo de interés para los préstamos y descuentos. Cuando este tipo exceda del 10% anual, el excedente ingresará al fondo de conversión del papel moneda.	El banco podrá hacer préstamos a los bancos accionistas y al Estado con plazo no mayor de 6 meses, siempre que sean garantizados en un 35% de su valor con oro acuñado; el 65% restante, que será gravado con intereses, con valores a satisfacción de la Junta Directiva. El banco podrá descontar a los bancos accionistas documentos privados o efectos de comercio representativos de oro acuñado, con la responsabilidad solidaria de dos o más personas y la del banco que solicita el descuento. El término de vencimiento no podrá pasar de 90 días. Estos descuentos no los podrá hacer el Banco a cada banco accionista por una suma mayor del 50% del valor del capital pagado y las reservas del banco que solicita el descuento. El banco podrá hacer también préstamos a individuos o entidades accionistas o no, con garantía de oro en barras destinadas a la acuñación hasta por un 90% de su valor líquido.	El banco no podrá aceptar depósitos en cuenta corriente o a la orden, sino los que le hagan las entidades oficiales, los bancos accionistas, salvo aquellos depósitos que tengan por objeto servir de garantía a favor de individuos o entidades. El banco mantendrá en caja el 35% de los depósitos a la vista que le hagan. El banco mantendrá en caja permanentemente, en oro acuñado, el 35% del monto de los billetes que tenga en circulación. El 65% restante estará garantizado con billetes nacionales u otras monedas, documentos o valores debidamente autorizados y aprobados por la Junta Directiva del Banco.	El Banco será supervigilado por el gobierno, y de acuerdo con la Constitución y las leyes.	De las utilidades líquidas del banco se tomará la suma necesaria para dar a los accionistas, como dividendo, u interés del 10% anual sobre el capital pagado. El excedente se repartirá así: El 50% para el fondo de reserva y previsión del banco; el 50% restante para el Estado. Cuando el fondo de reserva sea igual al capital pagado, la distribución del excedente se modificará, así: El 25% para el banco y el 75% para el Estado. Las utilidades que al Estado correspondan serán entregadas directamente por el banco a la Junta de Conversión, para aumentar el respaldo de los billetes nacionales. En los estatutos del banco se adoptarán las medidas siguientes: - No podrá poseer ningún individuo o entidad la quinta parte de las acciones en que se divide el capital social. - No podrán adquirir bienes raíces que no sean los necesarios para sus oficinas, salvo los que reciban en forma de pago. - No podrán descontar obligaciones hipotecarias, ni obligaciones de fincas raíces, pero podrá aceptarlas para asegurar sus créditos. - No podrá recibir como caución o garantía sus propias acciones, ni adquirirlas en propiedad. - No podrá bajar las existencias en caja, de los límites (ver columna de Encaje), salvo, previa autorización del gobierno.

La conferencia de banqueros formuló el anterior proyecto de emisión bancaria, presentado a la consideración del poder legislativo por el senador Félix Salazar J., el día 21 de septiembre de 1921.
Diario Oficial: No. 56 del 7 de octubre de 1921.

Cuadro 8. Ley 25 de 1923. Orgánica del Banco de la República

Definición y generalidades	Organización	Negocios del Banco de la República
Se autoriza al gobierno para fundar un banco de emisión, giro, depósito y descuento (Art.1º.), cuya duración será de veinte años a partir del registro de la escritura social prorrogable a petición del banco, mediante resolución del gobierno aprobada por el Congreso (Art. 2º). Se denominará Banco de la República y su domicilio será en Bogotá con sucursales en las capitales de departamento a donde la junta directiva lo decida (Art. 3). La escritura de organización del Banco de la República y los referentes a incrementos del capital, no causarán impuestos (Art. 35). La Ley regirá a partir de su sanción con excepción del encaje legal el cual tendrá vigor sólo a partir de la iniciación de operaciones del banco. Sin embargo, la norma del encaje no demorará el inicio de su vigencia más de cuatro meses. Los bancos quedarán obligados a observar un encaje del 40 por ciento sobre los depósitos a la vista, y del 15% sobre los depósitos a término (Art. 36). El banco "comprará, conservará y traspasará bienes raíces únicamente si: 1) le están destinados a su acomodo para el trámite de sus negocios; 2) le han sido hipotecados como garantía adicional de deudas; 3) le han sido traspasados como pagos de deudas originadas en sus negocios; 4) habiéndole sido hipotecadas deba adquirirlos en subasta pública. Estos últimos bienes no podrán conservarse por más de dos años (Art. 15)". El Banco de la República actuará como oficina de compensación de los bancos accionistas en Bogotá y en otras ciudades donde tenga sucursales (Art. 13).	**Capital Inicial:** El monto será de $10.000.000 oro expresado en acciones nominativas de $100 oro cada una no enajenables a gobiernos extranjeros. El 60% de las acciones suscritas deberá estar cancelado al inicio de las operaciones del banco. El 40% restante se cancelará por mitades iguales cuatro y ocho meses después. Sin embargo, y de acuerdo con las necesidades del banco, el plazo de la primera mitad podrá reducirse a dos meses y aumentarse a 6, y el de la segunda mitad disminuirse a 6 o extenderse a más de ocho (Art. 4). **Composición del capital accionario:** **Acciones clase A.** Participación del gobierno por la mitad del capital inicial. No serán objeto de transacción ni de gravamen sin la aprobación del Congreso. **Acciones clase B.** Abiertas a los bancos nacionales que efectúen operaciones bancarias de comercio incluyendo los bancos hipotecarios con secciones comerciales. Tales entidades podrán suscribir acciones de la clase B por un valor igual al 15%, taxativamente de su capital pagado y reservas. Los hipotecarios realizarán el cómputo únicamente sobre el capital y las reservas de la sección comercial o sobre el capital y las reservas del banco, la proporción existente entre el activo de dicha sección y el total del banco. De las dos cantidades se elegiría la mayor. **Acciones clase C.** Para los bancos extranjeros con negocios bancarios comerciales en Colombia. La adquisición se efectuará exclusivamente sobre el 15% del capital; y reservas destinadas a operaciones en Colombia. Las acciones clase B o C no se constituirán en garantía de préstamo. **Acciones clase D.** Ofrecidas al público en general (Art. 4). **Bancos accionistas:** Las entidades bancarias comerciales, nacionales y extranjeras, y las secciones comerciales de los bancos hipotecarios poseedoras de acciones de las clases B o C (Art. 4). **Junta directiva del Banco de la República:** Las acciones clase A no otorgarán voto. Empero, el gobierno podrá nombrar tres miembros de la Junta. Si las acciones del gobierno se reducen a una	**Préstamos y descuentos:** El banco quedará autorizado para otorgar préstamos y descuentos respetando las siguientes restricciones: 1) no podrá prestar, descontar o invertir sobre documentos, bonos o letras de cambio cuyo término de vencimiento supere los noventa días desde la vista o desde la fecha de la compra del descuento o del préstamo; 2) el término de vencimiento podrá ser hasta de seis meses para los documentos plenamente avalados con productos agrícolas o ganados. Pero por ningún motivo el banco podrá poseer estos últimos documentos en una cifra que supere a la tercera parte de su capital pagado y de sus reservas; 3) El banco no podrá negociar sobre los documentos que ofrezcan las siguientes características: a) los que incluyan menos de dos firmas responsables considerando en ellas la del banco que hace el redescuento (sin embargo, una de las firmas no bancarias puede reemplazarse por seguridades adicionales, que confieran al banco el control sobre productos existentes, transporte o venta cuyo precio de mercado exceda por lo menos en un veinticinco por ciento el valor del préstamo); b) los documentos cuyo valor provenga o está destinado a operaciones de especulación; c) los documentos cuyo valor provenga o vaya a ser empleado en inversiones permanentes; d) los bonos y otras obligaciones gubernamentales por un valor superior al treinta por ciento del capital pagado y reservas del banco; sin embargo, con anterioridad al 30 de junio de 1929 el banco podrá franquear este límite hasta abarcar el todo o la parte que posea el banco de la suma representada por tres millones doscientos diez y seis mil pesos en cédulas de Tesorería del diez por ciento del capital pagado y de las reservas del banco; e) sus propias acciones o los documentos asegurados por ellas o por los billetes del banco; f) las acciones de compañías industriales, mineras, comerciales, de transporte o agrícolas, o documentos respaldados por tales acciones; 4) Por ningún motivo el

(Continúa...)

(Viene...)

Definición y generalidades	Organización	Negocios del Banco de la República
Se deroga el Art. 17 de la Ley 51 de 1918 según el cuál "las instituciones de crédito conservarán en moneda legal en sus cajas un veinticinco por ciento, por lo menos, del importe de sus depósitos disponibles" (Art. 20) Se derogan los artículos 5º., 6º., 7º. y 13 de la Ley 69 de 1909. Quedan igualmente derogadas las leyes 30 y 117 de 1922 y todas las disposiciones legales contrarias a esta Ley (Art. 30).	cifra entre dos y menos de cuatro millones de pesos su representación en la junta se disminuirá a la mitad. Si las acciones caen por debajo de los dos millones la representación será sólo de un miembro. De todos modos, el gobierno tendrá al menos un representante en la Junta. Las acciones clase B, escogerán por absoluta mayoría de votos, uno por cada acción, cuatro miembros de la Junta: dos banqueros y dos hombres de negocios, agricultores o profesionales. Así mismo, por mayoría absoluta de votos, uno por cada acción, los poseedores de acciones de la clase C escogerán dos miembros de la Junta: el uno banquero y el otro, hombre de negocios, agricultor o profesional. Las acciones clase D no dan el derecho al voto mientras su monto no sea por lo menos igual a quinientos mil pesos; satisfecha esta condición, sus poseedores podrán elegir, por mayoría absoluta de voto, uno por cada acción, un miembro de la junta. (Art. 4). El control del Banco reposará en la Junta Directiva (Art. 7). Los accionistas únicamente votarán para la elección anual (Art. 6) de los principales y suplentes de la Junta Directiva (Art. 7). Por cada director se elegirá un suplente (Art. 5). La Junta se compondrá en su mayoría de ciudadanos colombianos. La Junta elegirá el gerente con el voto favorable de por lo menos siete miembros, o de ocho miembros si la Junta se compone de diez miembros. La elección de los subgerentes requerirá como mínimo de un voto menos que la de los gerentes (Art. 8). La Junta designará los gerentes de sucursales quienes presidirán la Junta Directiva de la sucursal compuesta por cuatro miembros además del gerente: dos de ellos serán designados por la Junta debiendo ser el uno banquero y el otro hombre de negocios, profesional o agricultor. Un tercer miembro será escogido por los bancos accionistas del respectivo departamento, y el cuarto, por el gobierno nacional (Art. 9). Los cargos de gerente y subgerente no serán ejercidos por funcionarios públicos o por empleados de otro banco. Así mismo, se excluye el parentesco cercano entre los miembros de la junta y con el gerente o subgerente. Tampoco podrá ser aquellos socios colectivos o comanditarios de una misma firma social (Art. 8). Las preferencias ilegales otorgadas por un gerente, director o empleado a un acreedor sobre los demás acreedores del banco serán sancionadas penalmente (Art. 32). La ejecución de operaciones prohibidas en la ley por obra de los directores o el gerente será sancionada mediante la imposición de multas y la renovación de sus cargos (Art. 33).	banco concederá créditos flotantes ni giros en descubierto; 5) El banco podrá adquirir documentos de los bancos accionistas con una sola firma en la forma de letras de cambio giradas por éstos sobre bancos extranjeros cuyo vencimiento no pase de noventa días vista, y según el cupo señalado por la junta directiva (Art. 11). Los préstamos y descuentos a los bancos accionistas estarán sujetos a las condiciones enunciadas (Art. 13). El banco podrá recibir depósitos de los bancos accionistas y realizar con ellos operaciones sobre letras de cambio atendiendo a las limitaciones ya anotadas (Art. 13). **Tasas monetarias de descuento e interés** Queda a la discrecionalidad de la Junta Directiva del banco fijar las tasas de descuento de documentos admisibles ofrecidos por los bancos accionistas y por el público. La Junta puede determinar distintas tasas para diferentes clases de documentos. Sin embargo, ningún banco accionista podrá redescontar documentos en el Banco de la República si cobrase a sus clientes sobre documentos de la misma clase y del mismo plazo, tasas superiores al 3%, por encima de las que exige para sus redescuentos el Banco de la República (Art. 12). **Negocios con el público en general:** 1) Compra y venta de giros cablegráficos. 2) Compra y venta de oro amonedado o en barras. 3) Compra y venta o descuento de giros bancarios sobre el exterior y de letras de cambio extranjeras provenientes de operaciones de comercio internacional, siempre que su vencimiento no sobrepase los noventa días desde la vista o desde la fecha de la compra, venta o descuento. Los giros o letras estarán suscritos al menos por dos firmas respetables, o por una de ellas acompañada de documentos que aseguren al banco el control sobre productos de fácil comercialización.

(Continúa...)

(Viene...)

Definición y generalidades	Organización	Negocios del Banco de la República
	Se sancionará penalmente al gerente, directores o empleados que autoricen la emisión ilegal o clandestina de billetes, además de quedar obligados a recoger los billetes lanzados a circulación en esa forma (Art. 34). Para la organización inicial del banco se crea un Comité Ad hoc conformado por el ministro de hacienda, dos banqueros nacionales, un banquero extranjero y un hombre de negocios o profesional (Art. 10). **Utilidades y dividendos:** La destinación de las utilidades líquidas del banco será la siguiente: - El veinte por ciento se destinará al fondo de reserva hasta que su monto iguale a la mitad del capital autorizado del banco; posteriormente se acumulará el diez por ciento. - El cinco por ciento para recompensa y fondo de jubilación de los empleados. - El doce por ciento del saldo como dividendo para las acciones. - Del saldo restante, una tercera parte se convertirá en dividendos y las otras dos terceras partes se pagarán al gobierno como contribución por el derecho de emisión y otras concesiones al banco (Art. 25). Aquella contribución, así como los dividendos que se paguen al gobierno como accionista, y el impuesto de desencaje (Art. 18), se dedicarán inmediatamente al retiro de la circulación de los papeles del gobierno que circulan como moneda. Cumplido este propósito los valores citados engrosarán los fondos comunes del Tesoro. Sin embargo, el gobierno podrá disponer de dichos fondos para el retiro de la circulación de las especies metálicas de plata o de níquel cuando estas circulen excesivamente. (Art. 26).	4) Compra, venta y descuento de aceptaciones bancarias, letras de cambio o pagarés extendidos y pagaderos en Colombia cuyo plazo de vencimiento no supere los noventa días desde la vista o desde la fecha de la compra, la venta o el descuento y que provengan de la producción o comercialización de productos cuyo precio de mercado sea por lo menos igual al monto del anticipo. Dichos documentos estarán suscritos al menos por dos firmas acreditadas, o por una sola acompañada de documentos que confieran al Banco el control sobre productos de inmediata realización. 5) Recibir depósitos pagables a la vista. 6) Comprar, vender o aceptar como garantía de préstamos, bonos u otras obligaciones gubernamentales. (Art. 14).

(Continúa...)

Funciones de emisión y de convertilidad. Patrón oro

Exclusividad para la emisión de billetes de banco por veinte años. Los billetes serán emitidos por pesos oro, del peso y ley fijados por el Código Fiscal. La emisión se efectuará únicamente con los siguientes propósitos:

1) Para la compra de oro en barras o amonedado.

2) Para la compra y descuento de giros y letras de cambio sobre el exterior cuyo lapso de vencimiento no supere los noventa días a partir de la vista o de la fecha de la compra o descuento, que estén respaldados por dos firmas acreditadas, o por una sola, además de la el banco que solicita el redescuento, si se acompañan otros documentos que den al Banco el control sobre productos en proceso de embarque y cuyo valor sea equivalente al de la obligación. La emisión podrá realizarse también para la compra a los bancos accionistas de documentos con una sola firma en forma de letras giradas por dichos bancos a cargo de bancos en el exterior cuyo vencimiento no supere los noventa días, y hasta el monto señalado por la junta directiva.

3) Para el descuento y redescuento de documentos comerciales y agrícolas señalados en el artículo 11 de la ley. En ningún caso, el Banco emitirá billetes para la adquisición de tierras, edificios o hipotecas.

4) Para la adquisición y retiro de la circulación de una cantidad no mayor de tres millones doscientos diez y seis mil pesos en Cédulas de Tesorería de las emitidas en 1919 (Art. 16).

En caso de quiebra del Banco los billetes tendrán prelación sobre cualesquiera otras obligaciones. (Art. 16).

Los billetes del Banco carecerán de curso forzoso. Empero, se les considerará como moneda legal para todos los efectos penales y en las contribuciones o pagos de deudas a favor del Gobierno. (Art. 17).

Encaje legal del sistema bancario

El Banco de la República guardará un encaje en oro equivalente al sesenta por ciento del total de los billetes en circulación y los depósitos. De este fondo, una suma no superior a sus dos quintas partes podrá ser colocada en la forma de depósitos. De este fondo, una suma no superior a sus dos quintas partes podrá ser colocada en la forma de depósitos a la orden, pagaderos en oro, en bancos respetables de centros financieros del exterior. Igual encaje se requerirá para las Cédulas de Tesorería del dos por ciento.

Sanciones por desencaje:

1) Si el encaje se ubica entre los siguientes intervalos obligará al banco a pagar los correspondientes impuestos:

Encaje	Impuesto
60 - 56%	4%
56 - 54%	6%
54 - 52%	8%
52 - 50%	10%

El impuesto se pagará en cada caso sobre la deficiencia total por debajo del sesenta por ciento. Si el encaje disminuye por debajo del cincuenta por ciento, el banco pagará un impuesto adicional sobre la deficiencia total debajo del sesenta por ciento, el cual aumentará en un dos por ciento por cada uno por ciento de deficiencia debajo del cincuenta por ciento.

2) Las tasas de descuento o redescuento del banco no podrán ser menores del ocho por ciento por año cuando el banco haya incurrido en desencaje durante una semana o más. Con motivo de la aplicación de un impuesto por deficiencia del encaje, se agregará a las tasas de descuento y redescuento del banco una suma al menos igual a la mitad de la tasa de impuesto correspondiente a tal deficiencia. (Art. 18)

Los bancos distintos al de la República serán sancionados con una multa no mayor al 1% del promedio de deficiencia en los primeros diez días de duración de ella y no mayor al 2% del promedio de deficiencia en cada período posterior a diez días. (Art. 20).

El Banco de la República y el gobierno

La nación asumirá las siguientes obligaciones con el banco:

1) Lo autorizará para ejercer el libre comercio de oro.

2) Le permitirá acuñar el oro requerido para sus operaciones.

3) No emitirá papel moneda ni autorizará a otras instituciones para hacerlo.

4) Acatará las decisiones de la junta directiva acerca de futuras emisiones de monedas metálicas, diferentes a la del oro.

5) Aceptará los billetes del banco que la comunidad emplee para cancelar sus deudas con el Estado (Art. 21).

De otra parte, el banco se convertirá en el principal depositario de los fondos del gobierno, ya sean del Tesoro, Judiciales o de otras cajas dispuestas por las leyes. (Art. 22)

Se constituirá en agente fiscal del gobierno, (Art. 23), y protagonista para el retiro de la circulación de los papeles oficiales que circulan como moneda; en particular, el Gobierno emitirá y entregará al banco, en Cédulas de Tesorería del 10% que no circularán, una suma no mayor de tres millones doscientos diez y seis mil pesos, equivalente al saldo actual en circulación de las Cédulas de Tesorería del 2% de 1919. A su vez, el Banco cambiará a la vista y a la par, por sus billetes o por oro, las Cédulas de Tesorería circulantes que le sean presentadas. El Gobierno entregará al Banco, al iniciar éste sus operariones, los fondos que mantengan en su poder la Junta de Conversión y la Junta de Vigilancia para acudir al cambio y amortización de los Bonos del Tesoro emitidos en Virtud de la Ley 6 de 1922. Estos recursos deberán ser complementados con apropiación del Presupuesto de 1924.

(Continúa...)

(Viene...)

Funciones de emisión y de convertilidad. patrón oro	Encaje legal del sistema bancario	El Banco de la República y el gobierno
Los billetes del Banco gozarán de convertibilidad a la vista por oro; si alguna sucursal o agencia no reúne los fondos requeridos para el cambio, procederá a cambiar los billetes por cheques sobre la oficina principal. En esta última circunstancia, el interesado podrá optar por recibir oro a cambio de sus billetes dentro del término necesario para su transporte de la oficina principal a la sucursal, por recibir letras a la vista sobre Nueva York pagaderas en oro, por las cuales el Banco podrá exigir una firma que no exceda del costo de exportación del oro. Esta última modalidad de cambio se podrá generalizar en épocas de emergencia, con el voto afirmativo de seis miembros de la junta directiva. Pero, en general, si el Banco dejare de cumplir cualesquiera de estas obligaciones, será declarado en quiebra por suspensión de pagos. (Art. 19).	**Proporción y composición del encaje:** Los bancos distintos al Banco de la República mantendrán un encaje en moneda legal de por lo menos el cincuenta por ciento de su depósitos disponibles, y un encaje en moneda legal de por lo menos el cincuenta por ciento de sus depósitos disponibles, y un encaje no menor al veinte por ciento de sus depósitos a término, es decir, aquellos que sean pagaderos a más de treinta días. Sin embargo, los bancos accionistas del Banco de la República únicamente estarán obligados a mantener la mitad del encaje mencionado. (Art. 20). Constituirán encaje legal las siguientes expresiones monetarias: 1) El oro acuñado, nacional o extranjero. 2) El oro en barras. 3) Los billetes nacionales representativos de oro. 4) Los billetes del Banco de la República. 5) La moneda de plata colombiana, parcialmente, ya que no se considerará como encaje legal ninguna cantidad de esta última que exceda el 20% del encaje mínimo requerido. 6) Los bonos del tesoro se considerarán como encaje mientras se expide las disposiciones conducentes a su retiro. Además, se conservarán los encajes señalados sobre depósitos en moneda especial, y se considerarán como depósitos disponibles los saldos girables de los créditos flotantes para la aplicación de la reserva respectiva.	El gobierno se obliga a cambiar dichos bonos a la vista por oro amonedado colombiano a partir de la iniciación de operaciones del Banco hasta que la cifra total de los bonos haya sido retirada de la circulación y amortizada. Finalmente, se prohibe la emisión o remisión de Bonos del Tesoro (Art. 24). El Banco se obliga a entregar al Superintendente Bancario los informes que dicho funcionario le requiera. Adicionalmente el Banco enviará un balance semanal al Superintendente Bancario con el formato que la Superintendencia establezca. Los informes semanales del Banco serán publicados en el Diario Oficial (Art. 28). Salvo disposición legal en contrario, el Banco de la República estará sujeto a las prescripciones de las le leyes relativas a la revisión, informes y sanciones por infracción de la ley o de decretos y disposiciones reglamentarias conformes con la ley. (Art. 29).

Cuadro 9. Exposición de motivos. Ley 25 de 1923 - Orgánica del Banco de la República

Organización	Negocios del Banco de la República	Función de la emisión y de convertibilidad patron oro	Encaje legal del sistema bancario	El Banco de la República y el gobierno
Capital inicial: La Ley nos exige más del 60% del capital suscrito al iniciar el banco sus operaciones previendo un excesivo ensanche de los negocios con motivo del posible surgimiento de expectativas positivas en el público bancario y no bancario acerca de la disponibilidad de dinero abundante y barato. Sin embargo, el banco podrá solicitar a los accionistas el segundo y tercer aportes del capital al cabo de dos y seis meses si la urgencia de salvar eventualidades así lo requiere (Art. 4). **Composición del capital accionario y Junta Directiva** Las acciones de clases A, B, C y D tienen los mismos derechos en lo relativo a dividendos y participación en el activo del banco en el caso de su liquidación; sin embargo, sus derechos difieren en la elección de los miembros de la Junta Directiva. La representación del gobierno queda restringida a tres de los diez directores ya que, "la Misión, en numerosas conferencias con banqueros, hombres de negocios, empleados del Gobierno y otras personas, con referencia al Banco de la República, ha encontrado que el temor más general acentuado respecto al éxito del Banco consiste en que éste pueda quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política..."	**Préstamos y descuentos:** Las restricciones enunciadas por la Ley a los negocios del Banco de la República se subordinan al objetivo prioritario de conservar la liquidez de los activos del banco, en atención a sus funciones de emisión, redescuento y reserva. La limitación del crédito al gobierno, al treinta por ciento del capital y reservas del banco, refleja la prevención pública acerca de la injerencia ex cesiva del gobierno en el banco. Sin embargo, con motivo de la emisión gubernamental de Cédulas de Tesorería del diez por ciento, el banco otorgará un crédito extraordinario al gobierno aproximadamente del sesenta y cinco por ciento de su aporte al capital inicial del banco. Adicionalmente, el banco otorgará nuevas oportunidades de financiación al gobierno durante los cinco años de amortizaciones de las Cédulas de Tesorería del diez por ciento; empero esta posibilidad crediticia no le podrá ser superior al diez por ciento del capital pagado y las reservas del banco (Art. 11).	La Misión propone la convertibilidad a la vista por oro de los billetes del Banco. Sin embargo, sugiere que corresponde al banco ejercer el derecho de cambiar sus billetes por giros sobre el exterior en épocas de emergencia. En efecto, en el proyecto de la Ley 25 se le otorga al banco el derecho de cambiar sus billetes por letras, únicamente en tiempos de emergencia, "con el voto afirmativo de seis miembros de la Junta Directiva, con la aprobación del ministro del Tesoro, y a un tipo que exceda del representado por el costo de la exportación del metal, más el valor del oro a la par". Se adopta de esta manera el patrón de cambios-oro como recurso extremo del sistema. La cobertura universal del patrón oro y su función reguladora de la cantidad de dinero en cada país se descubren con nitidez en la exposición de motivos: "...es principalmente por medio de la exportación e importación de oro como las existencias de moneda en un país se ajusta a las exigencias del comercio, de suerte que esta provisión de moneda disminuye cuando es relativamente escasa;	La Misión sostiene que el encaje legal del Banco debe ser lo suficientemente grande como para asegurar la confianza pública interna y externa: "El Banco debe cambiar sus billetes y cubrir sus depósitos en oro a su presentación, desde el día en que empiece sus operaciones". Pero además conserva la fe pública en el banco, el encaje legal elevado debe servir como apoyo para la liquidez del sistema en situaciones críticas; sin embargo, en tales eventualidades la entidad emisora no deberá permitir que su encaje se reduzca notablemente por debajo del mínimo establecido por la ley; en defensa de sus reservas, y sin sacrificar las posibilidades de acceso al redescuento del sistema bancario, el banco aplicará tasas altas y progresivas en sus operaciones: "La rata progresiva de redescuento, en tales tiempos de crisis tiende a reducir la especulación y a limitar el pedido de anticipos al Banco Central únicamente a los préstamos comerciales de carácter urgente, lo cual hace renacer la confianza y tiende a darle estabilidad al mercado monetario" (Art. 18).	El Banco de la República –señala la Misión– "será una institución cuasipública en cuanto a sus derechos y obligaciones... Gozará del derecho de emitir billetes que circulen como moneda y este derecho tenderá a ser un monopolio a medida que las otras clases de papel moneda sean retirados de la circulación de acuerdo con la Ley; será depositario de los fondos del Gobierno y de los depósitos oficiales, y ejercerá una influencia pública importante con la fijación de sus ratas oficiales de descuento" (Art. 25). El retiro del papel moneda de la circulación y de los distintos papeles que hacían las veces de dinero constituía para la Misión un imperativo de primer orden; sin este proceso, la abundancia del circulante que se generaría con la emisión y circulación de los billetes del Banco, alteraría la relación a la par de los billetes con el oro, promoviendo el inmediato cambio de aquellos y la exportación del metal de reserva.

(Continúa...)

(Viene...)

Organización	Negocios del Banco de la República	Función de la emisión y de convertibilidad patron oro	Encaje legal del sistema bancario	El Banco de la República y el gobierno
Por idéntica razón, la Misión sugiere la participación de los bancos extranjeros con dos representantes de la Junta: "Tales representantes, se cree, estarán menos propensos a ceder a la presión política y gubernamental que los nacionales de Colombia..." La participación de los bancos extranjeros aportará capital y experiencia al Banco de la República. De otra parte, su limitada representación elimina cualquier posibilidad de injerencia indebida en las decisiones de la Junta. Por el contrario, y siguiendo el pensamiento de Paul Warburg la Misión señala: "La prosperidad de Colombia por muchos años futuros dependerá en gran parte de su habilidad para atraer el capital extranjero, y el éxito del país en este sentido será más probable mediante una fuerte representación extranjera en la Junta Directiva del Banco". Según parece para la Misión no hay compatibilidad en una representación simultáneamente "fuerte" y "limitada". La Misión sugiere que la suscripción de acciones en el banco por los bancos particulares se realice por un monto igual al quince por ciento del capital pagado y las reservas. La consideración de tales rubros obedece a su carácter similar desde el punto de vista económico y a la experiencia obtenida del Sistema de Reservas Federales americano.	**Negocios con el Público en general:** Existe controversia acerca de las operaciones del banco con el público, por la competencia que se suscitaría con los bancos comerciales. De una parte, se opina que un banco privilegiado en el monopolio de la emisión no debería competir con sus propios accionistas. De la otra, se considera que dicha competencia estimularía la actividad bancaria y propendería por la reducción del tipo de interés. La Misión aporta las argumentaciones a favor de las operaciones con el público: la primera se relaciona con la generación de fondos que le permitan al banco atender sus gastos y procurarse utilidades razonables; sin olvidar que se trata de la institución nacional de reserva, destinada a acudir a favor de las solicitudes bancarias en eventuales urgencias. La segunda argumentación se basa en el principio bancario de "hacer efectivas las ratas de descuento" (Make its discount rate effective).	de este modo, la circulación monetaria del país se mantiene en equilibrio con la de otros países de patrón monetario de oro y dicho patrón se conserva". El patrón de cambios-oro asegura, en última instancia, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda: "Mientras los billetes del Banco de la República sean convertibles sin restricción en letras por oro en New York, a tipos que no excedan del costo de exportación de dicho metal, aquellos billetes no podrán depreciarse" (Art. 19). En cuanto a la función de emisión, la Misión destaca que el Banco de la República "debe ser un banco de emisión, y debe tener el monopolio de la emisión de billetes bancarios en Colombia". Empero, el problema por abocar consiste en crear un vacío en la circulación para introducir en ella los billetes del Banco de la República. La Misión considera además, que existe un exceso de papel moneda y formas monetarias metálicas en circulación, que el tipo de cambio se ha sostenido por encima de la par y más allá del punto de exportación del oro.	En lo pertinente al encaje de los bancos comerciales, la Misión manifiesta que el encaje legal promedio del sistema, 34% en febrero de 1923, se ha colocado por encima del mínimo exigido por la ley, 25% para los depósitos disponibles. En concordancia con este hecho y era el "testimonio de muchos banqueros", la Misión sugiere que el encaje mínimo se eleve al 50% para depósitos a la vista. Sin embargo, "los bancos que sean accionistas del Banco de la República, y que tengan, por tanto, derecho a descontar papeles admisibles, de primer orden y a corto término en dicho banco, no deben necesitar tan alto encaje como aquellos otros que no tienen ese recurso para favorecerse de fondos en tiempos de crisis y que dependen, por consiguiente, en todo o en gran parte de sus propias existencias en caja. Los bancos accionistas, por medio del redescuento, pueden convertir inmediatamente sus buenos papeles comerciales en dinero, y este encaje legal puede tomar la forma de billetes del Banco de la República, o de depósitos disponibles en dicho banco". (Art. 20).	Los papeles emitidos por el gobierno ya que se trataba de una deuda pública muy superior al aporte del gobierno al Banco de la República. La conversión de las cédulas del 2% por otras nuevas del 10%, aparentemente onerosa para el gobierno, constituía en realidad un crédito cercano al 60% del aporte estatal al banco, y la eliminación de la función monetaria que habían adquirido las cédulas: en efecto, las cédulas del 10% no circularían mientras que el banco serviría como intermediario para el cambio de las cédulas del 2% por sus billetes. En cuanto a los bonos del tesorero –sin interés-, su recolección correspondería directamente al Estado. Para tal efecto, la administración pública acudiría al "producto de un impuesto o a "los fondos provenientes de la indemnización americana" (Art. 24). Los billetes representativos de oro, serán cambiados con los dividendos que se paguen al gobierno, con el "impuesto" de emisión y con el fruto de los gravámenes sobre las deficiencias de encaje del banco.

(Continúa...)

(Viene...)

Organización	Negocios del Banco de la República	Función de la emisión y de convertibilidad patron oro	Encaje legal del sistema bancario	El Banco de la República y el gobierno
La Misión no considera que el aporte exigido a los bancos accionistas sea excesivo ya que su contribución fortalece al Banco de redescuento y emisión, el cual, "servirá al público ampliamente sirviendo a los bancos accionistas". Además, los bancos no sólo elegirán tres miembros de su gremio en la Junta Directiva sino que participarán en la escogencia de otros tres entre hombres de negocios, agricultores y profesionales, 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. Para responder a estas críticas y acentuar mejor el amplio carácter público del Banco de Emisión, el proyecto de Ley da tan considerable representación en la junta directiva a los personeros del comercio y de la agricultura del país. (Art. 4).	El mecanismo por medio del cual se ejerce dicho principio "consiste en que 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 rentas. 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 ratas de descuento y a contener la peligrosa expansión de sus préstamos" (Art. 14).	Es ésta, una explicación monetaria de la tasa de cambio: "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 ésta, que consiste principalmente en papel y plata, se halla por tanto, depreciada en relación con el oro" (Art. 24).		Sin embargo, esta labor se ejercitará "sin prejuicio de las disposiciones legales vigentes que proveen a la formación de una garantía metálica para estos billetes representativos de oro, y en cuanto sea posible las rentas destinadas para formar la reserva metálica especificada en el Art. 5 de la Ley 69 de 1909, deberán emplearse en el cambio y retiro de la circulación de aquellos billetes. No deberán hacerse nuevas emisiones de tales papeles". (Art. 26)

Segunda Parte

El pensamiento económico de Kemmerer y su influjo en la reforma financiera de 1923

Introducción

ESTA SEGUNDA PARTE ESTÁ DEDICADA EXCLUSIVAMENTE al estudio de las fuentes del pensamiento económico de Kemmerer, cuya trascendencia se advierte en el articulado y en las exposiciones de motivos de las leyes 25 y 45 de 1923. La temática se ha repartido en dos capítulos. El primero versa sobre las raíces teóricas del pensamiento de Kemmerer, y el segundo se ocupa de la manera como aquellos contenidos teóricos se alojaron en los estatutos jurídicos que dieron origen al sistema de banco central y bancos de crédito en Colombia.

Los capítulos se han organizado en la siguiente forma: el primero, destinado a la investigación de los orígenes teóricos de las ideas kemmerianas se ha desarrollado por medio de tres aproximaciones; la primera de ellas se ocupa de los principios del pensamiento monetario "ortodoxo"; la segunda, atiende a los aportes del enfoque neoclásico a la explicación del funcionamiento de un sistema monetario internacional basado en el patrón oro; la tercera, se concentra en algunos eventos y circunstancias que rodearon la propuesta kemmeriana de adopción del patrón de cambios oro. El segundo capítulo se refiere, en primer lugar, a la definición y a las funciones del Banco de la República; en seguida, trata los asuntos relacionados con la organización del Banco y sus relaciones con el gobierno; y, finalmente, discute los nexos entre el Banco de la República y los establecimientos bancarios privados.

El mensaje de esta segunda parte puede resumirse del siguiente modo: en primer término, en el pensamiento de Kemmerer confluyen las aportaciones de la teoría monetaria clásica y algunos desarrollos de la visión neoclásica de la moneda. En segundo término, Kemmerer mantuvo siempre una adhesión irrestricta a los postulados fundamentales del patrón oro hasta el punto de proponerlo como la mejor opción

para la organización de un sistema internacional de pagos, cuando la experiencia demostraba que sus virtudes tradicionales se habían debilitado, y aun cuando el conjunto de economías que había abrazado el patrón oro durante los años veinte, decidieron abandonarlo con motivo de la crisis de los años treinta. Por último, tanto los proyectos de ley como las respectivas exposiciones de motivos, de las que fueran las leyes 25 y 45 de 1923, recogen diversas contribuciones de la doctrina "ortodoxa" de la moneda y de la teoría bancaria de los siglos XVIII y XIX, que sustentaron al pensamiento económico de Kemmerer.

Como enlace con las siguientes partes del trabajo se incluye un tercer capítulo relacionado con las primeras medidas de política monetaria adoptadas en 1923.

1. El pensamiento monetario ortodoxo como marco conceptual de los proyectos de la reforma bancaria de 1923

"... La así llamada 'controversia del lingote'...entregó al mundo una presentación clásica de ciertas teorías monetarias, las cuales en su tiempo fueron comprendidas y aceptadas por algunas pocas personas, pero que luego se convirtieron en la filosofía universal y 'ortodoxa' del dinero".

Edwin Walter Kemmerer

Los desarrollos presentados en este capítulo giran alrededor de los principios básicos, las variaciones y los debates acerca de la denominada por Kemmerer como "la filosofía universal" y "ortodoxa del dinero". Tal como se demostrará en el curso del capítulo, aquel cuerpo de pensamiento debió enfrentar los cambios en las circunstancias económicas, sociales y políticas, y el surgimiento intermitente de nuevas explicaciones y perspectivas acerca de los problemas monetarios. Dicho proceso de decantación histórica permitió la conservación y adaptación de algunos principios básicos y originales de aquella filosofía ortodoxa del dinero, al tiempo que garantizó la asimilación de nuevas variantes y conceptos teóricos.

La idea central del capítulo señala que el pensamiento kemmeriano, que habría de verterse en la organización institucional monetaria y financiera del país, tenía sus principales afluentes en las controversias decimonónicas acerca de los patrones monetarios internacionales y en las experiencias seculares de los principales bancos europeos. Tales aportes fueron enriquecidos por los acontecimientos monetarios de las dos primeras décadas del siglo actual, signados por la presencia de la primera conflagración mundial, y por la propagación de reformas monetarias a nivel internacional, en algunas de las cuales participó el propio Kemmerer, desde los albores del siglo XX.

Al tiempo que Kemmerer acudía en misión especial a puntos del orbe tan disímiles y alejados como China y Colombia, aquel bagaje teórico que había asimilado y difundido en los medios universitarios estadounidenses era sometido a la prueba crítica, no sólo de nuevas corrientes del pensamiento monetario sino de las realidades económicas y políticas que hicieron su irrupción en la primera posguerra.

Kemmerer pregonó permanentemente su adhesión a la vigencia de un patrón monetario de cobertura mundial, basado en el oro, que reafirmara la validez universal de los principios preconizados en Inglaterra desde los inicios del siglo XIX, y que como él lo atestiguara, llegaron a convertirse en la "filosofía universal y ortodoxa del dinero". El capítulo procede mediante tres aproximaciones a dicha filosofía monetaria. Son ellas los orígenes del pensamiento monetario ortodoxo, de raigambre británica; las controversias de entreguerras acerca del restablecimiento del patrón oro; y, la propuesta de Kemmerer acerca de un patrón de cambios oro.

A. Los orígenes del pensamiento monetario ortodoxo

Sin demeritar las contribuciones del pensamiento monetario que antecedieron y que en muchos casos sirvieron de soporte conceptual a las controversias monetarias del siglo XX, la primera aproximación a los cimientos del pensamiento kemmeriano se centrará precisamente en las discusiones y en los principios sentados a partir de la experiencia histórica de Inglaterra en la administración de un patrón monetario de papel en el período que va de 1797 a 1821.

El marco de referencia inmediato de la controversia se abre con el estallido de las hostilidades bélicas que enfrentaron a Inglaterra y Francia, casi de continuo, entre 1793 y 1815. Los efectos de la confrontación no tardaron en manifestarse agudamente en las ejecuciones presupuestales del gobierno británico y, con seguridad, en la composición del gasto agregado de la economía[1]. Además, las convulsiones económicas desatadas por la guerra debían alterar desfavorablemente la relación entre reservas y obligaciones del Banco de Inglaterra[2]. Esta última circunstancia conduciría a la suspensión de los pagos en metálico de los billetes emitidos por el Banco, a principios de 1797.

A partir de tal contingencia, la concurrencia simultánea de varios factores dispuso una situación favorable para la restauración de la convertibilidad: la nueva política impositiva logró incrementar los ingresos fiscales, de modo que el saldo deficitario ocurrido en 1796 no volvió a presentarse, siquiera de lejos, durante el período considerado – 1797 - 1821 –. Por su lado, el Banco continuó su política crediticia tradicional emitiendo billetes de banco al descontar los pagarés de los comerciantes e industriales sobre la base de la *seguridad* de las operaciones. Por lo tanto, no existió una limitación cuantitativa de las emisiones, sino una barrera cualitativa, la de la *seguridad* de los documentos descontados. Pesó más el argumento tradicional de la confiabilidad que

[1] Cannan, Edwin, *The paper pound of 1797-1821* (Frank Cass Ltd, London, 1969, pág. X).
[2] Ibid., pág. X.

una fría imposición cuantitativa[3]. Sin embargo, a pesar del saneamiento del fisco y de la recuperación de la estructura de reservas del Banco de Inglaterra, la reimplantación de los pagos fue reiteradamente prorrogada[4].

El billete de banco, inconvertible, emitido por el Banco de Inglaterra, daría lugar a una experiencia histórica singular, sin precedentes en otras economías, pero también con una influencia especial en la configuración de las escuelas monetarias del siglo XIX. En efecto, el papel inconvertible inglés difería por naturaleza de su similar francés, *el asignado* (1789-1796). Al tiempo que este último era emitido por orden y para satisfacer los requerimientos del fisco, aquel era emitido por discreción del Banco de Inglaterra para descontar los créditos de los comerciantes y de los industriales, y con menos frecuencia para satisfacer las demandas estatales[5].

El pensamiento monetario continental heredado del siglo XVIII diferenciaba ya entre el *papel moneda* y la *moneda de papel*[6]. Por *papel moneda* se entendía la moneda fiduciaria, de curso forzoso (inconvertible), emitida por el Estado. A su vez, por *moneda de papel* se entendía toda suerte de billetes de banco —considerados como instrumentos crediticios y no como moneda— convertibles a su presentación, por especies metálicas. En otras palabras, mientras que el *papel moneda* era en sí mismo moneda, la *moneda de papel* era una forma de crédito.

Las condiciones particulares de emisión de los billetes del Banco de Inglaterra crearon una percepción distinta en los economistas ingleses de las primeras décadas del siglo XIX. Para ellos el billete de banco constituía moneda tanto como los billetes de curso forzoso emitidos por designio del Estado. La única diferencia entre éstos radicaba en la convertibilidad por moneda metálica[7].

De aquí surgió la distinción reiterada en muchos textos, según la cual la diferencia entre el *papel moneda* y la *moneda de papel* se fundaría en la convertibilidad del segundo. Esta diferenciación, difundida inicialmente por expositores como Ricardo o Thornton, no sugería que existiese una identidad singular, una distinción por naturaleza, entre los conceptos discutidos; la característica era secundaria: el papel moneda no era convertible, al tiempo que el billete de banco era de por sí reembolsable en moneda metálica.

La réplica en el escenario inglés, reivindicativa del pensamiento monetario continental, fue realizada en tiempos posteriores a Ricardo por Thomas Tooke, Fullarton

[3] Ibid., pág. XIX.

[4] Ibid., pág. XVIII.

[5] *"The Bullion Report"*, en Cannan, Ibid., pág. 56.

[6] Rist, C. *Historia de las doctrinas relativas al crédito y a la moneda, desde John Law hasta la actualidad* (Barcelona, Bosch, Casa Editorial, 1945), Capítulo 1.

[7] Rist, C. Ibid., pág. 137.

y John Stuart Mill. No obstante, el pensamiento predominante durante el período en el que se centra la discusión de este acápite, y que luego mantuvo su vigencia en Inglaterra, a través de la llamada Escuela del Circulante (Currency School), prolongó la distinción continental entre el *papel moneda* y la *moneda de papel*: la convertibilidad del segundo marcaría su diferenciación con el primero.

Precisamente alrededor del controvertido billete de banco del Banco de Inglaterra surgieron los aportes germinales de la denominada filosofía "ortodoxa" del dinero. Tales fuentes del pensamiento monetario se difundieron en varios escritos realizados desde finales de la primera década del siglo XIX. Entre ellos sobresalieron el *Informe sobre el precio del lingote*[8], publicado por la Cámara de los Comunes en 1810, y el escrito de David Ricardo *Sobre el alto precio del lingote,* publicado por vez primera en 1809[9].

La controversia del lingote sentaría algunos principios doctrinarios de la filosofía "universal" del dinero que luego se constituirían en los soportes del pensamiento de Kemmerer[10]. Dichos lineamientos teóricos corresponden a la visión clásica del funcionamiento de un sistema monetario internacional basado en el oro. Tales enunciados conceptuales se refieren a dos características básicas y definitivas de un sistema monetario internacional: la primera destaca el *automatismo* en el funcionamiento del sistema; su única dependencia se establece en relación con el movimiento libre de las leyes de la oferta y la demanda. La segunda, íntimamente ligada con la primera, refuerza el carácter *internacional* de dicho sistema. La vigencia de esta característica garantiza los flujos automáticos de metálico entre países y por ende el ajuste de las cantidades de metálico y de los niveles de precios entre los concurrentes al comercio mundial.

Tras el telón de fondo que ampara la actuación de las características mencionadas del sistema de comercio entre países, la teoría cuantitativa clásica se convierte en la explicación última de la repartición internacional del dinero, de los niveles de precios y de las tasas de cambio.

Una de las exposiciones culminantes de Ricardo acerca del "ajuste automático internacional" aparece en las primeras páginas de su escrito sobre el elevado precio del lingote, antes mencionado. Para ejemplificar el sistema de ajuste entre países, Ricardo señala:

> *"Si en el proceso hacia el bienestar, una nación avanza más rápidamente que las otras, esa nación requerirá y obtendrá una mayor proporción del dinero*

[8] "Report from the select committee on the high price of bullion", reproducido en *The paper pound of 1797-1821*, de Edwin Cannan, Ibid.

[9] Rist, C. Ibid., pág. 146

[10] Cannan, Edwin, Ibid., pág. XXII.

mundial. Su comercio, sus mercancías, y sus pagos, se incrementarán y la circulación general se dividirá de acuerdo con las nuevas proporciones. Por lo tanto, todos los países aportarán su cuota para satisfacer las exigencias de dicho país. En igual forma si una nación malgasta parte de su riqueza, o pierde parte de su comercio no logrará retener el medio circulante ajustado a los niveles precedentes de riqueza y actividad, sino que una parte será exportada y compartida por el resto de las naciones hasta que la distribución internacional del dinero se acomode a las nuevas proporciones de riqueza y comercio...

"Si una mina de oro fuera descubierta en alguno de estos países, la circulación de dicho país disminuiría en valor como consecuencia de la cantidad incrementada de metales preciosos, puesta en circulación y por lo tanto no tendría el mismo valor que la circulación de los otros países. En estas condiciones, el oro y la plata, acatando la ley que regula todas las mercancías, se convertirían de inmediato en artículos de exportación; dejarían el país en el cual se hubiesen convertido en bienes superabundantes y baratos para acudir a los mercados en los cuales su evaluación resultase superior... Si en lugar del descubrimiento de una mina, se estableciera un banco, tal como el Banco de Inglaterra, con el poder de emisión de billetes,... se reduciría el valor del medio circulante y las mercancías experimentarían un aumento proporcional. En estas circunstancias, el equilibrio internacional sólo se restauraría —al igual que en el caso anterior— por la exportación de una parte de la moneda"[11].

Estas citas de Ricardo sirven de introducción a la denominada "controversia del lingote", de la cual quedó como testimonio sin par el ya aludido *Informe sobre el precio del lingote*. El problema fundamental del comité redactor del informe era el de explicar las causas de la aparición de un "premio" sobre el lingote de oro; exponiendo la misma situación en términos del billete de banco emitido por el Banco de Inglaterra, lo que se apreciaba en el mercado era un menor valor del papel en relación con la onza de oro.

Luego de descartar como posible causa del alto precio del lingote, una demanda inusual de oro por parte de los países continentales, el comité centró su atención en la experiencia monetaria vivida a partir de la suspensión de la convertibilidad del billete del Banco de Inglaterra. En esta revisión, el Comité encontró que la cantidad anual media de billetes del Banco de Inglaterra en circulación se había incrementado en más del 45% entre 1798 y 1809, juzgando que se trataba de una emisión elevada,

[11] Ricardo, D. "High price of bullion ..." Ibid., págs. 53 a 55.

pero orientada principalmente al redescuento de obligaciones comerciales[12]. A partir de tal comprobación empírica, y luego de cotejarla con otras evidencias, el informe denunció la existencia de un exceso de billetes de banco en circulación, cuyo "síntoma inequívoco" para el propio informe era el elevado precio del lingote y, por ende, la baja de los cambios exteriores[13]. Sin embargo, antes de hacer dicha observación ya el mismo informe había revelado en pocos renglones su marco de análisis:

> *"Un incremento en la cantidad de circulante local de un país determinado elevaría los precios de dicho país exactamente de la misma forma como un incremento en la oferta general de metales preciosos eleva los precios a nivel mundial. Por medio de un incremento en la cantidad, el valor de una porción determinada de dicho medio circulante, ofrecida en intercambio por otras mercancías, se reduce; en otras palabras, los precios monetarios de todas las demás mercancías se elevan, incluyendo el precio del lingote. Así un exceso de circulante local de un determinado país ocasionaría una elevación del precio de mercado del oro por encima de su precio de acuñación. No es menos evidente el que en el evento de que los precios de las mercancías se eleven en un país como respuesta a la elevación de su medio circulante, al tiempo que en un país vecino su medio circulante no se ha incrementado en la misma forma, de modo que conduzca a un crecimiento en los precios, los circulantes de dichos países no mantendrán entre sí el mismo valor relativo que antes. El valor intrínseco reducido de una porción determinada de un circulante, al tiempo que el de otras permanece inalterado, conduce a que el intercambio entre aquellos dos países sea desventajoso para el primero. De este modo, una elevación general de todos los precios, un aumento en el precio de mercado del oro y una caída en los cambios internacionales, serán el efecto de una cantidad excesiva de medio circulante en un país que ha adoptado un circulante no exportable a otros países, o por lo menos, no convertible en una moneda que sea exportable"*[14].

La exposición anterior, que para Kemmerer constituía una versión primigenia de teoría cuantitativa del dinero, se convirtió en la pieza central de la argumentación que, finalmente, condujo a la propuesta de una serie de resoluciones de la Cámara de los Comunes[15]. Por su pertinencia para la exposición se entresacan las siguientes consideraciones:

[12] Cannan, Edwin. Ibid., pág. XLIV.

[13] "*The Bullion Report*", en Cannan, Ibid, pág. 66.

[14] "*The Bullion Report*", en Cannan, Ibid, pág. 17.

[15] Kemmerer, Edwin Walter. *Money. The principles of money and their exemplification in outstanding chapters of monetary history* (New York, The McMillan Co., 1938, pág. 218).

11. *"Que la caída que ha ocurrido en el valor de los billetes del Banco de Inglaterra, y en el de los billetes de los bancos provinciales, intercambiables por aquéllos, ha sido originada por una emisión excesiva de circulante de papel realizada tanto por el Banco de Inglaterra como por los bancos provinciales;...*
12. *"Que se observa que los cambios internacionales han sido ampliamente desfavorables al país durante un período de tiempo considerable.*
13. *"Que si bien es cierto que las circunstancias adversas de nuestro comercio y la gran magnitud de nuestras erogaciones militares pueden haber contribuido a hacer desfavorables los cambios con la Europa continental, el factor preponderante en la depresión de los intercambios ha sido la depresión relativa del circulante nacional en comparación con el valor del circulante de otros países."*
15. *"Que la garantía única que puede ofrecerse contra el exceso de circulante de papel y para preservar el valor relativo del medio circulante, es la convertibilidad legal de todas las formas de circulante de papel"*[16].

Los textos que acaban de citarse constituirían en su tiempo la "doctrina verdadera", y la negligencia en su aplicación significaría el principio de un "gran mal" para la organización económica[17]. Las observaciones de Ricardo y las del *Informe* acerca de las implicaciones de un exceso de la oferta de dinero, le permitirían a Kemmerer referirse al *Ricardo's dictum,* según el cual podría existir una depreciación monetaria sin una redundancia relativa de la cantidad de dinero, y al contrario, la apreciación monetaria provendría únicamente de su escasez relativa[18]. Pero, ante todo, para Kemmerer los textos citados eran el almácigo de las presentaciones futuras de la teoría cuantitativa del dinero.

La riqueza histórica y lógica de los documentos reseñados, debía difundirse ampliamente en los desarrollos teóricos subsiguientes a la "controversia del lingote", por lo menos durante un siglo. Dentro de la variedad de aspectos contemplados, hay uno que se destaca ya en los textos germinales y que tendría una importancia capital en los debates acerca de la reimplantación del patrón oro después de la Primera Guerra Mundial; se trata de la llamada teoría de la paridad del poder adquisitivo, de continua receptividad en los ensayos kemmerianos. Dicha teoría sostiene que los tipos de cambio están determinados por la paridad del poder adquisitivo entre las monedas nacionales; a su vez, el poder adquisitivo de una moneda nacional, como expresión de su valor, será reducido si la cantidad de dicha moneda es copiosa, y elevado si la cantidad de

[16] Horner, Francis. "Resolutions proposed to the House of Commons", en Cannan, Ibid., págs. 8 a 10.
[17] Cannan, Edwin. Ibid., pág. XXII.
[18] Kemmerer, Edwin. Walter, *Money,* Ibid., pág. 31.

dinero es escasa. Aunque la teoría mencionada se funda en las argumentaciones de Ricardo y del *Informe,* la versión moderna y la propia denominación de la teoría son obra del economista sueco Gustav Cassel:

> *"...el tipo de cambio entre dos países con dinero papel lo determina la relación entre el valor correspondiente al dinero en uno y otro país. Ya que el valor del dinero se mide por el poder adquisitivo de la moneda de cada país, puede colegirse que el determinante principal del tipo de cambio es la relación entre el poder adquisitivo interior del dinero en los países considerados. Tal relación configura la posición del equilibrio del tipo de cambio y puede definirse como la paridad del poder adquisitivo. Así, es la paridad del poder adquisitivo la que determina en primer lugar, el tipo de cambio"*[19].

Con esta breve alusión a la teoría de la paridad del poder adquisitivo, se cierra en este capítulo la "primera aproximación" a los fundamentos del pensamiento de Kemmerer. Siguiendo su propia indicación, se han recogido algunos de los aspectos centrales de la denominada "controversia del lingote", la cual se constituiría en la fuente de lo que el mismo Kemmerer consideró como la filosofía universal y ortodoxa del dinero.

B. Las confrontaciones acerca del restablecimiento del patrón oro en la primera posguerra

La riqueza conceptual derivada de la controversia del lingote, en la segunda década del siglo XIX, que sirviera de punto de arranque para los debates de las escuelas monetarias decimonónicas, se constituyó en legado y referencia obligada para las confrontaciones que acerca del restablecimiento del patrón oro se iniciaron una vez concluida la Primera Guerra Mundial. En un escenario distinto, Inglaterra lideraba nuevamente la organización de un sistema monetario internacional basado en el oro. Los antecedentes cercanos parecían reforzar dicha actitud; en efecto, el patrón oro había operado en Inglaterra —el principal centro comercial y financiero del mundo hasta la Primera Guerra Mundial— sin mayores complicaciones, desde el retorno a la vigencia de los pagos en metálico en 1821, hasta 1914. Como lo expresara el propio Kemmerer:

> *"Durante ese período de 93 años se mantuvieron los pagos en especie oro, hubo acuñación libre de oro y el metal amarillo entraba y salía de Gran Bretaña sin restricciones legales, emigrando cuando los cambios llegaban al punto de las*

[19] Cassel, Gustav, *Economía social teórica* (Madrid, Aguilar, 1960, pág. 77).

exportaciones de oro o inmigrando cuando alcanzaban el punto de las importaciones. El sistema era sumamente automático"[20].

A pesar de la contundencia de los antecedentes históricos, los unos vinculados a la experiencia secular inglesa en la administración del patrón oro, y los otros, relacionados con las controversias monetarias más destacadas del siglo anterior, resulta forzoso insistir en el cambio del escenario en la alteración del contexto económico y político como consecuencia de la Primera Guerra Mundial. Hasta el estallido de la confrontación, Inglaterra había conservado su prerrogativa consuetudinaria de eje de la economía internacional[21]. Pero, en general, la "Europa dominante" —Inglaterra, Alemania, Francia— concentraba el grueso del mercado mundial de materias primas, de productos y de servicios financieros. Probablemente una de las consecuencias mayores de la guerra fue el resquebrajamiento y la dislocación de los centros del poder político y económico. El reordenamiento internacional de los núcleos del poder económico constituyó el principio del cambio de escenario en el cual se ventilarían las nuevas disquisiciones acerca de la reimplantación internacional del patrón oro.

Como cien años atrás, pero en condiciones sustancialmente distintas, habiendo compartido el predominio del tráfico económico mundial, la Inglaterra de la primera posguerra auspició el restablecimiento de un sistema monetario internacional basado en el oro. En una especie de reiteración histórica, se convirtió en el foro de las confrontaciones por la reivindicación del patrón oro; en efecto, la vigencia de nuevas circunstancias económicas y políticas no sólo enrarecía la unanimidad que tradicionalmente había defendido el dominio del patrón oro, sino que alentaba la emergencia de contradicciones y de propuestas alternativas. La disputa ideológica y la emulación de opciones programáticas se encontraron en el camino con la adopción generalizada del patrón oro en las economías occidentales. En apariencia se trataba del saldo final de la controversia en la cual había predominado el pensamiento tradicional afecto a la restauración del patrón oro. Sin embargo, el peso del cambio del escenario económico y político terminaría venciendo las resistencias opuestas por los partidarios del oro y reafirmando la perspectiva ascendente de las ideas de los impugnadores del patrón oro.

En seguida, se recogen a grandes trazos algunos de los enunciados centrales del debate en pro o en contra del oro, el cual sirviera de contexto cercano a las misiones Kemmerer.

[20] Kemmerer, Edwin Walter. *Oro y patrón oro* (Editorial Suramericana, 1947, pág. 163).

[21] "Londres es el centro de la economía mundial, gracias a su mercado monetario, el más amplio y menos caro del mundo, y a los transportes marítimos, de los que Inglaterra posee la mayor parte; la libra esterlina es la moneda internacional por excelencia, con gran ventaja sobre el franco y el dólar. Plaza dominante, divisa dominante, precios dominantes, hacen de Inglaterra el árbitro del tráfico mundial" Crouzet, M. *Historia general de las civilizaciones*. (Barcelona, Ediciones Destino, 1973, tomo VII, pág. 15).

1. Los partidarios del patrón oro

Consumando una reiteración histórica, se conformó en Inglaterra, en 1918, el llamado, *The Interim Report of the Committee on Currency and the Foreign Exchanges*, más brevemente conocido como el *Cunliffe Report*, o *Informe Cunliffe*.

La comisión redactora del *Informe*, expuso el marco teórico del patrón oro de la preguerra, llegando a confeccionar uno de los mejores documentos académicos para los neopropugnadores del oro. Como se verá más adelante, el texto se destaca por presentar con la mayor sencillez los mecanismos del ajuste macroeconómico en el corto y en el largo plazo, introduciendo un elemento que no aparecía en los escritos clásicos del siglo XIX: la tasa de descuento.

Los párrafos del *Cunliffe* que ahora se citan "in extenso" ratifican la herencia del pensamiento clásico acerca del *automatismo* y el *carácter internacional* de los ajustes monetarios y de precios. Sin embargo, aquellas dos características ancestrales del pensamiento clásico resultan matizadas por la presencia de un factor nuevo y determinante, de índole *discrecional*, como lo es la tasa de descuento. De esta manera, en la exposición del modelo del patrón oro antecedente a la Primera Guerra Mundial, el Cunliffe aceptó la actuación de un elemento nuevo que no había sido fruto de reacciones espontáneas y automáticas sino el resultado de la intervención del Banco de Inglaterra en el mercado monetario. La exposición detallada que se realiza, enseguida, no sólo es importante por su ilustración acerca del funcionamiento del patrón oro y del papel privilegiado de la tasa de descuento, sino porque destaca los elementos centrales de las argumentaciones esgrimidas en las propuestas kemmerianas de reforma financiera y constitución de bancos centrales. Los apartes de mayor interés del *Informe Cunliffe* para los desarrollos de este capítulo son los relacionados con los ajustes macroeconómicos en el corto y en el largo plazo, así como con la incidencia de la tasa de descuento en la superación de los desequilibrios monetarios y crediticios.

a. El proceso de ajuste en el corto plazo[22]

> *"Cuando los cambios eran favorables el oro afluía libremente a este país y así el desarrollo del comercio iba acompañado por un aumento en la moneda de curso legal. Cuando el balance comercial era desfavorable y los cambios eran adversos, se hacía conveniente exportar oro. El probable exportador compraba su oro en el Banco de Inglaterra y pagaba por él con un cheque contra su cuenta. El banco obtenía el oro del Departamento de Emisión a cambio de billetes retirados de*

[22] La exposición está referida al caso inglés.

su reserva bancaria, con el resultado de que sus deudas hacia los depositantes y su reserva bancaria se reducian en una cantidad igual y, en consecuencia, disminuía la relación entre su reserva y sus obligaciones. Si el proceso se repetía lo suficientemente a menudo como para reducir dicha relación en un grado que se considerase peligroso, el banco aumentaba su tasa de descuento. El aumento de la tasa de descuento tenía el efecto inmediato de retener aquí el dinero que de otra manera, hubiera sido remitido al exterior, y a la vez, atraer remesas del exterior que buscaban sacar ventaja de la tasa más alta, controlando así la salida de oro y hasta invirtiendo la dirección de la corriente de oro"[23].

b. El proceso de ajuste en el largo plazo

En el largo plazo, el *Informe Cunliffe* invoca el ajuste de las variables económicas del siguiente modo:

"Pero el aumento de la tasa de descuento del banco y las medidas tomadas para hacerla efectiva en el mercado, llevaron necesariamente a un aumento general en las tasas de interés y a una restricción del crédito. Por lo tanto fue postergada la aparición de nuevas empresas y disminuyó la demanda de materiales de construcción y otros bienes de producción. La consiguiente reducción en el nivel de empleo disminuyó también la demanda de bienes de consumo, en tanto que los poseedores de "stocks" de mercaderías financiados, principalmente mediante préstamos, al tener que hacer frente a un aumento de los intereses, cuando no a una dificultad real en renovar los préstamos, y ante la perspectiva de una declinación en los precios, procuraban volcar sus mercados en un mercado débil. El resultado fue una declinación general en los precios en el mercado interno que, mediante la limitación de las importaciones y el estímulo de las exportaciones, corrigió el balance comercial desfavorable, causa principal de la dificultad"[24].

c. La tasa de descuento y la expansión del crédito interno

La tasa de descuento se concebía como el pivote del control de la expansión crediticia interna:

"Por otra parte, si el crédito interno tendía a expandirse indebidamente, el antiguo sistema de moneda circulante tenía que restringir la expansión e impedir

[23] Ford, A. *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina* (Oxford, Clarendon Press, 1962), pág. 4.
[24] Ford, A. Ibid., págs. 4 y 5.

el consiguiente aumento de los precios internos lo que, en definitiva, causa dicho drenaje (salida de oro). La expansión del crédito, al forzar el aumento de los precios, se traduce en un aumento en la demanda de moneda de curso legal, tanto de parte de los bancos a fin de mantener su relación normal entre efectivo y obligaciones, como del público en general para el pago de salarios y para transacciones al por menor. También en este caso, la demanda de circulante presionaba sobre las reservas del Banco de Inglaterra, y el banco se veía, por lo tanto, obligado a aumentar su tasa de descuento para impedir la caída de la relación entre sus reservas y sus obligaciones. A esto siguió el mismo encadenamiento de consecuencias que acabamos de describir y la actividad comercial especulativa se restringió de manera similar"[25].

El *Informe Cunliffe*, redactado por economistas ingleses para enfrentar los problemas monetarios de su país en la posguerra, se convirtió en el mejor "utillaje" intelectual de los propugnadores del automatismo en el sistema internacional de pagos. Además de acoger los lineamientos centrales emanados de la controversia del lingote en el siglo XIX, incorporó los aportes recientes de los pensadores neoclásicos. Así, el reiterativo señalamiento de las virtudes intrínsecas de la tasa de descuento es obra del pensamiento de la vertiente neoclásica que, disintiendo de la interpretación según la cual los precios se determinan en el mercado monetario, respondiendo directa y proporcionalmente a los cambios en la masa monetaria, sugiere que los efectos de la cantidad de dinero sobre los precios se producen a través del mercado de capitales. En particular, la explicación ofrecida por Wicksell revela el papel primordial que se le asigna a las tasas monetarias de descuento e interés[26].

[25] Ibid., pág. 5.

[26] Suponiendo una economía abierta y con banco central, Wicksell propone la consideración de lo que él denomina "el banco ideal". Entre sus funciones primordiales estaría la de corregir los desequilibrios de la balanza comercial mediante el empleo del tipo de descuento: "...no es raro que ante el primer síntoma de envíos de metal los bancos adopten los medios convenientes para impedirlo y traten de que se produzca el movimiento contrario, es decir, retorno del oro.

"Se reconoce generalmente que el método más sencillo y eficaz para conseguirlo consiste en que los bancos eleven el tipo de descuento y de otros préstamos a la par que el tipo de interés de los depósitos. Toda reducción de las reservas áureas crea una relación más desfavorable entre las reservas metálicas de los bancos y sus obligaciones a la vista, y si la reducción da lugar a que se presenten billetes para su conversión (a fin de efectuar los envíos de oro), también disminuyen las cantidades de medios de pago de que dispone el público, aumentando la demanda de préstamos; por consiguiente, en tales circunstancias, se presenta, casi de un modo espontáneo, una tirantez de las condiciones crediticias a la par que los bancos vienen obligados a reembolsar a la vista sus billetes y pagarlos con el oro depositado". Wicksell, K. *Lecciones de economía política* (Madrid, Aguilar, 1947, pág. 286).

Y más adelante, agrega Wicksell refiriéndose a los efectos de un alto tipo de descuento en el largo plazo, "sin embargo, un elevado tipo de descuento, especialmente si ha subsistido durante algún tiempo, hasta llegar incluso a influir sobre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, ofrece otras reacciones de

Finalmente, lo que interesa resaltar es la innovación que el *Informe Cunliffe,* basado en las enseñanzas de Wicksell, representa para el modelo clásico ricardiano. Este último explica el ajuste internacional a través de los *efectos precio*. El *Informe* destaca adicionalmente los efectos de las tasas monetarias de interés y de descuento; se trata, precisamente, del aporte neoclásico al ajuste monetario en condiciones de patrón oro.

Tanto la vertiente clásica de la "controversia del lingote", como los afluentes neoclásicos del tipo de Wicksell, alimentaron las argumentaciones de los defensores del restablecimiento del patrón oro en los primeros años de la posguerra. A la par que el filón clásico parecía conservar la riqueza inagotable de la "verdadera doctrina", los teóricos neoclásicos introdujeron en el antiguo esquema la tasa de descuento registrando al nivel de la teoría una práctica de dirección monetaria empleada por los principales bancos europeos desde la segunda mitad del siglo XIX.

Sin embargo, ni la experiencia en el manejo de la tasa de descuento anterior a la guerra fue igual para todos los países, ni todos los documentos oficiales ingleses, referentes al patrón oro, perseveraron en la apología de la tasa de descuento. Ya en la agonía del patrón oro, el *Informe MacMillan*, o también, *The Report of the Committee on Finance and Industry* (1931) expuso sin ambages la "ideología del más fuerte" aposentada en los documentos favorables al empleo de la tasa de descuento y relacionó la efectividad de la tasa de descuento con los centros de poder del mundo financiero[27].

Los cuestionamientos realizados en el *Informe MacMillan* corresponden a una época en la cual, agobiados por la crisis, la mayoría de los países que se habían acogido al patrón oro en la primera posguerra —entre ellos, los que adoptaron el sistema de banca central y bancos de crédito, como Colombia en 1923— comenzaban a desistir

carácter mucho más serio...Un alto tipo de interés aviva el espíritu de ahorro, y ello, como sabemos, equivale a la reducción del consumo presente. Por otra parte, un alto tipo de interés frena el espíritu de empresa y la expansión de las actividades ya existentes, exigiendo la aportación de nuevo capital, empleándose las fuerzas productivas del país más intensamente que antes en producir mercancías de consumo inmediato. Además, la dificultad de tomar a préstamo dinero obliga a realizar ventas forzosas de los 'stocks' disponibles, etc. En otras palabras, disminuye la demanda de bienes y servicios, a la par que aumenta la oferta; descienden los precios, se frenan las importaciones, pero se estimula el movimiento de la exportación". Ibid., pág. 289.

[27] "...podrá preguntarse si la meta de la política del Banco Central no debería ser volver al mecanismo más automático del patrón oro, vigente en la época anterior a la guerra cuando, como se supone, la tasa de descuento del Banco Central era aumentada en mayor o menor medida cuando el oro salía, y disminuía cuando el oro entraba. De hecho, sin embargo, el funcionamiento automático del patrón oro, aun entonces, estaba más o menos limitado a la esfera del Banco de Inglaterra y solo fueron satisfactorios sus resultados porque Londres era en ese entonces, y por mucho, el centro financiero más poderoso del mundo; tenía créditos "a la vista" sobre el resto del mundo mucho mayores a los que el resto del mundo tenía sobre ella y podía así, mediante el funcionamiento de su tasa bancaria, ajustar casi inmediatamente su posición de reservas. Por lo tanto, los otros países finalmente tenían que ajustar sus condiciones a las de Inglaterra. Ford, A. Ibid., pág. 31. Si se acoge desprevenidamente esta última versión contenida en el *MacMillan Report* podría pensarse que los bancos centrales instaurados en América Latina en los años veintes, acogieron en su bagaje doctrinario, acríticamente, un instrumento de dirección monetaria, novedoso, pero cuyo renombre y mayor eficacia dependían, históricamente, de la privilegiada posición del Banco de Inglaterra.

del sistema monetario tradicionalmente considerado como el prototipo de organización monetaria nacional e internacional. El acento crítico del *Informe* recayó sobre la principal aportación neoclásica al modelo conocido del funcionamiento del patrón oro, desvirtuando su presunta universalidad, cuando ya las legislaciones de aquellos países que realizaron reformas financieras entre 1918 y 1930, la habían aceptado en sus principios doctrinarios y en su bagaje instrumental. En otras palabras, dichas legislaciones asimilaron entera y acríticamente un instrumento de dirección monetaria cuyo renombre y mayor eficacia dependían, históricamente, de la privilegiada posición del Banco de Inglaterra en el concierto financiero internacional.

Pero tal como se mencionó antes de iniciarse esta sección, la reimplantación del patrón oro no fue fruto de la unanimidad; a pesar de la imposición de las ideas tradicionales favorables al patrón oro, las voces discordantes se habían manifestado desde los inicios de la posguerra. Dos paradigmas entre los contradictores fueron Gustav Cassel y John M. Keynes.

2. Los impugnadores del patrón oro

Cassel y Keynes coincidieron en resaltar el cambio definitivo de escenario, en el cual, según su propia argumentación, ya no podrían funcionar las características sustanciales del patrón oro, las mismas que en el pasado le habían augurado la confianza universal. En un memorando dirigido a la Sociedad de las Naciones, en 1920, con el propósito de contribuir a las deliberaciones de la Conferencia Internacional de Bruselas, Cassel advirtió que el oro había dejado de regir los niveles de precios y que el poder adquisitivo de dicho metal estaba sometido a las políticas discrecionales de los bancos de la Reserva Federal. Según el propio Cassel, la intromisión de bancos federales en la determinación del valor del oro había resultado de la experiencia histórica de estabilización de los precios en los Estados Unidos a partir de la guerra:

> *"Esta estabilización es un resultado de la política bancaria americana. El valor del oro desde la guerra se ha determinado, en efecto, esencialmente, por el valor del dólar. El patrón oro americano ha perdido con esto una característica esencial del antiguo patrón oro típico... Muchos países han demostrado por esto alguna prevención al restablecimiento de un patrón oro que en realidad significaba una adhesión al dólar y que pondría la moneda propia en dependencia de la dirección de los bancos americanos"*[28].

[28] Cassel, G. Ibid., pág. 392.

La crítica keynesiana, recogida parcialmente en *"A Tract on Monetary Reform"* (1923) es todavía más contundente. Keynes se refiere a cómo el "cambio de escenario" después de la guerra dejó sin piso la defensa del patrón oro realizada en el *Informe Cunliffe*, y cómo la teoría de la respuesta de la tasa de descuento a los movimientos internacionales del oro quedó sin asidero en la realidad. Según la descripción de Keynes, dicho *Informe* "fue compilado mucho antes de la desestabilización de la libra esterlina y de la gran intervención en los intercambios europeos en 1919, antes del tremendo auge y de la crisis de 1920-1921, antes de la gran acumulación del oro mundial en América, y sin la experiencia de la política de la Reserva Federal en 1922-1923, de enterrar dicho oro en Washington, evitando todos sus efectos sobre los precios y, por consiguiente, desmonetizando el metal. El *Informe Cunliffe* es una prescripción inalterada de la preguerra —y no podía serlo de otra manera, si se considera que fue escrito después del interregno de cuatro años de la guerra, antes de consumarse la paz, y sin el conocimiento de las experiencias revolucionarias e imprevisibles de los cinco años precedentes—. El Informe Cunliffe pertenece a un orden de ideas extinto y prácticamente olvidado"[29].

Ahora bien, el comentario de Keynes acerca del funcionamiento del patrón oro en los Estados Unidos, el nuevo gran centro de poder de la primera posguerra, revela la inanidad de la tasa de descuento y rompe con el antiguo esquema apologético del patrón oro:

> *"La teoría según la cual se supone que la Junta de Reserva Federal gobierna su política de descuento, considerando las entradas y salidas de oro, y la proporción entre el oro y las exigibilidades, está muerta y bien muerta. Pereció, y pereció justamente, tan pronto como la Junta de la Reserva Federal empezó a ignorar su ratio y a aceptar oro sin permitirle ejercer su plena influencia, simplemente porque en aquel momento no parecía deseable un aumento del crédito y de los precios. A partir de ese día, el oro fue desmonetizado por el país que era casi el último que todavía le rendía un culto verbal, y en el pedestal del becerro de oro fue colocado el patrón dólar. En los últimos dos años, los Estados Unidos han pretendido conservar el patrón oro. Pero de hecho, ya han abrazado un patrón dólar; y en lugar de asegurar que el valor del dólar se ajustara al del oro, han tomado decisiones muy costosas para que el valor del oro se conforme al del dólar. Por este camino, una nación rica puede combinar la nueva sabiduría con los antiguos prejuicios. Puede disfrutar de los últimos avances científicos, concebidos en el laboratorio económico de Harvard, mientras hace creer al Congreso que no se permitirá ninguna desviación temeraria de la moneda dura*

[29] Keynes, J. M., A *Tract on Monetary Reform* (London, Cambridge U. Press, 1979, págs. 152 y 153).

consagrada por la sabiduría y experiencia de Dungi, Darío, Constantino, Lord Liverpool y el senador Aldrich"[30].

Las voces divergentes del pensamiento ortodoxo, como las de Cassel o Keynes, no ganaron en su momento la mayor audiencia, y antes bien, quisieron ser asimiladas por la vena tradicional al considerárseles no tanto como alegaciones contrarias al restablecimiento del patrón oro, sino como percepciones alternativas que resaltaban los nuevos matices del sistema monetario internacional. Les correspondía a los sucesos económicos de los años veintes y treintas esclarecer las distintas posiciones y dirimir, finalmente, la controversia agitada en torno a la vigencia del patrón oro.

Mientras tanto, Kemmerer proseguía su labor de asesoría, a nivel internacional, de prospectos de reforma financiera. El pensamiento de Kemmerer quedaría plasmado en las recomendaciones finales de sus misiones y en sus obras de divulgación académica. Precisamente, aquellos documentos y obras resaltan la adhesión permanente y vigorosamente defendida por Kemmerer al pensamiento monetario ortodoxo. Sus escritos revelan cómo, si bien el autor fue consciente acerca de que la restauración del oro como patrón internacional no comportaba la misma solidez de las experiencias históricas de la preguerra, simultáneamente consideraba que las ventajas derivadas de un sistema basado en el oro eran las únicas capaces de garantizar la estabilidad internacional de los precios y un verdadero orden monetario internacional, fundamentalmente automático y relativamente poco sensible a las manipulaciones políticas de los gobiernos.

El pensamiento kemmeriano puede abordarse a partir de las concepciones básicas del sistema monetario que el autor explicó en sus libros, y que propuso sin ambages en desarrollo de sus labores de asesoría financiera internacional. Precisamente, en el apartado siguiente se realiza una presentación breve de los conceptos más elementales de la exposición kemmeriana acerca de la definición y el funcionamiento del patrón oro.

3. Conceptos centrales en la visión kemmeriana del patrón oro

En este apartado se presentan en forma resumida algunos enunciados kemmerianos generales que abarcan tanto el campo de las definiciones como la órbita de funcionamiento del patrón oro. No se trata, pues, de cubrir en este momento la totalidad de los rasgos principales del pensamiento monetario de Kemmerer, sino únicamente de realizar una aproximación a los aspectos más destacados de su exposición acerca del patrón oro.

[30] Keynes, J. M., Ibid., pág. 155.

En el campo de las concepciones básicas puede hacerse una revisión rápida de la presentación kemmeriana acerca de la definición misma del patrón oro, de las nociones de valor, costo de producción y precio del oro. De igual manera, la "mecánica" de funcionamiento del sistema puede resumirse en la explicación del automatismo del sistema, y de la estabilidad internacional de los precios.

Los elementos definicionales del patrón oro fueron expuestos por Kemmerer así:

> *"Ese patrón puede ser sumariamente definido como un sistema monetario en el cual la unidad de valor, en cuyos términos los precios, salarios y deudas son habitualmente expresados, consiste en el valor de una cantidad fija de oro en un mercado internacional extenso que es sustancialmente libre"*[31].

Como se aprecia, Kemmerer no se refiere a la convertibilidad, ni al empleo de monedas de oro, al curso legal o a la libre acuñación. Lo importante para él es el sostenimiento internacional de las paridades de las distintas clases de moneda con la unidad de oro. El cumplimiento de esta última condición asegura la vigencia del patrón oro independientemente de que para su conservación se acuda a los expedientes de la convertibilidad, la acuñación libre, el curso legal o cualquier otro:

> *"No es cuestión de los particulares medios que se adopten para obtener un determinado resultado, sino más bien, de los resultados mismos"*[32].

Complementando la definición inicial, Kemmerer escribe:

> *"...el patrón oro existe en cualquier país siempre y en tanto que una cantidad fija de oro en un mercado internacional extenso y sustancialmente libre se mantenga efectivamente como la unidad corriente de valor"*[33].

Nuevamente, en la cita anterior, Kemmerer resalta el mensaje central de *una cantidad fija de oro*. Queriendo precisar todavía más su definición y deslindando con claridad la diferencia entre el *peso* y el *valor del oro*, Kemmerer advierte:

> *"Bajo el patrón oro —como bajo otro patrón de moneda metálica corriente— es el peso del contenido metálico de la unidad monetaria lo que se fija y no su valor, el cual es una expresión de poder adquisitivo"*[34].

[31] Kemmerer, Edwin Walter. *Oro y patrón oro* (Bogotá, Editorial Suramericana, 1947, pág. 163).
[32] Kemmerer. Ibid.,, pág. 167.
[33] Ibid.
[34] Kemmerer, Ibid.,, pág. 168.

Precisamente, le correspondería al Estado la determinación del *peso* del oro, al tiempo que el valor del oro dependería del comportamiento del nivel general de precios[35]. El tema del *precio del oro* surge de la relación entre el metal y el patrón monetario:

> *"Cuando un Estado adopta el patrón oro, fija el contenido de oro de la unidad monetaria"*[36].

Si existe una generalización internacional del patrón oro, el metal será adquirido ilimitadamente por los países participantes en el sistema, siempre al mismo precio. Vale decir, la demanda internacional de oro para fines monetarios será absolutamente elástica. Esta noción del *precio del oro* resulta inconfundible con la del *valor del oro* explicada más arriba. Además, Kemmerer empleaba el concepto de *costo de producción del oro*, abarcando los precios de los bienes considerados en el proceso de producción del metal.

Una sencilla ilustración histórica de las nociones de valor, precio y costo de producción la ofrece Kemmerer en los siguientes comentarios que resaltan cómo a pesar de los cambios en la producción mundial del metal, y de las consecuentes oscilaciones de su valor, el precio permaneció siempre constante:

> *"Por ejemplo, entre los años 1879 y 1916, inclusive, en los Estados Unidos —se produjese mucho o poco oro en los mercados del mundo—, el precio del oro puro en la Casa de la Moneda se mantuvo siempre a US $ 20.67 la onza"*[37].

Tampoco se modificará el precio por variaciones en el costo de producción:

> *"Aunque los productores de oro siempre percibían el mismo precio por su metal en las oficinas de acuñación y ensayos, los costos de producción de este oro cambiaban continuamente como cambiaba el poder adquisitivo del oro"*[38].

Kemmerer explicita de esta manera la vinculación necesaria entre los cambios en el valor del oro y los precios de los bienes, particularmente de aquellos empleados en su producción.

Hecha una revisión rápida de los conceptos elementales que definen el patrón oro, de acuerdo con la exposición de Kemmerer, los aspectos controversiales de la visión kemmeriana se concentran en el automatismo y en el alcance internacional del patrón oro. Como se verá enseguida, la discusión se origina en unas ocasiones por los contornos ideológicos de las explicaciones acerca del funcionamiento del patrón oro, y en otras por el contrapunteo

[35] Kemmerer. *Money,* Ibid., págs. 74 y 209.
[36] Kemmerer.*Oro y patrón oro,* Ibid., pág. 173.
[37] Ibid., pág. 174.
[38] Ibid., pág. 175.

con los enfoques surgidos después de la guerra, y que consideraban el patrón oro como un vestigio de experiencias pretéritas, sin anclaje en las nuevas realidades.

El primer foco de la controversia es el relacionado con el automatismo inherente al funcionamiento del patrón oro; tal automatismo es uno de los cimientos de la argumentación kemmeriana en favor del patrón oro metálico y en contra del patrón papel moneda. En relación con este último, Kemmerer expresó que su carácter sería exclusivamente nacional y que "sus funciones, en vez de automáticas, serán principalmente humanas"[39].

Para Kemmerer, el principal defecto de los patrones del papel era la sumisión a las decisiones cambiantes de los gobiernos. Como recurso histórico inmediato, siempre citó la experiencia europea en la guerra, con sus arbitrarias y desmesuradas emisiones de papel.

La defensa del automatismo del oro, una vieja herencia ricardiana, tiene una clara connotación ideológica: el *laissez-faire*. Precisamente en la época de las misiones financieras de Kemmerer, el *Informe del Comité Cunliffe* de 1918 se convirtió en el locus classicus, de acuerdo con la denominación que le diera Joan Robinson, de un sistema internacional de equilibrio de las balanzas de pagos, cuyo funcionamiento o reglas del juego sólo son inteligibles a la luz de la ideología del *laissez-faire* [40]. Se trata del imperio de las llamadas leyes económicas, objetivas, sobre la versatilidad de las decisiones humanas, subjetivas.

Sin negar el papel directivo de las autoridades monetarias, Kemmerer siempre lo consideró secundario, "porque el manejo del sistema habría de ser fundamentalmente automático"[41]:

> *"Con el patrón oro, el manejo que resulte necesario tendrá que imponerse a un sistema monetario que es fundamentalmente automático en su funcionamiento y debería conducirse de acuerdo con ciertos principios establecidos que sean aceptados por los bancos centrales más importantes del mundo bajo la autoridad de sus respectivos gobiernos"*[42].

El principio del *laissez-faire* que fuera sostenido inicialmente por los fisiócratas se caracteriza, como todos los principios liberales en general, por enarbolar la bandera de la libertad para los asociados, considerados formalmente iguales. Esta "formalidad"

[39] Kemmerer. "El porvenir del patrón oro", reproducido en *Economía Colombiana* (Contraloría General de la República, julio 1973, pág. 22).

40 Robinson, J. "La desaparición definitiva del *laissez-faire*", en *Teoría económica y economía política* (Edic. Martínez), Barcelona, Roca S. A., 1975, pág. 185.

[41] Kemmerer. Ibid., pág. 23.

[42] Kemmerer. *Oro y patrón oro*, pág. 249.

de la igualdad es la que, discrepando de la desigualdad histórica prevaleciente en las sociedades civiles, resulta imponiendo la ideología del más fuerte en contra de los intereses de los débiles.

La referencia de Kemmerer a la incidencia definitiva de "los bancos centrales más importantes del mundo" en el funcionamiento automático del patrón oro, no es asunto simplemente de asegurar la confianza internacional. En el pasado, cuando el sistema de bancos centrales no se había generalizado, el Banco de Inglaterra, representativo del país más poderoso del mundo, ejerció tal preponderancia en el mercado internacional, la cual, a pesar de operar dentro de la formalidad de los postulados liberales, sirvió al afianzamiento de Londres como principal centro financiero mundial, subordinando el comportamiento del mercado a sus propios intereses.

De este modo, históricamente, el *laissez-faire* en sus reiteradas apariciones en la teoría y en la política económica, reafirma la "ideología del más fuerte", a pesar de su presentación formal en favor de la igualdad de los individuos. Además, el formalismo liberal en economía sujeta el comportamiento humano a los dictámenes de las leyes económicas, asumiendo la incapacidad de la sociedad para superar la espontaneidad —no la independencia— de dichas leyes. En este contexto, el automatismo deja de ser una simple referencia técnica del funcionamiento de un patrón monetario descubriendo la intencionalidad que lo matiza al nivel de los principios.

De otra parte, en la medida en la que el patrón oro, a finales de los años veinte, naufragaba en el mar borrascoso de las crisis, su característica distintiva más repetida y elogiada durante un siglo —el automatismo—, se desfigura hasta asumir connotaciones secundarias. Las afirmaciones del Comité MacMillan son inequívocas:

> *"Cuando hay pérdidas de oro, el banco central cuenta con una señal 'automática' de alerta de las condiciones que pueden hacer necesaria una acción positiva. El objetivo final, la restauración del valor internacional de la moneda, es claro, pero la acción a emprender y el momento exacto de la misma caen dentro de la esfera de la discusión y el juicio; en una palabra, de la dirección... Así, pues, solamente en sentido muy limitado puede afirmarse que el patrón oro es automático; lo es solamente como indicador de la necesidad de acción y del objetivo a conseguir"*[43].

Sin embargo, todavía en las postrimerías de la Segunda Guerra y de su propia vida, Kemmerer mantuvo su constante defensa del patrón oro sobre la base de su carácter automático, fundamentalmente independiente de las decisiones humanas.

[43] Ford. Ibid., p. 32.

Otro tema descollante en la ortodoxia kemmeriana es el de la estabilidad internacional de los precios asegurada secularmente, según él, por la estabilidad del valor o poder adquisitivo del oro. Con el objeto de avalar su afirmación, Kemmerer citó en su *Oro y patrón oro*, las siguientes frases de Keynes, el mayor impugnador del restablecimiento del patrón oro en la primera posguerra, refiriéndose a la experiencia británica desde mediados del siglo pasado hasta finales de la segunda década del siglo XX:

> *"...la característica más notable de ese largo período fue la relativa estabilidad del nivel de precios. Aproximadamente un mismo nivel de precios predominó en los años de 1826, 1841, 1855, 1862, 1871 y 1915. Los precios estaban así mismo nivelados en los años de 1844, 1881 y 1914"*[44].

Sin embargo, se trata de una cita aislada del *Tract on Monetary Reform*. Así lo destaca el biógrafo de Keynes, sir Roy Harrod:

> *"Los expertos habían estado abogando por la estabilidad monetaria después de la Primera Guerra Mundial, y generalmente se suponía que esto significaba la vuelta al patrón oro. Keynes consideró que había llegado el tiempo de expresarse con mayor precisión y plantear los cambios posibles. Había que revisar el supuesto tácito de que el oro proporcionaría un régimen de precios bastantes estables así como tipos de cambio estables. Durante el siglo XIX tal supuesto había servido bastante bien, en parte porque el aumento de la producción de las minas de oro había estado en relación bastante cercana con el aumento de la producción general. Pero no se podía confiar en una serie de descubrimientos de minas de oro nuevas en una escala continuamente creciente. Había un punto aún más importante. La esencia de la situación en el siglo XIX era que el valor del oro había estado determinado por gran número de fuerzas independientes resultantes de las políticas de diferentes naciones y de la conducta de sus ciudadanos. Los efectos de los cambios operados en esos factores con frecuencia se compensaban entre sí. Pero ahora la situación había cambiado enteramente, debido a la gran absorción de oro por los Estados Unidos. Ya no había entidad independiente alguna a la cual se pudiera llamar patrón oro; el patrón oro significaba simplemente patrón dólar"*[45].

La extensa cita de Harrod descubre el pensamiento de Keynes a finales de 1923, el mismo año de la fundación del Banco de la República. Según él, la estabilidad del valor

[44] Kemmerer. Ibid., pág. 227.
[45] Harrod, R. F. *La vida de John Maynard Keynes* (México, F.C.E., 1958, pág. 395).

del oro no se obtuvo por obra y gracia del mismo, sino por las particulares condiciones de crecimiento de la producción minera, muy cercanas al crecimiento de la producción general. De otra parte, según Keynes, para 1923 el patrón oro ya había dejado de existir. Con la suplantación de Inglaterra por los Estados Unidos en los grandes canales del comercio internacional, y los hábiles políticos de los bancos de la Reserva Federal, "en el pedestal del becerro de oro se puso el patrón dólar".

Como el lobo vestido de oveja, el patrón dólar rigió el mundo desde el fin de la guerra con el ropaje del patrón oro. Mientras la gente creía que el patrón oro, venerado por varias generaciones, se había restablecido con todas sus virtudes, los bancos de la Reserva Federal practicaban el proceso que posteriormente se conoció con el nombre de "esterilización del oro". Mediante este sutil procedimiento se lograban desvirtuar las funciones monetarias del oro. La notable expansión del comercio internacional de los Estados Unidos desde 1918 atrajo un caudaloso flujo de oro a las arcas de los bancos de la Reserva, los cuales emitieron contra sí mismos los billetes correspondientes. Éstos se transformaron en depósitos de los bancos comerciales, los cuales, en lugar de emplearlos en créditos o inversiones, los orientaron al pago de las deudas pendientes con los bancos de la Reserva. De este modo, el crecimiento vertiginoso de las entradas de oro se esterilizó monetariamente, almacenando los nuevos "stocks" en las bóvedas de los bancos. El resultado final de la esterilización fue el establecimiento del patrón dólar.

Para 1923 la vigencia del oro era artificial; a pesar de las proclamas y de los documentos sobre el nuevo imperio de la antigua moneda firme, el oro había quedado sometido al dominio internacional del dólar, protegido por el nuevo poder político y militar de los Estados Unidos.

Sin embargo, lejos de abandonar su fe en el patrón oro, Kemmerer viajó a sus misiones financieras convencido de su pertinencia y así lo explicó en diferentes países. *Creía en el patrón oro, aunque era consciente de las diferencias notables entre el* patrón oro de preguerra y el de posguerra. Dentro de este contexto de particulares circunstancias del patrón oro de posguerra, Kemmerer asesoró diversas reformas financieras en las naciones visitadas.

C. La propuesta kemmeriana de un patrón de cambios-oro

En 1943, Kemmerer escribió cómo desde 1914 no se había dado una experiencia de patrón oro internacional comparable con las de preguerra. Aludiendo a los patrones oro establecidos en diferentes países, los llamó "ejemplares enclenques de patrón oro", puestos en vigencia en condiciones financieras adversas. "Todos esos patrones

eran prácticamente patrones de cambios-oro o de oro-metal en contraste con los más robustos patrones de moneda-oro de los tiempos de preguerra"[46].

A pesar de haber escrito que el oro amonedado no era una condición *sine qua non* del patrón oro, Kemmerer se refirió despectivamente al patrón-oro metal y al patrón de cambios-oro. Al fin de cuentas habían sido estos dos últimos los protagonistas del fracaso del oro como patrón internacional. Pero lo que probablemente Kemmerer no aceptó con plena conciencia fue el rotundo cambio en las condiciones históricas de funcionamiento de las distintas versiones del oro. El mundo no había pasado mecánicamente de la economía de preguerra a la de posguerra. A partir de 1918 se hizo palpable la mayor intervención de los Estados europeos en la economía. Por aquella época comenzó a adquirir sustantividad la expresión "política económica", como resumen de las acciones del Estado con el fin de regular la actividad económica. Los viejos principios liberales fueron puestos en tela de juicio. Desde Ricardo, la preocupación fundamental de los Estados fue la de defender la estabilidad del tipo de cambio independientemente de los efectos que la consecución de tal objetivo tuviera en los países vinculados al patrón oro. Pero los desequilibrios económicos fomentados por la guerra y la emergencia de nuevos problemas de la magnitud del desempleo y la inflación, desviaron la atención del Estado de la balanza de pagos al empleo, al fomento de la demanda y al control de la oferta monetaria.

El patrón de cambios-oro corresponde a la etapa de creciente intervención de los estados en las economías nacionales. Surgió como simbiosis de viejos principios y nuevas ideas: automatismo y dirección, independencia política y control estatal de los establecimientos bancarios. Esta simbiosis teórica y práctica no podía fortalecer sino debilitar los intentos de restablecer el patrón oro, bajo su modalidad de patrón de cambios-oro. Asimismo, fue esta simbiosis el motivo fundamental de los "ejemplares enclenques de patrón oro", de su corta vida y de su final disolución.

> *"El patrón oro de los años 1925-1931 resultó imposible en el fondo, pues constituía el punto de intersección de dos ideas inconciliables y separadas por un siglo de diferencia: la idea del sistema económico de libre competencia de comienzos del siglo XIX y la idea de economía planificada de nuestro tiempo. El matrimonio entre estas dos ideas en el patrón oro de los años de posguerra no fue feliz. Cada uno de los consortes impedía al otro el pleno despliegue de sus propias peculiaridades"*[47].

[46] Kemmerer. Ibid.

[47] Lutz, F. A, citado por Schneider, E., en *Balanza de pagos y tipo de cambio* (Madrid, Aguilar, 1972, pág. 175).

De acuerdo con el *Informe MacMillan*, los sistemas monetarios basados en el patrón oro pueden distinguirse de acuerdo con la "proximidad" entre la unidad monetaria de un país y el oro. Si la unidad monetaria es el oro, el país cuenta con un patrón moneda-oro; si la unidad monetaria no es el oro, pero para ciertas cantidades de dinero existe la convertibilidad por barras de oro, el país tiene un patrón oro-metálico; finalmente, si la unidad monetaria es intercambiable por monedas extranjeras, las cuales son a su vez convertibles en oro amonedado o en barras, el país opera con un patrón de cambios-oro.

El asunto va más allá de las formas y de la proximidad entre las unidades monetarias nacionales y el oro. Trascendiendo los fenómenos, el patrón-oro diversifica su presentación de acuerdo con las particulares circunstancias de la organización económica de los países, de los movimientos del comercio internacional, de la producción mundial de oro, del predominio o correlación de fuerzas de los principales centros financieros y, finalmente, de la política intervencionista de los estados.

Kemmerer asigna universalmente las modalidades del patrón oro según la riqueza de los países. Los más ricos optarían por el patrón moneda-oro, mientras que los más pobres "como también las colonias y dependencias" escogerían el patrón de cambios-oro por tratarse del menos costoso[48]. Los países medianamente desarrollados se decidirían por el patrón oro-metálico.

Sin embargo, el esquema "ideal" de ribetes mercantilistas expuesto por Kemmerer sólo podía subsistir en la imaginación. Las nuevas realidades internacionales fueron expuestas sin ambages en la Conferencia Internacional de Génova de 1922, en la cual el tema de la reorganización monetaria internacional tuvo especial ponderación. Si se considera que la tasa general de expansión de la producción, a partir de los trabajos de la reconstrucción europea, superaría la tasa de crecimiento de las disponibilidades de oro, con la consecuente elevación de su valor, dispuso que el restablecimiento internacional del patrón oro debía hacerse sobre la base de la "escasez generalizada del oro". Propuso, por consiguiente, la restauración del patrón oro, y acudió a mecanismos economizadores del oro metálico.

Cien años antes, frente a una contingencia similar, David Ricardo sugirió que el restablecimiento de los pagos en metálico no se hiciese en oro amonedado sino en billetes canjeables por barras de oro a partir de cierta denominación. Su propósito fue el de evitar la deflación aguda que podría presentarse con una solicitud desproporcionada de oro amonedado. Ricardo insinuó la posibilidad de institucionalizar el patrón oro-lingote como mecanismo economizador de oro y garante de una deflación que apenas

[48] Kemmerer. Ibid.

lograría la estabilización de los precios sin desencadenar movimientos recesivos en la economía. La Conferencia de Génova retomó el espíritu de la propuesta ricardiana y dispuso su aplicación de acuerdo con las nuevas circunstancias internacionales. Precisamente, en la resolución No. 9 recomendó "una conversión internacional tendiente a la economía en el empleo del oro, mediante el mantenimiento de reservas bajo la forma de activos en el exterior"[49].

La propuesta de Génova no sólo admitió la posibilidad de un patrón oro sin monedas de oro, sino que recomendó a los bancos centrales mantener parte de sus reservas en forma de divisas extranjeras. En otras palabras, sugirió la posibilidad según la cual los bancos podrían no tener oro, pero sí incluir dentro de su lista de activos, créditos oro en el exterior. Dicha propuesta no fue el punto de partida para la práctica. En efecto, varios bancos centrales habían acudido a dichos mecanismos con antelación. El propósito de la resolución No. 9 fue el de llevar a principio político lo que ya se ejecutaba en varios países.

No se trataba simplemente de un cambio en la presentación del patrón oro. La Conferencia de Génova al redactar su resolución elaboró la partida de defunción del patrón oro. El mecanismo clásico expuesto pocos años antes en el *Informe Cunliffe*, fue rebatido por la nueva política de los bancos centrales. Contrariando la versión tradicional de los movimientos internacionales del oro, la nueva política, mediante la colocación de créditos en el exterior, permitía la expansión de la base monetaria del país receptor sin inducir reducciones en la base monetaria del país originario del crédito. La controvertida noción del automatismo del oro perdió toda sustentación en los nuevos acaecimientos monetarios.

El *Informe Cunliffe* fue el obligado homenaje póstumo al sistema monetario que había consolidado a Londres como el primer centro financiero del mundo. Como el viejo Marley, en el cuento de Dickens, el patrón oro "bien muerto estaba. En ello no cabía duda... tan muerto como un clavo de puerta". El registro de su entierro "lo suscribieron los convencionistas de Génova al reconocer el fin de un sistema monetario cuya característica fundamental fue la *reciprocidad*. Simultáneamente, testimoniaron el nacimiento de otro sistema monetario cuyo distintivo peculiar fue la *unilateralidad*".

Pero no sólo la unilateralidad. El nuevo sistema carecía de la simplicidad del anterior; resultaba tan complejo que para su operatividad exigía la estrecha colaboración de los bancos centrales de reserva, los cuales aceptarían la existencia de "centros de oro", en los cuales se garantizaría el libre comercio del metal.

[49] Rueff, J. *El pecado monetario de occidente* (Buenos Aires, Emecé Editores, S. A., 1972, pág. 33).

El plan de Génova podría llevarse hasta el punto en el cual la totalidad de las reservas de oro pudieran ser suprimidas "excepto las de aquellos centros del oro y, aun en estos centros, las reservas serían sólo las estrictamente necesarias para cubrir cualquier exceso de la demanda industrial mundial de oro sobre la producción de las minas"[50].

Además, la Conferencia propugnó la economía en el uso del oro mediante el establecimiento del sistema de saldos en el exterior, al tiempo que exigió la creación de bancos centrales en los países en los que no existieran. Asimismo, solicitó la abolición de los sistemas de control oficial de cambios y abogó por la implementación de normas reguladoras del comportamiento de los establecimientos bancarios, como complemento necesario de la política monetaria.

Ahora bien, en 1923, en cumplimiento de las labores de la misión financiera contratada desde el año anterior por el gobierno de Colombia, los consejeros financieros encabezados por Kemmerer, prepararon, entre otros, el proyecto de la que fuera la Ley 25 de 1923, "orgánica del Banco de la República". En la exposición de motivos, al comentar el sentido económico del articulado del proyecto, Kemmerer expuso, *in extenso*, el funcionamiento del patrón de cambios-oro. Precisamente, al defender el contenido del artículo 19 del proyecto[51], escribió:

> *"Este artículo 19 limita la obligación del Banco de cambiar sus billetes por letras sobre el exterior, a los giros sobre Nueva York, porque esta ciudad es hoy el único gran centro financiero que se halla organizado estrictamente sobre la base de oro y con un comercio libre de este metal... Se dispone, sin embargo, que el derecho de cambiar por letras los billetes se concede al Banco únicamente en tiempos de emergencia... a un tipo que no exceda del representado por el costo de exportación del metal, más el valor del oro a la par.*
>
> *"El cambio de los billetes por letras sobre el exterior pagaderas en oro, en vez de hacerlo por oro amonedado del país, es la característica esencial del "patrón de cambio oro" (gold exchange standard), patrón monetario usado en la India, en las islas Filipinas, en las colonias inglesas de las Indias Orientales, en Nicaragua y varios otros países.*

[50] Hawtrey, R. *El oro en la teoría y en la práctica* (Madrid, Aguilar, 1947, pág. 100).

[51] El artículo 19 de la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República, dispone que "los billetes del Banco serán convertibles a la vista en su oficina principal", y que asimismo lo serán en las sucursales o agencias del Banco hasta donde sus fondos se lo permitan; las demandas de oro por encima de las posibilidades de las sucursales serían resueltas mediante la entrega de cheques sobre la oficina principal, del mismo modo que los bancos provinciales ingleses ofrecían giros sobre las reservas del Banco de Inglaterra. Cantillon, Richard. *Ensayos sobre la naturaleza del comercio en general* (México, FCE, 1950). Asimismo, la sucursal podría ofrecer oro a cambio de los billetes presentados, si el solicitante aceptara esperar el traslado del oro de la principal a la sucursal. O también, la sucursal podría ofrecer letras a la vista sobre Nueva York pagaderas en oro, por las cuales el Banco podría pagar un premio. Desde luego, esta última modalidad podría ser utilizada por la principal, en lugar de canjear sus reservas.

"Hay dos funciones que pueden ser desempeñadas por las monedas oro, y por los billetes de banco: una de ellas es la de su envío al exterior, para hacer pagos relacionados con el comercio internacional, pues el oro es la moneda de este comercio, y la otra es la de servir como un medio satisfactorio para atesorar... la primera función es en extremo importante, porque es principalmente por medio de la exportación e importación de oro, como las existencias de moneda en un país se ajustan a las exigencias del comercio, de suerte que esta provisión de moneda disminuye cuando es relativamente abundante, y aumenta cuando es relativamente escasa; de este modo, la circulación monetaria del país se mantiene en equilibrio con la de otros países de patrón monetario de oro, y dicho patrón se conserva. Para este objeto, sin embargo, el cambio por letras es prácticamente equivalente al cambio por oro amonedado. Cuando la circulación monetaria es relativamente abundante, lo que se revela por el alza del cambio, digamos entre Bogotá y Nueva York, más allá del costo de exportación, el oro que se entrega en Nueva York servirá lo mismo que el oro entregado en Bogotá a una persona que desee exportarlo para Nueva York; y si el premio que se le carga al comprador por la letra en virtud de la cual recibe el oro en Nueva York no es más alto que los gastos que debería hacer para enviar oro de Bogotá a Nueva York; en otros términos, si el premio no es más alto que el precio de la exportación del oro, el individuo que lo necesite en Nueva York quedará tan bien servido si se le autoriza para comprar la letra, como si se le entrega el oro amonedado para exportarlo.

"Mientras los billetes del Banco de la República sean convertibles sin restricción en letras por oro sobre Nueva York, a tipos que no excedan del costo de exportación de dicho metal, aquellos billetes no podrán depreciarse. A fin de que pueda llevar a cabo sus operaciones de cambio sobre el exterior y también para mantener sus existencias completamente disponibles, el Banco de la República deberá probablemente poseer siempre considerables fondos en el exterior. El proyecto de ley lo autoriza para tener las dos quintas partes de su encaje legal, en forma de depósitos pagaderos en oro, en bancos altamente respetables de centros financieros de fuera del país"[52].

A partir de la recomendación kemmeriana, la Ley 25 de 1923 determinó en su artículo 19 que, en casos extremos, el Banco podría satisfacer las solicitudes de sus clientes vendiendo letras en lugar de canjear oro. Se estableció así el patrón de cambios-oro

[52] Kemmerer, Edwin Walter. "Exposición de motivos del proyecto de ley orgánica del Banco de la República". Leyes financieras presentadas al gobierno de Colombia por la Misión de Expertos Americanos, en los años de 1923 y 1930 y exposición de motivos de éstas. (Bogotá, Editorial de Cromos, 1931, 84).

para las situaciones extremas en las cuales el tipo de cambio igualara los puntos del oro. Se le admitió como mecanismo necesario, aunque no de última instancia, para la defensa de las reservas en oro. En situaciones de normalidad, con reservas suficientes, el Banco podría atender la convertibilidad de los billetes con monedas de oro.

Kemmerer acudió a importantes referencias históricas del patrón de cambios-oro. Se refirió a la India, país para el cual un funcionario del Banco de Bengala preparó en 1876 el primer plan completo de dicho patrón. Mencionó también las islas Filipinas en las cuales el sistema funcionó admirablemente durante el corto lapso 1905-1910. En su *Oro y patrón oro*, Kemmerer se refiere ampliamente a la experiencia filipina y la resalta como prototipo del patrón de cambios-oro.

Kemmerer deshilvana los pormenores de la operación del sistema:

> *"Cuando las cotizaciones de los cambios sobre Nueva York se elevaban en Manila hasta el punto de exportación de oro... el gobierno de las Filipinas entregaba al presunto exportador de oro, en cambio de su moneda filipina situada en Manila, un giro que le otorgaba un crédito en oro en Nueva York, cobrándole como premio por el giro simplemente lo que le hubiese costado realizar la exportación del equivalente en barras de oro desde Manila a Nueva York si efectivamente hubiese realizado la operación. Los pesos filipinos que cobraba el gobierno por el giro (aparte del correspondiente premio), eran el equivalente a la par de la cantidad de oro que el interesado hubiese transferido si realizara el embarque. Éstos, e incluso el premio percibido, eran retirados de la circulación por el gobierno filipino e ingresados en las arcas del fondo del patrón-oro, por cuyo procedimiento se reducía la circulación de la moneda filipina tan efectivamente como lo hubiese hecho la equivalente exportación de monedas de oro"*[53].

Sin embargo, el ejemplo filipino corresponde a la experiencia del patrón de cambios-oro de preguerra. Su automatismo resulta altamente perfecto. Un patrón oro por el cambio de antes de la guerra, tiene una significación absolutamente distinta del patrón de cambios-oro posterior a la guerra. Está mucho más cerca de un patrón oro amonedado y clásico que de su similar de la posguerra.

Es más una variante del modelo clásico que un modelo diferente. Fácilmente recuerda la exposición ricardiana del circulante internacional. En ella, como en el modelo filipino, los billetes en circulación se regulan de acuerdo con los movimientos de entrada y salida de oro. Si las importaciones de oro aumentan, de igual manera crecerá el volumen de billetes de banco, y a la inversa, si se producen exportaciones de oro, de igual modo se

[53] Kemmerer. *Oro y patrón oro*, pág. 187.

reducirá el circulante. La *reciprocidad* es característica tanto del modelo de circulante internacional de Ricardo como del patrón de cambios-oro de preguerra.

Kemmerer no es explícito en su exposición de motivos de la Ley 25 acerca de la indiscutible discrepancia entre el patrón oro de preguerra y el de posguerra. Al contrario, cita el caso filipino como ejemplo de un patrón de cambios-oro, en general. En otra parte del mismo documento se referirá a mecanismos de última instancia que el Banco deberá emplear cuando sus reservas afronten circunstancias adversas. Tampoco aquí hará explícita la *unilateralidad* del patrón oro de posguerra.

Es muy posible que Kemmerer haya pretermitido la referencia explícita a las características del nuevo patrón de cambios, llevado por su íntima convicción de que las nuevas experiencias eran apenas "ejemplares enclenques del patrón oro". Y para justificar la propuesta, en la exposición de motivos de la Ley 25, acudió a un ejemplo que resultaba por lo menos desfasado.

Hasta en sus últimos escritos, en los que se refirió a la posibilidad de implantar para la segunda posguerra un nuevo patrón-oro internacional, Kemmerer mantuvo la fe en su carácter altamente automático. Es lo que debería ocurrir en el contexto de una amplia libertad para el intercambio de mercancías. Se requeriría la permanente colaboración de todos los bancos centrales del mundo a fin de asegurar el mayor orden en el sistema de pagos entre naciones. Y, por supuesto, el compromiso internacional de favorecer la libertad absoluta de los movimientos del oro.

Al seguir el camino indicado en los primeros párrafos de este capítulo, se han realizado tres aproximaciones a las fuentes del pensamiento kemmeriano. La primera y definitiva, recoge los cimientos doctrinarios de la explicación "ortodoxa" del dinero, cuya vigencia se extiende hasta los umbrales del siglo XX; la segunda, se alimenta de las aportaciones neoclásicas de las primeras décadas del siglo actual, en particular de las que realzan el papel de las tasas de interés, tanto del banco central como de los bancos comerciales. Y la tercera, se ocupa de los eventos monetarios de resonancia internacional que sirvieron de apoyo cercano al establecimiento del sistema del banco central y bancos de crédito en numerosos países durante los años veinte, y que estimularon la acogida del patrón de cambios-oro.

A juicio del autor, los tres conjuntos de elementos citados a lo largo del capítulo constituyen el venero en el que se sustentara el pensamiento económico de Kemmerer, el cual, finalmente, debería depositarse en los estatutos jurídicos que dieron origen en Colombia al sistema de banco central y bancos de crédito[54].

[54] Se han omitido aquí otros legados de la teoría bancaria de los siglos XVIII y XIX relevantes para la constitución de bancos centrales en la primera posguerra. A ellos se acudirá en el siguiente capítulo.

2. 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.

A. 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[55]. 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"*[56].

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..."[57].

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 pasado; vale decir, la teoría obtenida a partir de la organización y funcionamiento del Banco de Inglaterra.

[55] La Constitución de Cúcuta de 1821 (5 de septiembre) en su artículo 55, ordinal 5, autorizaba al ejecutivo para "establecer un banco nacional". Cruz Santos, Abel. *Economía y hacienda pública*, Tomo I. Historia Extensa de Colombia, Volumen XV, Academia Colombiana de Historia (Bogotá, Ediciones Lerner, 1965).

[56] Secretaría de Fomento de la Unión. *Anuario estadístico* (Bogotá, 1882, pág. 7).

[57] Ospina Rodríguez, M. *Escritos sobre economía y política* (Bogotá, Universidad Nacional de Colombia, Dirección de Divulgación Cultural, 1969, pág. 30).

De acuerdo con el testimonio de Galindo, su *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"[58].

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 a 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 de este capítulo). 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[59].

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

[58] Galindo, A. *Estudios económicos y fiscales* (Bogotá, Biblioteca Popular de Economía, Anif-Colcultura, 1978, pág. 1).

[59] 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 Roldán, S. *Memoria que el secretario de hacienda y fomento presenta al Presidente de la República sobre el curso que han tenido los negocios fiscales de Colombia en el año económico de 1869 a 1870* (Bogotá, Imprenta de Gaitán, 1871)

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 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).

B. 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[60]. 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.

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). 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[61].

[60] Ley 25 de 1923 (julio 11) "Orgánica del Banco de la República". *Diario Oficial* Nos. 19.101 y 19.102. Reproducida en *Leyes financieras. Presentadas al gobierno de Colombia por la misión de expertos americanos en los años de 1923 y 1930 y exposición de motivos de éstas.* Bogotá, Editorial de Cromos, 1930.

[61] 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). Harsin, Paul, "El banco y el sistema de Law", en Franco, Gabriel. *Historia de la economía por los grandes maestros* (Madrid, Aguilar, 1965, pág. 473). Por el momento no se lo llamó "banco de emisión", ya que en forma similar a los bancos de Amsterdam 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".

a. 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) y depósitos del público en general, pagables a la vista (artículo 14); 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[62].

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.

b. 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..."

[62] 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. Éstas 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.

(artículo 16). 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[63].

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"[64].

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

i. El objetivo de convertibilidad, mediante la compra y venta de barras y monedas de oro.
ii. El objetivo de sustentación del patrón de cambios-oro, por medio de la negociación de valores sobre plazas extranjeras.
iii. El objetivo de descuento y redescuento de documentos comerciales.
iv. 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.

[63] Los financistas europeos y norteamericanos de las primeras décadas del siglo 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, Philips. *La primera revolución industrial* (Barcelona, Ediciones Península, 1975, pág. 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. David Ricardo. *Folletos y artículos. 1815 – 1823*, México, Fondo de Cultura Económica, 1960.

[64] Rist, Charles. *Historia de las doctrinas relativas al crédito y a la moneda, desde John Law hasta la actualidad* (Bosch, Casa Editorial, Barcelona, 1945, p. 470.

c. El Banco de la República como banco de descuento

Finalmente, el artículo 1º 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 autonitidez 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 preguerra y de posguerra.

Los bancos federales de reserva de los Estados Unidos, creados en 1913, supeditaron sus objetivos definicionales de "emisión y descuento" al alcance de la convertibilidad[65]. 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 Kememerer, 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

[65] Warburg, P. *The Federal Reserve System. Its origin and growth; reflections and recollections.* (Macmillan, New York, 1930).

durante las primeras décadas del presente siglo 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..."[66].

Independientemente de los discursos teóricos, la reimplantación del oro como patrón monetario internacional exigía la recuperación de la confianza pública. Y ésta 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.

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 1as 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 a través de las tasas de redescuento y las operaciones de mercado abierto.

[66] Kemmerer, Edwin Walter. *Oro y patrón oro,* Ibid., pág. 167.

a. 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 enseña que:

"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"[67].

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"[68].

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, sólo satisfaría las demandas crediticias, sino que resguardaría la solidez financiera del sistema.

b. 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

[67] Ley 25 de 1923, artículo 11; en Kalnins, Arvids. *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana* (Bogotá, Ediciones Tercer Mundo, 1963, pág. 207).

[68] Ley 25 de 1923. Exposición de Motivos, en *Leyes financieras...* Bogotá, Editorial de Cromos, 1931, pág. 50.

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 ratas 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"[69].

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:

"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"[70].

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[71],[72].

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.

[69] *Leyes financieras,* Ibid., pág. 52.

[70] Mundell, Robert. *El hombre y la economía.* Buenos Aires, Amorrortu Editores, 1968, pág. 127.

[71] El artículo 12 de la Ley 25 otorga a la Junta Directiva la facultad de "fijar de tiempo en tiempo las ratas 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 ratas pueden ser distintas para diferentes clases de documentos". *Leyes financieras* ... pág.45.

[72] "Ningún banco accionista podrá redescontar descuentos en el Banco de la República, si cargare a sus clientes, sobre documentos de la misma clase y del mismo plazo, ratas de descuento mayores en tres por ciento (3%) de las que cargue para su redescuento el Banco de la República". *Leyes financieras ... artículo 12, numeral 2.* Ibid., pág. 45.

c. 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 a través de 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[73].

La segunda razón apunta a establecer un mecanismo que asegure la efectividad del manejo monetario a través 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, 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 ratas de descuento y a contener la peligrosa expansión de sus préstamos. Este sistema es lo que se llama 'hacer efectiva la rata del banco', el cual no podría ponerse en práctica si al banco central se le prohibiera por la ley negociar con el público"*[74].

[73] *Leyes financieras... Exposición de Motivos del Proyecto de Ley Orgánica del Banco de la República*, págs. 74 a 79.

[74] *Leyes Financieras*. Ibid., pág. 78. Las operaciones de mercado abierto "open market operations" fueron descritas por Cantillón 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

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 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"*[75].

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.

en su ensayo *Richard Cantillon y la nacionalidad de la economía política*, publicado en Cantillon, R., *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, Ibid., pág. 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, D., *Plan para crear un banco nacional*, en Ricardo, D. *Folletos y artículos, 1815-1823*, Ibid., pág. 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.

[75] De Kock, M.H., *Banca central* (México, FCE, 1964, pág. 211).

C. 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.

Aun 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 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 mínimum 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, quienes 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 alcanzar el objetivo de paridad entre la unidad monetaria y el oro, contribuyendo 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"[76].

De otra parte, el Banco de la República fue autorizado por la ley constitutiva para mantener hasta las $^{2}/_{5}$ partes de sus reservas en bancos extranjeros. Con esta medida se le permitió realizar las operaciones que numerosos bancos centrales venían desempeñando 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.

[76] *Leyes financieras... Exposición de Motivos*, Ibid., pág. 81.

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, libraremos 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"*[77].

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 recepcionistas 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 bajo 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 divisa de la *unilateralidad* de los efectos monetarios internacionales.

Mediante asientos contables, el nuevo sistema liquidaba los pagos externos, dejando 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, bajo la nueva modalidad del patrón oro manejado por los bancos centrales, los ajustes monetarios serían inducidos por

[77] Kemmerer, Edwin Walter. *Oro y patrón oro,* Ibid., pág. 189.

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 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 x 100) y el impuesto de deficiencia fuere del 6% (6 x 100), el banco cargará por lo menos el 11% (11 x 100)"*[78].

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 estándar,* 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 altamente 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.

[78] *Leyes financieras...* pág. 49.

D. 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). Esquemáticamente, tales obligaciones fueron las siguientes: la autorización al Banco del libre comercio del oro; la amonedación del oro de1 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), como agente fiscal del gobierno (artículo 23) y como agente para el retiro de la circulación de los papeles oficiales que servían hasta entonces como moneda (artículo 24).

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 de la 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 ésta, que*

consiste principalmente en papel y plata se halla, por lo tanto, depreciada en relación con el oro"[79].

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 el de *crear un vacío* en la circulación que permitiera simultáneamente reducir el circulante excesivo y asegurar la unificación del numerario nacional.

E. El Banco de la República. Organización original

El Banco de la República fue concebido como "una institución cuasipública en cuanto a sus derechos y obligaciones" (artículo 25, 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), iniciándose con un capital de diez millones de pesos oro (artículo 4). 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, adquiriendo 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 otorgando 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, adquiriendo 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, otorgando 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). El gerente sería elegido por la Junta Directiva, con el voto favorable de por lo menos siete miembros (artículo 8).

El Banco de la República se fundó como una institución cuasipública, atendiendo a la preocupación manifiesta de "los banqueros y de los hombres de negocios" por

[79] *Leyes financieras ... Exposición de motivos,* Ibid., pág. 87.

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[80]. Nadie podía creer en la solidez del Banco si éste 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 la 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, sólo 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[81].

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

[80] *Leyes financieras...Exposición de motivos*, pág. 67.

[81] 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 sólo 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, Antonio José. *Colombia y los Estados Unidos de América*, capítulo VIII (1931). La obra fue reeditada y actualizada por Antonio José Uribe Portocarrero con el título *Colombia, Estados Unidos y Panamá* (Medellín, Imprenta de la Universidad de Antioquia, 1976). 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 Muñoz, G. *El Banco de la República, 1923-1948* (Bogotá, Imprenta del Banco de la República, 1948).

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

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"*[82].

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, aquéllos 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"[83].

[82] *Leyes financieras,* Ibid., pág. 71.
[83] *Leyes financieras,...* pág. 72.

F. 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 aplicadas 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[84]. En otras palabras,

[84] De acuerdo con las teorías de la intermediación financiera expuestas en los años cincuenta y sesenta. Dos referencias centrales de la época son Goldsmith, R. *Financial structure and development* (New Haven, Yale University Press, 1969) y Gurley, J. y Shaw, E. *Money in a theory of Finance* (Washington, Brookings Institution, 1960).

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 sólo representó el paso primero y definitivo para la consolidación de 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[85].

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.

[85] La controversia entre las escuelas citadas es sintetizada en Ritz, Charles, Ibid., Capítulo V. Una referencia más cercana es Schwartz, Anna. "Banking school, Currency School, Free Banking School en Eatwell, J. Milgate, M. y Newman, P. (editors). *The New Palgrave. A dictionary of economics*. (London, MacMillan Press Limited, 1987).

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 dentro de los términos de corto plazo. Dentro de este marco, 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:

> *"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"*[86].

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"[87].

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.

[86] Alviar, Oscar, *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia* (Bogotá, Tercer Mundo, 1972, pág. 74).
[87] Schumpeter, J. *Historia del análisis económico* (México, FCE, 1971, pág. 617).

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 *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, sólo sirve para aumentarlos"*[88].

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

[88] Cantillon, Richard. *Ensayos sobre la naturaleza del comercio en general* (México, FCE, 1950, pág. 189).

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"*[89].

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..."*[90].

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"[91].

[89] Rist. *Historia de las doctrinas*. Ibid., pág. 426.
[90] Rist. Ibid., páginas 428 a 430.
[91] Ricardo, D. *Folletos y artículos*, 1815-1823 (México, FCE, 1960, pág. 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"[92].

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 comienza diciendo:

> *"El Banco de Inglaterra, lo mismo que cualquier otro banco de este país sólo es útil porque sustituye un medio circulante caro con un medio circulante barato, una moneda metálica por una de papel". Y más adelante, completa su argumentación con los siguientes términos: "... 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"*[93].

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.

[92] Ricardo, D. Ibid., pág. 205.
[93] Ricardo, D. Ibid., pág. 221.

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 sólo contra las fluctuaciones ordinarias... en las demandas de moneda, sino también con vista 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"*[94].

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"*[95].

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 análisis de Thornton constituye el mejor análisis del funcionamiento del sistema crediticio que saliera de la pluma de los más antiguos economistas"[96].

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:

[94] Rist. Ibid., págs 430 y 431.
[95] Rist. Ibid., págs 433 y 434.
[96] Hicks, John. *Ensayos críticos sobre teoría monetaria* (Barcelona, Ariel, 1970, pág. 194).

"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 rehacerlas mediante importaciones de metálico"[97].

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"[98]. 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..."[99].

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"[100].

[97] Bagehot, Walter. *Lombard Street: el mercado monetario de Londres* (México, F.C.E., 1968, pág. 49).
[98] Mundell, Robert. *El hombre y la economía, Ibid.*, pág. 128.
[99] Mundell, Robert., *Ibid.*, pág. 127.
[100] Warburg. Ibid., p.128

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"[101].

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

[101] Friedman, Milton. *El marco monetario de Milton Friedman* (México, Premia Editora, 1979, pág. 17).

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"*[102].

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"*[103].

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 de

[102] Franco, Gabriel, Ibid., pág. 609.
[103] Franco, Gabriel. pág. 610.

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 Cantillón 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"*[104].

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 Cantillón:

[104] Rist, Ibid., p. 246.

"Basta pues, por lo común, mantener en efectivo la décima parte de sus depósitos"[105].

Tooke reasume la noción de encaje otorgándole una mayor elasticidad de acuerdo con las circunstancias. Pero, y esto es lo pertinente, reasume 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 éste. 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 los años 1930, en uno de los principales instrumentos de control monetario en el siglo XX.

[105] Cantillon, Richard. Ibid., pág. 186.

3. 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.

A. La unificación del numerario nacional

El primer paso de la autoridad monetaria en cabeza de la Junta Directiva del Banco de la República era el de 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.

1. Especies circulantes en 1923

Al seguir la noción trajinada por los economistas según la cual el dinero se define por sus funciones[106], 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

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%[107]. Si se consideran únicamente las formas de dinero que deberían ser retiradas de la circulación

[106] "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. R. G. *Currency and Credit* (New York, Arno Press, 1978, pág. 1).

[107] Uribe, Antonio José. *Crédito, moneda y bancos.* Bogotá, Librería Colombiana, Camacho Roldán y Tamayo, 1926, pág. 23.

(billetes nacionales, bonos del Tesoro, cédulas de Tesorería, cédulas bancarias 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 el de 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"[108].

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 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:

[108] "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". *Leyes financieras,* Bogotá, Editorial de Cromos, 1931, pág. 87.

"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 éste.

"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 sólo la necesidad los hizo aceptables"[109].

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:

"...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;..."[110].

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

[109] Jaramillo, Esteban. "Memorando para la Conferencia Internacional de Génova" (archivo personal de Esteban Jaramillo, 1926).

[110] Uribe, Ibid., págs. 18 y 19.

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.

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 adelantaría 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"[111].

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"*[112].

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.

[111] *Leyes financieras... Exposición de motivos,* pág. 88.
[112] *Leyes financieras... Exposición de motivos,* págs. 88-89.

a. Cédulas de Tesorería

En lo tocante a las cédulas de Tesorería se propuso liberarlas de su "carácter de moneda circulante". El mecanismo sugerido fue el de 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%. Éste 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 rata establecida inicialmente en el 10%[113].

b. 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 6ª 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..."[114]. 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

[113] *Memoria de Hacienda*, 1925.
[114] Uribe, Ibid., pág. 35.

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.

c. 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.

d. 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..."*[115].

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 bancarias 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 (ver cuadro No. 1). 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

[115] *Leyes financieras... Exposición de motivos,* pág. 91.

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.

B. Objetivos e instrumentos de la nueva política monetaria

1. Objetivos

A partir de los linderos trazados por el patrón oro, el propósito fundamental de la política era el de conseguir la estabilidad de la moneda, procurando que las oscilaciones de la tasa de cambio no se separaran de la 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 sólo 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 desgreño 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.

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.

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 sólo 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[116].

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 sólo 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[117]. 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

[116] Kemmerer, E.W. "Inflation", *The American Economic Review*, junio de 1918, pág. 250.
[117] Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1932, pág. 19.

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[118]. 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 sólo 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 ésta estuvo orientada principalmente al control de la base monetaria.

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, 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 para afectar la capacidad crediticia de los bancos; así, si el desarrollo de las operaciones bancarias de crédito inducía un descenso de las reservas internacionales, la

[118] En particular la definición ampliada de Fisher al considerar los depósitos bancarios como parte del dinero.

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 sólo 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; ésta 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"*[119].

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

[119] William, John H. "Derivaciones de la política fiscal en orden a la política monetaria y al sistema bancario", en *Lecturas sobre política fiscal* (Madrid, Revista de Occidente, 1959, pág. 226).

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. Ésta 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 redescontar 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—. *Así la tasa de interés cobrada por los bancos comerciales estaba determinada inmediatamente por factores institucionales.* Existía una de terminación 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 "ecléctica" 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"*[120].

5. Política monetaria y política cambiaria

El objetivo central de la política monetaria dentro del patrón oro era el de 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 la del equilibrio presupuestal del gobierno. En el campo crediticio, la exigencia primordial era la de 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.

[120] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1924, pág. 16.

Tercera Parte

El patrón oro.

Auge y colapso del patrón monetario

Introducción

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

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

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

caso, el drenaje de las reservas metálicas del emisor, y restringir o propiciar, también según el caso, el ensanchamiento de los recursos crediticios de la economía. Así, en virtud de las "reglas de juego" del patrón oro, el instrumento primordial de la política monetaria extendería sus efectos sobre el campo crediticio y sobre la esfera de los cambios internacionales.

En definitiva, la coyuntura, que se inicia con la instauración del sistema de banco central y bancos de crédito en 1923, se caracteriza por el predominio de los enunciados que definen el patrón de cambios oro restringido. El fin de la coyuntura, hacia finales de 1931, estará determinado por el desvanecimiento de aquellos postulados básicos; en particular, la suspensión de la convertibilidad de los billetes del Banco de la República, el control gubernamental de los cambios internacionales y la remoción de la tasa de redescuento como instrumento principal de regulación monetaria[1].

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

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

1. El desarrollo de la intermediación financiera en una economía en expansión

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

El índice de los términos de intercambio pasó de 64.7 en 1923 a 107.5 en 1928. La política fiscal fue sustentada por un mayor recaudo aduanero —el principal tributo de la época— y por una disposición amplia de créditos externos para financiar la gama creciente de los gastos públicos. En consecuencia, el producto interno bruto se incrementó notablemente entre 1924 y 1928, y los índices del comercio exterior alcanzaron un crecimiento sin precedentes. La dinámica interna se originó principalmente en las esferas de las obras públicas, de los transportes y el comercio[2].

En términos de la nueva organización financiera, la ampliación de los mercados interno y externo no sólo contribuía a una mayor integración de la economía nacional y con el resto del mundo, sino que constituía la "base material" para la formación y desarrollo de una estructura de intermediación como la preconizada por Kemmerer en 1923. A su vez, esta estructura reforzaría la dinámica del proceso mediante la agilización de los intercambios, la disminución de los costos de información y otros

[2] Ocampo, José Antonio y Montenegro, Santiago. "La crisis mundial de los años treintas en Colombia", en *Desarrollo y Sociedad*. Revista del CEDE (Bogotá, enero de 1982, págs. 37 a 45 y Anexo Estadístico. En el Anexo A-3, se presenta una serie para la relación de precios de intercambio entre 1910 y 1945). Como referencias generales del período de auge pueden citarse, entre otros, CEPAL, "El desarrollo económico en Colombia" (México, 1957) y López, Hugo, "La inflación en Colombia en la década de los veintes", en *Cuadernos Colombianos* (Bogotá, 1975).

asociados a las transacciones financieras, y la eliminación de los riesgos involucrados en la financiación externa directa[3].

A. El papel del Banco de la República

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

El patrón monetario previó una sustituibilidad perfecta entre el oro y los billetes del Banco de la República, dentro de condiciones económicas normales. En general, el régimen supuso que las fluctuaciones en la demanda de oro por parte del público quedarían satisfechas mediante cambios en la composición de las reservas internacionales. En el evento extremo de una insuficiencia temporal de oro amonedado, el Banco podría canjear sus billetes ofreciendo valores sobre el exterior pagaderos en oro[4].

1. Funciones económicas y autonomía relativa del Banco de la República

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

a. Transformación de activos en moneda representativa de oro

El Banco fue autorizado para adquirir el oro físico resultante de la producción minera interna, así como los cambios internacionales derivados de las operaciones corrientes con el exterior, y los movimientos de capital-oro originados en el endeudamiento exter-

[3] Gurley, J. y Shaw, E. (1956).

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

no. También fue autorizado para adquirir valores de deuda emitidos tanto por el sector privado como por el sector público, a través de inversiones directas en papeles financieros gubernamentales, y de los mecanismos clásicos de cupos de redescuento y préstamo.

b. Convertibilidad por oro de los billetes del Banco de la República

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

c. Control limitado sobre las reservas internacionales y sobre la base monetaria

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

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

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

2. Creación de moneda representativa por el Banco de la República

El funcionamiento del Banco de la República dentro de los parámetros reseñados originó la emisión fiduciaria en los años que siguieron a la creación del Banco. Las emisiones correspondieron al incremento de los activos externos y al crédito neto otorgado a los sectores público y privado. Estas operaciones caracterizaron el balance del Banco de la República, cuya presentación simplificada podría ser la siguiente:

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

* Las Cédulas de Tesorería también hicieron parte del pasivo del Emisor por el tiempo que requirió su amortización. Precisamente, el encaje del 60% exigido al Banco por la ley orgánica se aplicó sobre el conjunto de los billetes, los depósitos y las cédulas referidas.

Los activos internacionales (*AI*) estuvieron integrados por los tres primeros rubros del activo ($AI = A1 + A2 + A3$). La actividad crediticia de la época estaría resumida en el esquema del balance por los renglones *A4* y *A5*. Finalmente, la base monetaria podría deducirse de los dos lados del balance: como la suma de los billetes en manos del público y los bancos, y los depósitos realizados por los bancos accionistas ($P1 + P2$), o alternativamente, como la suma de los activos internacionales, el crédito ($A4 + A5$), y otros activos netos ($A6 - P3 - P4 - P5$)[5].

Entre 1924 y 1928, la base monetaria se incrementó en un 77% (Cuadro No. 1). Los activos internacionales constituyeron la fuente predominante de dicha expansión, seguida de lejos por el crédito neto al sector privado. El principal ingrediente contraccionista de la época fue la moneda de la Tesorería, debido a la sustitución gradual de la antigua circulación por los billetes del Banco de la República (Cuadro No. 3 y Gráficos 1 a 4).

B. La expansión de los medios de pago y los cuasidineros

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

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

Los encajes sobre los depósitos y las exigencias de calidad y plazo sobre los créditos fueron definidos en las leyes 25 y 45 de 1923. El encaje fue adoptado como un instrumento de protección de los depósitos del público en los bancos; los plazos fueron establecidos con el ánimo de asegurar la liquidez de los activos de riesgo; y los imperativos de calidad de la cartera fueron destacados para resguardar el valor neto de las instituciones bancarias. La determinación de la cantidad de crédito primario y su destino fue definida como una facultad discrecional de la autoridad monetaria dentro de los límites requeridos para la vigencia del patrón monetario. Finalmente, sin modificar las disposiciones en vigor, relacionadas con la libertad de las tasas de interés, la ley constitutiva del Emisor, siguiendo el pensamiento de los proyectos anteriores para organizar el sistema bancario, dispuso el control indirecto y parcial sobre las tasas de interés; el mecanismo arbitrado fue el de establecer una relación aritmética entre la tasa de redescuento y la tasa activa máxima de interés para los créditos que los bancos aspiraran a redescontar en el Banco de la República[6].

1. La creación secundaria de dinero representativo por la banca comercial

Las reservas de los bancos comerciales (saldos en efectivo y depósitos en el Banco de la República) constituyen el fundamento de la expansión secundaria del dinero. La interacción del Banco de la República —como oferente de la base monetaria— y los bancos comerciales y el público —como demandantes de la base— determina la cantidad de dinero[7]. Este esquema fue puesto en práctica en 1923, pero en los primeros años no se percibió el proceso de creación secundaria del dinero. Como quedó dicho en el capítulo III de la segunda parte, las nociones de dinero prevalecientes en los años veinte concentraron la atención de las autoridades en el dinero representativo emitido por el Banco de la República.

De 1924 a 1928 los medios de pago se incrementaron en un 104%, de modo que para finales del período la oferta monetaria superó en más del doble la existente en

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

[7] La cantidad de dinero (M) puede definirse como la suma del efectivo en poder del público ($P1$) y los depósitos en cuenta corriente (Dc). Si la base monetaria (B) es la suma del efectivo en poder del público y las reservas bancarias ($P2$), la relación entre la cantidad de dinero y la base sería, $\frac{M}{B} = \frac{P1 + Dc}{P1 + P2}$ dividiendo el numerador y el denominador del lado derecho por Dc:

$$M = \frac{\frac{P1}{Dc} + 1}{\frac{P1}{Dc} + \frac{P2}{Dc}} \; B, \text{ o, } M = m\,B, \text{ donde:}$$

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

1924[8]. Al tiempo que los depósitos en cuenta corriente crecieron a una tasa del 150% —correspondiente a un cambio absoluto de $ 23.8 millones—, el efectivo en manos del público creció a una tasa del 83% —correspondiente a una variación absoluta de $ 29.1 millones (Cuadro No. 1).

Las cifras citadas sugieren algunas primeras conclusiones acerca de la evolución del sistema monetario desde su instauración hasta 1928; en primer término, el incremento notable del efectivo en poder del público, cuando precisamente uno de sus componentes, la moneda de la Tesorería, que en 1924 representó el 70% de la base, descendió continuamente a lo largo del período. Esta constatación estadística revela una vez más que, en su demanda de dinero base, el público sustituyó progresivamente las formas de moneda en circulación en 1923 por los billetes del Banco de la República cuya circulación se incrementó en un 400% —$ 40.7 millones— entre la apertura de las emisiones representativas y mediados de 1928. En segundo término, la expansión de los depósitos en cuenta corriente destaca la aceptación pública del sistema de depósitos bancarios y, por lo mismo, del esquema de pagos basado en la transferencia de la propiedad de los depósitos mediante el empleo de cheques.

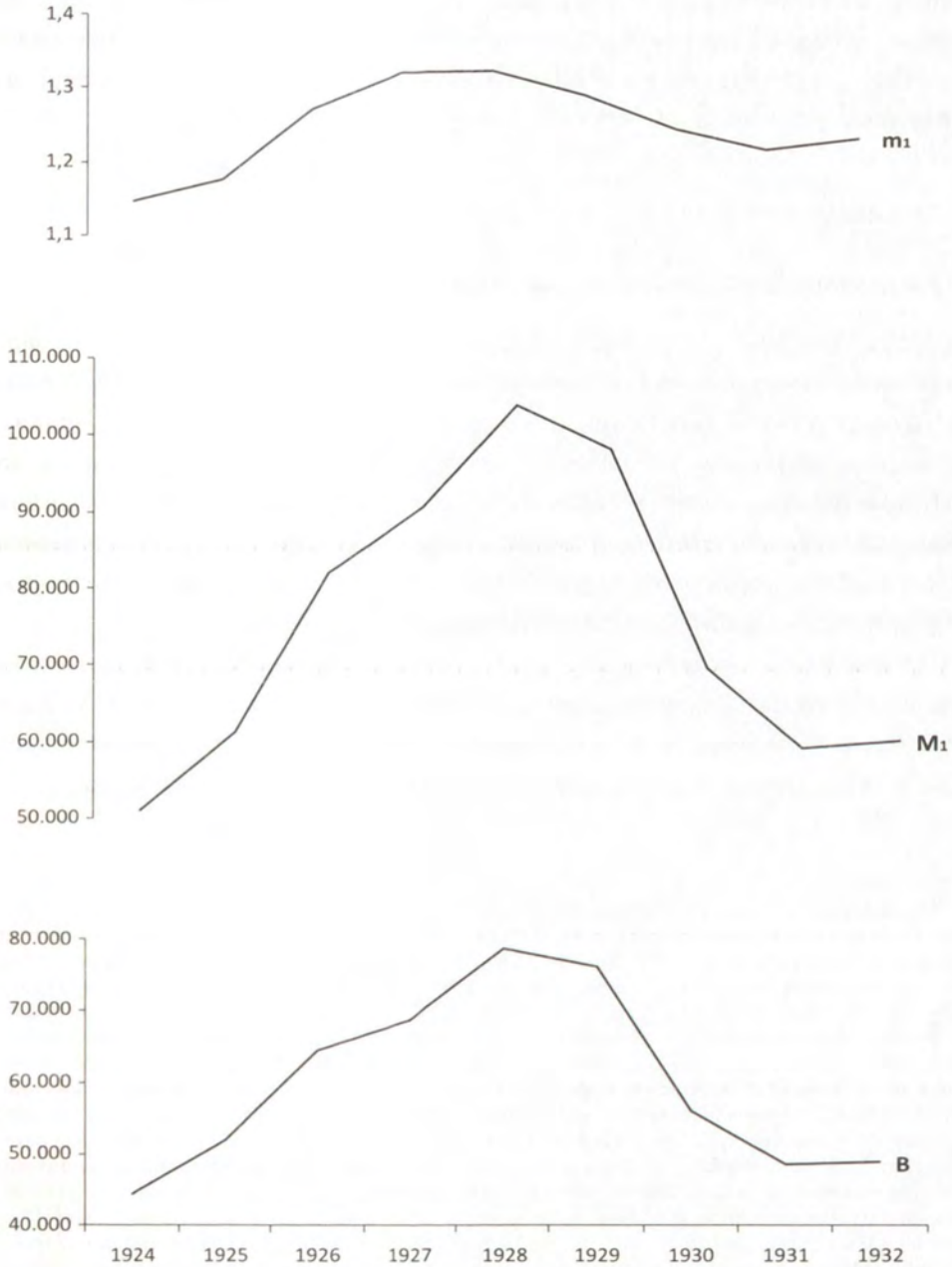
2. La función dual del sistema bancario

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

En el período considerado, los depósitos de ahorro y a término tomados conjuntamente, crecieron en 141%, cifra ligeramente inferior a la del crecimiento de los depósitos totales —147%— en el mismo período. En otras palabras, *tanto la función monetaria* como la *estrictamente intermediaria* de los bancos, se desarrollaron con igual dinámica durante el primer lustro de existencia del sistema bancario (Cuadro No. 1).

[8] El multiplicador monetario pasó de 1.147 en 1924 a 1.322 en 1927. Este incremento fue el resultado conjunto de la disminución tanto de la relación del efectivo a depósitos en cuenta corriente, *e*, como de la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente, *r*. Los $ 53.1 millones de incremento de los medios de pago entre 1924 y 1928 pueden referirse a la base y al multiplicador según su importancia relativa: el 74.1%, o sea, $ 39.3 millones corresponden a la incidencia de la base en los medios de pago; asimismo el 14.6%, o sea, $ 7.7 millones se relacionan con la importancia relativa del multiplicador en los medios de pago; finalmente, existe un efecto cruzado entre la base y el multiplicador equivalente al 11.3%, o sea, $ 5.9 millones.

Gráfico 1. Base monetaria (B), Medios de pago (M1), Multiplicador (m1)
1924 - 1932



Fuentes: Cuadros 1 y 4

C. Rasgos de la política crediticia en el período de auge, 1923 – 1928

Las operaciones bancarias de crédito tuvieron un desempeño destacado en el primer lustro posterior a la reforma financiera de l923[9]. La dinámica del crédito bancario se debió principalmente a factores de origen institucional como el redescuento en el Banco de la República y el nivel de los encajes requeridos sobre los depósitos bancarios.

1. El redescuento en el Banco de la República

a. Restricciones cualitativas y racionamiento cuantitativo

La Ley 25 de 1923 —artículo 11— fue categórica al establecer requisitos de *calidad* sobre los pagarés presentados al redescuento en el Banco de la República. El propio Banco se empeñó en diseñar mecanismos de control y seguimiento que evitaran el compromiso de recursos primarios con operaciones o actividades expresamente descalificadas por la ley orgánica[10]; además, no cejó en recomendar ciertas "innovaciones financieras" previstas en la Ley 25 como las aceptaciones comerciales y las aceptaciones bancarias. Estos documentos no solo aligerarían las operaciones mercantiles sino que resguardarían la calidad de la cartera bancaria y de los redescuentos"[11].

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

[9] Al tiempo que los medios de pago crecieron en un 104% en el período 1924-1928, correspondiente a una variación absoluta de $ 53.0 millones, el crédito neto de los bancos se elevó en un 181% correspondiente a un cambio absoluto de $ 45.0 millones. Así, la relación aritmética entre el crédito neto y la oferta monetaria aumentó continuamente entre junio de 1924 y junio de 1927 —pasando del 0.49 al 0.70— y disminuyó en el período de junio de 1927 a junio de 1928 —pasando del 0.70 al 0.67—. Puede afirmarse entonces que con excepción del período 1927-1928, *el crédito neto de los bancos reforzó el efecto expansivo de la oferta monetaria*. (Ver Cuadros 1 y 4). Tanto el crecimiento de la oferta monetaria como el crédito bancario pueden explicarse estadísticamente en términos de la base neta (base monetaria menos créditos y descuentos del Banco de la República), del comportamiento de las reservas bancarias y de las variaciones en la tasa de redescuento. La base neta se elevó en un 32% entre 1924 y 1927, al tiempo que la base 1o hizo en un 55%; sin embargo, si se toma el período completo 1924-1928, mientras la base neta creció el 73.3%, la magnitud de la base sólo se incrementó un poco más, el 77.3%. La discrepancia en las tasas de crecimiento sobreviene, principalmente, del menor endeudamiento de los bancos accionistas con el Banco de la República en el ejercicio de junio de 1927 a junio de 1928. La cifra de préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos accionistas que en junio de 1927 era de $ 143 millones, al promediar el año siguiente se había reducido prácticamente a la mitad, $73 millones.

[10] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1927, págs. 11 y 12.

[11] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1927, pág. 13.

b. Ambigüedad de la tasa de redescuento. Un sólo instrumento con objetivos nominales y reales

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

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

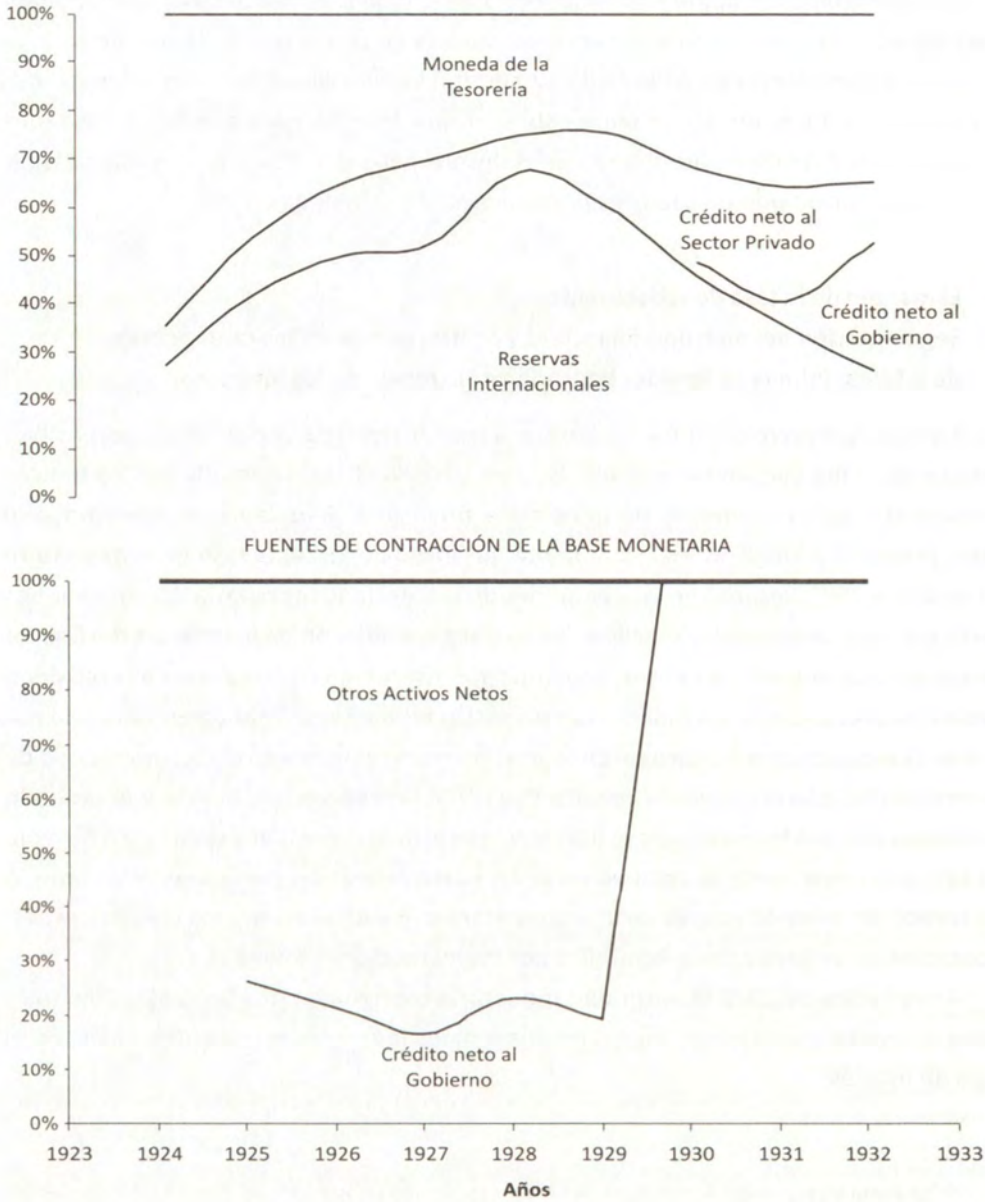
En el primer ejercicio anual del Banco, la tasa de redescuento se redujo ostensiblemente: se la fijó inicialmente en el 12% para partir de la tasa cobrada por los bancos comerciales en el momento de la reforma financiera. Rápidamente, disminuyó al 10%, primero, y luego, al 9%. Finalmente, en mayo de 1924, la tasa de redescuento se rebajó al 7%[13]. Pesaron en las decisiones de la autoridad monetaria dos intenciones distintas: una se orientaba a facilitar la colocación y difusión de los billetes del Emisor en el mercado monetario; la otra propendía por ofrecer nuevos estímulos a la actividad productiva recortando la incidencia de los costos financieros. Estaban entonces de por medio dos objetivos muy caros al Emisor; el primero relacionado con el monopolio de la emisión fiduciaria que la ley constitutiva le había reservado al banco, y el segundo vinculado con una forma de apoyo indirecto que el banco podía ofrecer a la producción. La tasa de redescuento se sostuvo en el 7% hasta el final del período considerado. A su turno, las tasas de interés se ubicaron entre el 8 y el 10% para los créditos redescontables en el Banco de la República por las instituciones afiliadas.

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

[12] "La Junta Directiva del Banco fijará de tiempo en tiempo las ratas a que descontará documentos admisibles de los bancos accionistas y aquéllas que deban regir para el descuento de obligaciones también admisibles ofrecidas por el público. Estas ratas pueden ser distintas para diferentes clases de documentos". Ley 25 de 1923, artículo 12, en Kalnins, Arvids. *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana*, Ibíd., pág. 214.

[13] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1924, pág. 15.

Gráfico 2. Fuentes de expansión de la base monetaria
1924 - 1932



Fuentes: Cuadros 1 y 4

"...más bien que iniciar, el Banco debe seguir los movimientos que en esa materia se producen por el juego de la oferta y la demanda en el mercado abierto. Pero no obsta esto para conceptuar que la buena legislación bancaria, tan práctica y eficiente para dar seguridad a esta industria; lo sano de nuestra moneda; y, sobre todo, el constante aumento del capital extranjero invertido en el país, con el consiguiente desarrollo de la riqueza nacional, son circunstancias que tienden a producir una reducción en la tasa de interés en Colombia"[14].

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

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

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

En los años del auge, las relaciones de encaje sobre los distintos tipos de depósitos disminuyeron, de modo que el encaje promedio fue progresivamente más bajo a lo

[14] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, junio de 1928, pág. 27. La tasa de interés extrabancaria que debía estar por encima del 12% en 1923 se sostuvo en dicho nivel para 1926, y experimentó nuevos descensos hacia 1927 sin llegar a igualar las tasas institucionales. Informe del gerente a la Junta Directiva, junio de 1926, pág. 12, y junio de 1927, pág. 24.

[15] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1927, pág. 15.

largo del período. Este comportamiento favoreció la expansión del crédito bancario[16]. La ampliación del crédito contó con el apoyo de recursos primarios[17]. El "espaldarazo" del Banco fue especialmente significativo entre octubre de 1925 y junio de 1926 cuando la economía debió enfrentar una crisis propiciada por factores climáticos. Los deudores bancarios encontraron dificultades para sostener sus pagos sin soluciones de continuidad. Los bancos comerciales respondieron favorablemente a la inquietud de los deudores, con el soporte financiero del Banco de la República[18].

D. La "intervención" del Banco de la República en el mercado cambiario

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

La intervención del Banco de la República en el mercado de letras sobre el exterior fue muy activa desde su apertura. En 1923, cuando la cotización de los dólares a la vista fue del 106 $^1/_8$% el Banco abrió sus ventas al 104 ½%; posteriormente la cotización se redujo progresivamente hasta nivelarse con la cotización de paridad, pero para evitar un mayor descenso del curso del cambio el Banco adoptó el papel de comprador en el mercado de giros[19].

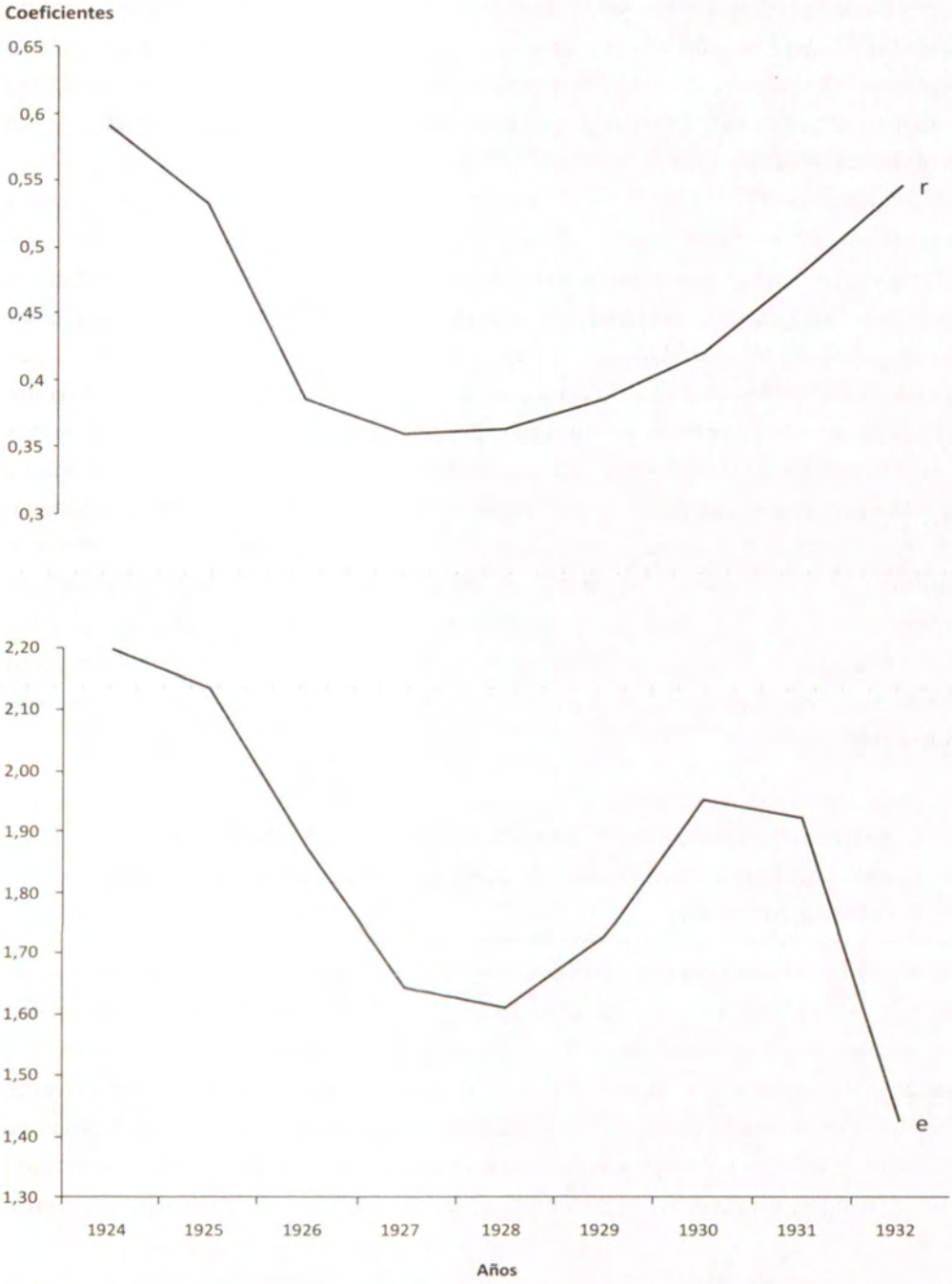
[16] En el Cuadro No. 4 se puede apreciar la evolución estadística de las distintas relaciones de reservas a depósitos totales. El encaje promedio del sistema bancario (τ), se redujo continuamente como resultado de la disminución progresiva de los encajes aplicados sobre los depósitos a la vista (r_0), a término (r_1), y de ahorro (r_2). Las reservas requeridas quedaron definidas en las leyes 25 de 1923 y 17 de 1925: en principio se exigió el 25% sobre los depósitos a la vista y el 12.5% sobre los depósitos a término en el caso de los bancos accionistas (los encajes de los no accionistas fueron exactamente el doble); la modificación del año 1925 dejó en 15% el encaje sobre los depósitos a la vista y en 5% el correspondiente sobre los depósitos a término en los bancos accionistas. Con estas observaciones se explica por qué el coeficiente de las reservas requeridas se redujo prácticamente a la mitad entre 1925 y 1926. El coeficiente de reservas excesivas (r_e), fue siempre positivo en el período considerado, sugiriendo que la banca sostuvo algunos excesos de liquidez por encima de los niveles exigidos. Sin embargo, si se lee la columna contigua de las reservas libres (r_l), se observa que sus resultados fueron siempre negativos sugiriendo que la banca completó sus requerimientos de reservas con el apoyo del crédito del Banco de la República.

[17] Según se vio más arriba, la tasa de redescuento se redujo del 12% al 7% en el primer año de existencia del Banco de la República, pero luego se conservó en el último nivel en los años siguientes del período considerado. El endeudamiento de la banca con el Emisor en relación con sus captaciones (b) se incrementó entre 1924 y 1927 pasando de 0.103 en el primer año a 0.233 en el segundo. Esta evolución aritmética es consecuente con una expansión de los depósitos totales de los bancos del 98% contra una del 347% de los préstamos y descuentos otorgados por el Banco de la República a los bancos comerciales, en el período citado.

[18] "... a medida que la situación se agravaba, el comercio acudía a los bancos y éstos al de la República, en solicitud de recursos para hacerle frente... tan pronto como volvía la normalidad, automáticamente refluían otra vez esos recursos al Banco de la República, por conducto de sus afiliados". Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1926, pág. 16.

[19] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1924, pág. 14.

Gráfico 3. Relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente (e,r)
1924 - 1932



Fuentes: Cuadro 4

En los períodos anuales de 1924-1925 y 1925-1926 (junio-junio), el Banco intervino en el mercado de giros, alternativamente, como vendedor y como comprador: como vendedor en el primer año cuando las cotizaciones alcanzaron a bordear el punto de exportación del oro (104 ½% por dólares a la vista sobre Nueva York), y como comprador en el segundo, cuando los ingresos extraordinarios de divisas debidos a las mayores cotizaciones cafeteras y a los créditos externos incrementaron notablemente la oferta de letras[20].

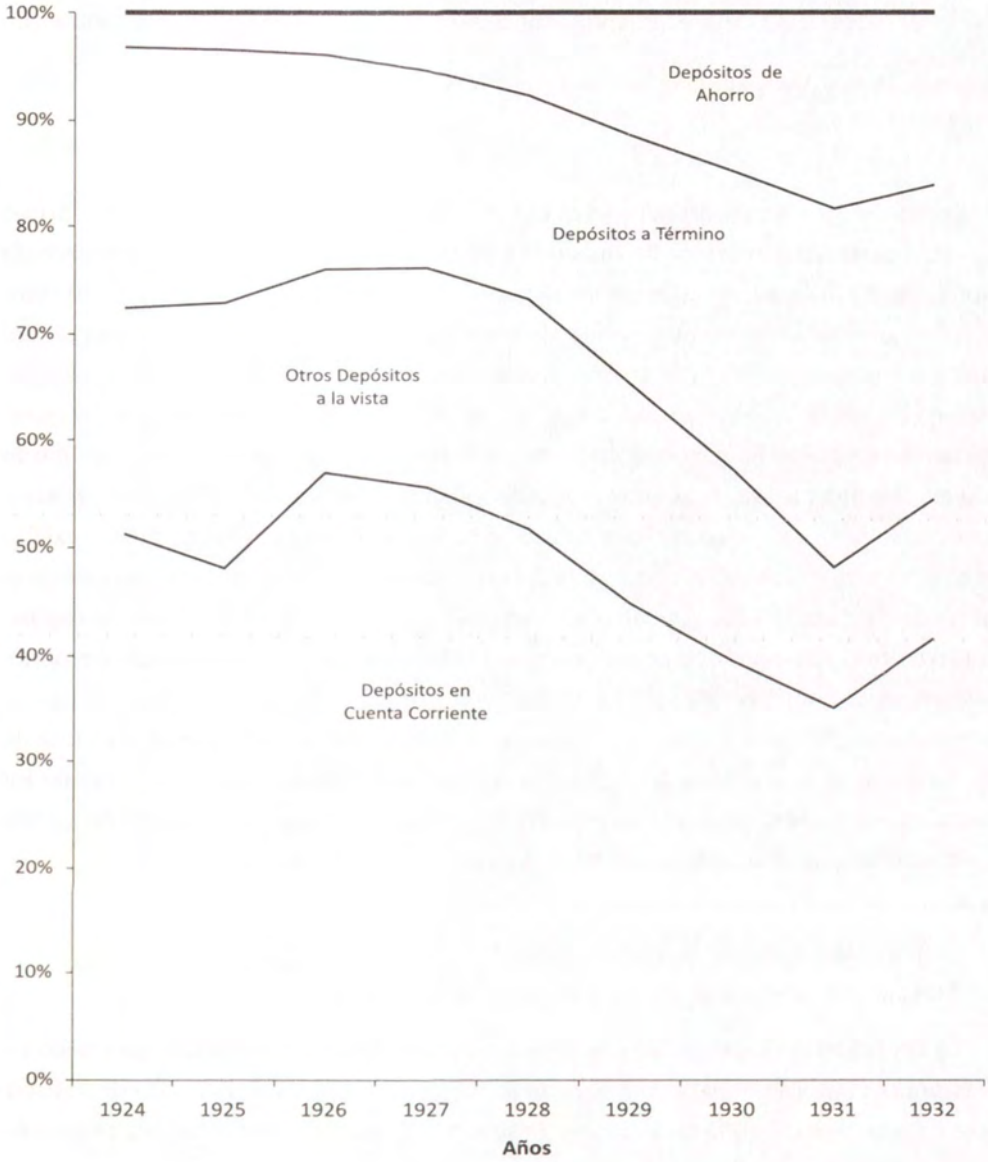
Los años de 1927 y 1928 se caracterizaron por el surgimiento de dificultades comerciales en el frente externo. El hecho representativo fue el revés cafetero del último año; en efecto, la iniciación del año cafetero de 1929 coincidió con el deterioro de los precios externos del café. Esta situación adversa se tradujo en la mengua de los términos de intercambio cuyo ascenso fue característico en los primeros años veinte. El impacto inicial de la "destorcida" cafetera sobre el mercado cambiario fue compensado por la entrada de nuevos capitales. La llegada extraordinaria de estos recursos externos se convirtió en un aliado de la política cambiaria cada vez que se elevaba la demanda de giros, como resultado de la política fiscal, o de la crediticia, o simplemente como consecuencia de la evolución del comercio exterior[21]. En este contexto, el tipo de cambio se sostuvo en los períodos de 1927 y 1928 dentro de los límites más estrechos establecidos por las autoridades —101 ½% para las compras y 102 ¾% para las ventas—, con la intervención del Banco como comprador o como vendedor, según que las cotizaciones se aproximaran al punto de la importación o de la exportación del oro.

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

Hacia 1927 pareció existir consenso en relación con los avances institucionales logrados con la reforma financiera de 1923. Pero no fueron pocos los interrogantes planteados públicamente alrededor de eventuales operaciones especulativas del Banco, o de un probable manejo improvidente del crédito primario al sector privado. El debate se acentuó cuando los críticos relacionaron los episodios inflacionarios de 1926 con la política crediticia del Banco de la República. Esta oportunidad sirvió para que se expusieran diversos argumentos sobre los factores de la inflación. Tuvieron

[20] Ibid., 1925, pág. 12 y 1926, pág. 11.
[21] Ocampo y Montenegro. Ibíd., págs. 45 a 54, y anexo estadístico, Cuadros A-3 y A-4.

Gráfico 4. Depósitos totales
1924 - 1932



Fuentes: Cuadro 1

cabida las explicaciones del "tirón de la demanda" como del "empuje de los costos", y se trajeron a colación explicaciones alternativas del origen de la base monetaria: algunos insistieron en su carácter "endógeno", radicando el origen de las emisiones en las demandas de crédito de los sectores económicos, al tiempo que otros entendieron el proceso de expansión como consecuencia de las medidas discrecionales de las autoridades.

1. La evolución del sistema de pagos

En las dos primeras partes de este libro se expusieron las motivaciones históricas que condujeron a la reforma financiera de 1923. Desde el punto de vista *analítico*, la aspiración de la época se cifró en un *sistema de pagos estable y eficiente*. La unificación del numerario nacional, la convertibilidad de los billetes del Emisor, la estabilidad cambiaria y la elasticidad del crédito fueron los parámetros de medida del éxito del sistema de pagos establecido en 1923. Un lustro después de la reforma, los resultados ofrecidos por el Banco en los aspectos citados fueron incontrovertibles, de modo que en términos teóricos quedaron satisfechos los objetivos iniciales de eficiencia y estabilidad[22]. Para algunos críticos la búsqueda de aquellos objetivos no estuvo exenta de comportamientos cuestionables del Emisor; sus operaciones compensatorias en el mercado de cambios fueron calificadas de especulativas[23], y sus intentos de regulación crediticia fueron vistos como una tarea imposible para un banco excesivamente pequeño[24]. La controversia sobre el Banco se centró en su función de "prestamista de última instancia"; en los años antecedentes a la reforma, aquella función fue una de las ponderadas por la garantía que ofrecía para la permanencia y estabilidad de los bancos comerciales, de modo que la reorganización del sistema de pagos no podría prescindir de aquella característica de la moderna banca central.

2. El Banco de la República como "prestamista de última instancia". Riesgos morales implícitos en el sistema de pagos

La adopción del régimen de pagos propuesto en 1923 con un banco central como prestamista de última instancia, supuso la exposición del sistema a riesgos indiscutibles. En la medida en la que el nuevo esquema de pagos significaba una reducción

[22] Johnson, Harry G. "Problems of Efficiency in Monetary Management", *Journal of Political Economy*, sept. oct. 1968.

[23] Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1926, pág. 12.

[24] Villegas, Clímaco. *Vida económica y financiera de Colombia* (Bogotá, Imprenta de La Luz, 1930, capítulos XI a XVII).

general de los riesgos en las transacciones financieras, también implicaba que los intermediarios estarían dispuestos a correr con riesgos superiores a los asumidos en el pasado, ya que ahora se contaba con el respaldo del Banco de la República. Un riesgo todavía más grave consistía en la eventualidad de que un banco abocado a la insolvencia comprometiera los recursos de emisión, con el sostenimiento de una situación irreversible. Los controles *cuantitativos* y *cualitativos* reseñados más arriba serían los mecanismos defensivos del Emisor para evitar los riesgos morales citados. Estos mecanismos serían complementados por la Superintendencia Bancaria a cuya vigilancia se someterían las instituciones bancarias[25].

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

El desarrollo material de mediados de los veinte se reflejó en el crecimiento sin precedentes de los indicadores económicos, pero trascendió también al esquema de la vida corriente de la población. Los índices positivos registrados en la evolución del producto y de los principales sectores de la actividad, así como la multiplicación de los entrelazamientos financieros internos y externos, no podrían discurrir sin alterar las formas locales de comportamiento heredadas del siglo XIX. En poco tiempo se dio un paso que apuntaba no sólo al incremento de las cosas necesarias para la vida sino a la mejoría de su calidad[26].

Una imagen afortunada del proceso económico y cultural de la época fue lograda por Darío Mesa en uno de sus ensayos clásicos:

> *"Las viejas formas culturales quedaron convertidas en cenizas en los hornos de las fábricas y en las oficinas de los primeros organismos financieros"*[27].

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

[25] La literatura económica emplea los términos "moral hazard" para calificar aquellas situaciones que pueden inducir a los bancos a asumir riesgos superiores a los óptimos en términos sociales.

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

[27] "Treinta años de historia colombiana 1925-1955", reeditado en *Colombia estructura política y agraria* (Medellín, Ed. Estrategia, 1972, pág. 22).

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

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

Buena parte de las opiniones iniciales discurrieron sobre la grave incidencia de los fenómenos naturales en la evolución de las cosechas agrícolas, y su reflejo posterior en los centros urbanos, en la forma de precios más altos de los alimentos y las materias primas producidas en el campo[28]. Esta postura fue rebatida por otros comentaristas, quienes sugirieron la presencia de un fenómeno de demanda cuya magnitud habría desbordado la capacidad de respuesta de la oferta. Advirtieron que se trataba de una demanda *real,* cuyos signos palpables aparecían en los indicadores del consumo, la inversión pública y privada, y el comercio exterior. En las mentes de tales comentaristas la inflación era la representación y el resultado del ajuste de los mercados por la vía de los precios[29]. Sin embargo, su preocupación última no fue el desequilibrio coyuntural de los mercados, sino la trama de conflictos que se deriva del atraso en las formas de producción y en las relaciones de propiedad y trabajo vigentes en el mundo agrícola[30].

Los desequilibrios provocados por la expansión de la demanda afectaron no sólo los mercados de bienes sino que conmovieron la estructura de las relaciones laborales. A partir de 1925 el incremento de los salarios reales dejó constancia de las nuevas exigencias del crecimiento económico sobre la esfera laboral. Ya no era suficiente la generalización del mercado para los bienes y servicios, sino que la propia fuerza de

[28] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1926, pág. 14.

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

[30] Esta inquietud fue resumida por Alejandro López en el "Post-Scriptum" de su obra *Problemas colombianos* con una simple interrogación: ¿Estaba la agricultura preparada para abastecer esa mayor demanda? Ibid., pág. 242.

trabajo debía acceder a la movilidad y al juego de las cotizaciones en un mercado laboral. Entonces, uno de los hechos contundentes de mediados de los años veinte fue el surgimiento de una demanda de trabajo asalariado para las obras públicas, para el nuevo esquema de organización en la industria y para algunos sectores rurales vinculados al comercio internacional[31].

Las rivalidades por las rentas y la liquidez constituyeron el telón de fondo en la controversia inflacionaria: los cafeteros, los primeros industriales y el propio Estado a través de su presupuesto de obras públicas, veían cómo los propietarios de la tierra absorbían como rentas los excedentes que ellos habrían utilizado en su propio crecimiento[32]. Los financistas, incluido el Banco de la República sirvieron de caja de resonancia de los grupos afectados: tanto la institución emisora —discretamente— como los más prestantes financistas de la época, entre quienes descollaron Alejandro López y Esteban Jaramillo, actuaron como ideólogos del "desarrollo agrícola" para abaratar los bienes salariales y favorecer la expansión general de la demanda interna. Lo procedente era "proteger" la agricultura, pero no con aranceles, sino con medidas favorables al desarrollo tecnológico, al incremento de la productividad y a la apertura competitiva a los mercados[33].

Si el nudo gordiano de la controversia inflacionaria radicaba en la naturaleza del problema agrario[34], no sólo los sectores productivos serían afectados; el propio desarrollo financiero institucional vería limitadas sus posibilidades de expansión:

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

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

[32] López Hugo. Ibid., pág. 242.

[33] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, mayo de 1928; y Jaramillo, Esteban. "La carestía de la vida", en *Revista del Banco de la República*, octubre de 1928.

[34] "La inflación de los años veintes que por entonces era sólo un acontecimiento de coyuntura que captaba casi todo el interés de los observadores de la época, pondría en el plano de las discusiones nacionales muchos más problemas que la simple alza de precios y revelaría, de golpe, la verdadera naturaleza del problema agrario nacional", Bejarano, Jesús Antonio. *El régimen agrario. De la economía exportadora a la economía industrial* (Bogotá, La Carreta, 1979, pág. 190).

de inversión, lo que viene a absorber o a anular las utilidades de otros negocios. Por la misma causa permanecen muchos latifundios individidos y dedicados al cultivo extensivo o espontáneo; al fraccionar esas propiedades se le daría cabida al campesino que cultiva personalmente (podría decirse intensamente) su huerto. "Por la misma razón existen tantos propietarios de tierras y tan pocos agricultores verdaderos. Por falta de un medio de inversión adecuado el ahorro no prospera cuanto es posible, o se evaporan los ahorros hechos"[35].

b. La "sistematización" del redescuento. Acogida del esquema de la "línea básica"

La política crediticia del Banco de la República fue calificada de "inflacionaria" por algunos círculos que entendían las alzas generalizadas de precios como el resultado de una oferta monetaria excesiva. Las autoridades habrían fallado, por negligencia o imprevisión, en la administración del crédito primario. Su actitud permisiva habría dejado sin operancia los controles cualitativos, abriendo el paso al financiamiento de operaciones especulativas[36].

A juicio de las autoridades la emisión "apenas" habría seguido al movimiento ascendente de las actividades económicas como el comercio externo y las obras propiciadas por el Estado. No podría hablarse entonces de *inflación monetaria*, en el sentido estricto; pero como la operación crediticia de la banca comercial había crecido más rápidamente que aquellas actividades líderes, las autoridades opinaron que los fenómenos alcistas podrían ser el resultado de una *inflación de crédito*[37]. Esta postura, que recogió en su momento la explicación de la *inestabilidad* financiera basada en el comportamiento de la banca comercial, no fue una respuesta suficiente; quedaba a flote el interrogante fundamental: ¿Por qué el Banco de la República no había contrarrestado las tendencias expansionistas?

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

[35] López, Alejandro. Ibid., pág. 75.

[36] López, Alejandro. Ibid., págs. 237 a 251 en donde se comenta la obra de Carlos Uribe Echeverry titulada *"La carestía de la vida"*.

[37] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1927, pág. 19.

"No ha bastado la política prudente y moderadora que en materia de crédito ha seguido el Banco de la República para conseguir la estabilidad de los precios, desde que vemos que el nivel de éstos continuó subiendo. Esto lo explican muy naturalmente las excepcionales circunstancias creadas por las considerables y constantes entradas al país de dinero, provenientes de la indemnización americana, primero, y luego de los empréstitos que cada vez en cuantía mayor han ido contratando las entidades públicas y privadas. Esas entradas, que para este sólo año se calculan en cerca de $ 100.000.000, cantidad casi fantástica para nosotros, han traído una afluencia ante la cual los esfuerzos del Banco tenían que resultar insuficientes para contrarrestar el alza de los precios"[38].

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

La reflexión de los críticos puso también en tela de juicio la rigurosidad con la cual el Banco de la República habría extendido los *controles cualitativos* sobre el crédito; parte de la financiación se habría otorgado sobre documentos que no reunían las características enunciadas taxativamente por la ley constitutiva[39].

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

La "sistematización del redescuento" no era un proceso desconocido por las autoridades del Banco de la República. Al contrario, su advertencia fue el punto de partida

[38] Ibid., 1928, pág. 25.
[39] Andrade, José Arturo. *El Banco de la República. Glosas y comentarios* (Bogotá, 1929).

para la búsqueda de nuevas alternativas que contribuyeran al control superior de los recursos del redescuento. Consultado Kemmerer, quien descartó las fórmulas precisas y sugirió que fuese el buen criterio de la Junta Directiva del Emisor, basado en la filosofía bancaria que había inspirado las leyes 25 y 45 de 1923, el que dirimiera las discusiones que se presentaran en el otorgamiento de los redescuentos, los rectores del banco optaron por acoger el método de la "línea básica", empleado en el sistema de las reservas federales de los Estados Unidos.

La "línea básica" de redescuentos a los bancos consistió en fijar un cupo de crédito a cada entidad accionista sobre la base de la capacidad de emisión que cada una de ellas aportaba al Banco de la República. Para los requerimientos de crédito por encima de la línea, se estableció que los bancos pagarían un cuarto por ciento más de intereses por cada diez por ciento de incremento superior al monto de la línea básica[40].

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

"El límite de la suma que pueda redescontarse a cada banco accionista no corresponde, como es lo natural al banco de emisión, que es a quien interesa sobremanera el control al respecto, sino que queda a discusión de los mismos bancos accionistas, como quiera que les bastará aumentar el monto de sus depósitos en el Banco de la República para acrecentar en una cantidad doble el cupo de sus redescuentos..."[41].

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

[40] "La junta directiva del Banco de la República resuelve fijar la línea básica de redescuentos a los bancos, sobre la capacidad emisora que éstos le pueden dar o sea en una suma igual al total del valor efectivo de sus acciones y el doble del promedio de sus depósitos en el Banco de la República, en el trimestre anterior, multiplicado (ese total), por 1.66. Los bancos que necesiten sobrepasar la línea, pueden hacerlo en forma de préstamos garantizados con prenda de obligaciones descontables en el Banco de la República. Sobre los préstamos se cobrará un interés adicional que irá aumentando en ¼ % sobre cada 10% de exceso o fracción de 10% sobre la línea básica". Sesión del 17 de enero de 1928, de la Junta Directiva del Banco de la República, en *Revista del Banco de la República*, Notas Editoriales, febrero de 1928, pág. 92.

[41] Andrade, Ibid., pág. 109.

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

Para algunos observadores, la dinámica de las entidades crediticias correspondería a la tónica de los sectores productivos; el mayor endeudamiento de los agentes económicos con el Banco de la República y la banca comercial seguiría el ritmo de las actividades sectoriales. Al recordar las nociones de la Banking School se entendía que la banca no podría decidir libremente su portafolio, sino que su papel sería el de legitimar las demandas de crédito de los distintos sectores de la actividad económica. Según este enfoque, la banca terminaría "acomodando" su portafolio a la demanda sectorial de crédito bancario[42]. Esta fue la visión propuesta por el ministro de Hacienda en 1925:

> *"En estos dos años la producción nacional, que es fuente de toda clase de bienandanzas y el precio de nuestros artículos exportables, que se ha mantenido en un nivel remunerador, han determinado una balanza económica favorable que se ha hecho sentir en actividad de los negocios, incremento de las rentas, solidez y holgura fiscal, multiplicación del movimiento bancario, reducción de intereses, mayor volumen de préstamos y ensanche de la circulación monetaria"*[43].

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

> *"Y es de observarse que al mismo tiempo que han venido aumentando las exportaciones y el valor del comercio internacional, dentro de las industrias que mantienen el comercio nacional interno para sostener una población de siete millones de habitantes, el aumento de la riqueza pública ha tenido por exponente un considerable ensanche y embellecimiento de nuestras ciudades, cuyas construcciones representan crecido número de millones, un notable desarrollo de plantaciones permanentes de café, etc.; incremento de la ganadería; instalación de numerosas fábricas; extensión de vías férreas; todo lo cual representa un considerable avance en el camino de la ascensión nacional"*[44].

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

[42] Anderson, Leonall y Burger, Albert. "Asset management and commercial bank portfolio behavior: theory and practice", *The Journal of Finance. Papers and Proceedings*. Mayo 1969.

[43] *Memoria de Hacienda*, 1925, pág. 12.

[44] Ibid., pág. 13.

"La bienandanza económica y fiscal, es sin duda obra y producto de muchos factores, entre los cuales debe contarse en proporción notable el aumento de valor en nuestro comercio internacional, tanto por el excelente precio del café como por el desarrollo de la producción en nuevas plantaciones y en nuevas actividades industriales; pero un estudio analítico y sereno tiene que reconocer la importancia preponderante de las modernas instituciones, que cupo en suerte impulsar desde su iniciación y realizar con su organización al Ejecutivo Nacional cuyo mandato va a terminar.

"La creación del Banco de la República y su funcionamiento no sólo han realizado el desiderátum de restablecer el sistema monetario a base de oro y de mantener la firmeza del cambio, sino que han sido factor decisivo para mantener el equilibrio y el movimiento del crédito durante la paralización sufrida por nuestra máquina económica a causa del prolongado verano de 1925 y 1926, siendo a la vez el respaldo por excelencia de la solidez de nuestro sistema bancario"[45].

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

"La situación económica del país, si bien deja qué desear por varios aspectos, mejora día por día. Esta mejora se revela: en la mayor producción nacional; en el aumento del tráfico interno; en el ensanche del comercio internacional; en la mayor cantidad del medio circulante; en el desarrollo constante del crédito bancario; en la expansión de los consumos y en la ocupación permanente de todos los brazos utilizables"[46].

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

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

El optimismo no impidió el reconocimiento oficial de la inflación; se sugirió en primer término que la bienandanza económica había estimulado una demanda cuyo

[45] *Memoria de Hacienda*, 1926, págs. 5 y 6.
[46] *Memoria de Hacienda*, 1927, pág. 5.

ritmo de crecimiento había dejado atrás a la producción.[47] Todavía más, la carrera del gasto habría desbordado el margen concedido por los ingresos y el cúmulo de las deudas se habría trocado en fardo oneroso:

> *"... de la misma manera como en nuestro comercio internacional se nota la tendencia a importar más de lo que exportamos, es decir, a consumir más de lo que podemos pagar, en la administración pública suele notarse a veces una marcada propensión a crear y ensanchar servicios en cuantías mayores de lo que permiten los ingresos públicos, o sea, a gastar de manera desproporcionada a la capacidad rentística del país.*
>
> *"Hay que tener en cuenta que Colombia empieza ahora a ser un país deudor, y que el servicio de sus deudas le impondrá una carga considerable, carga que no será compensada en lo fiscal durante algún tiempo con los ingresos que al Erario puede traerle el desarrollo industrial creado con los dineros tomados a préstamo"*[48].

En segundo lugar, ante el interrogante planteado por el Banco de la República acerca de la naturaleza *monetaria* o *crediticia* de la inflación, y ante la limitada aceptación de su hipótesis del "acomodamiento" de los bancos a las demandas sectoriales de crédito, el gobierno remitió la controversia a una instancia *ad hoc*, al Comité de Expertos Financieros, creado para estudiar el problema de la inflación. En sus conclusiones, dicho Comité no satisfizo explícitamente la incógnita gubernamental de si "el aumento de la moneda y el crédito bancario es causa o efecto de la expansión de los negocios y del alza de precios"[49].

El Comité se refirió lacónicamente al influjo monetario en la formación de los precios nominales de los bienes, así como al crecimiento notable del circulante y de los depósitos en cuenta corriente en el período 1924-1927. Señaló cómo "si bien es verdad que una parte de ese aumento de los medios de pago ha correspondido a un ensanche efectivo del comercio y de los negocios, es muy probable que otra parte haya obedecido a operaciones de especulación y a consumos superfluos". Finalmente, el Comité aludió a la posible debilidad de los controles cualitativos del crédito[50].

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

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

[48] Ibid., pág. 11.

[49] Ibid., pág. 28.

[50] Ibid., pág. 29.

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

"¿Cómo esperar que no suban los precios de las cosas cuando a esa inflación monetaria se agrega, por una parte, una mayor capacidad de consumo en el pueblo, por causa de los altos salarios y de los negocios más lucrativos, y, por otra, una oferta deficiente de alojamientos y de géneros alimenticios?"[51]

Se admitió el "tirón" de la demanda al reconocer la mayor capacidad de gasto proveniente de una expansión general de los ingresos, pero también las deficiencias de la oferta que se tradujeron en costos elevados de la vivienda y los alimentos[52].

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

[51] *Memoria de Hacienda*, 1928, pág. 6.

[52] También se consideró que la inflación estaría expresando un "desorden manifiesto" de la economía, propio de las épocas de extraordinario desarrollo. Según la visión oficial, aquel estado de desorden "es un fenómeno de crecimiento tan propio de la economía pública, como de la economía individual". A mediados de 1928 no se pudo ocultar que el avance económico de los últimos años había sorprendido al país en un estado de impreparación para administrar los frutos de la prosperidad:

"¿Cómo es posible que aquellas obras (obras públicas regionales) se realicen desde ahora en forma científica, ordenada y económica, y se administren con absoluta eficiencia, si el país se encontró, cuando le vino esta ola de prosperidad, desprovisto de la experiencia administrativa, de la capacidad técnica y del espíritu de empresa y organización que abundan en los pueblos desarrollados?," Memoria de Hacienda, 1928, pág. 7.

2. El patrón monetario de oro en la encrucijada

La curva ascendente de los indicadores económicos encontró su tramo final en el segundo semestre de 1928. Los factores que precipitaron el despegue vertiginoso de la demanda agregada hacia 1923, se desvanecieron, invirtieron su rumbo o alteraron su naturaleza; el resultado se manifestó en el declive de la demanda, y en la consecuente declinación de los negocios.

La pesadez de las transacciones se extendió hasta finales de 1932. Los registros de la evolución del comercio exterior en el período 1928-1932 denunciaron la magnitud del "paso atrás" de los anteriores motivos propulsores de la demanda: los términos de intercambio se desinflaron pasando del 107% en 1928 al 80.7% en 1932; el índice de las importaciones —un revelador inmediato de la dinámica de la demanda externa y del tono de la actividad económica general— que se había superado en un 141% en el lustro de la prosperidad, cayó en un porcentaje superior, el 190%, durante el receso. En términos absolutos (valor CIF), las importaciones se redujeron a la mitad en 1930, en comparación con los resultados de 1929, y lo mismo puede decirse de los guarismos de 1932 en relación con los de 1930. Las exportaciones también perdieron ritmo, pero con menor franqueza que las importaciones, de modo que el balance del comercio exterior ofreció resultados con excedentes desde 1930. Finalmente, si se consideran las cifras globales del comercio exterior, se colige que la actividad externa del país se redujo aproximadamente en dos tercios en la época de la recesión[53].

[53] Ocampo y Montenegro. Ibid., Posada, Carlos Esteban. "La crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia". *Cuadernos Colombianos,* Nos. 10 y 11 (Medellín, 1977).

A. Significación institucional e ideológica del patrón oro

La implantación del sistema monetario basado en el oro, constituyó la culminación de varias décadas de controversia y de avances institucionales que ambicionaban una organización monetaria que supliera el desorden de las especies circulantes, que dotara de elasticidad a los medios de cambio, que sirviera de fundamento al crédito interno y de garantía para la atracción de capitales extranjeros, que canalizara el ahorro interno y que propiciara la agilización general de las transacciones. La reforma financiera de 1923 se identificó con aquel "salto" institucional al establecer el esquema de banco central y bancos de crédito.

El sistema inició sus operaciones actuando según las reglas de juego del patrón oro: las normas incluidas en la Ley 25 de 1923 sujetaban el funcionamiento del sistema bancario a la filosofía y a la mecánica característica del patrón oro. Todavía más, los gestores y defensores de la reforma sostuvieron que el marco ideal de operación del nuevo engranaje bancario lo constituía el propio patrón metálico de oro. Abdicar del patrón oro significaba retrotraer la historia a la experiencia cuestionada del papel moneda. Esta actitud compartida por Kemmerer y por quienes se comprometieron en el último cuarto de siglo en una acción permanente que permitiera la superación del régimen del papel moneda fue, por lo menos, explicable. Kemmerer se convirtió en un adalid internacional del patrón oro, y para los propugnadores del papel moneda, el patrón de oro fue la referencia incuestionable de organización, de depuración de la circulación interna, de estabilidad del valor de la moneda, de vinculación con los mercados internacionales de capital.

El codiciado sistema monetario de oro fue no solamente una opción sujeta a una escogencia de naturaleza puramente académica. Los consejeros financieros abrieron o profundizaron, a través de la integración realizada por el patrón oro, nuevos espacios al comercio y al movimiento internacional de capitales. En el campo interno, quedaron atrás las confrontaciones ideológicas y políticas suscitadas en torno al papel moneda. Junto con el patrón oro llegaron una mayor integración del mercado interno, se alentó "la función social de crear tráfico, cada día más tráfico", como lo expresara el ideólogo liberal Alejandro López, se diseminaron en la economía los efectos de un Estado que buscaba una organización fiscal y administrativa superior, y que había conquistado un mayor alcance sobre las relaciones económicas al estimular y controlar un sistema financiero de cobertura nacional; se trató de un hito en la consolidación del Estado, en una etapa de desarrollo caracterizada por una rápida difusión de las relaciones mercantiles.

Dentro de los marcos del patrón oro, el país conoció una época de auge de las operaciones mercantiles, de pureza monetaria, de extensión de los recursos crediticios,

de construcción de obras de infraestructura, sin precedentes. En estas condiciones, sugerir el desmonte del sistema monetario vigente podría tomarse benévolamente como una excentricidad, lo cual no significaba el que no se reconocieran ciertos defectos en la operación del sistema. Se requeriría la argumentación de unas circunstancias extremas para que la autoridad monetaria finalmente consintiera en suspender la vigencia del patrón oro, pero se necesitaría casi una década más para protocolizar institucionalmente la eliminación del patrón oro.

La capacidad autodefensiva del patrón oro había sido preconizada por sus propugnadores. Cuando las condiciones económicas fueran inquietantes, el banco central se colocaría en la primera fila para cumplir con su función primordial, a saber, el mantenimiento del valor de la moneda. En situaciones críticas como las surgidas de un déficit agudo de la balanza comercial, el consecuente desmantelamiento de las reservas y la reducción del circulante podrían ser controlados, pero todavía más, podría invertirse el rumbo de los acontecimientos en el momento en que el banco central optara por subir las tasas de redescuento[54]. En las nuevas condiciones, los bancos comerciales no demorarían en restringir sus operaciones de crédito al comprobar una reducción progresiva de sus encajes; la menor disposición del circulante que se sigue del proceso anterior conduciría a una menor demanda de giros en el mercado de cambios. Así las cosas, el proceso de desvanecimiento de las reservas metálicas sería sustituido por un movimiento inverso de fortalecimiento del encaje del banco central[55].

El esquema anterior resume el proceso económico mediante el cual el sistema asimilaría las circunstancias que pudieran llegar a menoscabar su estabilidad. Sin embargo, aquellas circunstancias podrían catalogarse como normales. Pero si la fuerza de los hechos proviniera de "grandes perturbaciones económicas", al banco central le sería imposible "prevenir una crisis o atenuar sus desastrosas consecuencias". Este reconocimiento fue hecho por Kemmerer quien además señaló que "las crisis son fenómenos económicos que con mayor o menor frecuencia se repiten en todos los países del mundo"[56]. De esta manera, el rigor excesivo de las condiciones económicas adversas vencería las últimas resistencias del patrón impuesto, y a la autoridad monetaria le correspondería actuar en correspondencia con la tozudez de los hechos.

[54] "Es indispensable convencer al público de que la misión de un banco central, no consiste en dar dinero barato, sino en utilizar el tipo de descuento como medio para sostener sin cambios apreciables el valor interno y externo de la moneda, ya bajando, ora subiendo aquel tipo, de acuerdo con las circunstancias", Uribe Echeverry, Carlos. "La política monetaria", en *Revista de Banco de la República*, mayo de 1930.

[55] Kemmerer, E. W. "El patrón oro", en *Revista del Banco de la República*, octubre de 1929.

[56] Ibid., pág. 304.

B. Percepción de la crisis y primeras medidas defensivas

Los primeros vientos de la crisis fueron percibidos por los rectores de la política monetaria con alguna anticipación. Las referencias a la situación de estancamiento marcaron un agudo contraste con las exposiciones recientes que exaltaban el carácter boyante de las actividades económicas[57]. Las circunstancias de quietud se interpretaron como una afección transitoria del organismo económico[58]. Sin embargo, las cosas cambiaron de color cuando los bancos de la Reserva Federal elevaron la tasa de descuento al 5%, con el fin de frenar la ola especulativa que había invadido recientemente las transacciones bursátiles. El efecto de la medida se transmitió inmediatamente a los valores colocados en bolsa. Precisamente, algunos valores colombianos como las cédulas puestas en el mercado neoyorquino por el Banco Agrícola Hipotecario se resintieron con la disposición adoptada por la Junta de las Reservas Federales. Se trataba de una interposición en el camino expedito de los empréstitos. El nuevo escollo debía cundir en el mercado de documentos de cambio; en efecto, las limitaciones aparecidas en el flujo del crédito externo llevaron la cotización de las letras por dólares hasta el tipo de venta, el 102 ¾%. El tipo de cambio se sostuvo en este último nivel desde agosto de 1928 hasta abril de 1929 cuando la autoridad monetaria decidió romper con el estrecho intervalo de oscilaciones permitidas en la tasa de cambio, fijado en agosto de 1926. Presionado por las circunstancias del mercado, el Banco de la República decidió dejar avanzar la tasa cambiaria hasta el 103 ½%, exactamente la cotización del punto de exportación del oro.

Aquellas circunstancias se manifestaron adversamente sobre el fondo de reservas metálicas del Emisor, y la autoridad monetaria, siguiendo el esquema ortodoxo aplicó sin vacilación las dos determinaciones que se imponían en aquella situación extrema: la elevación del tipo de redescuento para preservar el acervo restante de reserva; y el desplazamiento de la tasa de cambio hasta el punto de exportación para aligerar las presiones a las que estaba sometido el mercado cambiario.

La razón fundamental para el desvanecimiento de las reservas se concentró en el recorte del flujo de créditos externos que había alimentado el estado de los pagos exteriores, durante los últimos años. El Banco de la República reiteró mes tras mes su impresión negativa sobre la situación cada vez más alarmante de postración de los negocio. Refiriéndose a la financiación externa, la autoridad monetaria expuso sin reticencias *el carácter paradojal de los efectos económicos del crédito externo*; según el Emisor, el influjo de los empréstitos había perturbado "hasta lo hondo" la vida

[57] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, varios números, año de 1928.
[58] Ibid., noviembre de 1927 y marzo de 1928.

económica, alentando por un lado el progreso, y extendiendo por el otro las ondas de un trastorno generalizado en las actividades económicas. Tales efectos negativos que abrazaban los sectores de la producción y la distribución, se referían lo mismo a la elevación general de los precios como al surgimiento de pruritos especulativos. Este reconocimiento del *efecto dual* de los empréstitos sobre la economía nacional no le impidió a las autoridades de la moneda reiterar la significación macroeconómica del financiamiento externo. Con una eventual reducción o supresión del flujo de capitales externos, "la nación sufriría un choque cuasi-mortal"[59]. Y en otra ocasión, ya en el umbral de las primeras decisiones severas de la autoridad monetaria sobre las tasas de cambio y redescuento, el Banco de la República advirtió acerca de la gravedad de una suspensión abrupta de la corriente de empréstitos:

> *"La suspensión de las entradas de fondos provenientes de empréstitos externos, con la consecuente paralización de las obras públicas que con ellos se adelantan y el licenciamiento de millares de los obreros en ellas empleados, reduciendo el poder adquisitivo de la Nación, traería una contracción general de los negocios y por consiguiente una disminución considerable en las entradas fiscales, y se aproximaría, si no una crisis, sí una grave situación de reajuste"*[60].

Para abril de 1929, la aceleración en el descenso de las reservas metálicas del Banco de la República doblegó la persistencia de la autoridad monetaria en la tasa de redescuento del 7% establecida en abril de 1924, y venció el empeño de las autoridades por sostener el margen establecido en 1926 dentro del cual podría oscilar la tasa cambiaria —101.5% para las compras y 102.75% para las ventas-. El drenaje de reservas había superado los $13 millones en el primer trimestre de 1929 —el 20% de la totalidad de las reservas—, produciendo el descenso consiguiente aunque menos que proporcional en la circulación de billetes bancarios; además, en el mes de marzo del año citado, los redescuentos habían remontado los $17 millones, incrementándose en un 60% en dicho mes.

La conjugación de estas dos circunstancias excepcionales hacía prever un mayor debilitamiento del respaldo en metálico de los billetes del Banco de la República, que del 96.99% en diciembre de 1928 había declinado al 86.28% a finales de marzo. Sin embargo, el problema central no residía en la reducción de las reservas en sí mismas. Si como lo sugiere la teoría monetaria ortodoxa, con el descenso de las reservas metálicas han debido disminuirse en igual suma los billetes circulantes, la inquietud sobre el

[59] Ibid., Notas Editoriales, enero de 1929.
[60] Ibid., Notas Editoriales, marzo de 1929.

respaldo de la circulación se desvanecía inmediatamente. Además, dentro del mismo marco de pensamiento, la fuga de reservas encontraría su solución de continuidad en el mecanismo de ajuste automático de la balanza de pagos: la merma del circulante conduciría a una deflación y, por lo tanto, a una inhibición de las importaciones, alentando de contera la revitalización de las reservas. Pero, precisamente, el problema de la autoridad monetaria consistía en que el ajuste automático no podía operar, pues los bancos habían adquirido los giros en el Banco de la República a cambio de documentos de crédito descontados. De esta manera, se producía el éxodo de las reservas metálicas sin una disminución equivalente y simultánea de los medios de cambio.

La terapia recomendada por la política monetaria ortodoxa comenzó a surtir los primeros resultados de inmediato, propiciando una ligera recuperación de las reservas metálicas y morigerando el volumen de los redescuentos durante los meses siguientes de 1929. La recuperación de las reservas se hizo patente en el encaje de los billetes circulantes que llegó al 100.39% al término del mes de julio. Reconociendo la autoridad monetaria la respuesta positiva a las medidas de marzo, optó por devolver la tasa de redescuento a su nivel anterior del 7%. Esta disposición sería bien recibida por el público, que había percibido un encarecimiento del crédito institucional en los últimos cinco meses.

Empero, las reacciones formales esperadas por la autoridad monetaria se deshicieron casi simultáneamente cuando el Banco de la Reserva Federal de Nueva York levantó su tasa de redescuento del 5% al 6%. Modificadas nuevamente las condiciones, y habiendo decaído otra vez el porcentaje de respaldo efectivo de los billetes —a 93.52% en septiembre—, la Junta Directiva del Banco de la República decidió llevar nuevamente al 8% la tasa de redescuento a partir del 10 de octubre. La nueva decisión estuvo complementada por la fijación de tasas diferenciales de redescuento, al permitir que continuara la vigencia del 7% para la industria agrícola y para las operaciones del gobierno. Sin embargo, no se había llegado todavía al punto final. En un poco más de un mes, al verificar las estadísticas que sugerían que las reservas habían descendido en el año corrido en cerca del 30%, la autoridad monetaria acordó elevar el tipo de redescuento al 9%, dejando en el nivel del 8% los redescuentos de operaciones de prenda agraria y los documentos garantizados con productos agrícolas, ganados o recibos de almacenes generales de depósito.

En esta ocasión, la medida orientada a paliar el ritmo de salida de las reservas y que debía propiciar nuevas fuerzas contraccionistas al desestimular el acceso al redescuento en el Banco de la República, no alcanzó los resultados esperados; al contrario, no sólo se mantuvo el éxodo de las reservas sino que los redescuentos alcanzaron

su nivel más alto desde el momento de la apertura del Banco de la República[61]. *Aquí se inició el desgaste de la tasa de redescuento como pilar del control monetario según el pensamiento de la reforma de 1923*. De esta manera, al desvirtuarse el cometido inicial de la política monetaria, los redescuentos al sector bancario fortalecían los movimientos expansivos de la base, o sea, propiciaban movimientos orientados en una dirección distinta a la del ciclo económico[62]. Sólo cuatro meses después de expedida la determinación de elevar la tasa de redescuento al 9% comenzó a observarse un mayor respaldo de los billetes en circulación. Así, para el mes de junio, la autoridad monetaria se sintió otra vez con argumentos para definir una nueva reducción de la tasa de redescuento al 8% para las operaciones comunes y al 7% para las de prenda agraria.

La evolución positiva del encaje metálico de los billetes circulantes y de los depósitos en el Banco de la República durante 1930, llevó a la autoridad monetaria a rebajar en un punto las tasas de descuento a partir del 17 de septiembre del año citado[63]. En las consideraciones de los rectores de la política no sólo pesó el comportamiento favorable del encaje, sino la influencia de dos factores que no podían descartarse: el uno recogía el sentir general que denunciaba el alza del tipo de descuento como un desestímulo para los negocios, al encarecer el crédito; el otro aludía a la práctica iniciada por los bancos centrales de otras naciones, dirigida a propiciar la recuperación de las economías mediante una reducción de las tasas de interés del crédito institucional.

Los movimientos de la tasa de descuento, que quedan reseñados, dan cuenta de la vigilancia de la autoridad monetaria sobre el nivel de las reservas metálicas del Emisor. Independientemente de la mayor o menor efectividad de cada una de las variaciones del interés del crédito primario, la tasa de redescuento desempeñó el papel de instrumento básico de las decisiones monetarias.

En el capítulo anterior se señaló cómo la ley orgánica del Banco de la República había admitido la posibilidad de tasas diferenciales de redescuento para distintas clases de pagarés. Esta particularidad legal dejó en manos de las autoridades la *opción de actuar selectivamente*, otorgando créditos subsidiados a sectores previamente escogidos. La utilización de la tasa de redescuento como instrumento para alcanzar objetivos tanto *reales* como *monetarios* se concretó, por primera vez, en octubre de 1929; como ya se anotó, la tasa vigente del 7% se elevó al 8% para prevenir mayores drenajes de las reservas internacionales, pero se conservó el primer porcentaje para

[61] "El Banco de la República y la política de redescuentos". *Revista del Banco de la República*, marzo de 1930, pág. 69.

[62] Ibid.,

[63] En noviembre de 1931 se concedió a los bancos accionistas una tasa de descuento del 5% para los créditos destinados al sector agropecuario.

los redescuentos de obligaciones garantizadas con frutos o ganados[64]. En fin, las autoridades intentaron alcanzar el doble objetivo de preservación de los cambios internacionales y de estímulo sectorial con el mecanismo de los tipos diferenciales de redescuento[65]. Estas actitudes del Banco de la República en los últimos meses de 1929 confirmaron los pasos de la institución, ya no sólo como dispensadora del crédito primario, sino como agente económico *asignador* de una porción del crédito en la economía. Desde luego, el doble carácter de la tasa de redescuento se manifestó con mayor intensidad cuando el Banco puso a prueba los instrumentos defensivos que le había otorgado la ley constitutiva en 1923.

La función crediticia del tipo de redescuento fue complementada en octubre de 1930, cuando el Banco realizó por primera vez las operaciones con el público, autorizadas en 1923. Desde noviembre de 1929 el banco aceptó en redescuento los préstamos concedidos por la banca comercial a los cafeteros sobre certificados expedidos por los almacenes de la Federación de Cafeteros. El criterio inicial del Banco fue el de que el mecanismo del redescuento constituía el medio más expedito para financiar la cosecha cafetera de 1930, sin exponer al Emisor a los riesgos que en las circunstancias de entonces ofrecían las operaciones con el público[66].

Las primeras negociaciones con el público se limitaron a la concesión de préstamos garantizados con certificados de depósito y bonos de prenda expedidos en favor de los cafeteros y de los productores de tabaco. Más adelante se amplió la gama de

[64] La "protección" crediticia de la agricultura no se limite a la tan preferencial de redescuento. Como la ley había previsto —con ánimo selectivo— que el Banco de la República redescontara las operaciones bancarias de préstamo con prenda agraria, hasta con seis meses de plazo, la Junta Directiva del Banco permitió que las operaciones de redescuento de los pagarés se adelantaran "sin traba alguna".

[65] En una exposición intitulada "La política del Banco de la República", la Junta Directiva explicó el doble carácter de la tasa de redescuento: instrumento de regulación cambiaria y monetaria e instrumento a través del cual el Banco prestaría "su concurso al desarrollo económico del país". *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1929.

[66] En noviembre de 1929 el Banco elevó nuevamente las tasas de redescuento buscando disminuir las presiones del público demandante de giros sobre las reservas internacionales. La tasa para operaciones comerciales quedó en el 9% y la aplicable al descuento de documentos garantizados con productos agrícolas y ganados, en el 8% anual; en esta ocasión se amplió el abanico de los documentos redescontables con tasa preferencial cobijando los certificados de depósito expedidos por los primeros almacenes. La cobertura fue ampliada para "proteger" al gremio cafetero, el cual debió enfrentar una caída de los precios internacionales del grano al iniciarse al año cafetero de 1930. De nuevo, el Banco de la República extendió las medidas de excepción en beneficio de los agricultores, esta vez en favor de los cafeteros. Siguiendo la experiencia brasilera, la *Federación Nacional de Cafeteros* abrió almacenes destinados a aceptar depósitos de la nueva cosecha a cambio de bonos de prenda y certificados de depósito; el propósito de la Federación fue doble: salvar la cosecha en un momento en el cual las compras internas del grano se hallaban paralizadas por el comportamiento incierto del mercado del café en Nueva York e iniciar la regulación de las ofertas de café. La contrapartida financiera la ofreció el Banco de la República redescontando en términos preferenciales los préstamos hechos por los bancos comerciales a los cafeteros sobre los certificados de depósito de los almacenes de la Federación. Una vez más, el Banco señaló que las obligaciones redescontadas en favor de los cafeteros no afectarían el cupo de los deudores ni el cómputo de la "línea básica". Véase, *Revista del Banco de la República*, noviembre y diciembre de 1929.

productos, incluyendo el arroz, el cacao, las maderas y otros de fácil realización. En la práctica, las operaciones directas con el público no se iniciaron hasta el segundo semestre de 1932, cuando la red de almacenes de la Federación se extendió a los principales centros comerciales del país.

C. Características y repercusiones del "cierre" del crédito externo

La depresión mundial trajo consigo la paralización de los movimientos internacionales de capitales. No sólo se desvanecieron las posibilidades de flotar bonos en los centros financieros, sino que se presentaron "corridas" de depósitos que limitaron la capacidad de pago de los bancos y debilitaron las operaciones corrientes de corresponsalía.

1. El acceso de la banca hipotecaria a los centros financieros "naturales"

Los bancos hipotecarios lograron avances significativos en los mercados internacionales de capitales antes del "cierre" del crédito externo. El Banco Agrícola Hipotecario contrató con un grupo de bancos de Norteamérica la colocación de sus cédulas en condiciones favorables, y el Banco Hipotecario de Bogotá extendió sus operaciones a los mercados europeos negociando sus cédulas en Londres, Amsterdam y Ginebra. La dinámica del "acceso" de los bancos hipotecarios a los denominados centros financieros "naturales" se registró en las emisiones de cédulas destinadas a los mercados externos: estas colocaciones se iniciaron discretamente en el primer semestre de 1926; un año después significaron el 56% de la emisión total de cédulas y en el primer semestre de 1929, ascendieron al 72% de las emisiones. De hecho, la banca hipotecaria colombiana actuó principalmente como un intermediario entre los inversionistas extranjeros y los agricultores nacionales. La importancia de esta intermediación queda al descubierto al comparar la magnitud de los recursos captados a través de cédulas con los depósitos de ahorro y a término de la banca comercial. Igualmente, al comparar la cartera de la banca comercial con la de la banca hipotecaria (Cuadro 6).

El "acceso" a los recursos externos a través de las cédulas hipotecarias comenzó a extinguirse a mediados de 1929, luego de las medidas adoptadas por los bancos de las reservas federales de Estados Unidos para frenar la especulación desatada en los mercados de valores. La consecuencia obvia fue el desaliento de los créditos de amortización gradual destinados a la agricultura y la construcción. Estos créditos se multiplicaron por seis entre 1924 y 1929, y a finales de este último año su monto absoluto fue equivalente a la cartera de la banca comercial. En los años siguientes, hasta finales de 1934, los préstamos hipotecarios mostraron saldos superiores a los de la

cartera de la banca comercial, en una época de particular quietud del crédito ordinario. Con posterioridad a 1934, los guarismos de las cédulas colocadas en el exterior declinaron progresivamente, y ya entrados los años cuarenta las cifras destacaron el ascenso de las colocaciones en el mercado interno[67].

2. El "cierre" de las fuentes de crédito en los corresponsales extranjeros

Uno de los sucesos dramáticos en la crisis de los treinta fue la suspensión de las líneas de corresponsalía hasta el límite de comprometer la financiación de las operaciones del comercio exterior. La conducta precautelativa de la banca extranjera afectó a todos los países de América Latina, si bien algunas publicaciones internacionales sugirieron que un grupo de naciones, entre las que se encontraba Colombia, ofrecían mejores perspectivas para la reanudación de las corrientes de financiamiento bancario[68].

En 1931 la financiación de los corresponsales se redujo en un 57%, afectando principalmente a la banca privada de origen nacional. Estos bancos vieron cómo el crédito de corresponsalía a más de treinta días se redujo a la mitad entre junio de 1930 y el mismo mes de 1931, y cómo se evaporó por completo en el segundo semestre de 1932.

El "cierre" de las líneas de crédito por la banca internacional fue controvertido por el Banco de la República al señalar la visión limitada y de "corto alcance" de las instituciones internacionales:

> *"La política de crédito seguida por la banca extranjera con las naciones latinoamericanas adoleció también de un criterio de corto alcance. Fue ella extremadamente amplia en las épocas prósperas, y al llegar las horas difíciles se tornó implacable en el cobro, sin considerar que así empeoraba la precaria situación de los países deudores suyos, disminuyéndoles al propio tiempo la capacidad de consumo, con evidente perjuicio de las naciones acreedoras, que en ellos debían ver sus mejores clientes en potencia..."*[69].

Pero fue el presidente Olaya quien dejó el testimonio más diciente:

> *"... Nuestro sistema bancario,... tenía que someterse a los ataques más violentos que se pueda imaginar... Saber que súbitamente se retiraba el apoyo del exterior,*

[67] Entre 1932 y 1934 las cédulas colocadas en el exterior disminuyeron en un 25%. Esta baja obedeció principalmente a las medidas extraordinarias de 1932, que permitieron a los deudores de la banca hipotecaria cancelar sus deudas con cédulas emitidas por los mismos bancos hipotecarios.

[68] "El problema de los bancos y la reorganización monetaria en Suramérica". Tomado de *The Statist* y reproducido en la *Revista del Banco de la República*, diciembre de 1930.

[69] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, febrero de 1932.

trastornando así las bases de las instituciones bancarias, daba una sensación casi imposible de dominar. Recuerdo que llegaban diariamente noticias del retiro de los grandes créditos bancarios de que nuestros bancos gozaban en el exterior, no en forma considerada que diera espera a las entidades deudoras para hacer frente con calma a sus compromisos, sino con apremio aterrador. Por cable se pedía el reembolso inmediato de considerables sumas que nuestros bancos adeudaban... Supe entonces que esas instituciones bancarias pedían el reembolso de sus cuentas y en muchos momentos llegaron a considerar que la banca colombiana sería incapaz de defenderse de la ráfaga de tempestad que se cernía sobre ella"[70].

De hecho, el restablecimiento de los créditos de la banca internacional para el financiamiento del comercio exterior no ocurrió hasta la segunda mitad de los años cuarenta. Los avances a más de treinta días otorgados a los bancos privados nacionales prácticamente desaparecieron durante la década de 1933 a 1943. Esporádicamente alguno de los mayores bancos nacionales recuperó el acceso a aquellos recursos. En todos aquellos años los recursos frescos llegaron a través de las sucursales de la banca extranjera residenciada en el país. En definitiva, la "corrida" de depósitos de los corresponsales se concentró en los avances a más de treinta días a la banca privada nacional. Dichos recursos siguieron llegando, prácticamente con exclusividad, a través de los bancos extranjeros —Banco de Londres, City Bank, Francés y el Royal Canadiense—.

D. La reforma financiera de 1931

A mediados de 1930 se formó un consenso alrededor de la reforma del sistema monetario. No se propuso un cambio radical sino la adopción de un esquema más *flexible* que facilitara la continuidad del patrón monetario con una mayor autonomía del Banco de la República. Pero a la hora de la verdad, las modificaciones introducidas abrieron las puertas a una reforma más vasta que se tradujo en la suspensión del patrón monetario acogido en 1923 y en la apertura de un nuevo horizonte para la política económica, es particular para las políticas cambiaria y monetaria.

El consenso sobre la reforma surgió de la necesidad de arbitrar nuevos mecanismos para enfrentar una crisis interna y externa que estaba minando la estabilidad cambiaria, debilitando el fisco y deteriorando las relaciones financieras entre deudores y acreedores.

[70] Olaya Herrera, Enrique. "Discurso inaugural de la Feria Exposición de Medellín en agosto de 1932", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1932, págs. 262 y 263.

Pero el problema no fue únicamente de medios; los factores de poder representados en los gremios económicos, así como los nuevos cuadros vinculados a la administración del Estado, comprendieron que el retorno a la normalidad no podría depender de mecanismos automáticos y que debería seguirse la senda de la intervención.

El debate sobre la reforma fue adelantado dentro de un ambiente internacional en el cual campearon las ideas en favor de una menor dependencia de los mecanismos automáticos del patrón de oro, y en pro de fórmulas que garantizaran la economía del metal. La Sociedad de las Naciones, a través de su Comité Financiero de 1930, propuso la eliminación progresiva de las monedas de oro en las transacciones internas y la reducción de los encajes metálicos impuestos a los bancos centrales[71].

Teniendo como telón de fondo la convergencia de ideas acerca de un manejo más flexible de los sistemas monetarios basados en el oro, así como los intereses de los grupos internos de presión y los nuevos requerimientos fiscales del Estado, se llevó al Congreso de 1930 una propuesta de reforma de la ley orgánica del Banco de la República[72]. Los temas centrales del proyecto fueron los siguientes: la reforma de la Junta Directiva del Banco de la República para darle participación a la Federación Nacional de Cafeteros y a la Sociedad de Agricultores de Colombia; la autorización legal de un cupo de emergencia en favor del gobierno en el Banco de la República; la reducción del encaje del Banco de la República sobre sus billetes y depósitos, del 60 al 50% y, la libertad otorgada al Emisor para mantener las reservas internacionales en sus bóvedas y en el exterior según la proporción que estimara conveniente.

Presentado el 3 de octubre de 1930, el proyecto fue acogido favorablemente en el primer debate en el Senado. Por consideraciones de urgencia, el gobierno solicitó la aprobación previa del cupo de emergencia y la reducción del encaje metálico del Banco de la República[73]. Las razones de la petición eran apremiantes: los departamentos estaban exigiendo al gobierno central su participación en las rentas nacionales y la nación carecía de los recursos requeridos. La idea del ejecutivo fue la de vender directamente al Banco de la República la tercera parte de unos pagarés del Tesoro cuya emisión fue autorizada por la Ley 20 de 1930. La modificación del encaje legal constituía una medida preventiva teniendo en cuenta que las exportaciones de oro habían debilitado el cubrimiento metálico de los billetes en circulación, y existía el

[71] Jaramillo, Esteban. "La penuria del oro y el porvenir económico", en *Revista del Banco de la República*, enero de 1931.

[72] Proyecto de Ley reformatoria de la 25 de 1923, presentado por el ministro de Hacienda el 3 de octubre de 1930 e Informe de la Comisión que estudió para segundo debate el proyecto de ley por la cual se modifica la 25 de 1923, orgánica del Banco de la República. *Anales del Senado,* Nos. 139-140 de diciembre de 1930.

[73] Proyecto de Ley por la cual se modifican algunas disposiciones de la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República. *Anales del Senado,* No. 139 de diciembre de 1930.

temor fundado de una eventual insuficiencia del encaje. La acogida parlamentaria de estas propuestas se convirtió en la Ley 73 de 1930.

El conjunto de las reformas adquirió validez institucional al expedirse la Ley 82 de 1931. Las principales implicaciones de la reforma fueron las siguientes:

1. Los billetes del Banco de la República como moneda nacional

Durante la vigencia de la Ley 25 de 1923 (artículo 17), el billete del Banco de la República fungió como una moneda *representativa* del peso de oro. La ley citada fue explícita al señalar que el billete no tendría curso forzoso, en el sentido según el cual carecería de poder liberatorio en las transacciones corrientes; únicamente el gobierno se comprometería a recibirlo en pago de los impuestos. La Ley 82 de 1931 dotó al billete del Banco de la República de poder liberatorio, concediéndole la calidad de medio legal de pago y la categoría de moneda nacional. En adelante, las emisiones no serían de moneda representativa, sino de moneda nacional[74].

2. Discrecionalidad del Emisor para el cambio de billetes

La Ley 25 de 1923 estableció la convertibilidad a la vista por oro de los billetes del Banco de la República, y sólo en última instancia los billetes serían canjeables por giros sobre el exterior. La Ley 32 de 1931 dejó a la *opción* del Banco el cambio de los billetes por oro o por giros sobre el exterior. Esta medida sustituyó el modelo del patrón de cambios oro restringido por el del patrón de cambios a secas, cuya vigencia se extendería sólo por tres meses, hasta el establecimiento del control de cambios.

3. Mayor control sobre las reservas internacionales y sobre la base monetaria. La Ley 82/31 y el Decreto de Control de Cambios.

La reforma de 1931 introdujo la *flexibilidad* en el manejo del patrón monetario, buscando la economía del oro no sólo en las transacciones monetarias internas, sino aun en las del comercio internacional. La opción en el canje de los billetes y la reducción del encaje metálico fueron medidas destinadas a amortiguar los efectos del drenaje de capitales hacia los denominados centros financieros naturales. Dos meses después de adoptadas, las autoridades comprobaron la inocuidad de las medidas para enfrentar una situación caracterizada por la parálisis del crédito externo y el peso de

[74] En términos de la Ley 25 de 1923, el billete era un "emisario", un "representante" del oro. Según Jaramillo, "este billete no es más que una promesa de que se nos dará oro en su reemplazo cuando lo queramos". "La penuria del oro y el porvenir económico". Ibid., pág. 9.

los compromisos de pago derivados de la deuda externa. Ante la perspectiva de una pérdida masiva de las reservas internacionales, las autoridades se inclinaron por el establecimiento del control de cambios extranjeros (Decreto 1683 del 24 de septiembre de 1931). Esta disposición, aunada a la prohibición del libre comercio del oro y a la reglamentación de los traslados de fondos al exterior, *eliminó el automatismo del patrón monetario, habilitó al Banco de la República para controlar sus reservas de oro, y de hecho le otorgó una capacidad de control de la base monetaria de la cual antes carecía*. En términos institucionales, el Banco Emisor ganó por su naturaleza una posición distinta a la que le fuera otorgada en 1923. Su capacidad de acción ya no se ceñiría a las medidas defensivas y reflejas en aras de la conservación de las reglas de juego del patrón oro; al contrario, se le abría un nuevo horizonte en el cual la acción discrecional y la iniciativa propia tendrían un papel preponderante.

4. El control "social" sobre las políticas monetaria y cambiaria

Al comentar el proyecto de reforma presentado en octubre de 1930, la Comisión de Bancos del Senado dejó constancia explícita del criterio con el cual se estudiaba la composición de la Junta Directiva del Emisor:

> *"... debemos buscar fórmulas que consultando los verdaderos y permanentes intereses del Estado, no nos vayan a llevar por caminos indirectos a un banco oficial de emisión. Tan grave puede ser..., una representación desmedida de los intereses particulares, como el predominio del elemento oficial"*[75].

Antes de la expedición de la reforma, la Junta del Banco estuvo compuesta por nueve o diez miembros, tres de los cuales representaban al gobierno, con voz pero sin voto, seis eran designados por los banqueros nacionales y extranjeros, y uno más representaba intereses particulares, sin vínculos con las instituciones de crédito. Las innovaciones fueron las siguientes: se mantuvo la representación oficial, todavía sin voto, pero con la participación como miembro nato del ministro de hacienda; y se colocaron dos sillas adicionales para los representantes de los principales gremios económicos: una para la Federación Nacional de Cafeteros y otra para las Cámaras de Comercio y las Sociedades de Agricultores.

La reforma no fue simplemente formal; constituyó el reconocimiento institucional de la pérdida de vigencia de los principios que confiaban en la autorregulación de la moneda; reconoció el nuevo carácter "activo" de la política monetaria y la imposibilidad

[75] *Anales del Senado*, Ibid., pág. 1.078.

de diseñar y poner en marcha la política económica sin la coordinación de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal.

Fueron estos elementos de dirigismo económico y monetario los que convirtieron al ministro de Hacienda en miembro nato de la Junta. Pero fue también la aceptación institucional de la trama de los intereses gremiales en la confección de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia. En las principales decisiones por venir —la política cambiaria de los años treinta y cuarenta, las políticas reflacionistas, la legislación sobre el problema de las deudas y los subsidios estatales—, quedaría estampado el sello de las aspiraciones y valores de los grupos de poder.

5. El encaje de los bancos comerciales y las tasas de interés. Precisiones acerca del pensamiento kemmeriano sobre las tasas de interés

En la visión kemmeriana, la oferta y la demanda de fondos prestables constituyen los argumentos explicativos de las tasas de interés. La tasa de interés "puro" sería el premio, expresado en términos porcentuales sobre una suma de capital, que representaría la *preferencia actual* del mercado por un determinado capital. Los movimientos de la tasa de interés "puro" resultarían de la interacción de la oferta y la demanda de fondos. Sin embargo, las tasas de interés de mercado no coincidirían necesariamente con las tasas de interés "puro"; un segundo elemento sería un estimativo de seguridad contra eventuales riesgos de pérdida del capital; y, finalmente, un tercer componente constituiría una prima para el cubrimiento de gastos transaccionales[76]. Dentro del contexto citado, el tipo de interés de un banco central guardaría una relación estrecha con el interés corriente en el mercado de fondos. En otras palabras, el interés del banco central se guiaría por la evolución de las tasas en los bancos comerciales.

En la Ley 45 de 1923 se estableció una relación directa entre la tasa de redescuento y la de préstamo de los bancos comerciales, para aquella porción de la cartera que se aspirara a redescontar en el Emisor. Contrariando la visión kemmeriana se definió que los movimientos en las tasas de interés de los préstamos de la banca comercial seguirían los señalados por la junta directiva del Emisor para la tasa de redescuento. Fue una especie de "transacción" en la cual la Misión respetó una tradición reiterada en los proyectos de ley que precedieron a la Ley 25 de 1923. Precisamente, la Ley 30 de 1922 que autorizó la fundación del Banco de la República, definió en su artículo 16 el control indirecto y parcial (únicamente sobre la cartera redescontable por el Emisor) de las tasas activas de los bancos comerciales, mediante la manipulación de

[76] Kemmerer, Edwin W. "The War and Interest Rates", *American Economic Review, Paper and Proceedings*, marzo de 1929, págs. 96 a 99.

la tasa de redescuento. Los consejeros trasladaron estos contenidos a la Ley 45 de 1923 (artículo 12, inciso 2).

Don Julio Caro, en su calidad de gerente del Emisor, cuestionó en un informe a la Junta Directiva, la facultad legal otorgada al Banco de la República para la definición de las tasas activas de los bancos comerciales:

> *"Ella está inspirada en dos postulados manifiestamente equivocados, pero que parecen ser de aceptación poco menos que universal entre nosotros: el de que la tasa de interés se puede fijar artificialmente por simples resoluciones del banco central, y el de que la misión principal de éste es lograr la baja constante del interés"*[77].

Sin desconocer una eventual existencia de imperfecciones en los mercados financieros que requirieran el aporte institucional para apoyar un descenso de las tasas de interés, el gerente defendió el principio de las leyes económicas contra el cual las disposiciones legislativas serían "nocivas" y "generalmente inútiles".

La Ley 17 de 1925 estableció —como se vio en el capítulo anterior—, una "prima" de liquidez para los bancos que no cobraran en sus créditos más del 2% por encima de la tasa de redescuento. Esta disposición legal fue reiterada en la Ley 82 de 1931, con la consideración según la cual en los momentos críticos de entonces debían mantenerse en un nivel bajo los tipos de interés en los negocios de los bancos comerciales con el público.

E. El "patrón oro controlado". Controversias en torno a la nueva política cambiaria

La situación cambiaria tocó fondo en el tercer trimestre de 1931. El deterioro de los activos internacionales en poder del Emisor desembocó en la reducción de la garantía metálica de los billetes, acercándose al nivel mínimo tolerado por la ley. Esta situación extrema coincidió con la generalización de la desconfianza de los acreedores bancarios del exterior, quienes limitaron drásticamente el financiamiento externo de la banca nacional. Por la misma época, la suspensión de los pagos en oro decretada por numerosos países se tradujo en episodios de desconfianza hasta entonces desconocidos por el Banco de la República:

> *"El público retiraba apresurado sus depósitos de los bancos, y por vez primera en la vida de este instituto central vimos nuestras oficinas de caja asediadas*

[77] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1931, pág. 15.

por gentes que pedían el cambio por oro de los billetes del banco. Al propio tiempo los bancos extranjeros, especialmente los americanos, cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas, llegando alguno de estos al increíble extremo de protestar el giro de un banco respetable de Colombia expedido y presentado en virtud de un crédito vigente. Era el pleno pánico..."[78].

En medio de la adversidad cambiaria se oyeron las voces de quienes exigían el cese de los pagos de la deuda externa, para lo cual lo único que debía hacerse era vincularse a una tendencia por entonces universal. Tal reclamo no fue atendido por el gobierno, para el cual el servicio de la deuda constituía un imperativo de conveniencia nacional:

"... se ha suscitado un debate sobre si la Nación puede y le conviene seguir atendiendo puntualmente, como hasta hoy, al pago del servicio de su deuda externa, o si es el caso de solicitar una moratoria de sus acreedores... Con motivo de ese debate, el presidente de la República y su ministro de Hacienda han ratificado enfáticamente el resuelto propósito del Gobierno de seguir atendiendo con la acostumbrada puntualidad al servicio de las deudas de Colombia, y el Senado de la República, por voto casi unánime, declaró que es conveniente para los altos y permanentes intereses nacionales la decisión del Gobierno de mantener un exacto cumplimiento en el servicio de las deudas del país.

"No puede, en nuestro concepto, ser otra la política de Colombia, sean cuales fueren los sacrificios que ella le imponga"[79].

Las autoridades comprendieron que la continuidad de los pagos externos era una meta impracticable dentro de las circunstancias cambiarias de la época, si el Banco de la República no asumía el control y el racionamiento de las divisas. Antes de la "cesación de pagos", la última medida preventiva era someter a la discrecionalidad del Emisor la utilización de los cambios internacionales. La Ley 99 de 1931 otorgó las facultades extraordinarias al Ejecutivo por medio de las cuales se expidió el Decreto 1683 del mismo año, el cual significó la ruptura institucional con la política cambiaria seguida entre 1923 y 1931[80].

[78] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República. 1932, pág. 25.

[79] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, agosto de 1931.

[80] El Decreto 1683 de 1931 suspendió el libre comercio del oro y cerró las puertas a su exportación; otorgó al Banco de la República la exclusividad del negocio del oro y de los cambios internacionales. Además, el decreto citado previó la creación de una comisión encargada del control de todas las operaciones de cambio internacional.

La "vieja" política cambiaria —intervención directa del Emisor en el mercado de giros— se encaminó a garantizar la estabilidad de las cotizaciones cambiarias dentro de los puntos del oro. Con las medidas de emergencia, el propósito de la política continuó siendo la estabilidad cambiaria, pero dentro de un escenario en el cual el Banco de la República asumió el monopolio de las operaciones de compra y venta de los cambios internacionales. Fue una faceta sin precedentes en la historia del Emisor, que dio cuenta de la nueva posición activa del Banco ante los fenómenos coyunturales.

Las disposiciones ejecutivas expedidas entre septiembre y diciembre de 1931 modificaron *cualitativamente* el patrón monetario vigente; sin desprenderse de él, se sustituyeron varias de sus características convencionales. Para Esteban Jaramillo se trataba de un "patrón de oro controlado" cuya permanencia sería transitoria mientras retornaba la normalidad. Pensar en sustituir el patrón oro haciendo caso de quienes lo presentaban como "un lujo, superior a nuestros recursos"[81], constituía por lo menos un desatino. Entre todos los posibles, el patrón monetario ambicionable era el patrón oro. Según Jaramillo, el oro "es hasta ahora el patrón monetario que más se acerca a la estabilidad en su valor, comparado con otros que pudieran adoptarse..."[82]. Esta y otras observaciones similares fueron suficientes para sostener sin ambages que, "una vez que hemos logrado hasta ahora escapar al cataclismo monetario de otros países mediante la conservación y el aumento de nuestras reservas metálicas en la época más aguda de la crisis, no debemos pensar en salir del patrón oro que tenemos, pues aun deficiente y limitado como es, por las necesidades del control, constituye una espléndida base de restauración y equilibrio financiero"[83].

La defensa del patrón oro aunó la voluntad del gobierno, los intereses de los negocios y las aspiraciones de los consejeros financieros. En este último caso, no faltaron las recomendaciones de Kemmerer quien observó:

> *"Si bien es cierto que el patrón monetario de oro se halla muy lejos de ser el sistema monetario perfecto, sin embargo la práctica ha demostrado los últimos cincuenta años que la moneda de oro es más estable que la moneda de plata y que es también la más práctica para llevar de un lugar a otro"*[84].

Los comerciantes de Medellín, por su parte, reclamaron contra el peligro de volver al papel moneda:

[81] *Revista del Banco de la República*, enero de 1931, pág. 5.
[82] *Memoria de Hacienda*, 1932, pág. 21.
[83] Ibid., pág. 23.
[84] *Revista del Banco de la República*, octubre de l93l.pág. 253.

"La moneda sana no se opone en manera alguna al progreso y al bienestar públicos, sino que antes los impulsa y sostiene. Atribuir la causa de la crisis al patrón de oro y pedir como remedio emisiones de papel moneda, es algo anticientífico, absurdo y que en la práctica resultaría nocivo y ruinoso para la comunidad"[85].

A su vez el gobierno reafirmó su convicción en que el patrón oro era el camino a seguir para no volver a las sendas del papel moneda; así lo expresó el propio presidente en respuesta a los comerciantes ya citados:

"Coincido enteramente con la opinión de ustedes sobre la necesidad fundamental de conservar la sana moneda y mantener el patrón de oro. Todo sacrificio es poco si con él evitamos volver al régimen del papel moneda que junto con las guerras civiles, significó para el país, la miseria y el descrédito"[86].

A su turno, la autoridad monetaria ratificó que las medidas de emergencia no significaban el abandono del patrón oro:

"Colombia continúa bajo el régimen de este sistema monetario, gozando de las ventajas de un cambio estable y de una moneda sana y segura, y constituye en ese particular un caso único entre las naciones latinoamericanas"[87].

Precisamente, dentro de los límites permitidos por la operancia del patrón metálico de oro y con el ánimo de ofrecer mayores estímulos al comercio exportador, las autoridades consintieron en un reajuste cambiario hasta el 105%, en ese momento equivalente al punto extremo de exportación del oro. La política de estabilidad cambiaria debió enfrentar la adversidad de nuevas contingencias externas y la presión interna de los sectores cafeteros. Los cafeteros juzgaron que el control de cambios avanzaba en contravía de sus intereses económicos; no sólo se sacrificaba la industria básica de exportación, sino que se sostenía el pago de una deuda "depreciada", cuando la mayoría de las naciones había declarado la moratoria de su deuda exterior[88].

Las cotizaciones cambiadas en el mercado paralelo orientaron a los dirigentes cafeteros acerca de los diferenciales cambiarios que podrían estar ganando en el caso de una liberación del cambio. La presión de los cafeteros y la posición del gobierno quedaron rápidamente al descubierto:

[85] Ibid., pág. 347.

[86] Ibid., pág. 347.

[87] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1932, pág. 13.

[88] La situación desventajosa de los cafeteros fue expuesta por uno de sus representantes en los siguientes términos alegóricos:

"...los productores de café consideraron que la estabilidad del cambio exterior, mantenida merced al control ejercido por el Banco de la República, agravaba la precaria situación de esa industria, y que la libertad que en esa materia se diera habría de traer un alza considerable en el cambio y el consiguiente abaratamiento, transitorio si se quiere, en el costo de producción del café, que permitiera sostener la competencia con otros países productores que trabajan con monedas considerablemente desvalorizadas. Por otro lado, el Gobierno y el banco, que han venido luchando por mantener la estabilidad del cambio, consideraban que las oscilaciones de éste y la depreciación de la moneda habrían de acarrear duro quebranto a los negocios de la Nación, pero no por eso desconociendo el fondo de razón con que los productores de. café reclamaban"[89].

Aquel "fondo de razón" propició el acuerdo signado por el gobierno, el Banco de la República y la Federación Nacional de Cafeteros, según el cual se reconocería una prima del 10% sobre el valor de los giros provenientes de las exportaciones cafeteras durante un año entre el 15 de marzo de 1932 y la misma fecha de 1933. Tal prima se pagaría con un bono del 6% el cual podría ser adquirido por el Banco de la República hasta por un 15% de su capital[90].

"Nuestro amigo don Roberto tiene un bello cafetal que sembró hace años y cultiva con cuidadoso esmero. Como es hombre de posibles, exporta su café personalmente, y lo vende en Estados Unidos al mejor precio, con toda libertad. Apenas se le exige que el capital resultante sea devuelto al país. Esa exigencia no está mal del todo. Pero aquí viene lo grave. El oro, los dólares, producidos por la venta del café, los giros para nacionalizar el capital, tiene que venderse obligatoriamente al Banco de la República, y lo inaudito y nunca visto, el comprador fija el precio de esos giros. Ayer tenía que vendérselos al cambio del ciento tres y medio y ahora, por bondadosa concesión, al ciento cinco, es decir, le dan ciento cinco billetes de un peso por cada cien dólares Por las disposiciones del Gobierno pierde, pues, un veinticinco por ciento, o sea cincuenta centavos en cada arroba de café, si por el hecho de su excelente posición financiera y sus habilidades, logra vender cada arroba a dos pesos colombianos. Tal es la odiosa posición en que está nuestro amigo, a pesar de su fortuna y de sus capacidades.

"¿Y qué decir del pobre campesino que tiene mil árboles y una larga familia que sostener?... Pero hay algo que hace todavía más odiosa la medida gubernamental. Si la salvación económica del país exige en un momento dado duros sacrificios por parte de las industrias nacionales, sería un deber acatarlos, como fueran, de índole general y no excepcional, como el caso que se estudia; y aun si el sacrificio de los cafeteros se destinase únicamente a formar un fondo sagrado para hacer marchar de nuevo nuestra economía, el patriotismo tal vez exigiría guardar silencio aun contra la injusticia. Pero no hay tal. Buena parte del oro que compra el Banco de la República a menos precio, lo toma el Gobierno para continuar el pago de una deuda depreciada, para mandar al extranjero amigo, a los mismos acreedores, a los banqueros amigos las cuotas de intereses y amortización, cuando todas y las más poderosas naciones han decretado la moratoria, y somos nosotros un ejemplo escandaloso de pago; Inglaterra, y Francia, y Alemania, Italia y Japón, todas las naciones por convenio mutuo están en mora de pagar sus deudas de guerra, y solamente nosotros nos empeñamos, el doctor Olaya Herrera se empeña en seguir pagando... ¿Por qué? ¿Por qué...?". Villegas, Aquilino. *La moneda ladrona* (Manizales, Arturo Zapata, 1933, pág. 99).

[89] Informe del gerente a laJjunta Directiva del Banco de la República, 1932, pág. 29.

[90] A mediados de 1932, el balance del Emisor reveló cómo la inversión temporal en bonos de prima a la exportación cafetera equivalía al 30% de las inversiones en papeles de deuda pública.

Mediante el reconocimiento de dicha prima que constituía un nuevo peso sobre el fisco, el gobierno y la autoridad monetaria capearon momentáneamente el vendaval desatado por el gremio cafetero.

Al cabo de un año, al vencerse la prima costeada por el fisco, el gobierno y el Banco de la República celebraron un contrato por medio del cual el Emisor se obligó a comprar y vender los giros sobre el exterior a tasas diferenciales: el tipo de compra sería del 113% y el de venta del 116%. Al gobierno, los giros se le venderían a la tasa del 105%. Además, el oro físico sería adquirido por el Banco con una prima del 8% para las barras de ley de 0.900. Este contrato que fuera refrendado por el Decreto Ejecutivo 404 de 1933, tuvo como origen la solicitud del gremio cafetero al gobierno y a la autoridad monetaria para que conservara el incentivo del 10% creado en 1932. El gobierno consideró aceptables los motivos de la solicitud, pero reafirmó su convicción acerca del sostenimiento del control de cambios. Además, en vista del peso fiscal que representaría prolongar la prima vigente, el gobierno decidió que fueran los compradores de giros sobre el exterior y en particular los importadores —quienes en una economía de cambios libres tendrían que pagar una tasa de cambio más elevada—, los sostenedores finales de una compensación para los exportadores.

El Decreto 404 de 1933 tuvo consecuencias inmediatas sobre el manejo macroeconómico: en primer lugar se rebasó el punto de exportación del oro, abandonando la franja de los puntos del oro como criterio para la fijación del tipo de cambio; en segundo término, al extender el aliciente cambiario a las exportaciones distintas del café, se integró la política cambiaria dentro del esquema general de la política reflacionista, como se verá en el capítulo siguiente. Pero también, la adecuación de la tasa de cambio a los requerimientos de los exportadores, en el contexto del control de cambios formal, constituyó un principio de inestabilidad que se manifestaría en futuras exigencias para romper la "artificialidad" de las tasas de cambios[91].

Al tiempo que en el orden interno avanzaron las presiones sobre la estabilidad cambiaria, la debilidad internacional del patrón oro se agudizó con la "fuga" de nuevas economías del dominio antes universal del patrón oro. El golpe de gracia sobrevino cuando el país con mayores reservas de oro rompió con las "reglas de juego". En mayo de 1933 el secretario del Tesoro de los Estados Unidos manifestó oficialmente el abandono del patrón oro. La fuerza de los acontecimientos marcó el principio del fin de la adhesión ideológica a los postulados del patrón oro; sin embargo, se requirió todo el lapso transcurrido entre 1933 y 1939 para vencer la convicción según la cual lo ocurrido no sería más que una "suspensión temporal" del patrón oro internacional.

[91] *Memoria de Hacienda*, 1932, pág. 69.

F. Los reflejos monetarios de la crisis

1. Los indicadores monetarios

Las principales magnitudes monetarias volvieron a los niveles nominales de 1924. Agregados monetarios como los billetes del Banco de la República en circulación, el efectivo en poder del público, las reservas bancarias y la base monetaria alcanzaron un incremento *neto* muy escaso entre 1924 y 1932. Dicha evolución estadística fue concurrente con el viraje de la actividad económica y correspondió a las características de funcionamiento del patrón oro(Gráficos 5 a 8).

La base monetaria disminuyó principalmente por la caída vertical de las reservas internacionales: en el Cuadro No. 2 se puede apreciar cómo la acumulación de reservas internacionales del período de auge ($ 48.3 millones) prácticamente se diluyó en la época recesiva ($ 46.1 millones). El crédito neto al gobierno produjo efectos expansionistas en los dos primeros años de la depresión, pero luego generó influjos contraccionistas adicionales en la base monetaria. El crédito del Banco de la República al sector privado provocó efectos alternados de expansión y contracción del dinero base. Finalmente, la moneda de la Tesorería reforzó levemente las tendencias contraccionistas en la medida en que prosiguió la depuración del circulante.

El multiplicador monetario también descendió a lo largo del período recesivo. Las relaciones de efectivo en poder del público y reservas a depósitos en cuenta corriente adquirieron progresivamente valores más altos. Como resultado de estos comportamientos en la base y en el multiplicador, los medios de pago *bajaron* de un nivel de $ 103.9 millones en junio de 1928 a uno de $ 60.1 millones en el mismo mes de 1932[92].

El comportamiento de las reservas bancarias (*r*), en el período de auge y luego en la recesión, sugiere que el sistema bancario se constituyó en una fuente de inestabilidad en aquellos períodos: disminución de la demanda por reservas, lo cual significa expansión del multiplicador, en la etapa de auge, e incremento de la demanda por reservas, o sea, caída del multiplicador, en la época de recesión.

Al contrario de los medios de pago, los cuasidineros sostuvieron la línea ascendente que traían desde 1924, de modo que en plena crisis se produjo una *recomposición*

[92] En términos absolutos, los medios de pago sufrieron una mengua de $ 43.7 millones, equivalente a una tasa de decrecimiento del 42.1%. Tal disminución puede repartirse entre la base y el multiplicador de acuerdo con su importancia relativa en la producción de la oferta monetaria así: el 89.7% o sea, $ 39.2 millones corresponden a la incidencia contraccionista de la base en los medios de pago; igualmente, el 16.4% o sea, $ 7.1 millones significan la acción contraccionista del multiplicador sobre los medios de pago; finalmente hay un efecto cruzado de signo positivo entre la base y el multiplicador equivalente al 6.1% o sea, un incremento de $ 2.6 millones.

de los pasivos bancarios. Esta alteración en la estructura de depósitos se tradujo en una disminución del encaje promedio del sistema a lo largo del período transcurrido entre 1930 y 1932, liberando recursos para el crédito. Tal comportamiento de los cuasidineros en los primeros años de crisis impidió que el descenso de la actividad crediticia fuera tan marcado como el de los medios de pago[93].

Los bancos contaron con el apoyo del Banco de la República durante el período de descenso de los depósitos. De hecho, el soporte del Emisor fue tan significativo que, sin él, los bancos comerciales no habrían podido financiar sus encajes[94].

2. El crédito del Banco de la República al sector privado

El crédito neto del Banco de la República al sector privado cuyo monto se quintuplicó entre 1924 y 1927, y transitoriamente se redujo en el año 1927-1928 —debido a la afluencia de créditos del exterior que permitió a los bancos cancelar el 51% de su endeudamiento con el Banco de la República— recuperó su nivel en el primer año de la crisis y logró sostenerlo durante los años siguientes hasta junio de 1932.

Entre junio de 1928, y el mismo mes de 1932, la participación del crédito neto del Banco de la República al sector privado en el total del dinero base se elevó considerablemente, y sustituyó la de las reservas internacionales[95]. El crédito otorgado por el Banco de la República al sector privado detuvo su ascenso de los años de auge (con excepción de 1927-1928), pero logró mantener unas cifras similares a lo largo de los años críticos; antes que una fuente de contracción de la base, complementaria de las reservas internacionales, el crédito a los bancos y a los particulares (a estos últimos $22.000 en 1931 y $1.5 millones en 1932) fue una fuente de expansión primaria.

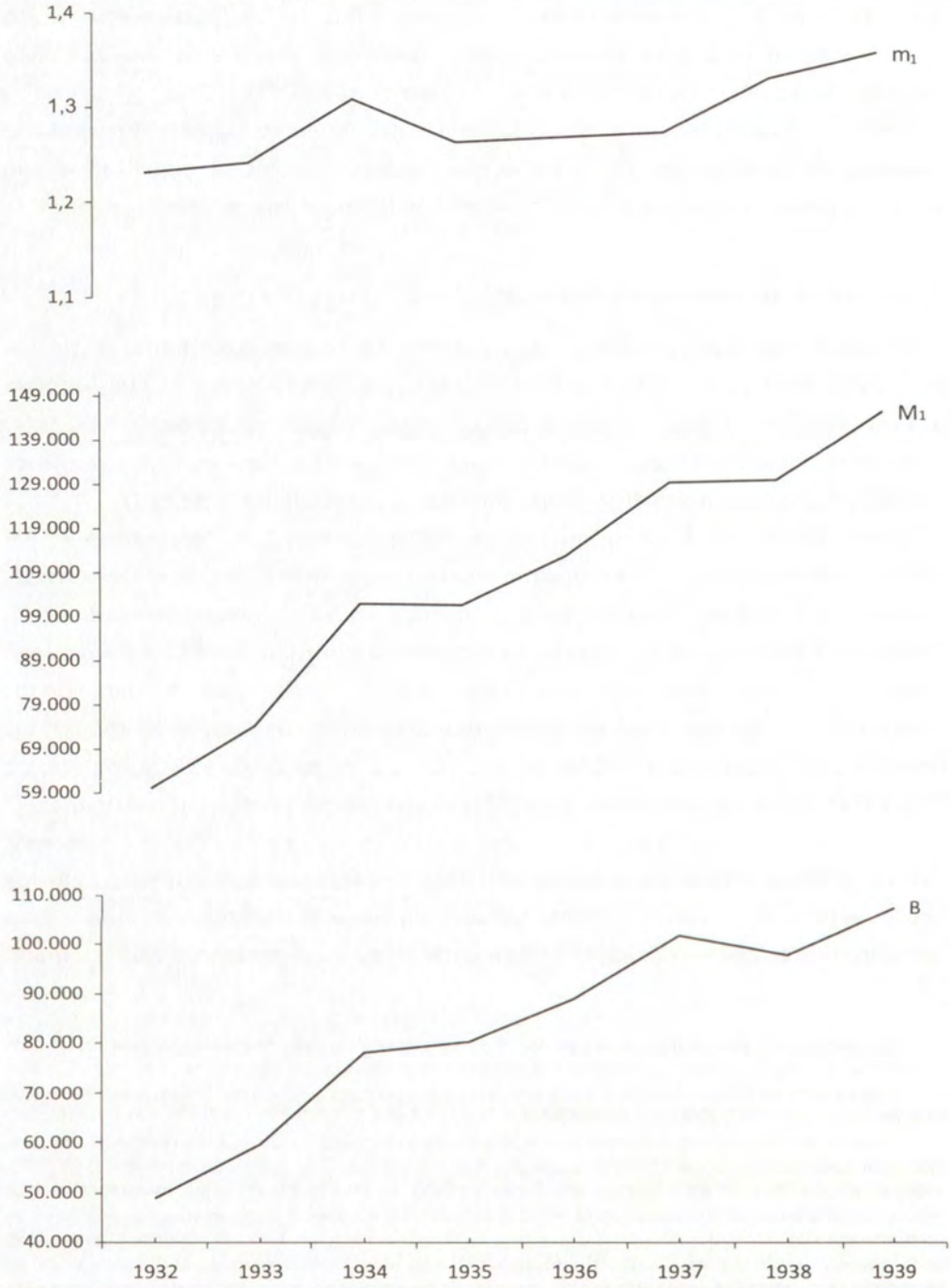
La evolución reseñada del crédito neto al sector privado y de las reservas internacionales produjo interpretaciones encontradas. Se adujo que ante el descenso de los activos externos y el apresuramiento bancario en busca de créditos en el Emisor para compensar la caída de los encajes, el manejo de la tasa de redescuento habría logrado

[93] El crédito neto de los bancos se redujo en un 17% mientras la oferta monetaria cayó en un 42% (Cuadro No.1). Véase, además, la evolución seguida por los multiplicadores Z y μ_1.

[94] A mediados de 1931 se alcanzó la proporción más alta de endeudamiento con el Banco de la República en todo el período 1923-1950 (Cuadro No. 4).

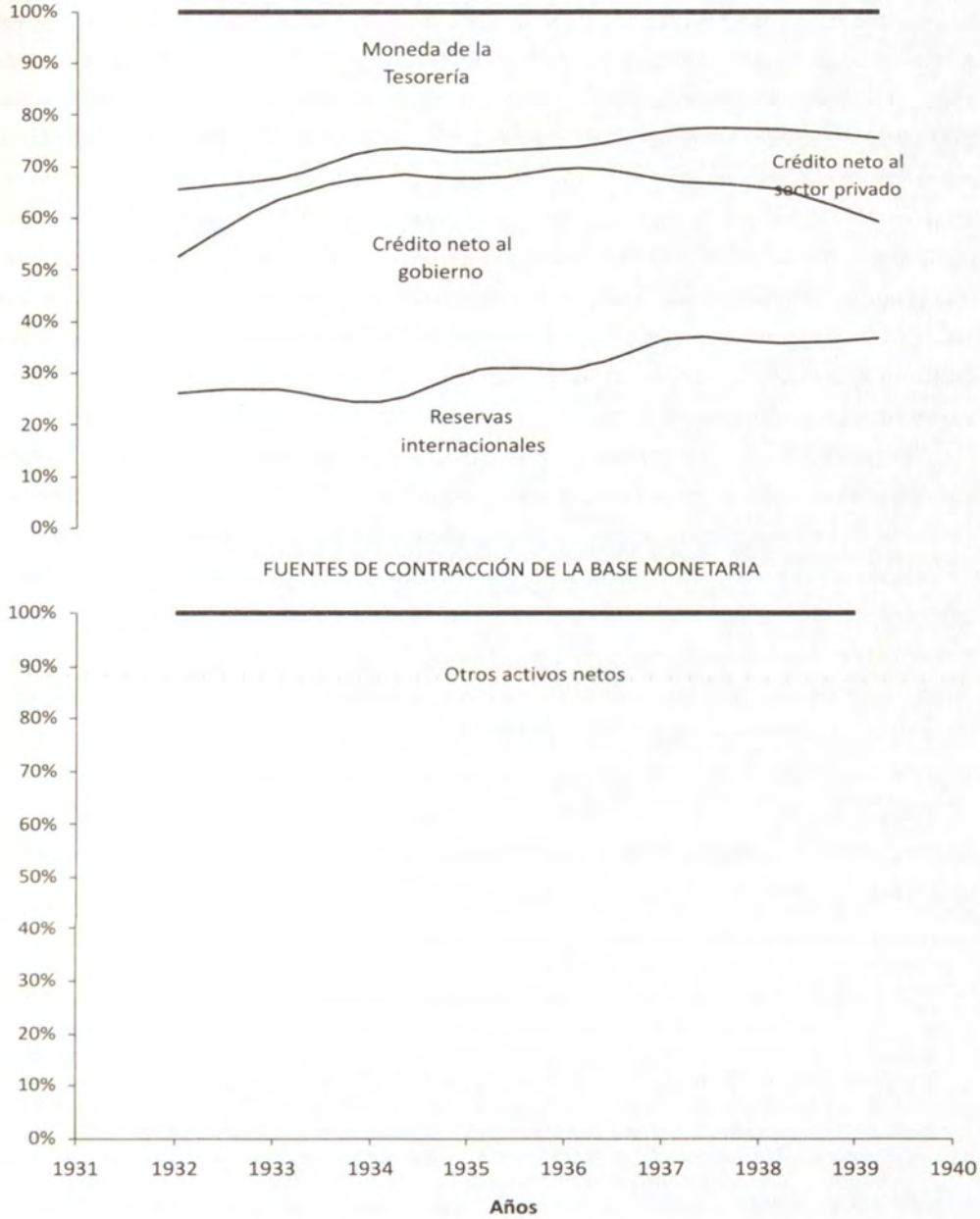
[95] En junio de 1928, el crédito neto al sector privado representó el 7.3% de la base mientras las reservas internacionales dominaron el 67.5%; en 1929, las cifras correspondientes fueron 15.2% y 60.4%; en 1930, 19% y 45.6%; en 1931, 23.8% y 35.1% y, finalmente, en 1932, 20.1% y 27.1%. O sea que mientras el crédito neto al sector privado se sostuvo entre el 20% y el 30% durante los años críticos, las reservas redujeron su predominio de las cuatro quintas partes a la tercera parte de la base. Ahora bien, si se atiende a los orígenes de las variaciones de la base (Cuadro No. 6), se advierte cómo el rubro del crédito al sector privado, en términos netos, aporta los porcentajes más elevados en los movimientos expansionistas de la base y los más reducidos cuando su influjo sobre el dinero básico fue contraccionista.

Gráfico 5. Base monetaría (B), Medios de pago (M_1), Multiplicador (m_1)
1932 - 1939



Fuentes: Cuadros No. 1 y 4

Gráfico 6. Fuentes de expansión de la base monetaría
1932 - 1939



un resultado satisfactorio neutralizando la expansión de los préstamos. Así, se habría evitado una mayor presión monetaria sobre las reservas internacionales.

La política habría permitido que, ante la suspensión de los créditos externos y la baja vertical de las reservas internacionales, el sector privado tuviese acceso a los recursos del Banco de la República, haciendo del crédito interno la fuente principal de expansión primaria. Ceñido a la ortodoxia, el Emisor habría aplicado una política monetaria dirigida a sostener el respaldo metálico de sus billetes y la estabilidad cambiaria, permitiendo la ampliación del crédito al sector privado, convertido coyunturalmente en la principal fuente de las variaciones positivas de la base. No habría sido una política que ante la contracción de la base debida al bajón de las reservas patrocinara una contracción excesiva del lado del crédito. Se habría buscado "contraer" el crédito, no en el sentido de reducirlo sino de controlar su expansión, de modo que sirviendo de fuente de liquidez para el sector privado no condujera a un mayor drenado de las reservas internacionales[96].

De acuerdo con la interpretación alternativa, la política monetaria no habría logrado sus cometidos en la medida en la que no impidió el descenso de las reservas internacionales. El crédito neto al sector privado habría significado no tanto una expansión de la base permitida por la política, sino el reflejo estadístico de su incapacidad para producir efectos contraccionistas como era lo esperado. Además, el hecho de que el descenso de las tasas de redescuento al 6% para el crédito común y el 5% para actividades agropecuarias, dispuesto en 1932, no hubiera logrado una ampliación significativa del crédito al sector privado, habría ratificado la ineficacia de la política a través de la tasa de redescuento para afectar significativamente la base monetaria[97].

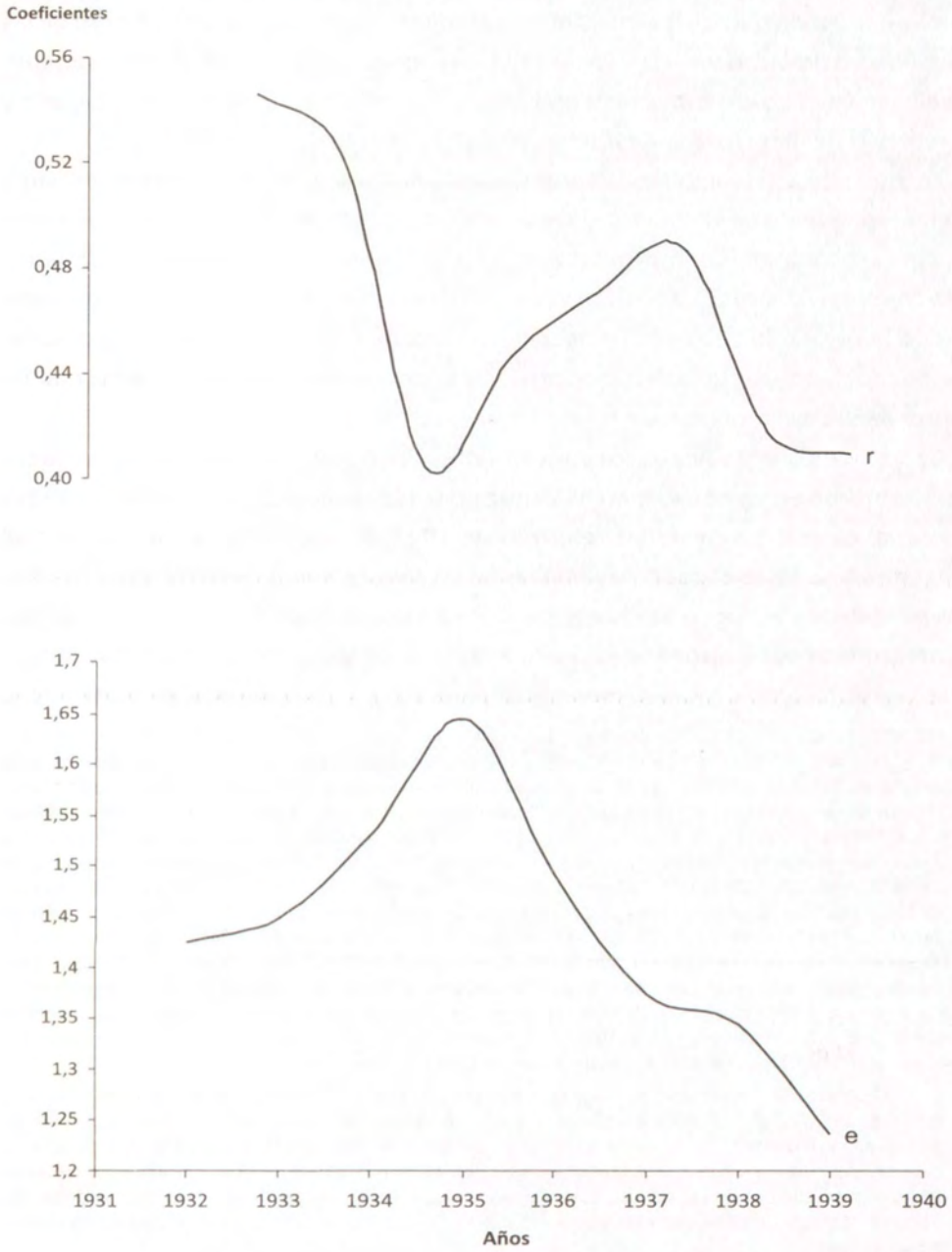
Lo que quedó en claro fue la limitación de los instrumentos —concebidos para épocas de normalidad—, ante la magnitud de una crisis derivada del funcionamiento internacional del patrón oro.

[96] En marzo de 1930 el Banco se refirió en los términos siguientes a la evolución de los redescuentos:

"El 31 de agosto de 1928, en pleno período de expansión monetaria y de crédito, el Banco de la República sólo tenía en redescuentos a sus afiliados, la suma de $ 4.500.000, es decir el 12% del capital y reservas de éstos. De entonces para acá, y especialmente durante el año de crisis de 1929, la cuantía de los redescuentos ha ido en aumento constante, y el 1 de enero de 1930 ascendió a $ 18.134.000 es decir, al 44% del capital y reservas de los bancos accionistas. La elevación de los redescuentos ha ido siguiéndole el paso al desarrollo de la crisis de contracción de la moneda y del crédito, que se revela en los siguientes datos numéricos: en agosto de 1928 el total de depósitos de particulares en los bancos afiliados era de $81.349.000 y en 1 de enero de 1930, de $ 55.529.000, que en parte considerable fue llenado por el aumento de los redescuentos en el Banco de la República, el cual fue de $ 13.634.000". *Revista del Banco de la República*, marzo de 1930, pág. 69.

[97] Informe del Superintendente Bancario al ministro de Hacienda, 1930, págs. 3 a 10. Véase también, Botero de los Ríos, Germán. "Breve exégesis de las funciones monetarias del Banco de la República", en *Revista del Banco de la República*, agosto de 1963.

Gráfico 7. Relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente (e,r)
1932 - 1939



Fuentes: Cuadro No. 4

3. El financiamiento primario del gobierno

En los veinte, el Banco de la República redescontó libranzas a la Tesorería, adquirió bonos de la deuda pública interna y otorgó créditos directos al gobierno, dentro de las posibilidades previstas en la Ley 25 de 1923. Las urgencias fiscales de 1930 condujeron a la elevación del cupo gubernamental, pasando del 30% al 45% del capital pagado y las reservas del Banco de la República, en cumplimiento de la Ley 73 de 1930.

En marzo de 1931, una comisión interparlamentaria propuso la ampliación del cupo de endeudamiento en el Banco de la República. Tanto el ejecutivo como el Banco de la República, y los antiguos impugnadores del papel moneda, se opusieron al proyecto de la comisión congresional[98]. La contradicción se desvaneció en los meses siguientes cuando la Ley 82 de 1931 y el Decreto de Control de Cambios confiaron al Emisor el monopolio de los cambios internacionales y lo dotaron de una mayor capacidad de control de la base monetaria.

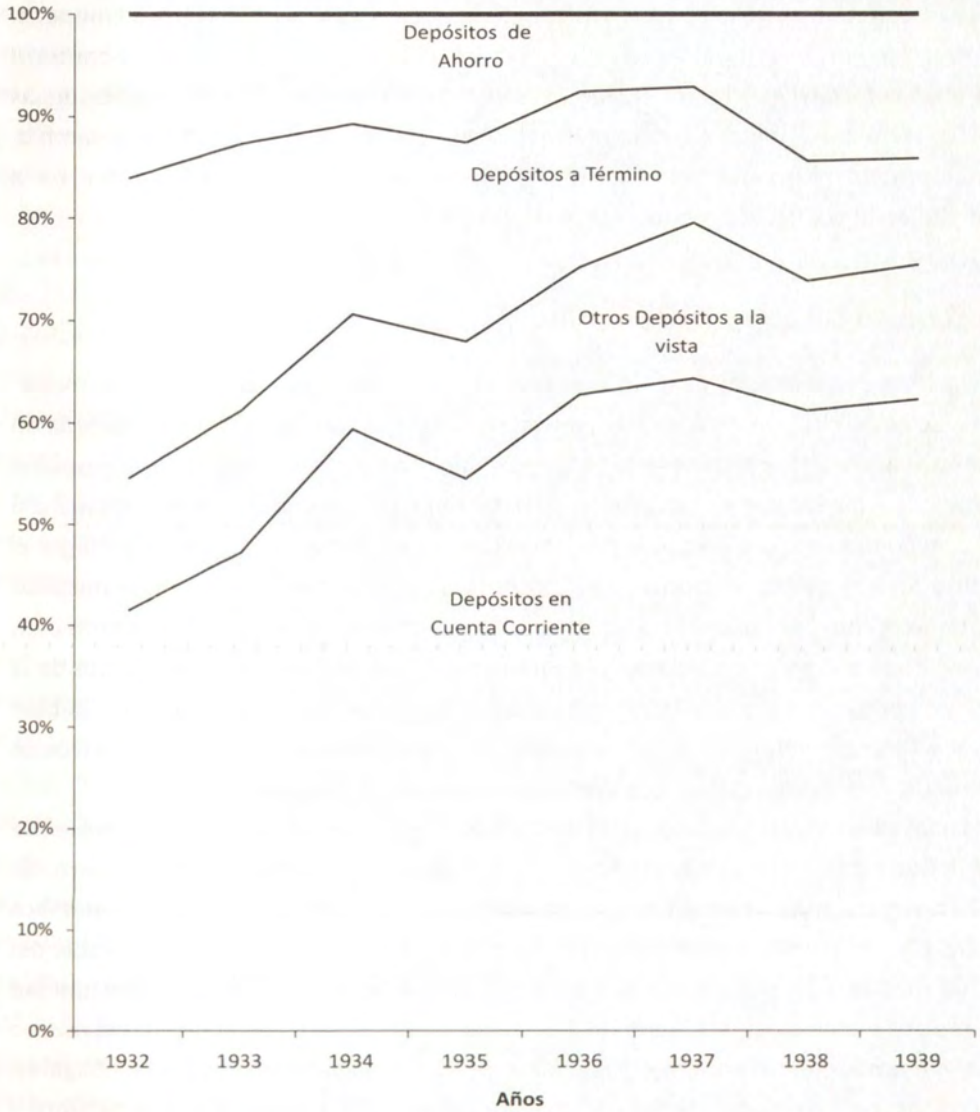
Con el Banco de la República convertido en "poder monetario", las autoridades se encontraron en un nuevo marco institucional que las dotó de una discrecionalidad de la cual carecieron desde las reformas de 1923. Se abrió el escenario en el cual protagonizaron las políticas reflacionistas de los treinta, cuyos desarrollos no habrían sido posibles sin el apoyo del Banco de la República. A fines de 1931 quedó sellado el compromiso del Emisor con la política macroeconómica reflacionista. Las obligaciones de la Tesorería, los reclamos departamentales al presupuesto nacional para la

[98] La comisión interparlamentaria encargada por el Congreso para estudiar la situación económica y sus soluciones propuso ampliar el cupo de endeudamiento del gobierno en el Banco de la República, en $ 7.5 millones. Según el informe entregado, la Comisión proponía que "se diera al Gobierno en el Banco de la República un cupo adicional y transitorio hasta de quince millones de pesos, del cual sólo pudiera hacer uso cuando hubiera depositado en oro, en poder del Banco, por lo menos el 50% del monto de los descubiertos, y garantizado el otro 50% en libranzas de tesorería, descuentos en deuda pública, acreencias en favor del fisco, o rentas o ingresos públicos por recibir". Para el ministro de hacienda de la época —Francisco de Paula Pérez— la aceptación de la propuesta interparlamentaria llevaría al debilitamiento del Emisor con "repercusiones fuertes sobre nuestro régimen monetario". Ante el Congreso, Pérez advirtió: "Si hoy abrimos un nuevo cupo, es evidente que dejamos marcado el derrotero para todas las crisis fiscales futuras y señalamos el recurso único: acudir al Banco de la República". Y, Antonio José Uribe, impugnó la ampliación del cupo rememorando los días del dinero inconvertible. Finalmente, el presidente Olaya y el Gabinete se solidarizaron públicamente con el ministro de Hacienda:

> *"El presidente y el ministro de Hacienda, acordes con el Consejo de Ministros y después de estudio detenido del asunto, son firmemente opuestos a medidas que puedan comprometer la solidez del Banco de la República, poner en riesgo nuestra estabilidad monetaria y quebrantar el crédito de la Nación en el exterior, sin el cual no sería posible obtener la venida de dineros que sirvan para remediar eficazmente y sin peligros la actual situación económica y fiscal. Para defender esas tres garantías del porvenir del país, el Gobierno está dispuesto a hacer uso de las facultades que la Constitución pone en sus manos".*

Así, con el argumento de la defensa del Emisor y del sistema monetario en su conjunto, y acudiendo al recuerdo fantasmal del papel moneda, se cerraron las posibilidades de un cupo de endeudamiento gubernamental más amplio en el Banco de la República. *Revista del Banco de la República*, abril de 1931, págs. 124 a 127.

Gráfico 8. Depósitos totales
1932 - 1939



Fuentes: Cuadro No. 1.

terminación de obras públicas y la urgencia de restablecer el crédito institucional al sector privado a través de instituciones oficiales —la Caja de Crédito Agrario y la Caja Colombiana de Ahorros—, rebasaron ampliamente los alcances del crédito primario autorizados en la Ley 73 de 1930. La magnitud de los requerimientos exigió una modalidad de crédito que no pudo satisfacerse por la vía clásica de los cupos limitados. Rompiendo con la ortodoxia, se celebró entre el gobierno y el Emisor un contrato por medio del cual el primero entregó al segundo, en concesión, la explotación de las salinas terrestres, por un período de trece años, a partir de enero de 1932; a cambio, el gobierno logró una financiación sin precedentes en el Banco de la República, en la cual afincó la política de recuperación económica.

G. El ocaso del patrón monetario

La crisis de los años 1928-1931 constituyó la prueba de fuego para la política monetaria; su cometido central fue el de garantizar la estabilidad del valor de la moneda en términos del oro. Hipotéticamente, si la autoridad monetaria observaba que el respaldo metálico de los billetes en circulación se debilitaba, comprometiendo la permanencia del patrón monetario, elevaba la tasa de redescuento con el propósito de proteger el acervo de activos internacionales. Al contrario, si consideraba que el encaje metálico del banco central era excesivo o podía ser menor, utilizaba el mismo instrumento para impedir una acumulación ociosa de reservas metálicas. Aunque los movimientos de la tasa de redescuento eran discrecionales de la autoridad monetaria, aquéllos debían obrar en correspondencia con los movimientos de las reservas internacionales. En otros términos, el banco central se adaptaría, *pasivamente*, al curso de las reservas.

La tasa de redescuento se redujo del 12% al 7% durante los diez primeros meses de funcionamiento del Banco de la República; esta última rata se mantuvo hasta marzo de 1929 cuando, ante el drenaje masivo de las reservas que amenazó la garantía metálica de los billetes circulantes, el Banco optó por elevarla al 8%. La reacción favorable del fondo metálico del circulante convenció a la autoridad monetaria de la oportunidad de reducir el tipo de redescuento al 7%, como en efecto se hizo en agosto del mismo año; sin embargo, las contingencias del mercado financiero internacional obligaron al Emisor a elevar nuevamente sus tasas primero al 8% y luego al 9% en octubre y noviembre del mismo año. Para evitar que los sectores productivos, particularmente el agrícola, se resintieran por la elevación del costo del crédito, la Junta del Banco inició el sistema de tasas diferenciales redescontando a un menor tipo los créditos a la agricultura. La reacción de las reservas metálicas a la elevación del redescuento fue entonces más lenta, quedando al descubierto la debilidad del instrumento, cuando

pocos meses después del reajuste de las tasas, los redescuentos lograron sus niveles más altos.

En mayo de 1930, la autoridad monetaria decidió seguir la senda trazada universalmente por los bancos centrales: la tasa de redescuento había dejado de ser el instrumento por antonomasia para el control de las reservas y la defensa del patrón monetario, y se había constituido en una herramienta de la reactivación económica en la medida en que podía propiciar un descenso en el costo del crédito institucional y ofrecer estímulos especiales a ciertos sectores. Además, la persistencia y gravedad de la crisis configuraba un marco económico anormal dentro del cual, por definición, la tasa de redescuento no podría cumplir con su papel teórico.

Los cambios operados en la naturaleza y funciones de la tasa de redescuento pusieron al descubierto las dificultades en las que se hallaba sumido el patrón monetario y dejaron entrever una nueva concepción del papel del Banco de la República. Un paso adelante, alejado de la ortodoxia, fue el compromiso del Emisor con la reanimación de la demanda agregada. Quedaron atrás los enunciados clásicos según los cuales los bancos centrales seguirían pasivamente el curso del respaldo metálico del circulante, y se impondría la noción, según la cual el banco central tendría una influencia decisiva en la determinación de la cantidad de dinero requerido por la economía mediante la administración de las fuentes del crédito primario.

Se sustituyó el concepto de adaptación al ritmo de los flujos internacionales del metálico, por el de intervención directa en la regulación de la cantidad de dinero, mediante la manipulación del crédito primario al sector privado y al sector público. Este fue el punto de partida de una visión que se acogería plenamente después de la Segunda Guerra. Por encima de los factores reseñados, el factor determinante del ocaso del patrón monetario abrazado en 1923 fue la presión ejercida por las contingencias cambiarias en 1931 y 1932. En el período de auge, el Banco quiso someter las oscilaciones de la tasa de cambio a un intervalo muy estrecho entre el 101 ½% y el 102 ¾%, siempre y cuando "las circunstancias de la balanza económica nacional no impongan una modificación a su política". Las presiones comenzaron a sentirse sobre la tasa de cambio cuando el cierre del crédito externo elevó la cotización al tipo establecido para la venta de giros, o sea, el 102 ¾%. El Banco logró resistir por varios meses el empujón del exceso de demanda de letras sobre el exterior luego de la paralización de los empréstitos, hasta verse obligado a permitir el desplazamiento de la cotización cambiaria al nivel de exportación del oro —103%-. Haber rebasado esta tasa habría significado, según el Banco de la República, el abandono de la estabilización, la depreciación de la moneda nacional, el desestímulo a los importadores y el éxodo del oro.

El descenso de las reservas internacionales, convertido en una constante desde finales de 1928, tuvo su mayor incidencia a partir del segundo semestre de 1931. La caída fue elocuente, ya que de la cima de $ 62.4 millones en junio de 1928 se llegó al guarismo de $ 16.2 millones en junio de 1932, o sea, una disminución del 74%.

3. De las reglas de juego a la política económica 1932 - 1938

VISTO EN SU CONJUNTO, EL PERÍODO 1923-1950 podría dividirse en dos partes diferentes: la primera relacionada con el subperíodo 1923-1931 en el cual se establecieron los cimientos de la nueva organización financiera, se acogió la doctrina monetaria clásica y se aplicaron las herramientas de política correspondientes. La segunda, se caracteriza por el abandono progresivo de aquellos principios fundamentales en la medida que los hechos produjeron su sustitución por ideas, métodos y caminos alternativos; esta segunda etapa se extendió desde los albores de 1932 hasta finales de la década de los cuarenta.

Este capítulo se detiene en los eventos salientes de la *política económica* anteriores a la segunda guerra, en particular en el programa reflacionista adelantado entre 1932 y 1934.

A. Una nueva coyuntura. Leyes "naturales", Estado y política económica

El tránsito a la coyuntura que abarca los años de 1932 a l938 quedó representado en el derrumbe de algunos aspectos que identificaron el modelo ortodoxo de la banca central, y en las primeras manifestaciones de una participación más decidida del Estado en el diseño y aplicación de la *política económica*. Si se deja atrás el esquema ancestral que confiaba a las leyes económicas "naturales" la normalización de las condiciones económicas, una vez se presentaron algunos desajustes "transitorios", se optó por enfrentar directamente las fuentes de la perturbación. En otras palabras, se sustituyó la noción según la cual la acción gubernamental estaría confinada a adaptarse a las "reglas de juego" patrocinadas por los ideólogos del patrón oro, por la de "hacer" la política económica, como una nueva actitud del Estado en la vida económica. Se abrió así un nuevo campo de posibilidades, en el cual predominaría el papel activo del Estado en las cuestiones económicas.

En el capítulo precedente se aludió a la pérdida de importancia de la tasa de redescuento como instrumento principal de la política monetaria; en el último tramo de la

recesión, la tasa de redescuento se empleó más como una palanca de la política crediticia que como una herramienta idónea de política monetaria. Sin embargo, también en el área crediticia el prestigio de la tasa de redescuento se desgastó rápidamente; el paso de la recesión exigió un tratamiento de naturaleza diferente. Fueron estas las circunstancias que condujeron a la remoción de la noción convencional acerca del papel del Banco de la República en la política monetaria: de la función pasiva de ajustar el tipo de redescuento según el movimiento de las reservas metálicas, a la noción activa de regular la oferta monetaria y satisfacer los requerimientos financieros de ciertos sectores económicos a través del crédito primario.

Se trató de una modificación cualitativa del quehacer de la autoridad monetaria. En la nueva coyuntura se sintió el vigor de la política económica agenciada por el Estado para paliar los efectos de la recesión y crear condiciones reactivadoras. La política monetaria fue una de las rutas de la nueva intencionalidad del Estado; acentuadas las circunstancias recesivas, el gobierno planteó las bases de una política reflacionaria cuyo eje central fue el Banco de la República. En otras palabras, el Banco Emisor lideró la empresa de remontar las condiciones adversas en las que se debatió la economía. Con esta actitud, el gobierno y el Emisor participaron en la corriente intervencionista propalada en las economías occidentales como camino para salvar la situación de estancamiento. El haberse mantenido impermeable a las exigencias del momento habría minado los fundamentos institucionales del instituto de emisión. Así lo reconoció el ministro Jaramillo:

> *"Si el Banco de la República se hubiera encerrado dentro de los muros de su estatuto original, contemplando impasible la ruda batalla económica que se libraba a su alrededor, y se hubiera abstenido sistemáticamente de acudir con sus poderosos recursos en auxilio de los elementos más quebrantados de esa economía, se habría puesto en abierta pugna con las prácticas tradicionales de los establecimientos de su especie, y habría creado en su contra una opinión pública tan desfavorable, que su misma existencia habría quedado comprometida"*[99].

La reorientación de las actividades del Banco de Emisión sobre la base de la aceptación del principio según el cual los bancos centrales tendrían poder "para regular la provisión de moneda, independientemente de los movimientos del oro"[100] fue aceptada originalmente sin abdicar del patrón monetario oro. Al contrario, no se consideraron incompatibles el sostenimiento del sistema oro y la autonomía e iniciativa del Banco de la República para producir determinados efectos en la circulación monetaria y en la dirección del crédito.

[99] *Memoria de Hacienda*, 1933, pág. 31.
[100] *Revista del Banco de la República*, marzo de 1928, pág. 126.

Ni siquiera la suspensión de la convertibilidad de los billetes y el abandono de las paridades metálicas fueron aceptadas en principio como un aislamiento del patrón oro; se pensó que el régimen metálico, a pesar de sus limitaciones, era el cimiento ideal de la reconstrucción, y que sólo unas circunstancias económicas extremas como las de ese momento podrían comprometer *transitoriamente* su permanencia. La trama de los acontecimientos internos entre 1932 y 1934 y la tendencia del mundo occidental en favor de la dirección de las economías, modificaron la percepción inicial sobre la continuidad del patrón monetario oro.

B. Conflicto de intereses en torno a la emisión. Expansión oficial y contracción privada

1. La evidencia empírica

La emisión del Banco de la República aumentó en 122% entre 1932 y 1939. Hasta 1936 la principal fuente de expansión fue el crédito al gobierno. El crédito al sector privado predominó de 1937 a 1939[101]. El valor nominal de los medios de pago se incrementó en 142% en el período[102]. Este crecimiento monetario fue afectado por el comportamiento contraccionista de los bancos, el cual se manifestó en el crecimiento de las reservas monetarias. La demanda excesiva de aquellas reservas fue considerada como uno de los síntomas de la paralización del crédito en 1932, cuando la nueva

[101] El crédito al gobierno fue el origen principal de la expansión en los años 1932-1933, con el 52.8%, 1933-1934, con el 34.5% y 1935-1936, con el 49.8%. Las reservas internacionales tuvieron su mayor impacto en los años 1934-1935, con el 43.7% y 1936-1937 con el 47.1%. El sector privado se impuso en los movimientos expansivos de la base en los años 1937-1938, con el 98.7% y 1938-1939, con el 25.6%. Precisamente en estos dos últimos años el crédito al sector privado fue la única fuente de variación expansiva de la base al tiempo que las reservas internacionales y el crédito al sector gobierno tuvieron un efecto contraccionista sobre los cambios en la magnitud de la base (Cuadro No. 3). La composición del crédito primario que en los veinte favoreció al sector privado sobre el público, se revirtió a partir de 1932 cuando el crédito a los dos sectores se repartió por partes iguales; en adelante, hasta 1936,el crédito al sector privado fluctuó entre el 10% y el 15% del crédito destinado al sector público. En los tres últimos años el crédito del Emisor al sector privado creció continuamente al tiempo que descendió la financiación para el sector público, de modo que en 1939 el crédito otorgado al sector privado significó el 73% del crédito destinado al sector público (Cuadro No. 2).

[102] El multiplicador monetario creció entre 1931 y 1934. En los dos primeros años debió influir especialmente la caída en la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente: en el último, el crecimiento del multiplicador debió responder a la caída en la relación de reservas. Posteriormente, en los años 1934-1939, el multiplicador aumentó continuamente atendiendo más al comportamiento descendente de la relación de efectivo a depósitos en cuentas corrientes (e), que a la conducta ascendente de la relación de reservas a depósitos de cuenta corriente (r). En definitiva, el multiplicador monetario presentó una tendencia ascendente inducida por el descenso de la relación (e), que no alcanzó a ser contrarrestada por el ascenso de la relación (r) (Cuadro No. 4). Del incremento en los medios de pago, el 45.2% fue explicado estadísticamente por la base monetaria, el 25% por el multiplicador y el 29.8% por un efecto cruzado entre las dos variables.

política reflacionaria requirió una actitud más positiva de parte de los bancos[103]. A lo largo del período, particularmente entre 1932 y 1937, la banca comercial presentó en sus balances unos saldos de *reservas libres* sin precedentes[104].

No sólo en términos de la expansión secundaria sino de la creación global de crédito, la banca comercial fue también contraccionista. Los activos financieros emitidos por los bancos —depósitos de ahorro y a término— se debilitaron notablemente en el período: los ahorros de libreta cayeron en un 38% y los depósitos a término en un 39%; únicamente los de ahorro experimentaron un notable aumento en 1938 y 1939 alcanzando guarismos sin precedentes (Cuadro No. 1). Para recalcar la actitud contraccionista basta señalar que la dinámica de adquisición de activos rentables de la banca comercial en el período fue inferior a la demostrada en la época de 1a recesión[105].

[103] El comportamiento ascendente del multiplicador y su importancia relativa en la producción de los medios de pago —25%, porcentaje superior al de la época del auge, 14.6%— *no ocultaron la tendencia contraccionista de los bancos, la cual se manifestó en el crecimiento de la relación de reservas bancarias a depósitos en cuenta corriente*. En otras palabras, la cuarta parte de los medios de pago producidos por el sistema bancario total en el período 1932-1939 se debió al resurgimiento de la preferencia del público por los depósitos en cuenta corriente en comparación con sus tenencias en efectivo. Por su lado, la relación de reservas a depósitos en cuenta corriente se incrementó continuamente en el período 1934-1938 —de 0.40 a 0.48—, pero sus valores fueron especialmente altos en 1932 —0,546— y 1933 —0.523—, *sugiriendo que la demanda de los bancos por liquidez tendió a sostenerse y en algunos años a incrementarse* a pesar de estar ya en un período de recuperación. El encaje promedio del sistema bancario ($\bar{r}$) ascendió casi continuamente entre 1932 y 1937, disminuyendo entre 1937 y 1939. Este comportamiento correspondió al de cada tipo de depósitos: el de los depósitos a la vista (r_0), presentó una tendencia descendente exceptuando 1936 y 1937, mientras los encajes sobre los depósitos a término (r_1) y de ahorro (r_2), se elevaron francamente de 1932 a 1937. La relación de endeudamiento con el Banco de la República (b), se redujo considerablemente a lo largo del período, exceptuando los años de 1938 y 1939. Las relaciones de depósitos a término (t) y de ahorro (a) en comparación con los depósitos en cuenta corriente disminuyeron ostensiblemente a lo largo del período, excluyendo también 1938 y 1939 cuando los depósitos de ahorro aumentaron (Cuadro No. 4).

[104] La conducta contraccionista de los bancos puede observarse una vez más en el Cuadro No. 4 al leer la columna de la relación de reservas libres con respecto a los depósitos totales (r_l): del año 1933 al 1937 dicha relación fue positiva, contrariando el comportamiento evidenciado entre 1924 y 1932 cuando la relación de endeudamiento de los bancos con el Banco de la República (b), fue superior a la relación de reservas bancarias excesivas a depósitos totales (r_e). Las estadísticas correspondientes a la relación de reservas excesivas en el período 1932-1939 prácticamente duplicaron las del período 1923-1932. *Tal comportamiento de las reservas excesivas y de las reservas libres confirmó la actitud contraccionista asumida por la banca comercial entre 1932 y 1939.*

[105] La caída de las relaciones de depósito (t) y (a) que estimularon el ascenso del multiplicador de los medios de pago para la base fuente neta (φ_1), contribuyeron a la disminución de los coeficientes del multiplicador del crédito (z). Sólo al final, en los años 1938 y 1939, se encuentra un comportamiento paralelo de efectos expansivos sobre el crédito y sobre el dinero de los dos multiplicadores (φ_1 y z). La razón descansa en el hecho simultáneo del descenso del encaje promedio, del aumento de la relación de endeudamiento con el Banco de la República y de la recuperación de la relación de depósitos de ahorro a depósitos en cuenta corriente. Las observaciones sobre los multiplicadores del dinero y el crédito pueden resumirse considerando la evolución de la relación que puede establecerse entre ellos mismos, o sea, entre los activos rentables adquiridos por los bancos en el mercado de crédito y los medios de pago. Esta relación que creció continuamente entre 1924 y 1932, y acentuó su ascenso durante el período crítico, se redujo tan rápidamente que en los años 35 a 37 no llegó a la mitad de lo que había significado en 1931.

2. El "sabotaje" de la banca comercial a la política monetaria. El papel de la banca oficial

Las autoridades monetarias percibieron a mediados de 1932 la marcha en contravía de la banca comercial en relación con los objetivos expansionistas de la política económica. Frente al incremento deliberado de la base monetaria, las autoridades discutieron la absorción de los nuevos recursos por los bancos en la forma de reservas. El Directorio del Emisor denunció la paralización del crédito privado e invitó a la banca comercial a cooperar con la política reflacionista. Ante todo, destacó el compromiso conjunto del gobierno y el Banco de la República:

> *"Aquél (el gobierno) con su incansable esfuerzo para obtener el equilibrio presupuestal, base necesaria de la restauración del país, y con sus múltiples iniciativas para aliviar la situación; y éste (el Banco) con su decisiva cooperación a la realización de tales iniciativas, como lo hizo al suscribir los Pagarés del Tesoro; al efectuar la negociación sobre las salinas terrestres, para ayudar a cubrir el déficit pendiente y reanudar las obras públicas; al tomar los bonos de la prima a la exportación de café, para fomentar la industria cafetera; al establecer de sus propios fondos una prima considerable a los productores de oro; al hacerse cargo del control del cambio, y al colaborar en la fundación de las nuevas instituciones destinadas a desarrollar la agricultura y facilitar la solución del grave problema de las deudas"*[106].

Los directores del Banco señalaron la situación favorable de la banca comercial para integrarse al proceso reflacionista, después de los ajustes de cartera realizados para sanear los activos de riesgo, y de la creación de instituciones oficiales para el arreglo definitivo de las deudas pendientes con los bancos:

> *"Hoy los principales bancos nacionales se hallan en una posición sobremanera sólida, habiendo verificado, muy cuerdamente, un severo análisis de su cartera, castigando, a costa de sus utilidades y reservas, toda la parte de aquella que presentara alguna duda o dificultad para el cobro... Cuentan ellos con disponibilidades abundantes, como lo muestra el hecho de haber reducido sus descuentos en el Banco Central en más de $ 6.000.000 en los últimos cinco meses, y han de ver aumentar esos recursos a medida que la Corporación Colombiana de Crédito desarrolle sus operaciones y que el nuevo Banco Central Hipotecario entre a funcionar, como que una y otro están destinados a facilitar el arreglo y cancelación de las deudas a favor de los bancos.*

[106] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1932, pág. 51.

"A esas favorables condiciones, que ponen a los bancos comerciales y a la Caja de Crédito Agrario en posición de ayudar eficientemente al fomento de la producción y del comercio, hay que agregar el constante apoyo con que cuentan de parte del Banco Central de Emisión...

"Todas esas circunstancias llevan a la conclusión de que parece llegado el caso de que las instituciones de crédito estudien la forma de reanudar aquellas operaciones sanas y seguras que tiendan a desarrollar la producción y a reanimar la economía nacional..."[107].

Los resultados estadísticos comentados atrás dejaron en claro hasta dónde llegó la colaboración solicitada. En los años posteriores a 1932, el reclamo gubernamental ante la renuencia crediticia de la banca, fue un lugar común en los documentos oficiales[108].

La ausencia de un compromiso efectivo de la banca privada con la política reflacionista, fue compensado en parte por la banca oficial: como se verá adelante, el Banco Agrícola Hipotecario adquirió la cartera de los hipotecarios privados y el Banco Central Hipotecario destinó su capital formado principalmente con recursos del Banco de la República a la recuperación de la liquidez de la cartera bancaria comercial. Estos pasos de la banca oficial, orientados a descongelar el crédito bancario, fueron complementados por la actividad de la Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero fundada en 1932. Los créditos de la Caja se enfilaron principalmente a las regiones cafeteras y al financiamiento del capital de trabajo requerido por las industrias.

[107] Ibid., pág. 52.

[108] En 1936, el ministro de Hacienda reiteró la convicción oficial sobre el retraimiento crediticio de los bancos:

"He dicho ya con claridad que, en mi concepto, los bancos comerciales no han adoptado una política en materia de concesión de créditos, que corresponda a las necesidades actuales del país. Me explico esta circunstancia como un resultado inevitable y muy humano de la última crisis. Pero no debe perderse de vista que el exceso de precauciones, el temor a los riesgos, es tan perjudicial en el terreno de los negocios como la imprudencia misma. He afirmado también que no hay causas que justifiquen el estancamiento de las operaciones de banca. Al menos son desconocidas de todos, pues nunca se han expuesto con precisión. El Gobierno tiene especial empeño en que los bancos comerciales amplíen su radio de acción y presten un concurso más eficaz a los hombres de trabajo.

"El llamamiento encarecido que el Gobierno hace a los directores de los bancos privados, para que abran con más amplitud las puertas del crédito, se justifica, pues, plenamente, por la abundancia de recursos de que disponen, y se traducirá en beneficios inmediatos para las mismas instituciones y para la economía del país en general". Memoria de Hacienda, 1935-1936. Editorial Nueva, págs. 114 a 118.

C. Naturaleza y proyecciones institucionales de la política económica

1. Intervencionismo genérico y desarrollo de facultades constitucionales del Estado en el campo económico

El desequilibrio del sector externo y la crisis generalizada de las transacciones internas sirvieron de marco a la política económica, activa, concebida y ejecutada desde finales de 1930. Las autoridades económicas plantearon los objetivos, diseñaron las políticas, y definieron las variables que obrarían como instrumentos. Fue una ilustración sin precedentes de cómo realizar una política económica con objetivos explícitos, y medios para alcanzarlos. Bajo el peso de circunstancias extremas se tomó la senda de la intervención, dejando en manos de las autoridades el control de variables que en condiciones normales dependerían de las fuerzas mercantiles.

Lo ocurrido con la política económica fue un ángulo del proceso institucional que a mediados de los treintas se incorporó al texto constitucional. Aunque con precedentes en el régimen colonial y en el desarrollo institucional posterior a la Independencia, la etapa más avanzada del intervencionismo se gestó en el fondo de la crisis, en los primeros años treintas.

El Acto Legislativo No. 1 de 1932 (septiembre 8), extendió el espectro de la intervención a la inspección de industrias y profesiones en lo atinente a la seguridad y salubridad públicas, y sentó la libertad del ejercicio profesional y de los oficios con independencia de las asociaciones gremiales. El Acto Legislativo No. 1 de 1936 (agosto 5), garantizó la propiedad privada definiéndola como "una función social que implica obligaciones" (artículo 10); estableció que "el Estado puede intervenir por medio de leyes en la explotación de industrias o empresas públicas y privadas, con el fin de racionalizar la producción, distribución y consumo de las riquezas, o de dar al trabajador la justa protección a que tiene derecho" (artículo 11); definió que "el trabajo es una obligación social y gozará de la especial protección del Estado" (artículo 17); y reconoció que "la asistencia pública es una función del Estado" (artículo 16).

Las iniciativas de política económica adoptadas desde 1930, derivadas de la actitud activa del Estado en la economía, nacieron a la vida institucional por designio inmediato del Congreso —como lo fueron las leyes 73 de 1930 y 82 de 1931— o por la acción ejecutiva basada en facultades extraordinarias —como lo fueron el Decreto 1683 de 1931 sobre control de cambios, los decretos 234, 280 y 711 de 1932, por los cuales se abrió paso institucional a la solución del problema de las deudas, y el Decreto 2214 de 1931 aprobatorio del contrato entre el gobierno y el Banco de la República para la administración de las salinas terrestres. Ninguna de estas disposiciones, y otras complementarias, en las cuales se basó la política macroeconómica concebida

para remontar la crisis, requirió la vigencia del intervencionismo genérico cuya adopción formal se debió al constituyente de 1936. Dentro de un ambiente favorable a una mayor injerencia estatal sobre el curso de la economía, la política se valió de las atribuciones constitucionales reconocidas al Estado en materias económicas, por lo menos desde la reforma de 1886[109].

2. La prioridad del criterio de "estricta necesidad" e "intereses supremos" del Estado[110]

La política económica ideada para enfrentar la crisis debió traducirse no sólo en orientaciones que chocaron con la férrea ortodoxia del patrón oro, sino en medidas radicales que tropezaron con la interpretación literal de los textos legales. En uso de "facultades extraordinarias" otorgadas por el Congreso —leyes 99 y 119 de 1931—, el ejecutivo trazó los lineamientos de la nueva política interviniendo en campos disímiles como el crédito del Banco Emisor al gobierno; los contratos entre acreedores y deudores, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera; y el control sobre los cambios externos.

Los artículos 4º de la Ley 99 de 1931, 3º de la Ley 119 del mismo año y los decretos expedidos en virtud de tales artículos, fueron demandados por la violación de varios artículos de la Constitución. El artículo 4º mencionado revistió al Presidente de facultades extraordinarias "para tomar las medidas financieras y económicas que sean precisamente indispensables para conjurar la crisis por que atraviesa el país". Y el 3º de la Ley 119 dispuso que dentro del artículo 4º de la Ley 99 "queda comprendida la de establecer, aumentar, disminuir, reorganizar o refundir los impuestos que el Gobierno considere indispensables".

Los fallos jurisdiccionales resultaron finalmente favorables a la política gubernamental. La Corte Suprema de Justicia declaró la exequibilidad de los textos legales en los cuales se apoyaron las medidas económicas[111].

[109] Estos tópicos son discutidos por Hernán Toro Agudelo en su estudio para la Corte Suprema de Justicia sobre las normas legales originarias de la Junta Monetaria. "Sentencia de la Sala Plena de junio 12 de 1969, de la Corte Suprema de Justicia". Reproducida en *Boletín Jurídico y del Congreso,* No. 474-20. Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1982.

[110] Los términos entre comillas fueron empleados por el superintendente bancario en 1933, al recordar la pertinencia para Colombia en esa época de los criterios sostenidos por la Corte de los Estados Unidos al sancionar la constitucionalidad de las Legal Tender Acts de 1862 y 1863. Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1933, págs. 22 y ss.

[111] *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 113 a 147. Todavía en 1937 la Corte Suprema de Justicia se encontró fallando sobre la legislación extraordinaria de 1932 y 1933, en particular sobre los impuestos que gravaron los intereses sobre las cédulas hipotecarias y los contratos entre particulares (Decreto 280 de 1932, artículo 1; Decreto 420 de 1932, artículo 1; y Ley 37 de 1932, también artículo 1). Los fallos se refirieron además a las demandas entabladas contra la legislación sobre obligaciones contraídas en moneda extranjera (Ley 46 de 1933, artículos 1, 2 y 7). *Revista del Banco de la República*, abril de 1937, pág. 119.

D. La realidad concreta: diseño y ejecución de una política macroeconómica reflacionista

En el curso de 1930 y 1931 los precios declinaron en un 30% en relación con el índice para fines de 1929[112]. La estabilidad de los precios y la normalización de los pagos internos y externos aparecieron como los objetivos finales de la nueva política. La legislación extraordinaria de 1931, 1932 y 1933, creó los instrumentos para la ejecución de la política. A la discrecionalidad de las autoridades se confió la regulación del tipo de cambio y de las tasas de interés; se abrió la posibilidad de nuevos contratos entre el gobierno y el Emisor para comprometer el crédito primario con el financiamiento del déficit fiscal, el rescate del sistema financiero y la reactivación de la economía. Otras *variables controladas* fueron las restricciones cuantitativas aplicadas sobre las importaciones, los giros sobre el exterior y ciertos cupos de emisión.

1. Recuperación y protección de bienes públicos: estabilidad cambiaria y estabilidad financiera

El desequilibrio externo y la deflación de precios de los bienes, servicios, y factores, comprometieron la estabilidad cambiaria y quebrantaron el crédito y las relaciones normales entre acreedores y deudores. Estos bienes públicos, asegurados institucionalmente en las reformas de 1923, se habrían malogrado sin las políticas de emergencia aplicadas desde 1931. Las ventajas (externalidades positivas) derivadas de la organización cambiaria y financiera se habrían convertido en fuentes de inestabilidad (externalidades negativas), como ocurrió en las tres décadas que antecedieron a la legislación de 1923.

2. Los puntos cardinales de la política

a. Políticas fiscal y monetaria

A fines de 1931 se configuró una "mezcla" de políticas fiscales y monetarias. En lo fiscal se persiguió un *ajuste gradual* del presupuesto, y *la orientación selectiva* del gasto, sobre todo en obras públicas generadoras de empleo. El ajuste gradual permitió la utilización del déficit como mecanismo de reactivación. La política monetaria vino en auxilio de la fiscal aportando el financiamiento primario de los déficit acumulados en la Tesorería y de los programas de obras públicas. El mecanismo utilizado no fue el de

[112] Ocampo y Montenegro, Ibid., Cuadro No. 8.

los cupos gubernamentales en el Emisor, sino un contrato administrativo de concesión mediante el cual el gobierno entregó al Banco de la República la explotación de las salinas terrestres. La contrapartida obligada fue el crédito extraordinario al gobierno.

La política fiscal también acudió en apoyo de la cambiaria cuando se aprobaron primas en favor de algunos sectores de exportación. Igualmente, en favor de la recuperación de los pagos del sector privado a los bancos, al financiar parcialmente —con documentos de la deuda pública— el arreglo de las deudas. La política monetaria acudió también en beneficio del sector privado, abriendo cupos para la licuefacción de las deudas y financiando el aporte gubernamental en los nuevos bancos oficiales.

b. El financiamiento monetario del presupuesto

i. Los requerimientos de la reflación

El financiamiento del déficit del presupuesto fue uno de los núcleos significativos de la controversia económica en los albores de los treinta. La primera medida de fondo fue la búsqueda de un crédito externo extraordinario, cuando ya se cerraban las exclusas del mercado financiero internacional, en el primer semestre de 1930. Las gestiones ante los banqueros extranjeros fueron avanzadas por el propio presidente electo. Siguiendo una recomendación de Kemmerer en 1923, y reiterada en 1930, el gobierno escogió un grupo de banqueros para representar sus intereses en los centros financieros. Dicho grupo consiguió la renovación de empréstitos externos que vencieron a mediados de 1930, hasta finales del tercer trimestre de 1931, y el advenimiento de recursos frescos también exigibles a fines de 1931. Estos recursos nuevos fueron transferidos en buena parte por la nación a los departamentos, los cuáles, a su vez, los destinaron a la compra de giros sobre el exterior para el servicio de la deuda[113]. Sobre los nuevos fondos, los banqueros foráneos exigieron, a la manera del futuro Fondo Monetario Internacional, la organización autónoma y con criterios comerciales de los Ferrocarriles Nacionales, la continuidad de la política de equilibrio presupuestal y la disminución del endeudamiento público[114].

Uno de los objetivos de la Ley 73 de 1930, comentada en el capítulo anterior, fue el de permitirle a la nación la transferencia de recursos debidos a los departamentos, cuando aún los banqueros internacionales no habían presentado su oferta de recursos "frescos". Al extender el cupo legal del gobierno en el Banco de la República, la Ley 73/30 abrió la posibilidad de poner en práctica la autorización de la Ley 20 del mismo año, según la cual se podrían emitir hasta $ 6.000.000 en pagarés del Tesoro. El Banco

[113] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, julio de 1931.
[114] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, enero de 1931.

de la República adquirió una tercera parte; los bancos otra tercera parte; y la restante, las empresas Tropical Oil Company y Andian National Corporation.

El "cierre" del crédito externo y las dificultades presentadas en el sostenimiento del servicio de la deuda, así como el deterioro del crédito interno, sellaron el acceso a las fuentes *no monetarias* de financiamiento del déficit. La operación de crédito sobre las salinas terrestres, una vez establecido el control de cambios, constituyó un mecanismo sin precedentes desde la creación del Banco de la República, destinado al financiamiento *monetario* del déficit del presupuesto.

Se convino, originalmente, en un avance de $ 15.5 millones con la opción de aumentos posteriores. A mediados de 1934, el endeudamiento gubernamental neto por concepto del contrato sobre las salinas rebasó los $ 17 millones. De esta suma, $ 6 millones se destinaron a financiar el déficit efectivo de la Tesorería; $ 3.5 millones al financiamiento de los aportes gubernamentales en la Caja Agraria y la Caja Colombiana de Ahorros; $ 0.6 millones al descuento de operaciones de recuperación de la cartera de los bancos; $ 0.4 millones para financiar el arreglo de deudas privadas patrocinado por la Corporación Colombiana de Crédito; y $ 9.7 millones para los programas de obras públicas. De los avances hechos por el Emisor, $ 5 millones se destinaron a cancelar préstamos anticipados del Banco de la República para la capitalización de la Caja Agraria y la Caja Colombiana de Ahorros[115].

ii. Las urgencias de la guerra

El programa de ajuste macroeconómico debió encarar los requerimientos derivados del conflicto fronterizo con el Perú desatado en septiembre de 1932, prácticamente un año después de haberse puesto en marcha la política reflacionaria. El gobierno buscó en el mercado financiero y en el Banco de la República los recursos exigidos por la defensa nacional[116]. En el último trimestre de 1932 se colocaron en el mercado interno los bonos del "empréstito patriótico" autorizados por la Ley 12 de 1932; la operación allegó los primeros $ 10 millones destinados a sufragar los gastos del conflicto. Tales recursos resultaron francamente insuficientes para cubrir los gastos de la guerra. Como el menguado mercado de valores no podía satisfacer las demandas crecientes e inmediatas de la confrontación, el gobierno acudió, de nuevo, al expediente del financiamiento monetario del presupuesto.

La "monetización" del presupuesto de guerra se realizó en el curso de 1933 y los primeros meses de 1934. En febrero de aquel año se materializó un nuevo convenio

[115] *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 36 a 55.
[116] *Memoria de Hacienda*, 1933, págs. 14 a 25, y *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 55 a 71.

con el Emisor para extender el crédito primario al gobierno en $ 5 millones más. Posteriormente, la Ley 44 de 1933 autorizó una nueva operación crediticia con el Banco de la República por $ 5 millones adicionales. En 1934, el gobierno requirió el contingente de la emisión primaria y el complemento del crédito de la banca hipotecaria y comercial para mejorar el equipamiento de guerra; el crédito primario se comprometió con otros $ 10 millones, y el bancario comercial con $ 3.5 millones.

En definitiva, el financiamiento monetario bruto del presupuesto recorrió dos etapas diferentes entre 1932 y 1934: la primera identificada con el plan reflacionista, concebido y adelantado desde 1931; y la segunda, derivada del litigio fronterizo. La primera etapa correspondió a la denominada "inflación deseada"; la segunda fue la respuesta obligada a unos episodios imprevisibles. En el primer caso se acudió expresamente al Emisor; en el segundo, inicialmente al mercado financiero, y luego, en un proceso escalonado, al Banco de la República.

La conclusión de la contienda fronteriza supuso el retorno a la normalidad presupuestal y, por ende, la clausura del plan de financiamiento extraordinario concebido para la reflación, y luego, para el sostenimiento de la guerra. De hecho, los niveles de precios se elevaron por encima del 40% entre el comienzo de la política reflacionista y el relevo de la administración ejecutiva en el segundo semestre de 1934"[117]. La verdad presupuestal impuso la vuelta a las fuentes ordinarias de financiamiento del gasto público dentro de un contexto macroeconómico diferente al enfrentado a fines de 1931.

iii. El epílogo: ajuste de las fuentes presupuestales y reforma tributaria

El retorno a la regularidad en el manejo fiscal fue un tema prioritario en la agenda gubernamental a fines de 1934. El proceso de acomodamiento institucional fue explicado gráficamente por el presidente López Pumarejo:

> *"...estamos pasando de la actividad del tiempo de guerra, de los presupuestos de guerra, de la inflación monetaria, de los gastos imprevistos, de los gastos extraordinarios, de las emisiones de bonos, de las emisiones de billetes, a la normalidad política y fiscal..."*[118]

La preparación del presupuesto de 1935 convenció al gobierno de la incapacidad absoluta para reiniciar los pagos suspendidos de la deuda externa, y de la imposibilidad de cumplir los plazos fijados en los contratos de deuda con el Banco de la

[117] Ocampo y Montenegro. Ibid., Cuadro No. 8.

[118] López Pumarejo, Alfonso. "El retorno a la normalidad económica". Exposición radial del Presidente de la República. *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1934, págs. 379 a 381.

República. Se convino con el Emisor en que las rentas de salinas de 1935, destinadas originalmente a la amortización parcial de la obligación, engrosaran en su totalidad los ingresos del gobierno, y que las de 1936 se repartieran por mitades entre el fisco y el Emisor. Además, se estableció que las deudas de guerra adquiridas con el Emisor se pagarían en un plazo de cinco años, que los intereses acumulados se congelarían, y que las rentas otorgadas en prenda al Banco quedarían liberadas. Estos acuerdos fueron ratificados por la Ley 7 de 1935, como se verá más adelante. Como el desahogo fiscal derivado de los nuevos convenios con el Emisor resultaba insuficiente para recobrar el equilibrio presupuestal, se propuso un plan impositivo en el cual se gravaran progresivamente los capitales y las exportaciones[119]. Los proyectos tributarios del gobierno tomaron forma en las sesiones ordinarias de 1936 con la denominación de reforma tributaria. Los pilares de la reforma fueron tres: el relacionado con el impuesto a los giros procedentes de las exportaciones cafeteras; el alusivo a la reforma del impuesto sobre la renta, así como a la creación de la imposición sobre los patrimonios y los excesos de utilidades; y el que propuso el impuesto sobre la masa global hereditaria[120].

La reforma apuntó a un doble objetivo: el fiscal, entendido como la vigorización de los ingresos ordinarios del Estado y la financiación del gasto público con prescindencia del crédito del Emisor; y el social, concebido como un mecanismo de redistribución de la riqueza a través de la imposición y el gasto asistencial del Estado. *Estabilización con redistribución* fueron las guías del reordenamiento fiscal puesto en marcha a mediados de los treinta[121].

c. El tema de las deudas impagas. El "rescate" estatal de los bancos

Uno de los principales puntos de apoyo de la política reflacionista fue la normalización de las corrientes internas de pagos entre los bancos y sus clientes, y de los particulares entre sí. Las medidas centrales fueron adoptadas en el primer semestre de 1932. En cada caso los actores fueron los mismos: los deudores, la banca acreedora, el Estado y el Banco de la República. El criterio general de las autoridades fue el de conciliar los intereses contrapuestos de acreedores y deudores, procurando una "equitativa distribución de sacrificios" entre los mismos.

[119] Soto del Corral, Jorge. "Plan fiscal del gobierno". *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1934, págs. 382 a 384.

[120] Lleras Restrepo, Carlos. *Borradores para una historia de la República Liberal* (Bogotá, 1975, págs. 397 a 402).

[121] Estos fueron los aspectos prioritarios señalados por el presidente al explicar públicamente el proyecto de presupuesto para 1935. López Pumarejo, Alfonso, Ibid.

Los instrumentos empleados fueron: la deuda pública, el crédito de instituciones oficiales, los cupos *ad hoc* en el Emisor, y las tasas de redescuento e interés. Pero, en último análisis, la viabilidad y el peso de la política recayeron en el crédito primario del Banco de la República.

i. El ajuste del balance bancario

En el primer semestre de 1931 la Superintendencia Bancaria tomó las primeras previsiones para la eventual pérdida de activos que la crisis podría acarrearle a las instituciones financieras. Se dispuso la capitalización de las utilidades del primer semestre de 1931, y la cancelación con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, o reservas, de los activos que se consideraran irremediablemente perdidos[122]. En consecuencia, los bancos se abstuvieron de repartir dividendos en 1931 y en el primer semestre de 1932, en contra de los intereses de los accionistas[123].

El Decreto Extraordinario 945 de 1932 autorizó las disminuciones de capital cuando el demérito de los activos bancarios así lo exigiera. En virtud de dicha disposición, los bancos castigaron el 25% del valor del capital y las reservas contabilizados a fines de 1931[124]. Los bancos de mayor tamaño realizaron ajustes significativos a mediados de 1932: el de Bogotá, sin alterar su capital, redujo sus reservas legales y eventuales en un 75%; y el de Colombia, castigó su capital en un 40%, y sus reservas en un 49%. Los ajustes se efectuaron para reconocer en el balance las pérdidas de patrimonio causadas por activos considerados como definitivamente incobrables[125].

Para reivindicar los valores patrimoniales de los bancos, el mismo Decreto 945 de 1932 dispuso que en los casos de recuperación de activos eliminados del balance, no menos del 40% se llevara al fondo de reserva legal.

ii. Deflación y deudas hipotecarias

La caída de los precios en 1930 y 1931 trajo aparejado el desbarajuste del crédito hipotecario, y lo que pareció un nuevo problema financiero para la banca hipotecaria, afectada por el cierre del crédito externo, se transformó en un conflicto colectivo:

> *"... existía una corriente de opinión, organizada en el país entero, tendiente a fomentar una especie de huelga de deudores hipotecarios; en todos los centros de alguna importancia comercial, constituyéronse juntas o comités que se proponían obtener para los deudores una reducción en la cuantía de*

[122] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1931. pág. 18.
[123] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1932. pág. 9.
[124] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1933. pág. 8.
[125] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1932, págs. 10 y 11.

sus obligaciones que, hasta donde fuera posible, guardara proporción con la desvalorización de la propiedad raíz, con la disminución en la capacidad de lucro de las empresas agrícolas e industriales, y con el aumento en el poder de compra de la moneda"[126].

En otras palabras, los deudores plantearon una rebaja de sus obligaciones del orden del 40%. La situación fue sorteada por el ejecutivo con una serie de medidas, entre las cuales, el Decreto 280 de 1932 trató directamente el asunto de las deudas hipotecarias. Sus principales disposiciones sobre los negocios hipotecarios fueron las siguientes:

Primera. Se destinaron $ 0.6 millones provenientes del crédito sobre salinas al financiamiento, sin intereses, de la banca hipotecaria. El préstamo se otorgó por un plazo de cinco años, para ser reembolsado en los cuatro siguientes por cuotas anuales. A cambio de esta inyección gratuita de liquidez, los hipotecarios quedaron comprometidos a recibir como pago de la cartera las cédulas internas y externas emitidas por ellos mismos. Por las cuotas vencidas recibirían no menos del 50% en cédulas, y el 100% en los abonos extraordinarios a capital. Las cédulas internas se recibirían a la par y en especie; las externas con un descuento del 20%, y en moneda nacional, de acuerdo con las normas del control de cambios.

Segunda. Suspensión del servicio de *amortización* de las cédulas internas por tres años, prorrogables. A cambio de este privilegio, los hipotecarios quedaron obligados a doblar los plazos pendientes de los préstamos de amortización gradual sin exceder el límite de veinte años.

Tercera. Reducción de la tasa de interés de captación al 7% y de colocación al 9%. Los excesos por encima de dichos porcentajes se gravaron con un impuesto del 100%.

Cuarta. De acuerdo con la legislación sobre control de cambios, se fijó un cupo mensual en pesos para la adquisición de divisas destinadas a la compra de cédulas externas de los bancos hipotecarios.

Como resultado de la aplicación del Decreto 280, en año y medio (febrero de 1932 a junio de 1933) la banca hipotecaria redujo su cartera en un 25%, recogió el 55% de las cédulas vendidas internamente, y el 19% de las cédulas transadas en el exterior.

Al entrar en vigencia el Decreto 280, las cédulas se cotizaban con un menor valor, del orden del 50%. Este margen fue visto como la compensación requerida por los deudores luego de la deflación. El sensible agotamiento de las cédulas internas —reducidas en un 55%— y la dificultad para conseguir las externas, elevaron las cotizaciones

[126] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1932, pág. 12.

de dichos valores, estrechando el margen buscado por los deudores. Esta dificultad se agravó con la renuencia de los hipotecarios privados a aceptar depósitos de sus deudores como alternativa de cancelación mientras los propios bancos readquirían sus cédulas. Finalmente, la situación precaria de las reservas internacionales no permitió una exportación de oro en la medida necesaria para satisfacer las demandas de cédulas externas.

Las circunstancias citadas agotaron las posibilidades prácticas del Decreto 280 y las autoridades se encontraron de nuevo ante una agitación social como la enfrentada a principios de 1932. Se adoptó entonces una medida radical, en virtud de la cual se traspasó la cartera de largo plazo de la banca hipotecaria privada al Banco Agrícola Hipotecario, de origen oficial. Realizada la absorción, el Banco Agrícola Hipotecario dispuso la rebaja automática del 40% sobre el valor del principal y los intereses.

Este mismo Banco se obligó a cancelar, hasta por el valor real de la cartera recibida, las obligaciones de los hipotecarios privados en relación con las cédulas colocadas por ellos en el exterior. Además, en virtud de la autorización excepcional del Decreto 1308 de 1933 para emitir cédulas no relacionadas directamente con el crédito agropecuario, el Agrícola entregó a los antiguos bancos hipotecarios privados una suma en cédulas equivalente al 50% de la diferencia entre el valor de la cartera recibida y el de las cédulas externas colocadas por aquellos bancos[127]. Quedó, entonces, en manos del Estado, la solución definitiva del problema de los deudores hipotecarios.

iii. Recuperación de la cartera de los bancos comerciales

Una semana antes de la expedición del Decreto 280 de 1932, se promulgó el Decreto 234 del mismo año por medio del cual se creó la Corporación Colombiana de Crédito con el propósito de "negociar con bancos nacionales y extranjeros accionistas de la entidad, aquella parte de su cartera que, a juicio de ellos, requiera para su liquidación facilidades, arreglos o transacciones de índole especial"[128]. La Corporación fue autorizada para emitir bonos hasta por el valor de los activos tomados a los bancos; a su vez, el Banco de la República fue autorizado para recibir en garantía de préstamos a los bancos, por el término de diez años, los bonos emitidos por la Corporación.

Complementariamente, el Decreto 280 de febrero de 1932 extendió el redescuento del Banco de la República a las obligaciones bancarias admisibles cuyo término no fuera superior a 180 días. Esta medida duplicó los plazos normales para el redescuento, abriendo a los bancos la posibilidad de otorgar prórrogas similares a sus clientes.

[127] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1933, pág 20.
[128] Decreto 234 de 1932 (febrero 11), artículo 1. *Revista del Banco de la República*, febrero de 1932.

Además, el decreto estableció que el Banco de la República, en acuerdo con la Superintendencia Bancaria, fijaría las tasas de interés sobre los depósitos bancarios en el caso de que los bancos comerciales no llegaran a un acuerdo.

Más tarde, el Decreto 420 de marzo de 1932 autorizó a la banca comercial para transformar deudas comerciales en hipotecarias de largo plazo, permitiendo el acceso de los bancos comerciales a las facilidades otorgadas por el Decreto 280 a los hipotecarios. Adicionalmente, el decreto autorizó la entrega de $ 0.4 millones del empréstito sobre salinas a la Corporación Colombiana de Crédito para facilitar la liquidación de operaciones hipotecarias de pequeños deudores[129].

Las medidas citadas no resultaron tan eficientes en el caso de la banca comercial como lo fueron las disposiciones sobre la banca hipotecaria. Se diseñó, entonces, una estrategia doble para devolver la liquidez al crédito de los bancos comerciales. Por una parte se acudió a la deuda pública en circulación y, por la otra, se autorizó la creación de una nueva institución financiera de origen estatal, con el apoyo del Banco de la República y la participación en el capital de la propia banca privada. Tomó forma entonces el Decreto 711 de 1932, a partir de cuya vigencia se abrió en firme la recuperación de la cartera bancaria comercial. Las principales definiciones contenidas en el Decreto 711 fueron las siguientes:

Primera. Los bancos se obligaron a recibir documentos de deuda pública como pago de sus acreencias. En cada caso aceptarían bonos internos del 10% o del 8% de interés, por el 50% de la deuda, si el otro 50% se cancelaba en efectivo.

Segunda. Los bonos del 10% y 8%, recibidos en pago de deuda, se transformarían en bonos de deuda pública del 7%. Los que permanecieran en poder del público quedarían gravados con un impuesto del 100% sobre los intereses por encima del 7%.

Tercera. Los bancos comerciales fueron autorizados para presentar los bonos recibidos como garantía de préstamo en el Banco de la República. Por cada peso en bonos los bancos ganaron el derecho de adquirir un peso en efectivo, con la única restricción del 75% del capital y reservas de cada banco.

Cuarta. Se autorizó a los bancos para recibir bonos externos con un descuento del 20% sobre su valor nominal. Tales documentos se canjearían también por los bonos del 7%. Si se tienen en cuenta las normas del Control de Cambios, la adquisición de los bonos externos supuso la consignación por parte del público de los pesos requeridos en el Banco de la República y la existencia de un presupuesto de divisas suficiente para adquirir los bonos externos. El 20% de descuento fue concebido como un "premio" en favor del gobierno.

[129] Decreto 420 de 1932 (marzo 7), *Revista del Banco de la República*, marzo de 1932.

Quinta. Se autorizó al Ministerio de Hacienda y a la Superintendencia Bancaria para fundar un Banco Hipotecario con la participación del Banco de la República y la banca comercial en el capital inicial[130].

Posteriormente, el Decreto 1021 de 1932 aprobó el contrato sobre organización del Banco Central Hipotecario (BCH), señalando que en los primeros tres años de funcionamiento el BCH sólo haría "operaciones de préstamo destinadas al arreglo de deudas comerciales o hipotecarias contraídas en favor de los bancos comerciales o hipotecarios"[131].

A mediados de 1933 el gobierno y los banqueros acordaron una nueva prórroga para la redención de las deudas hasta fines de 1934 a cambio de la cancelación de los intereses y un abono al principal no menor del 5%. Para estimular dichos pagos, el gobierno cedió en favor de los deudores la prima del 20%, y los bancos, a su turno, aceptaron que a partir de agosto de 1933 los bonos recibidos en pago devengarían un interés del 6%. De esta manera, los bonos fueron pasando del 10% y 8% de rendimientos al 7% y al 6%.

Los tropiezos encontrados por los deudores hipotecarios al elevarse la cotización de las cédulas en el mercado de valores, se repitieron en el caso de los deudores de la banca comercial. También se reiteraron las dificultades para adquirir bonos de la deuda externa por las limitaciones de reservas internacionales. La situación se tornó crítica a principios de 1934 cuando el Banco de la República no pudo responder a los demandantes de bonos externos sin disminuir riesgosamente sus activos internacionales. Se ingenió, entonces, otro bono para ser colocado entre los demandantes de bonos externos a cambio de sus consignaciones en el sector financiero. El bono se colocó entre los depositantes por el 50% de su valor nominal para ser aceptado por los bancos a la par como pago de la mitad de las deudas. Por este medio los deudores obtuvieron una reducción de la cuarta parte del valor de lo debido, y no fue necesario comprometer las reservas internacionales. La nueva emisión fiscal destinada a resolver definitivamente el problema de las deudas bancarias comerciales se colocó con un rendimiento exiguo del 3.5% para reducir el efecto fiscal de la medida[132].

La utilización de la deuda pública fue un mecanismo expedito, aunque limitado por el tamaño de las emisiones, para el arreglo de las deudas bancarias. En principio logró conciliar los intereses encontrados de los protagonistas: los deudores se beneficiaron, de acuerdo con las circunstancias del mercado, de los descuentos sobre el valor nominal en la compra de los bonos; los bancos se encontraron con un medio

[130] Decreto 711 de 1932 (abril 22), Diario Oficial, No. 21970 de abril de 1932.
[131] Decreto 1021 de 1932 (junio 11), Diario oficial, No. 22015 de junio de 1932.
[132] *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 51 y 52.

seguro y liquidable como garantía de préstamo en el Banco de la República; y el propio Estado logró progresivamente la unificación de la deuda interna y la reducción de sus intereses nominales, lo cual resultaba imperativo con motivo de la depreciación de los papeles. Finalmente, al permitirse la utilización de bonos externos, el Estado propició un proceso de nacionalización parcial de la deuda externa.

Como en los años posteriores a la crisis la banca comercial presentó excesos de liquidez y, por lo tanto, fue remisa a acudir al crédito primario, los bonos recibidos en pago de la deuda pasaron a engrosar el renglón de inversiones. La parte más significativa de la deuda pública —los Bonos de Deuda Pública Interna del 7%, 6% y 3.5%—, quedó en poder del sector financiero después de la crisis. La inversión prácticamente se convirtió en un "crédito forzoso" al gobierno en la medida en la que las amortizaciones se suspendieron a mediados de los treinta.

Aparte de la deuda pública como mecanismo de recuperación de la cartera bancaria, el Decreto 711 de 1932 previó la creación del Banco Central Hipotecario con la función inicial de destinar su capital al servicio de la recuperación de la cartera del sistema bancario. En su primer año, el BCH otorgó préstamos por $ 6.4 millones para cancelar deudas por $ 10.4 millones[133]; al final del segundo, el crédito acumulado fue de $ 16.6 millones, de los cuales el 58% se había dedicado al arreglo de deudas hipotecarias, el 29% a la liquidación de deudas con la banca comercial, y el 13% a la conciliación de deudas entre particulares. Todavía al final de la década, el BCH continuó su labor inicial de consolidar la liquidación de las deudas de principios de los treinta; a fines de 1940, los recursos totales dedicados a la redención de las deudas sumaron $ 29.7 millones, equivalentes al 58% de los recursos totales prestados por el BCH. El 42% restante se destinó al financiamiento de edificaciones urbanas, obras municipales, y negocios comerciales y agrícolas[134].

iv. La "intervención "de los cafeteros en la solución del problema de los deudores

Los cafeteros tomaron cartas en el asunto de los deudores, reiterando "que el problema de las deudas es el más grave y apremiante de cuantos afectan a los productores de café"[135]. Con anterioridad a la expedición de las medidas extraordinarias de comienzos de 1932, la Federación planteó varias sugerencias que finalmente se vertieron en los decretos: rebaja general de los intereses, suspensión temporal de los juicios ejecutivos, y cancelación de las acreencias hipotecarias con cédulas emitidas interna o externamente por

[133] Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda, 1933, pág. 32.

[134] *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1942.

[135] Informe del gerente al Quinto Congreso Nacional de Cafeteros. Federación Nacional de Cafeteros, junio de 1932, pág. 76.

los bancos hipotecarios. Estas aspiraciones se recogieron principalmente en el Decreto 280 de 1932. Más tarde, los decretos relativos al BCH proveyeron los recursos necesarios para liquidar la cartera atrasada de los deudores cafeteros[136].

El interés por la liquidación del crédito congelado corrió a la par con la presión sobre el ejecutivo y el Congreso para la creación de una institución oficial destinada al crédito agrícola, particularmente a los pequeños productores de café. La Ley 52 de 1931 materializó aquella iniciativa de los cafeteros en la denominada Caja de Crédito Agrario e Industrial, a cuya financiación inicial se destinó una parte del crédito "sobre salinas terrestres"[137].

d. Integración de la política cambiaria al proceso reflacionista.

En el campo cambiario la nueva política económica quiso preservar la estabilidad, entendiendo por ella la vigencia de un régimen de cotizaciones estables y una cobertura en oro de los billetes del Banco de la República que se considerara suficiente en el caso de un eventual retorno del régimen metálico con convertibilidad de los billetes. Este marco cambiario fue apellidado por Esteban Jaramillo, "el patrón oro controlado", al cual se aludió en el capítulo anterior como una de las consecuencias inmediatas de la adopción del control de cambios. Con el nuevo contexto institucional se pretendió resguardar la "buena imagen" externa, para preservar el crédito internacional. En lo interno, se propuso sostener el cambio exterior inmodificable dentro de la relación existente con el dólar de los Estados Unidos, y mantener un cubrimiento en oro de los billetes, no inferior al 35%. La práctica de la política cambiaria dentro de tales criterios tuvo algunos efectos recesivos transitorios, pero posteriormente se integró a la política reflacionista. El final de dicha política quedó señalado por la moratoria de la deuda externa y el abandono de los puntos del oro como referencia para la fijación de la tasa de cambio. En el capítulo precedente se refirieron algunos debates que trascendieron públicamente luego de la adopción del nuevo régimen

[136] Memorando de la Federación de Cafeteros al Gobierno, en Informe del gerente de la Federación, Ibid., págs. 17 a 22.

[137] El gerente Mariano Ospina Pérez llevó a la Cámara de Representantes un proyecto de ley inspirado en un acuerdo del Cuarto Congreso Nacional de Cafeteros, el cual dispuso lo siguiente:

"El comité nacional y la gerencia de la federación gestionarán por todos los medios a su alcance, la creación de un establecimiento de crédito agrario destinado a hacer préstamos a los agricultores, y en especial a los pequeños productores de café, en la forma de prenda agraria y en las condiciones más favorables posibles".

Ospina resumió las gestiones correspondientes, así:

"Mediante tenaces gestiones en la Cámara y en la prensa, con el apoyo de las solicitudes formuladas por los comités departamentales y con la colaboración de un grupo de miembros del Congreso, amigos del proyecto, se logró la aprobación de éste en los términos que aparecen en la Ley 52 de 1931..." Informe del gerente, Ibid., págs. 14 y 15.

cambiario: posiciones encontradas en torno al pago de la deuda externa; presiones de los sectores exportadores en disputa por las rentas derivadas de la devaluación de la tasa de cambio; y las críticas del comercio importador a la política "discriminatoria" del Banco de la República. El énfasis recae ahora sobre los principales desarrollos de la política.

i. Dilemas y conflictos en el servicio de la deuda externa. Fracaso de medidas recesivas

La ortodoxia kemmeriana dominó en el primer año de la administración Olaya Herrera[138]. La resistencia se doblegó en septiembre de 1931; el argumento de fuerza mayor fue el drenaje del 42% de los activos internacionales del Banco la República, ocurrido en los tres primeros trimestres de 1931. El derrumbe de las reservas fue el reflejo de la crisis bancaria internacional que desembocó en una *corrida de depósitos* de los corresponsales extranjeros, no sólo en los bancos de origen nacional, sino en las sucursales de la banca foránea en Colombia. La crisis del crédito internacional se tradujo, entonces, en una exportación de oro del Banco de la República.

Un mes después de establecido el control cambiario, la defensa de los activos internacionales exigió disposiciones más radicales del ejecutivo en relación con el giro al exterior del servicio de la deuda. A pesar de su decisión de pagar la deuda, las autoridades se encontraron con el dilema de mantener los desembolsos o —según sus palabras—, evitar "el exceso peligroso en las exportaciones de oro". Aunque la balanza se inclinó en favor de la protección de las reservas internacionales, las autoridades idearon mecanismos para garantizar el pago parcial de la deuda cuando el acervo de reservas lo permitiera, y para preservar la continuidad en el servicio de los intereses. El Decreto 1951 de octubre 31 de 1931 puso bajo discrecionalidad de la Junta de Control de Cambios la remisión al exterior de las amortizaciones de principales e intereses de la deuda gubernamental. Además estableció que los deudores deberían depositar en moneda nacional, en el Banco de la República, y en favor de los acreedores, las sumas correspondientes a los pagos que no se pudieran materializar debido a la estrechez de reservas[139].

Como de hecho el Decreto 1951 interrumpió el servicio oportuno de la deuda exterior, el gobierno ofreció a los acreedores externos de los departamentos y mu-

[138] "En realidad el error de la administración Olaya fue no haber implantado el control antes de que el descenso vertiginoso de las reservas provocara una deflación monetaria interna tan grave como la que se presentó. Pero Olaya estaba muy apegado en un comienzo a la ortodoxia de Kemmerer; creyó por algún tiempo que era posible manejar la crisis sin apartarse de aquella y pensó que el equilibrio de la balanza de pagos se restablecería por la contracción del medio circulante interno, sin alterar la tasa de cambio, con alguna ayuda financiera de la banca norteamericana. En conformidad con esa política se empeñó también en mantener el servicio de la deuda externa". Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida*. (Bogotá, Stamato Editores, tomo I, pág. 62).

[139] *Memoria de Hacienda*, 1932, pág. 28.

nicipios un *scrip* con intereses. El decreto no tuvo un desenlace feliz; además de no resolver el pago de las acreencias, propició efectos recesivos al congelar en el Emisor una fracción de los mermados fiscos departamentales y municipales. La situación se complicó después de la expedición del Decreto 186 de febrero de 1932 que oficializó un convenio entre el gobierno nacional y los entes departamentales y municipales, el cual prevía la continuación de las consignaciones en pesos para efectuar los giros cuando la situación de reservas lo permitiera. A pesar del compromiso inicial, las entidades departamentales y municipales declararon posteriormente la *moratoria de la deuda*, independientemente del criterio del gobierno[140].

Ante el fracaso del plan inicial de *scrips*, el ejecutivo nacional insistió en la continuidad del pago de los *intereses* de la deuda pública nacional y de los intereses sobre las cédulas colocadas en el exterior por el Banco Agrícola Hipotecario, dentro de las restricciones cambiarias y fiscales de la época[141]. En marzo de 1933, bajo la presión del conflicto fronterizo, se expidió el Decreto Extraordinario 643 mediante el cual se suspendió el servicio de la deuda pública externa y se autorizó la celebración de acuerdos con los acreedores extranjeros[142]. Con motivo de la apertura de negociaciones para la superación pacífica de las diferencias fronterizas, los acreedores requirieron una vez más al gobierno, el cual ofreció un arreglo de liquidación de los bonos que se vencieran en 1933, pagando en efectivo una tercera parte de los cupones, y las dos restantes mediante *scrips* sin intereses. Planteado el problema, de nuevo, para la vigencia de 1934, el Congreso modificó el sistema eliminando el pago en efectivo y extendiendo el *scrip* a la totalidad del servicio con el reconocimiento de intereses. Este fue el último arreglo antes de entrar en la *moratoria completa* que se extendería hasta las negociaciones del gobierno con los tenedores de bonos de 1940. A fines de 1934, el ministro Soto del Corral explicó públicamente el Plan Fiscal del Ejecutivo, anunciando que en el cálculo del déficit presupuestal no se habían considerado partidas para el servicio de la deuda externa. Por el momento, sin desestimar la importancia de reanudar el servicio de las acreencias externas, el objetivo prioritario fue el ajuste fiscal[143].

[140] Delegados de las asambleas departamentales se reunieron en Medellín en abril de 1932 por iniciativa de la Asamblea de Antioquia. "La Conferencia de Medellín estudió la situación fiscal de los departamentos y municipios deudores, uno por uno, y todos llegamos a la conclusión de que se imponía la moratoria, gustárale o no al doctor Olaya". Lleras R., Carlos, Ibid., pág. 36.

[141] *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 71 a 81.

[142] El mismo Decreto permitió la suspensión de las amortizaciones de la deuda interna.

[143] "Muchas personas piden al Gobierno un programa. Nosotros no lo tenemos. No creemos que lo podamos preparar de un día para otro. No se lo hemos ofrecido al país. No se lo vamos a ofrecer. No lo juzgamos necesario. Pero nuestras obras no pueden ir todas a un tiempo, sino que irán unas primero que otras. El problema de la deuda externa, por ejemplo, no se puede solucionar de la noche a la mañana, ni simultáneamente con el presupuesto". Exposición radial del presidente López Pumarejo el 8 de noviembre de 1934. *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1934, pág. 381.

ii. Prima cafetera y reflación. El camino hacia el cambio semi-libre. Surgimiento del diferencial cafetero

La prima cafetera no fue solo una compensación a los intereses del gremio como se vio en el capítulo anterior. En términos de sus efectos macroeconómicos, constituyó un aliciente de la demanda agregada, el cual no estuvo incluido en la agenda inicial de la política reflacionista. Fue un motivo más para la *emisión primaria*, en la medida en la que el Banco de la República fue autorizado para invertir en los bonos creados para pagar la prima, hasta el 15% de su capital y reservas. También fue la oportunidad para asignar "forzosamente" los recursos captados por el sistema financiero, al obligar a las cajas de ahorros a invertir en los bonos cafeteros.

En el diseño de la prima cafetera como "fórmula compensatoria" para los productores, la Federación jugó un papel protagónico juntamente con la Sociedad de Agricultores de Colombia. Estas entidades discutieron con las autoridades —ministro de hacienda y gerente del Banco de la República—, los términos del acuerdo que quedó plasmado en el Decreto 422 de 1932[144].

En la práctica, la prima cafetera se convirtió en un soporte del ingreso interno de los cafeteros ante el descenso de las cotizaciones externas a lo largo de 1932. Como se señaló en el capítulo anterior, al expirar la vigencia del Decreto 422 de 1932, el 404 de 1933 preservó la "prima cafetera", colgándola de los hombros de los importadores. La innovación consistió en adoptar un esquema de tasas diferenciales, separándose del punto de exportación del oro del 105% sostenido institucionalmente mediante el control cambiario. A partir del Decreto 404, el Banco reconoció a todos los exportadores —no sólo a los cafeteros— $ 1.13 por cada dólar, para venderlos a los importadores a $ 1.16 y al gobierno a $ 1.05. En otras palabras, la "prima cambiaria" obtenida de los importadores se distribuyó entre los exportadores y el gobierno, quedando claramente expresa la participación fiscal en una medida concebida originariamente para resarcir a los cafeteros y demás exportadores, por los ingresos menores en moneda nacional originados en el control de cambios.

Dos meses después del ajuste en las tasas de cambio propiciado por el Decreto 404 de 1933, los Estados Unidos abandonaron el patrón oro. Tras este episodio y la desvalorización consecuente del dólar, las autoridades pensaron que el peso debía moverse a tono con aquella moneda[145]. A la tasa de venta de $ 1.16 por dólar, la demanda de divisas excedió sustancialmente a la oferta de moneda extranjera. Un

[144] Informe del gerente al Quinto Congreso Nacional de Cafeteros. Federación Nacional de Cafeteros, junio de 1932, pág. 24.

[145] Triffin, Robert. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia". *Revista del Banco de la República. Suplemento*, agosto de 1944.

indicador de la magnitud del desequilibrio fue la acumulación de solicitudes de cambio en las instancias de control. Tal discrepancia entre la oferta y la demanda de cambio extranjero se transformó, desde el punto de vista social, en una situación de conflicto declarada por los importadores en contra de las autoridades. El Banco de la República se refirió a las "violentas críticas" del comercio importador, y optó por dejar al mercado la fijación de las tasas de cambio[146]. Institucionalmente el nuevo esquema cambiario adquirió vigencia mediante una resolución de la Junta de Control de Cambios expedida el 25 de septiembre de 1933.

En el nuevo sistema, el Banco de la República pasó de comprador y vendedor exclusivo de cambios internacionales a depositario de los mismos, y el control de cambios se conservó en la medida en que la demanda de divisas siguió bajo la regulación cuantitativa de la Oficina de Control de Cambios. La liberación del tipo de cambio facilitó a los tenedores de letras sobre el exterior ofrecerlas en venta al Banco de la República, a la cotización vigente en la bolsa de cambios. La restricción consistió en que el 15% de los giros presentados al Banco se vendiera a la tasa única de $ 1.13 por dólar para servir los requerimientos de cambio exterior del gobierno. A cambio de las divisas, el Banco de la República se obligó a expedir títulos de depósito libremente negociables por los exportadores. Las autoridades consideraron que dentro del nuevo régimen se reflejarían las condiciones del mercado cambiario y se eliminaría la especulación contra la moneda nacional[147].

El ingreso cedido por los cafeteros en favor de una cotización más baja para los giros gubernamentales recibió el nombre de *diferencial cafetero*. En la práctica fue un antecedente de los impuestos aplicados sobre los giros cafeteros a partir de la reforma tributaria de 1935[148].

Las urgencias gubernamentales de cambio exterior para atender el conflicto fronterizo provocaron un aumento transitorio —del 15% al 20%—, del porcentaje de giros vendidos a la tasa subvaluada, entre marzo y junio de 1934[149]. La medida fue protestada por los cafeteros quienes alegaron que la carga debía repartirse equitativamente entre las distintas actividades económicas[150].

Adoptado el sistema de cambio semi-libre, las tasas siguieron un movimiento ascendente aunque con oscilaciones desde principios de 1934; en el primer semestre

[146] *Revista del Banco de la República*. Notas Editoriales, octubre de 1933.

[147] *Memoria de Hacienda*, 1934, págs. 26 y 27.

[148] Lleras Restrepo, Carlos, Ibid., pág. 162.

[149] En la misma reglamentación expedida por la Oficina de Control de Cambios se estipuló que los bancos no podrían mantener en poder de sus corresponsales externos en monedas extranjeras, recursos superiores a los requeridos por el comercio exterior. *Revista del Banco de la República*, abril de 1934, pág. 115.

[150] *Memoria de Hacienda*, 1934, pág. 29.

de dicho año las cotizaciones variaron entre el 140% (en marzo) y el 180% (en junio). Desde mediados de 1934 hasta promediar 1935, el tipo de cambio de los giros en dólares se mantuvo entre el 160% y el 180%. Entre junio de 1935 y el mismo mes de 1936 las tasas se mecieron desde el 184% hasta rozar el 190% para caer luego al 170% y recuperar otra vez el nivel de 175%.

Las variaciones anteriores son ilustrativas de los movimientos alternativos de la tasa de cambio que en no pocas oportunidades alarmaron a los sectores vinculados al comercio exterior. La práctica del Banco de la República desde principios de 1934 hasta mediados de 1936 consistió en intervenir en el mercado de giros para dominar las fluctuaciones del cambio. Una vez superadas las demandas exigentes de la defensa nacional, el Banco pudo influir en la definición de la tasa de cambio rematando en la Bolsa un acervo de divisas equivalente al oro adquirido durante la semana; estas operaciones del Banco estaban destinadas a moderar las fluctuaciones exageradas del tipo de cambio, pero de ninguna manera a "contrariar la tendencia natural que al mercado señalen en cada momento las necesidades del país y sus condiciones económicas"[151].

Exportadores e importadores convergieron cuando se trató de exigir la menor variabilidad de los tipos de cambio:

> *"Los intereses de los productores de café están absolutamente vinculados en los actuales momentos a la cotización y fluctuación del cambio. Este gremio como los demás gremios importadores y exportadores del país, está interesado en obtener una situación de cambio lo más estable posible, y si esta estabilidad no puede lograrse de manera definitiva por no existir en la actualidad factores que permitan fijar el precio real y preciso de nuestra moneda, al menos debemos procurar que las fluctuaciones del cambio sean lo menos fuertes posible"*[152].

Pero si las fluctuaciones cambiarias inquietaron los intereses vinculados al comercio exterior, el ascenso de la tasa de cambio nominal compensó la pérdida sufrida por algunos gremios de la exportación por el desmedro de los precios de sus productos en el mercado internacional, y sirvió de estímulo a otros sectores económicos:

> *"Pero hay que reconocer que ella ha sido eficaz estímulo de la producción, como lo atestigua el desarrollo de las industrias fabriles y de la minería, y puede decirse que ha sido gracias a ella como la industria cafetera, de primordial importancia para el país, ha logrado hacer frente a la extraordinaria baja que los precios del*

[151] "El problema de la estabilidad del cambio". Cartas cruzadas entre el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros y el gerente del Banco de la República. *Revista del Banco de la República*, julio de 1934, pág. 230.

[152] Ibid., pág. 229.

grano han sufrido en los mercados consumidores, que sin aquella circunstancia probablemente habría traído la ruina del negocio"[153].

En efecto, la tasa de cambio nominal se devaluó en un 67% a partir de la cotización de $1.05 por dólar, vigente al expedirse el Decreto 404 de 1933 que rebasó la tasa de exportación del oro, hasta mediados de 1934, cuando se ubicó alrededor de $1.75 por dólar. La transmisión del efecto cambiario a los precios nominales internos del café, se advirtió en el curso de 1934, cuando el precio promedio del Girardot mostró un crecimiento anual del 68%[154]. Los resultados fueron destacados por los productores cafeteros quienes justificaron la presión permanente de la Federación sobre las autoridades para lograr la liberación del tipo de cambio:

"Por lo que respecta a los precios en los mercados internos, la situación es todavía mucho más favorable.

"La intensa, persistente y razonada campaña de la Federación de Cafeteros en relación con el problema del cambio... vino a imponerse al fin, si no totalmente, al menos en gran parte.

"Como resultado de esto tenemos lo que se ha llamado el cambio semi-libre. La consecuencia del cambio semi-libre ha sido la elevación del precio de los dólares, y ello ha traído la consiguiente y lógica elevación de los precios del café en los mercados internos"[155].

El efecto reanimador de las devaluaciones nominales sobre el precio interno del café coincidió con la recuperación definitiva de los niveles de precios que había sido el fin de la política reflacionista impulsada desde 1931[156]. La devaluación nominal de la tasa de cambio no figuró en el catálogo básico de la política de "inflación deseada"; fue un componente tardío del proceso reflacionario, surgido en muy buena parte de las presiones de los grupos de poder vinculados al comercio exterior[157].

Hacia la mitad de los treintas, la compraventa de divisas del Banco de la República se convirtió en una política de estabilización cambiaria cuando la autoridad monetaria

[153] Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1935, pág. 16.

[154] Ocampo y Montenegro, Ibid., Cuadro No. 2.

[155] *Revista Cafetera*, noviembre de 1933. Citada por Arango, Mariano, en *El café en Colombia 1930-1958* (Bogotá, Valencia Editores, 1982, pág. 236).

[156] Ocampo y Montenegro, Ibid., Cuadro No. 8.

[157] José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro destacan la devaluación de finales de 1933, como "quizás la medida individualmente más importante en la recuperación económica gracias a sus efectos sobre el precio interno del café". Señalan, además, como la liberación nominal del cambio se tradujo también en una devaluación real cuyos efectos se extendieron en la segunda mitad de los años treinta. Ocampo y Montenegro, Ibid., págs. 70 y 72, y Cuadro No. 8.

procuró mantener la cotización de los giros en dólares alrededor del 175%, de acuerdo con la experiencia reciente que sugería un acomodamiento del mercado en torno a dicha cotización. A partir del 15 de mayo de 1936 la junta directiva del Banco optó por suprimir los remates en la Bolsa e iniciar las ventas directas al público en sus propias oficinas, entregando las divisas a cambio de licencias aprobadas por la Oficina de Control de Cambios. El precio de venta se ubicó al nivel del 175 ¾% mientras que el de compra se ubicó en el nivel del 173%.

La estabilidad de los cambios se sostuvo hasta el 3 de noviembre de 1937 cuando las reservas de oro del Banco quedaron enfrentadas a una demanda inopinada de giros provocada por el descenso de los precios del café y unas expectativas inquietantes sobre su futuro inmediato. Las nuevas circunstancias llevaron al Banco a retornar al sistema del mercado semi-libre de divisas, permitiendo que las cotizaciones sobrepasaran el tipo de venta escogido por el Banco en mayo del año anterior; simultáneamente el gobierno expidió nuevas disposiciones orientadas a restringir la entrega de licencias de cambio y a preservar las reservas del Emisor. Además, para impedir que las compras de oro efectuadas por el Banco de la República agudizaran las limitaciones del mercado cambiario, el gobierno siguió el camino de ofrecer a cambio del oro unos títulos en dólares como los entregados a cambio de los reintegros de las exportaciones. Tales títulos podrían ser utilizados en el mercado cambiario contra licencias aprobadas por la Oficina de Control de Cambios[158].

La reacción del mercado de giros a las nuevas medidas gubernativas resultó en una relativa estabilización con tendencia a la baja de la tasa de cambio. Así, a lo largo de 1938, el Banco de la República intentó varias veces la fijación de rangos para la adquisición y venta de divisas hasta que las oscilaciones observadas en el mercado se ubicaron, nuevamente, alrededor del 175%. Precisamente fue esta cotización la que sirvió de referencia al legislador para la expedición de la ley de estabilización monetaria sancionada en noviembre de 1938.

En resumen, desde el abandono del punto de exportación del oro como criterio para la adopción de la tasa de cambio, a principios de 1933, se alternaron *el mercado semi-libre y la intervención del Emisor* en la fijación de los precios de compra y venta de los giros. Fue una etapa en la que se hizo el aprendizaje del control de cambios y en la que la autoridad monetaria permitió que las tasas de cambio reflejaran las condiciones del mercado de giros sobre el exterior, como expresión final del comportamiento del sector externo. Después de un período en el cual se defendió a ultranza la bondad de

[158] Decreto Ejecutivo No. 1985 de 1937 y Resolución No. 66 de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones. *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1937, págs. 376 y 380.

la tasa de cambio fija (1931-1932), se aceptó, en medio de las presiones de los grupos de poder vinculados al sector externo, la flexibilidad cambiaria como mecanismo de ajuste de la balanza de pagos y, eventualmente, como factor de reanimación económica. Fue este último paso el de los ajustes de la cotización cambiaria producidos entre 1933 y 1934, que elevaron sustancialmente los precios internos del café.

E. Variaciones en torno a la estabilidad de los cambios y la moneda en la segunda mitad de los treinta

Los años del patrón oro cultivaron el concepto de estabilidad monetaria entendiendo como tal la preservación estricta de las cotizaciones cambiarias dentro de los puntos del oro. En principio, la vigencia del concepto ortodoxo de estabilidad se prolongó por el tiempo de predominio del patrón monetario en especie. Sin embargo, el arraigo de aquella noción perduró aún más allá del abandono del patrón metálico, en permanente controversia con las nuevas percepciones acerca de la estabilidad monetaria.

La razón de la supervivencia de la noción clásica de estabilidad radicó en que la ruptura con el patrón metálico en febrero de 1933 fue considerada inicialmente como una "suspensión transitoria", mientras renacían las condiciones propias de la normalidad económica. La extensión temporal del concepto primigenio de estabilidad no conservó intactas todas las características del período de permanencia del patrón oro; como ya no se podía hablar de paridades metálicas, la estabilidad aludió a la precisión del verdadero contenido metálico de la moneda y a su preservación. Y fue precisamente esta noción de estabilidad la que sirvió de eje a las discusiones monetarias del período 1933-1939.

La complejidad de una política de estabilización fue advertida por Esteban Jaramillo al referirse al "difícil y complicado problema de la reorganización del sistema monetario nacional"[159]. El sistema monetario no había salido indemne de la crisis; la desvalorización de la moneda había afectado su poder adquisitivo en tres frentes diferentes: "Uno en relación con los objetos de comercio interno; otro en relación con el dólar y demás divisas extranjeras, y otro en relación con el oro"[160].

La nueva concepción de la política estabilizadora exhibió matices diferentes a lo largo del período 1933-1939: atada inicialmente a los últimos reconocimientos oficiales al patrón oro, al final se le concibió sin ninguna relación con dicho sistema monetario al

[159] *Memoria de Hacienda*, 1934, pág. 82.
[160] Ibid., pág. 90.

que ya no se le reconocieron las virtudes reiteradas en los textos clásicos[161],[162]. Además, la nueva versión de estabilización estuvo matizada por la consideración de los precios internos de los bienes, desplazando progresivamente la noción prístina de estabilidad vinculada a los tipos de cambio. Se trató, a fin de cuentas, de un giro gradual, pero definitivo del concepto de estabilidad monetaria, que afectaría las economías recién liberadas de la ortodoxia impuesta por el patrón oro[163].

La necesidad de reconocer legalmente la desvalorización de la moneda en términos del oro fue mencionada en ocasiones distintas, pero su viabilidad se abrió camino cuando el curso del cambio se mantuvo alrededor del 175%. Fue el término del camino recorrido a partir del momento en el que se sobrepasaron los puntos del oro, en febrero de 1933. En otras palabras, los acontecimientos económicos que consagraron la devaluación entre 1933 y 1939, fueron reconocidos a nivel institucional mediante una ley que definió el contenido metálico del peso.

1. El Fondo de Estabilización y la Cuenta Especial de Cambios

De la modificación legal del contenido metálico de la moneda surgieron numerosos interrogantes. Las inquietudes centrales se relacionaron con los verdaderos alcances de establecer en la ley el equivalente en oro de la unidad monetaria nacional, y con el destino final que tendrían las utilidades originadas en la reducción del valor en oro del peso. El segundo interrogante fue atendido en 1934 cuando el ministro Jaramillo sostuvo que las utilidades resultantes de la desvalorización oficial, al quedar en posesión del Estado, deberían consagrarse a la cancelación de las deudas oficiales con el Emisor:

> *"Decretada la desvalorización, la utilidad que esa operación representa en las reservas metálicas del Banco de la República, pertenece al Estado, como lo ha reconocido con justicia aquella entidad, pues esa desvalorización no es otra cosa que una pérdida causada por circunstancias inevitables a los tenedores de billetes*

[161] "Colombia ha suspendido el patrón de oro, pero no ha renunciado a hacer del oro la base y garantía de su circulación monetaria". *Memoria de Hacienda*, 1934, pág. 92.

[162] "Hoy ya no se considera como un ideal el régimen del patrón de oro. Medidas hay, y muy eficaces, para mantener la estabilidad de los cambios fuera de esa concepción. Por otra parte, debemos recordar cuál fue la situación del país bajo ese régimen para no añorarlo con excesiva simpatía. En 1928 el billete se cambiaba por oro a su presentación, el dinero abundaba, y sin embargo no se formó en el país una economía fuerte, no se sentaron las bases de un enriquecimiento duradero". Exposición del ministro de hacienda ante la Cámara de Representantes. *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1938, pág. 325.

[163] "Si el ideal de la política monetaria anterior era la estabilidad de los tipos de cambio internacionales, hoy se impone como supremo postulado de la política monetaria la mantención del poder de compra de la moneda o, en otras palabras, del verdadero valor de la moneda; pues el valor de la moneda no es otra cosa que su poder de compra. Estabilizar el poder de compra de una moneda significa, por lo tanto, estabilizar el nivel general de los precios". Max Herman "Los sistemas monetarios", *Revista del Banco de la República*, febrero de 1941.

del Banco, es decir, a los ciudadanos todos, cuyo representante es el Estado. Esta utilidad, como se ha practicado en otros muchos países y recientemente en los Estados Unidos, va al Tesoro Nacional, y puede emplearse entre nosotros para cubrir una parte de la deuda del Gobierno a favor del Banco Emisor, mejorando considerablemente la liquidez de la cartera del instituto y disminuyendo la carga del Presupuesto del Estado por razón de sus deudas"[164].

En su exposición del Plan Fiscal del gobierno, en noviembre de 1934, el ministro Soto del Corral advirtió acerca de la importancia de un proyecto de rebaja del contenido de oro del peso, anunciando que el Banco de la República dejaría a la nación las utilidades derivadas de aquella disminución[165]. Dicho proyecto sometería al Congreso la aprobación de dos contratos celebrados entre el gobierno nacional y el Banco de la República en octubre de 1934, relacionados con las deudas gubernamentales con el Emisor y el reconocimiento al Estado de las utilidades que el Banco de la República pudiera derivar de sus existencias de oro (Estos fueron los contratos a los cuales se aludió en la sección D. *2. b. iii.* de este capítulo).

Los contratos tuvieron un fin múltiple: el *objetivo coyuntural* fue el de liberar al presupuesto de las cargas inmediatas impuestas por los créditos extraordinarios recibidos del Banco de la República —para la defensa nacional y sobre salinas—, así como la recuperación de las rentas nacionales cedidas al Banco en calidad de prenda por los créditos. El segundo objetivo fue el de reconocer al Estado el derecho sobre las utilidades que obtuviera el Banco sobre sus inventarios de oro físico, al sancionarse una ley que redujera el contenido de oro de la unidad monetaria nacional; este objetivo tuvo también un fin fiscal, no en el sentido de engrosar el presupuesto, sino de su dedicación *prioritaria* a la cancelación de la deuda pendiente con el Banco de la República.

Finalmente, en los convenios, se estableció que las utilidades derivadas de la compraventa de oro físico y giros sobre el exterior se llevarían a una *cuenta especial* cuya liquidación al verificarse la disminución del contenido de oro del peso se destinaría a la redención de deudas del gobierno nacional con el Banco de la República.

Los contratos aludidos fueron aprobados con la expedición de la Ley 7 de 1935, en virtud de la cual se dio vida institucional al Fondo de Estabilización y a la Cuenta Especial de Cambios[166].

[164] *Memoria de Hacienda*, 1934, pág. 94.

[165] Soto del Corral, Jorge. "El plan fiscal del gobierno", *Revista del Banco de la República*, noviembre de 1934, pág. 384.

[166] Ley 7 de 1935. *Diario Oficial*, No. 22809 de febrero de 1935.

2. La Ley 167 de 1938

Con la sanción de la Ley 167 de 1938 se redujo el contenido de oro de la unidad monetaria nacional. El antiguo contenido de oro ya no correspondería a $1 sino a $2.88[167]. Al expedirse la citada Ley 167 se reconoció legalmente la depreciación sufrida por la moneda nacional en términos del oro, durante los años treinta.

Como lo señaló el ministro de hacienda Carlos Lleras Restrepo, "la Ley 167 vino a sancionar simplemente la realidad existente entonces"[168]. Para el ministro, las medidas tuvieron una importancia "evidente" aunque "secundaria". Al defender el proyecto ante el Congreso advirtió que existiría un beneficio sicológico en la medida en la que "el país tendría la impresión clara de cuál es el valor real de su moneda en relación con el dólar, y ello obraría eficazmente para facilitar al Banco el mantenimiento estable de ese mismo valor"[169].

En desarrollo de la Ley 167, el gobierno nacional y el Banco de la República celebraron un convenio por medio del cual se distribuyeron las utilidades provenientes de la rebaja del contenido de oro del peso. Del saldo existente en la Cuenta Especial de Cambios se tomaron $ 16 millones, de los cuales $ 8 millones se destinaron a cancelar al Emisor las deudas adquiridas para financiar los gastos del conflicto fronterizo con el Perú, $ 5 millones se dejaron a discreción del gobierno, y $ 3 millones se canalizaron a la formación del Fondo de Estabilización. El saldo remanente de la cuenta, $ 1.3 millones, se destinó a la apertura de una nueva Cuenta Especial de Cambios a la que se llevarían en adelante las utilidades y pérdidas resultantes de las operaciones de compraventa de oro físico y giros sobre el exterior[170]. En otras palabras, el 50% de las utilidades se esterilizó mediante el expediente de la cancelación de la deuda pública en poder del Emisor, el 20% se destinó a financiar operaciones de estabilización monetaria, y el 30% restante al financiamiento de la Tesorería, con el mismo efecto monetario de un crédito del Banco de la República al gobierno.

[167] Según el artículo 127 de Código Fiscal de 1912, el contenido de oro del peso era de 1.5976 gramos a la Ley de 0.91666 de fino. La Ley 167 rebajó el peso bruto de la unidad monetaria a 0.56424 gramos, a la Ley de 0.900 de fino. *Memoria de Hacienda*, 1939, pág. 101.

[168] *Memoria de Hacienda*, 1939, pág. 101.

[169] "La estabilidad de la moneda". Exposición del ministro de hacienda ante la Cámara de Representantes. *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1938, pág. 326.

[170] *Revista de Hacienda*, diciembre de 1938, págs. 10 a 15.

Cuarta Parte

La madurez de la política económica

Introducción

VARIOS HECHOS ALZARON EL TELÓN EN EL ESCENARIO DEL ACONTECER MONETARIO en el período 1939-1945: la Ley 167 de 1938 "de estabilización monetaria", plasmó a nivel institucional el abandono definitivo de la ortodoxia monetaria anclada en el patrón oro; con ella se cerró el largo período de "suspenso" del patrón metálico y se clausuraron las aspiraciones de quienes esperaban el retorno de las "reglas de juego".

Los documentos oficiales de 1938 no podían cotejarse con los de los primeros años treintas en los cuales se reconocía la insustituibilidad del patrón oro y exaltaban sus bondades, y mucho menos con los de los veinte que no admitían la menor fisura en sus reconocimientos al patrón monetario metálico. La Ley 167 de 1938 constituyó a un corte de cuentas a partir del cual se descontaron definitivamente la vuelta a las paridades metálicas y el resurgimiento de la convertibilidad de los billetes de banco. No se trató simplemente de un cierre de puertas al pasado; de hecho se abrió un nuevo horizonte en la comprensión de los fenómenos económicos.

Venido a menos el esquema de las leyes económicas "naturales" al que se adecuaría pasivamente la acción de las autoridades económicas, se dispuso el terreno para una intervención gubernamental más amplia, contando con las experiencias ganadas a partir de las políticas anticíclicas posteriores a 1930. Las perspectivas de esta mayor intervención estatal fueron reafirmadas por un segundo conjunto de hechos que definiría el lapso 1939-1945: la economía defensiva que se gestó en torno al conflicto bélico internacional.

Esta cuarta parte es la más breve del trabajo. Su interés es el de presentar, *esquemáticamente*, los jirones más destacados de la política económica y del pensamiento monetario en la coyuntura de la segunda guerra. La idea conductora es la de resaltar los avances institucionales de la intervención del Estado, y los rasgos centrales de la política económica, cada vez más lejana de los tiempos de las "reglas de juego".

La política económica defensiva. Nuevos desarrollos de la intervención

A. El punto de partida

EL *LARGO PLAZO* FUE UNA PREOCUPACIÓN DE PRIMER ORDEN en la agenda gubernamental, al menos desde 1938. Disponer la política económica y sus objetivos coyunturales, sin perder la referencia del *crecimiento*, fue un factor común del manejo económico hasta la crisis fiscal de 1942. La expedición de la Ley 167 de 1938 allanó el camino, no sólo en términos económicos sino políticos[1]. En virtud de dicha ley, el gobierno canceló buena parte de sus deudas con el Emisor y adquirió un financiamiento extraordinario para la Tesorería, además de haber establecido la "verdad" en el valor en oro de la moneda nacional, y haber esclarecido la situación jurídica del Banco de la República en relación con el contenido de oro de los billetes emitidos.

Empeñadas en la estabilidad cambiaria y monetaria, las autoridades insistieron en el equilibrio presupuestal, disuadiendo los intereses creados en torno a las utilidades esperadas de la ley de estabilización: se separaron el presupuesto ordinario y el eventual presupuesto extraordinario, sin condicionar el equilibrio del primero a la existencia del segundo[2].

El interés en el equilibrio presupuestal no fue un fin excluyente; se comprometió el presupuesto con planes de fomento económico, particularmente en relación con el sector agrícola. La extensión del crédito agropecuario a las comunidades más distantes, a través de la Caja Agraria y los bancos territoriales; los programas para el mejoramiento de la calidad de la vida en los campos, impulsados por el Instituto de

[1] El proyecto de estabilización monetaria, conocido inicialmente como de *devaluación*, fue el "florero de Llorente", en las agitadas sesiones del Congreso extraordinario de mayo de 1938. La negativa a un proyecto sobre bananos en el Senado y sobre la devaluación en la Cámara, precipitaron el envío de una carta de renuncia del Presidente Titular al Senado. Al iniciarse una nueva administración ejecutiva (agosto de 1938), el proyecto modificado volvió al Congreso, en cuyo seno el cambio de denominación —devaluación por estabilización—, salvó buena parte de los escollos. Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida*, Ibid., tomo I, págs. 249 a 263; y, tomo II, págs. 33 a 42.

[2] "La estabilidad de la moneda", *Revista del Banco de la República*, septiembre de 1938.

Crédito Territorial; y el aporte financiero a la formación de un hato ganadero nacional, mediante el Fondo Nacional de Ganadería anexo a la Caja Agraria, fueron actividades prioritarias del ejecutivo en 1938 y l939[3].

El énfasis en las políticas de *largo plazo* se acentuó por lo menos hasta 1942, cuando buena parte de la acción gubernamental se concentró en el manejo de los problemas coyunturales de la época.

B. Bosquejo de una política defensiva

La dependencia de la economía nacional en relación con su sector externo quedó a la vista, una vez más, con motivo del conflicto internacional desatado en 1939. Las restricciones suscitadas sobre el mercado internacional del café afectaron los ingresos esperados de las exportaciones cafeteras: de hecho, no sólo se cerraron algunas plazas europeas sino que la concentración de las ventas en un solo sitio —el mercado norteamericano— derivó en una depresión de las cotizaciones externas. Con anterioridad al receso cafetero, las expectativas del comercio importador estimuladas por la perspectiva de la continuidad de la guerra, se tradujeron en una disminución de los activos internacionales registrados en el Banco de la República.

La conjunción de los factores señalados afectó adversamente la situación de la balanza de pagos, y amenazó con deprimir los mercados internos. En estas circunstancias se modeló un esquema de políticas defensivas para morigerar los efectos recesivos de la coyuntura internacional y preservar los planes de largo plazo concebidos en 1938.

1. La política cafetera

Uno de los principales desarrollos de la política defensiva fue el manejo de los problemas cafeteros suscitados por las contingencias internacionales. La experiencia adquirida en el lustro anterior facilitó la acción de las autoridades. Después de la reforma tributaria de 1935, la Ley 41 de 1937, expedida bajo el rigor de la caída de los precios externos en dicho año, elevó el impuesto a la exportación de café, con el propósito de fortalecer la capacidad estabilizadora de la Federación[4]. Pero el hecho de mayor relieve fue la intervención gubernamental en la Federación con el cambio en la composición del Comité Nacional de Cafeteros. A partir del Congreso Cafetero de 1935, la participación mayoritaria favorable al gremio fue sustituida por un balance

[3] Santos, Eduardo. Mensaje al Congreso de 1939. Reproducido parcialmente bajo el título "La situación económica del país", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1939, págs. 291 a 294.

[4] Arango, Mariano. *El café en Colombia, 1930-1958, producción, circulación y política*, Ibid., pág. 240.

de fuerzas entre el gobierno y los cafeteros[5]. Luego, con motivo del cierre de los mercados europeos, las principales acciones gubernamentales se relacionaron con la organización del mercado internacional y la compensación interna de los productores por las pérdidas sufridas en el exterior.

a. La prima cafetera

El sostenimiento de la renta de los cafeteros expuso una vez más a las autoridades ante el dilema de devaluar o crear subsidios internos a los productores. Se adoptó el segundo camino, endeudando al Estado con los particulares, por medio de un bono de "prima cafetera"[6]. La preservación de los ingresos cafeteros constituyó una política de primer orden para la defensa de los mercados internos.

b. Los acuerdos internacionales

En noviembre de 1940 se firmó el Convenio Interamericano del Café por medio del cual los Estados Unidos y catorce países productores acordaron "distribuir equitativamente el mercado del café en los Estados Unidos de América..."[7]. "Se fijaron cuotas básicas para las exportaciones a los Estados Unidos y cuotas globales para las exportaciones a otras plazas. La vigilancia el acuerdo se dejó en manos de una Junta Interamericana del Café en la cual el comprador —Estados Unidos—, tendría un tercio de los votos al igual que cada uno de los principales productores, Brasil y Colombia[8]. Al Convenio se llegó después de estudios previos realizados por el Comité Económico Financiero Interamericano de Washington, contando con "el espíritu de cooperación y buena voluntad del gobierno de los Estados Unidos"[9]. La aplicación del acuerdo de cuotas exigió la creación de instrumentos internos en los países productores, que absorbieran la producción excedente por encima de las exportaciones convenidas. En Colombia, el diseño de aquel instrumento desembocó en la creación del Fondo Nacional del Café.

[5] Ibid., pág. 239.

[6] Por cada saco exportado de café pilado de setenta kilos se estableció una prima específica de $2 (Decreto No. 831 de 1940). Para financiar el subsidio se autorizó la emisión del "Bono de la Prima Cafetera de 1940" por $3 millones. Posteriormente el tope de la emisión se elevó a $4.6 millones.

[7] Considerando del acuerdo suscrito en Washington en noviembre de 1940 por los países productores y los Estados Unidos. Citado por Rochac, A. *Diccionario del café*, Nueva York, Oficina Panamericana del Café, 1964, pág. 131.

[8] Fedesarrollo. *Economía cafetera colombiana* (Bogotá, Fondo Cultural Cafetero, 1978, pág. 292).

[9] Informe de la Federación Nacional de Cafeteros al ministro de hacienda y crédito público. *Memoria de Hacienda*, 1941, pág. 321.

c. El Fondo Nacional del Café

El Fondo Nacional del Café fue creado como un mecanismo de regulación de la oferta cafetera. Atendiendo al convenio de cuotas, el Fondo fue organizado para adquirir en las plazas, y a través de los canales de la Federación, la producción excedente de café sobre los niveles definidos en el convenio. Las autoridades enfrentaron un problema de *simetría* de cuya solución debía beneficiarse la renta de los productores: a la *escasez derivada de la restricción de las importaciones* en las plazas norteamericanas debía corresponder una *escasez de la oferta interna*, de modo que los productores no perdieran los beneficios derivados del sostenimiento o del alza del precio externo del café[10].

Al crear el Fondo, el Decreto-Ley 2076 de 1940 previó sus principales fuentes financieras: una contribución específica sobre los giros al exterior, y un porcentaje de la valorización del café por encima de los precios básicos fijados por el gobierno. Además se autorizó la emisión de los bonos del Fondo Nacional del Café hasta por $10 millones.

d. Los precios mínimos

La defensa de la renta cafetera requirió el establecimiento de precios mínimos para los reintegros cafeteros. Estos precios se fijaron siguiendo el movimiento de las cotizaciones externas. En su momento, la definición de estos precios básicos se consideró como el "paso fundamental" de la intervención gubernamental en el mercado cafetero[11].

2. El control de las importaciones y los cambios internacionales. Establecimiento de diferenciales cambiarios

A fines de 1939 las autoridades fortalecieron los mecanismos existentes de control de importaciones y divisas, para evitar un descenso pronunciado de los activos internacionales. Las restricciones se extremaron hasta el punto de atar los desembolsos marginales de divisas a los nuevos depósitos recibidos por el Banco en un período

[10] Los términos de la simetría fueron planteados públicamente por el ministro de Hacienda al presentar un esquema de la política económica del gobierno. Lleras Restrepo, Carlos, "Política económica y fiscal". Conferencia dictada en el Colegio Nacional de San Bartolomé en marzo de 1941. *Revista de Hacienda*, No. 7, diciembre de 1941, pág. 12.

[11] Lleras Restrepo, Carlos. "Política cafetera, 1937-1978". *Nueva Frontera,* 1980, pág. 67.

anterior[12]. Estas medidas se aplicaron entre diciembre de 1939 y abril de 1940 cuando la Oficina de Control de Cambios distribuyó las licencias para el pago de importaciones en cuatro turnos: en el primero se clasificaron las materias primas industriales, las drogas y, en general, artículos de primera necesidad; en los turnos restantes se ubicaron los bienes menos urgentes con tasas progresivamente superiores[13].

3. El crédito externo

Aparte de las medidas defensivas diseñadas para evitar un mayor déficit corriente, la política previó el endeudamiento externo como mecanismo compensatorio en la balanza de pagos. Más allá del ámbito cambiario, se buscó en el crédito externo un instrumento de apoyo al crecimiento económico. La operación se tramitó ante el Export-Import Bank y se destinó al fortalecimiento financiero de instituciones de fomento de propiedad del Estado. El crédito sirvió de alivio cambiario y permitió un pago más ágil de las importaciones de origen norteamericano.

4. La política financiera y el crecimiento

Con el soporte del crédito externo se buscó el reordenamiento de la actividad financiera mediante la creación de instituciones *ad hoc* y el diseño de nuevos mecanismos para extender el crédito a largo plazo. Después del auge de los últimos años veinte, el crédito de largo plazo sufrió la crisis de las instituciones hipotecarias, subsistiendo el crédito tradicional de corto plazo de la banca de depósitos.

a. Instrumentos sustitutivos del mercado financiero

Ante la debilidad del mercado financiero que prácticamente dependía de las colocaciones de cédulas del BCH se impulsaron *mecanismos alternativos* para el financiamiento de largo plazo: en primer lugar la creación de instituciones de fomento con recursos procedentes de entidades internacionales —como en el caso del crédito Eximbak para la creación del IFI y de la sección de la Caja Agraria destinada a prestar en

[12] Según la Resolución 87 de 1939 de la Oficina de Control de Cambios, los cupos semanales de divisas se determinaban por los depósitos recibidos en la semana inmediatamente anterior. *Memoria de Hacienda*, 1940, pág. 46.

[13] Del turno 1º. al 4º. las tasas de cambio fueron, $ 1.75, $ 1.79,$ 1.87,y $ 1.95 por dólar. Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República, 1941, pág. 24. Disposiciones complementarias en el terreno cambiario fueron la creación de depósitos previos en pesos para la adquisición de licencias de cambio y la presión sobre los países exportadores de bienes colocados en los turnos siguientes al primero para que aceptaran los pagos correspondientes en café.

el mediano y largo plazo-. En segundo término, la vinculación de recursos del mercado monetario a operaciones de fomento mediante el mecanismo de compras de cartera de la banca comercial por parte del BCH; en tercer lugar, la emisión de bonos agrarios e industriales emitidos por la Caja Agraria y el BCH, con la seguridad de su colocación forzosa en las Cajas de Ahorro y en las Compañías de Seguros, y la posibilidad de su colocación voluntaria en la banca comercial. Finalmente, la garantía directa del Estado para facilitar operaciones de fomento.

Los instrumentos reseñados fueron creados institucionalmente como alternativas y sustitutos de un mercado financiero extremadamente débil, y como fuentes de financiación de una infraestructura económica que se consideraba imprescindible para el crecimiento económico[14].

b. El crédito dirigido. Predominio de los factores reales en la determinación de las tasas de interés

En el otorgamiento del crédito de fomento predominó la idea del *crédito dirigido* y no tanto la del *crédito subsidiado* que sería la característica del crédito de fomento en décadas posteriores. Aunque no existía libertad de tasas de interés, ni el discernimiento sobre la significación económica de las tasas reales y nominales de interés, sí se expuso la idea de la segmentación de los mercados monetario y financiero, y de la naturaleza diferente de las funciones de oferta y demanda en cada uno de ellos.

En el mercado de recursos para el largo plazo, las captaciones del BCH "compitieron" con el rendimiento ofrecido por las acciones y eventualmente con los rendimientos de los bonos gubernamentales. En otras palabras, las cédulas sobrevivieron con unos rendimientos que no podían alejarse mucho de los ofrecidos por las empresas, pero debían ser lo suficientemente bajos como para permitir la colocación de papeles gubernamentales que no fueran de colocación forzosa. Con todo, el interés pagado sobre las cédulas excedió los reconocidos sobre los depósitos de ahorro y a término de la banca comercial.

En los primeros años cuarenta se consideró que la formación del mercado financiero (oferta de recursos del largo plazo) dependía del ahorro nacional -excedente de la renta nacional sobre el consumo—, y de la vinculación del capital extranjero. La demanda se relacionó con los rendimientos derivados de las inversiones en capital fijo. Estos factores *reales* orientarían a los bancos sobre los niveles de las tasas de interés de sus créditos; los descensos en las tasas de colocación precipitarían los de captación

[14] Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda*, 1940, págs. 59 a 100.

hasta un punto crítico bajo el cual los tenedores de activos preferirían adquirir las participaciones de capital ofrecidas directamente por las empresas[15].

c. Alcances de la reforma financiera de 1940

El hincapié de la política desbordó el interés por el horizonte temporal del crédito. Tan importante como las fuentes financieras fue la destinación productiva de los recursos. De ahí la preocupación por constituir organismos o reorientar instituciones existentes, bajo el comando de las autoridades económicas, para resguardar la utilización final de los recursos[16].

Con el apoyo directo del Estado —garantías estatales, endeudamiento público, creación y reorganización de instituciones oficiales, modificación de ciertas restricciones existentes sobre la banca comercial—, se quiso construir una presa de recursos para el financiamiento de la infraestructura, sobre todo de la agropecuaria e industrial. Sólo indirectamente se afectó el funcionamiento tradicional de la banca privada comercial, a través de las compras de cartera de largo plazo autorizadas al BCH. Excepcionalmente, por su naturaleza oficial, la Caja Agraria se reorganizó internamente para otorgar créditos ordinarios y financiaciones de mediano y largo plazo. Además, la Caja y el BCH fueron autorizados para emitir activos diferentes a los depósitos tradicionales, en la forma de bonos destinados a financiar la agricultura y la industria, redescontables en el Banco de la República.

La reforma financiera de 1940 no alteró directamente el esquema de intermediación heredado de 1923. Al margen de la operación bancaria tradicional creó instrumentos para restablecer el crédito de largo plazo y puso en marcha nuevos organismos oficiales destinados a apoyar la fundación de empresas básicas cuyo riesgo o inversión inicial no fueran asumidos por el sector privado.

5. El papel de la inversión estatal. Reorganización del crédito público

a. Cambios cualitativos en la inversión pública

El plan defensivo de la economía nacional no se limitó a la protección del sector cafetero, la adaptación del control sobre los cambios y las importaciones, y el endeuda-

[15] Esta versión *real* de la formación de las tasas de interés, y la *dependencia* de ella de las tasas bancarias de captación fue planteada por el ministro de hacienda en 1940. Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda,* 1940 págs. 106 y 107.

[16] "El crédito es un instrumento al servicio de la producción nacional, pero la posibilidad de utilizarlo no es por sí sola fecunda". Lleras Restrepo, Carlos, Ibid., pág. 92.

miento externo; la inversión pública se enderezó al soporte de objetivos de largo alcance favorables al mejoramiento agrícola y habitacional, y al desarrollo de los municipios.

De nuevo, los planes respectivos se iniciaron creando instituciones *ad hoc*: el Instituto de Crédito Territorial para la ejecución de planes habitacionales campesinos; el Fondo de Irrigaciones y Desecaciones para adelantar las obras correspondientes en favor de la agricultura; el Fondo de Fomento Municipal para la construcción de acueductos, alcantarillados, hospitales y locales escolares, en los departamentos y municipios; y el Fondo Nacional de Ganadería, para la cría y levante del hato ganadero nacional.

Los nuevos horizontes de la inversión estatal requirieron el reordenamiento del crédito público cuyo servicio se atendió apenas parcialmente en la segunda mitad de los treintas: los pagos de los principales de la deuda externa se suspendieron totalmente desde 1934, subsistiendo únicamente el servicio de intereses pactado en los convenios (*scrip*) para 1933 y 1934. Paralelamente, la atención de la deuda interna se circunscribió al pago de los intereses sobre unos valores colocados mayoritariamente en el sistema bancario.

b. Conversión y unificación de la deuda pública

La rehabilitación del crédito público se abocó en 1940 con decisiones y acuerdos simultáneos tanto en el frente externo como en el orden interno. Las gestiones adelantadas desde 1939 fructificaron en entendimientos con los acreedores extranjeros para la conversión y pago de lo debido. Se verificaron arreglos con los tenedores americanos e ingleses de bonos de la deuda externa colombiana y se trazó un plan de pagos para cancelar los empréstitos bancarios otorgados a principio de los treinta por un "sindicato" de bancos liderado por el City Bank[17]. Con las negociaciones citadas se abrieron las exclusas para el incremento futuro del crédito externo, luego de un período de controversias estériles durante el cual se fortalecieron las aspiraciones de los acreedores[18].

Varias circunstancias fueron propicias a los arreglos externos: el auge de la política del "buen vecino" creó un ambiente favorable para la discusión de las alternativas, dentro del cual la simpatía expresa del gobierno norteamericano por las propuestas del gobierno de Colombia facilitó los entendimientos finales. La coyuntura de la

[17] La deuda con el City Bank se prorrogó semestralmente desde 1931 hasta abril de 1942 cuando se definió un arreglo definitivo. En julio del mismo año se legalizó el acuerdo con los tenedores londinenses y se restableció el servicio para las antiguas colocaciones de los bancos hipotecarios.

[18] "¿Cuál ha sido en síntesis la historia de nuestro problema de la deuda externa desde el momento en que entramos en moratoria? Vagas conversaciones, tanteos sin resultado positivo alguno en los años 1935 y 1936, y buena parte de 1937, y mientras tanto, aumento notorio de nuestra capacidad económica y fiscal, lo que colocaba naturalmente a los acreedores en condiciones de ser más exigentes". Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida,* Ibid., Tomo II, pág. 384.

guerra internacional y la depresión de los precios en el mercado internacional del café, facilitaron la propuesta de soluciones cuyas características generales —tasas de interés y montos— habrían sido menos negociables en épocas normales o de auge en los precios del café.

Coincidieron también factores acuciantes, como la urgencia de recursos de crédito para compensar el déficit corriente del sector externo y financiar los proyectos de largo plazo impulsados por el Estado. En particular, el crédito del Export-Import Bank no se habría podido perfeccionar sin los acuerdos de normalización de los pagos de la deuda[19].

La recuperación del crédito público se inició en firme con la expedición de la Ley 54 de 1939 que otorgó facultades extraordinarias al presidente para adoptar "providencias indispensables" sobre distintos aspectos económicos, entre ellos la deuda pública. Firmados los primeros acuerdos de regularización de la deuda externa, se acometió la normalización del crédito interno. Como la mayor parte de los bonos gubernamentales se encontraba en manos del sector financiero —Banco de la República y bancos comerciales— las negociaciones entre banqueros y gobierno no sólo contemplaron los intereses de la Tesorería sino los bancarios, cuya inversión prácticamente forzosa en valores gubernamentales desde la época del "problema de los deudores" no había recibido amortizaciones. Se acordó la unificación general de la deuda a través de un nuevo valor que llevó el nombre de Deuda Interna Nacional Unificada —Bonos DINU—. Las emisiones DINU montaron a $ 40 millones, lográndose una conversión del 94% de los valores antiguos en el primer semestre de 1941. A partir del segundo semestre de aquel año se restableció plenamente la normalidad en los pagos de la deuda interna[20].

En 1940 la deuda del gobierno con el Banco de la República por el crédito sobre salinas terrestres fue transformada en inversión del Banco en deuda pública de largo plazo. Más adelante, en 1942, el crédito del Export-Import Bank dio lugar a cambios importantes en la deuda pública. Los recursos externos fueron prestados al Banco de la República con la garantía gubernamental. El Banco contó entonces con nuevos recursos para el giro de las importaciones de origen norteamericano sin agravar el déficit corriente externo; la agilización de estos pagos al exterior supuso una contracción de la base monetaria. Simultáneamente, el Banco abrió un crédito extraordinario al gobierno por el monto en pesos del crédito del Eximbank, con el efecto expansionista consiguiente sobre la base monetaria; el Decreto 1512 de 1942, convirtió aquella deuda extraordinaria con el Banco en una nueva inversión de largo plazo del Emisor

[19] Sin constituir una condición *sine qua non*, la aprobación del empréstito requería la normalización previa del servicio de la deuda.

[20] Se emitieron DINU de las clases A y B con tasas de interés del 6% y 4% respectivamente. De cada grupo se emitieron $ 20 millones y su distribución se realizó teniendo en cuenta las características financieras de las obligaciones antiguas.

en bonos sobre las salinas terrestres. De esta manera, el crédito reflacionista de 1932 y el crédito para ampliar la base productiva de 1940, se transformaron en inversiones de largo plazo del Banco de la República.

C. Manejo macroeconómico en escenarios alternativos

En el segundo semestre de 1941 las autoridades comprobaron el resultado de la combinación del control de cambios e importaciones con el endeudamiento externo para preservar el nivel nominal de las reservas internacionales. En efecto, el monto de los activos internacionales del Banco de la República en 1939 y 1940 fue prácticamente el mismo de 1938, y una eventual disminución en 1941 fue compensada por los recursos tomados en préstamo en el Eximbank (Cuadro No. 7). Los contrastes surgieron en el campo fiscal por el debilitamiento y disminución nominal de los ingresos ordinarios del Estado, con motivo del desplome de la renta aduanera.

En el decenio anterior a 1935, el impuesto de aduanas significó, en promedio, el 50% de los ingresos ordinarios del Estado. La reforma tributaria de aquel año reivindicó la tributación directa elevando la participación media del impuesto de renta en los ingresos ordinarios, del 4% en la década anterior a 1935, al 21% en el lustro siguiente. Después de la reforma, el crecimiento del impuesto de aduanas hasta 1938 fue del 5% anual contrastando con el de la renta que llegó al 61% por año. Aun con la dinámica de la tributación directa, el mayor peso relativo de los impuestos de aduanas comprometió la evolución de los ingresos ordinarios con los recaudos sobre las importaciones. La "anticipación" de los importadores en 1939 provocó un aumento inusitado, del 30% en la recaudación aduanera de dicho año, seguida en 1940 por un recaudo nominal bajo, comparable al de 1935. En el trienio 1940-1942, el recaudo promedio de aduanas fue de $26 millones, inferior al de $32 millones del período 1936-1938. Como resultado de esta crisis de los impuestos sobre importaciones, los ingresos ordinarios nominales de 1942 fueron inferiores en un 11% a los recibidos en 1938, y en un 15% a los recibidos en 1939, año de la anticipación de los importadores. Los efectos habrían sido más desapacibles, si el aumento nominal del impuesto sobre la renta no hubiera compensado parcialmente el descenso de los impuestos sobre aduanas (Cuadro No. 8).

1. Crédito externo para el presupuesto de inversiones públicas

La deficiencia de los ingresos ordinarios comprometió los planes de inversiones públicas en 1941. Se acudió entonces al crédito externo, obteniendo un nuevo empréstito del Eximbank por US$ 12 millones, previa aprobación por la entidad internacional

de los proyectos gubernamentales[21]. Además de los fines fiscales, el crédito se solicitó como refuerzo cambiario, en un momento en el cual se creyó oportuno el aprovisionamiento de productos externos ante la agudización de los conflictos internacionales. Bajo la política de defensa del "arsenal de las democracias", preconizada por Roosevelt, se extendió la norma de la "escasez" de ciertos productos y se restringieron las rutas del transporte marítimo. Además, la reducción consiguiente de los créditos otorgados por los proveedores, obligó a la banca comercial a financiar con sus tenencias de divisas las operaciones tradicionales del comercio exterior. Estas consideraciones alentaron al gobierno para buscar el financiamiento externo con el doble fin fiscal y cambiario[22]. Posteriormente, algunos analistas controvirtieron el segundo crédito con el Eximbank, señalándolo como una de las fuentes de los notorios incrementos monetarios ocurridos en 1942 y 1943[23].

2. Combinación de políticas para conjurar el déficit fiscal

La caída vertical de los ingresos aduaneros en el primer semestre de 1942 motivó el planteamiento de un "paquete" de medidas para sortear el desequilibrio de las finanzas públicas. El plan gubernamental incluyó ajustes en los gastos presupuestados, apertura de cupos de emisión para la Tesorería, consolidación de las deudas corrientes en créditos de largo plazo y apertura de nuevas fuentes tributarias —impuesto a las ventas—. El "paquete" fue aprobado en virtud de una legislación extraordinaria concebida para "conjurar un eventual desequilibrio fiscal" al final de la administración Santos[24]. Se entendió que las medidas ofrecerían un beneficio temporal, y que la persistencia de la guerra requeriría "un vuelco completo en el manejo de nuestra hacienda pública"[25]. El "vuelco" consistiría en forjar un sistema tributario menos dependiente de las contingencias externas y en encontrar la vía para "derivar el ahorro privado hacia el sostenimiento de los servicios públicos"[26]. El segundo camino fue el que se intentó recorrer a finales de 1942 y en el curso de 1943 para estabilizar la economía.

[21] El 58% del empréstito fue apropiado para la construcción y pavimentación de carreteras; el 18% para fomento agrícola; el 7% para edificios nacionales; el 13% para equipamiento militar; y el 4% para inversiones varias. *Memoria de Hacienda*, 1943, pág. 46.

[22] Lleras Restrepo, Carlos. Discurso del ministro de hacienda ante el Senado, el 23 de septiembre de 1941. Reeditado en la obra del autor *Crónica de mi propia vida*, Ibid., tomo IV, págs. 62 a 67.

[23] Por ejemplo, el superintendente bancario aceptó la necesidad inicial del crédito para facilitar las importaciones, pero censuró su utilización cuando el aumento del acervo de reservas internacionales ocasionado por las operaciones corrientes fue suficiente para adquirir los importables dentro de las restricciones del momento. Vargas, Héctor José. "La cooperación del Banco de la República en la defensa de la economía colombiana", *Revista del Banco de la República*, agosto de 1942, págs. 310 y ss.

[24] Decreto 1361 de 1942 expedido en virtud de la Ley 128 de 1941.

[25] Lleras Restrepo, Carlos. *Memoria de Hacienda*, 1942, pág. 169.

[26] Ibid., pág. 160.

3. Déficit fiscal, superávit cambiario e inflación. Diseño de una política de estabilización

A fines de 1942 las autoridades encontraron una situación macroeconómica diferente a la enfrentada en los dos años precedentes. El bienio 1940-1941 estuvo caracterizado por una disminución en el ritmo de la actividad económica acompañada de la reducción de los índices del costo de la vida (Cuadro No. 9). El crédito externo logró compensar el desequilibrio externo corriente, preservando un nivel estable de reservas internacionales. Los mayores desequilibrios se concentraron en el sector fiscal por el desfallecimiento de los ingresos ordinarios. En estas circunstancias, las autoridades se concentraron en el problema fiscal proveyendo mecanismos que evitaran un mayor receso de la actividad económica y eliminaran la eventualidad de una deflación generalizada. Dentro de esta línea de acción se contrató el nuevo empréstito con el Eximbank para obras públicas y se abrieron cupos de financiamiento para la Tesorería en el Banco de la República (Decreto 1361 de 1942). Simultáneamente se adoptaron medidas para recuperar el equilibrio presupuestal en el mediano plazo con la creación de nuevos impuestos indirectos.

En el curso de 1942 nuevos argumentos modificaron la trama en el escenario macroeconómico: la actividad económica prácticamente se estancó, pero los precios viraron de una dirección deflacionaria a una francamente inflacionaria. Se pasó entonces de una fase de receso con deflación. (1940 y 1941), a otra de mayor postración con índices sostenidos de inflación (1942 y 1943). A lo largo de 1942 los activos internacionales del Banco de la República pasaron de US$22 millones a US$62 millones, o sea, un incremento del 181%, sin precedentes en la historia de dos décadas del Emisor. Simultáneamente los rendimientos del impuesto de aduanas cayeron en un 39% en relación con el producido de 1941, ahondando la brecha fiscal. Se configuró entonces una situación macroeconómica en la cual al desajuste fiscal se unió una acumulación inopinada de activos internacionales. La política económica se orientó en el sentido de compensar los efectos expansionistas del sector externo y financiar el déficit fiscal. A través de un "Plan Fiscal", y su complemento, el "Plan Económico" se pusieron en marcha los instrumentos de estabilización.

a. Transferencia de ahorro del sector privado al sector público

El Plan Fiscal (Ley 45 de 1942) diseñó el instrumento por medio del cual el ahorro realizado por el sector privado —comerciantes, importadores, cafeteros— se utilizaría para el financiamiento del déficit fiscal. La Ley 45 autorizó la emisión de un activo de deuda pública denominado Bono de la Defensa Económica Nacional, Denal.

La emisión de $60 millones en Denal fue colocada compulsivamente entre los sectores beneficiarios de las circunstancias macroeconómicas[27]. Las liquidaciones de impuestos directos debieron soportar un recargo tributario del 50% a cambio de bonos Denal por igual porcentaje; se afectaron las compras de giros sobre el exterior originadas en exportaciones de bienes, autorizando al Banco de la República para pagar el 10% en Denal sobre las exportaciones distintas de café, y 5% sobre los reintegros cafeteros; y, finalmente, se intervino en las importaciones de capital, pagando el 20% de los ingresos con bonos Denal.

b. El manejo cambiario

El ascenso vertical del acervo de activos internacionales expuso a las autoridades, una vez más, ante el dilema cambiario: permitir la evolución libre de la tasa de cambio, o mantener la estabilidad cambiaria interviniendo administrativamente en el mercado de las divisas. De nuevo, y esta vez para evitar la revaluación nominal del peso, se acudió al desmonte de varias regulaciones sobre los cambios y las exportaciones. La Ley 7 de 1943 —Plan Económico— autorizó al gobierno para modificar o suspender el régimen vigente sobre el comercio exterior y los cambios, pero con la advertencia definitiva según la cual las medidas no podrían contrariar, sino antes bien, facilitar el sostenimiento de un tipo de cambio favorable a los exportadores[28].

Las autoridades adoptaron una vez más la actitud de preservar el valor externo del peso, siguiendo no solo "una grave cuestión de principio" que aconsejaba la estabilidad de la cotización de los cambios independientemente de la coyuntura cambiaria —acumulación o desacumulación de activos internacionales—, sino protegiendo los intereses de los sectores exportadores. La tasa de cambio siguió a la cotización de $1.75 por dólar, correspondiente al contenido de oro fijado en la Ley 167 de 1938[29].

Las nuevas disposiciones cambiarias se orientaron a estimular los giros al exterior y facilitar las importaciones. Se eliminaron impuestos sobre operaciones de cambio internacional; se abrió la compuerta de las importaciones otorgando licencias para cualquier turno y sin la exigencia de depósitos previos; se autorizó al sistema financiero para abrir cuentas en moneda extranjera y al Banco de la República para emitir títulos de oro físico; y se estimuló el pago de la deuda externa[30].

[27] Ley 45 de 1942. Exposición de Motivos en "Medidas económicas y fiscales del gobierno". *Revista del Banco de la República,* Suplemento, mayo de 1943.

[28] Ley 7 de 1943, artículo 6, en "Medidas económicas y fiscales del Gobierno". Íbid., artículo 28.

[29] Lleras Restrepo, Carlos. *Crónica de mi propia vida,* Ibid., tomo I, pág. 64.

[30] Decreto No. 736 de 1943 y Resoluciones Nos. 118 y 119 de 1943, en "medidas económicas y fiscales del gobierno", Ibid., págs. 30 a 33.

Las determinaciones cambiarias fueron acompañadas por medidas de regulación de la liquidez interna. Los Denal sirvieron para poner en manos del gobierno los pesos no entregados a los exportadores, abriendo la posibilidad de un incremento más gradual del circulante. Además, con el propósito de "asegurar mercado y buen precio a los bonos" se estableció la *inversión forzosa* en bonos Denal de un porcentaje de las reservas líquidas de las cajas de ahorro y de las compañías de seguros, así como de las empresas industriales.

De la regulación se pasó a un esquema francamente contraccionista de la expansión monetaria. Las motivaciones centrales de las medidas fueron la preservación del tipo de cambio y el control inflacionario. El esquema utilizado fue novedoso no sólo en términos de los sectores afectados, sino de los instrumentos empleados.

c. Nuevos conceptos e instrumentos de la política monetaria. De la banca intermediaria a la banca de cuentas corrientes

A mediados de 1941 el valor absoluto de los depósitos en cuenta corriente de la banca comercial fue prácticamente igual al del efectivo en poder del público —familias y empresas—. Casi dos décadas después de la reforma financiera de 1923, la *generalización de los pagos a través del sistema bancario* se convirtió en un hecho monetario sin precedentes. La noción según la cual la emisión de dinero correspondía exclusivamente al Banco de la República, y la banca comercial se ocupaba de la mediación de fondos, fue sustituida por un nuevo enfoque del proceso de creación de dinero (Gráficos 9 a 12).

La expansión de los depósitos en cuenta corriente que a mediados de 1942 y 1943 alcanzó tasas anuales de crecimiento del 58.6% y 32.1%, fue la expresión contundente del proceso de creación secundaria de dinero, cuya admisión institucional en términos de la definición universalmente aceptada de dinero, y de los instrumentos de política monetaria, sólo se logró en la primera mitad de los años cuarenta. Formalmente el dinero dejó de ser simplemente la base monetaria para integrar un nuevo conjunto de medios de pago formado por el efectivo en poder del público y los depósitos en cuenta corriente. En consecuencia, la política monetaria debió admitir nuevos instrumentos de regulación[31].

Los decretos 1148 y 1304 de 1943 dictados en virtud del Plan Económico (Ley 7ª del mismo año), crearon las nuevas herramientas de control monetario. Se diseñó un mecanismo para llevar al Banco de la República los excesos de liquidez en manos

[31] El tema se trata ampliamente en el Anexo de este libro intitulado *La definición del dinero en Colombia, 1923 – 1950.*

del público y de las empresas. Para el efecto se instituyó un título emitido por el Banco de la República (pasivo no monetario del Banco) denominado Certificado de Depósito. Los decretos citados establecieron la obligatoriedad para las empresas de invertir *forzosamente* en certificados una proporción de su flujo de fondos: el 20% de las utilidades y el 50% de las depreciaciones. Además, se obligó a los importadores a adquirir certificados por el 10% de los giros hechos al exterior. Estas medidas fueron arbitradas para intervenir en la demanda de dinero base de los empresarios y los importadores.

Una medida central de los decretos citados fue la elevación de los encajes de los bancos y las cajas de ahorro —excepto los bancos prendarios y la Caja Colombiana de Ahorros. Inicialmente se dispuso una elevación gradual de los encajes hasta el 100% durante el segundo semestre de 1943, y por un período de dos años —de junio de 1943 a junio de 1945—. Además, se estableció la *inversión forzosa de los encajes* en los nuevos certificados emitidos por el Banco de la República, con una tasa de interés inferior en un punto a la reconocida a los tenedores distintos de las instituciones financieras. Con la remuneración de los nuevos encajes se quiso compensar a los bancos por la intervención de las autoridades en la utilización de las reservas monetarias.

El aumento de los encajes *no constituyó una medida típica de la limitación a la expansión secundaria de dinero*. Fue una medida de inversión forzosa de los incrementos del encaje, más que una disposición orientada a aumentar los depósitos monetarios de los bancos en el Banco de la República[32].

Los decretos 1148 y 1304 de 1943 constituyeron un avance de la capacidad institucional del Estado en la regulación monetaria. *Surgieron nuevos instrumentos: las operaciones monetarias del Banco de la República —venta de títulos del Emisor—, los depósitos de los importadores en el Banco de la República, y el manejo del encaje bancario con fines de regulación monetaria.* Con los dos primeros se enriqueció la capacidad de control de la base monetaria, hasta entonces limitada a la acción de las autoridades sobre los activos del Banco de la República; y con el tercero se abrió el camino para la utilización discrecional del encaje con propósitos monetarios. En manos de las autoridades quedaron nuevas herramientas para la regulación de la emisión primaria, y la pieza fundamental para el control de la creación secundaria de dinero.

[32] En lenguaje bancario, la medida sobre los encajes no se tradujo en un aumento de los depósitos de los bancos en el balance del Emisor, sino en un incremento de los *pasivos no monetarios*. En el balance de los bancos comerciales la adquisición de los certificados se registro en un renglón diferente al de caja y depósitos en el Banco de la República.

El esquema contraccionista fue uno de los más completos hasta entonces en América Latina[33]. Las regulaciones macroeconómicas fueron complementadas con medidas administrativas para el control de precios y la penalización de la especulación. Muy pronto, el gobierno debió enfrentar una franca oposición a las medidas, y en el curso de un semestre las drásticas disposiciones iniciales fueron suavizadas sensiblemente[34]. De todos modos, la venta de los certificados de depósito sirvió para contrarrestar parcialmente el efecto de la monetización de las reservas internacionales sobre la base monetaria[35].

D. Avances del intervencionismo genérico. Sistemas de relaciones entre el Estado y el sector privado

El proceso de intervención del Estado alcanzó nuevos desarrollos constitucionales con motivo de la reforma de 1945, en la cual se atribuyó al Congreso la fijación de planes y programas a los que se sometería el fomento de la economía nacional, así como los programas de obras públicas[36].

Entretanto, se creó un sistema de relaciones entre el Estado y los intereses sectoriales, no solo por la participación de los gremios en instancias consultivas del Estado, o su representación en los mecanismos de regulación económica, sino por la representación del Estado en los organismos de dirección del sector privado. Como ilustración del primer caso puede citarse la composición de la Junta de Defensa Económica Nacional en cuyo seno actuaron, entre otros, voceros de la Andi, la SAC, Fenalco y la Federación de Cafeteros. La segunda forma de relación se materializó en las directivas de entidades como el Banco de la República y la Oficina de Cambios. Finalmente, la delegación estatal se llevó a entidades como la Federación de Cafeteros y la SAC.

El proceso de interrelaciones entre el Estado y el sector privado tuvo dos caras: la una, la presentación formal según la cual en la etapa madura de la política económica

[33] "Las medidas antiinflacionistas de control tomadas en Colombia constituyen quizá el sistema más completo y más equilibrado que hasta la fecha se haya ideado contra la inflación en la América Latina". Triffin, Robert. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del Banco de la República,* Suplemento, agosto de 1944, pág. 27.

[34] "El movimiento de protesta que contra esa disposición oficial (el Decreto 1148 de 1943) iniciaron las partes interesadas ha sido tal, que ha llegado a producir una seria crisis política aún no resuelta, y ha obligado a tomar sucesivas medidas en sentido regresivo...". Triffin, Ibid., pág. 25.

[35] De junio de 1943 a diciembre de 1944, las reservas internacionales del Banco de la República aumentaron en $119.1 millones, o en el 75% en términos porcentuales. Durante dicho período la inversión obligatoria en los certificados llegó a $ 46.8 millones, equivalente al 39.3% del crecimiento en pesos de las reservas internacionales.

[36] Acto Legislativo No. 1 de 1945, reformatorio de la Constitución Nacional, Título VI, artículo 7º. Castro, Jaime. (Compilador). *Constitución política de Colombia* (Bogotá, Fundación Nauman, 1982, pág. 365).

no podría prescindirse de la armonía y la *concertación* entre el Estado y los gremios, y la otra, un proceso ambiguo en el cual se desdibujaría la diferencia clásica entre el interés público y el privado.

En definitiva, tras los alcances institucionales reconocidos a la política económica, como el desarrollo de sus objetivos e instrumentos, se consolidó un esquema de relaciones dentro del cual el sector privado podría influir en la toma de decisiones[37].

E. La controversia financiera del medio siglo en perspectiva

Los últimos años cuarenta constituyeron el umbral de una nueva visión acerca de la naturaleza, los objetivos y los alcances de la política monetaria; en dicho lapso se plantaron los cimientos de una nueva estructura financiera en sus distintas dimensiones: la material, con la diversificación de los entes de la intermediación institucional y la propagación de nuevos activos financieros; la ideológica, con el predominio de una concepción heterodoxa del papel del banco central y de las funciones de los bancos comerciales; la política, para intervenir en las áreas monetaria, crediticia y cambiaria, en función del desarrollo económico.

La controversia puede resumirse alrededor, de los siguientes tópicos:

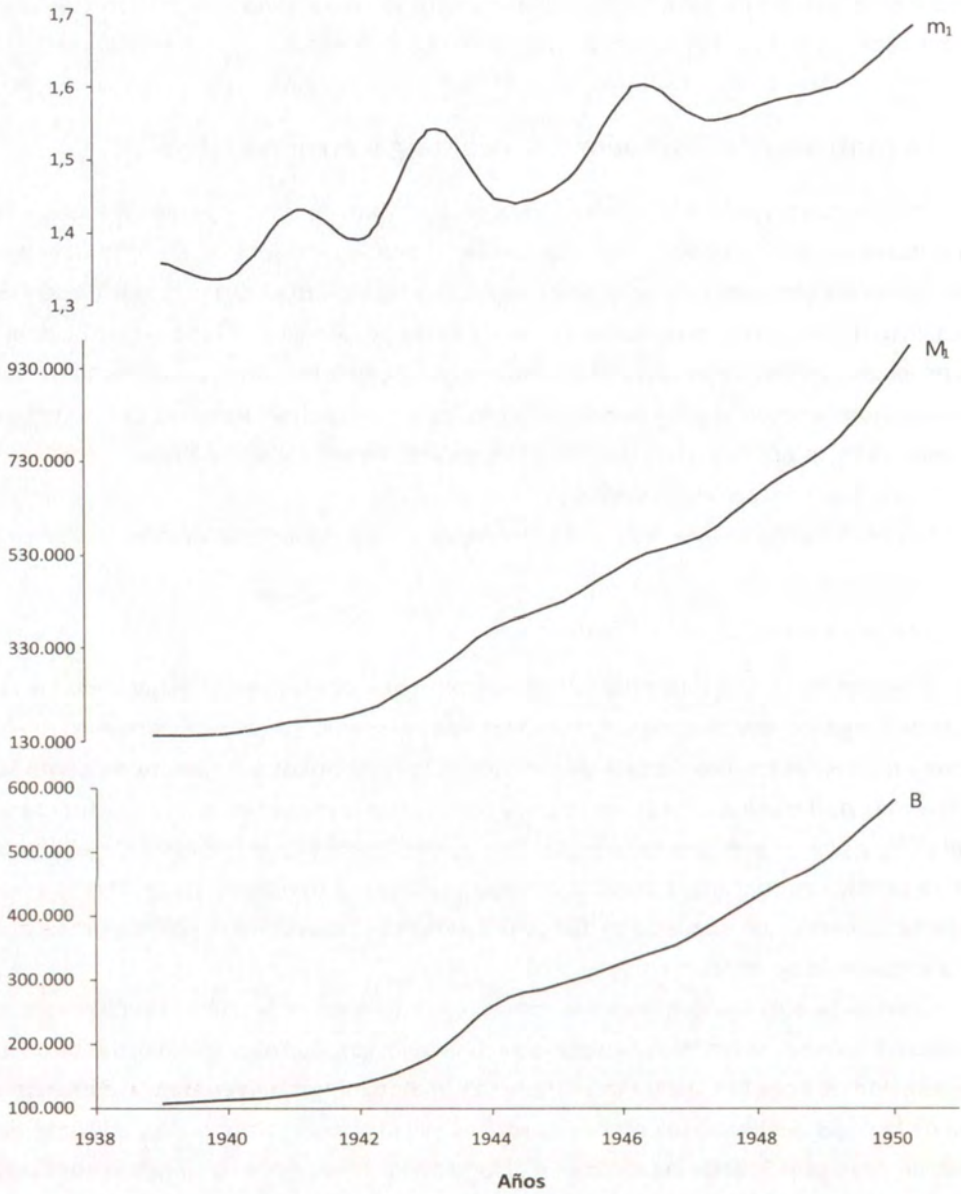
1. La nueva investidura del Emisor

El Banco de la República fue concebido para que operara en el espacio de las reglas de juego del patrón oro, adaptándose "pasivamente", al comportamiento de las reservas internacionales. La tasa de descuento, recomendada por Kemmerer como "el arma más poderosa que el Banco pueda tener, para proteger el mercado monetario del país, y prevenir el éxodo considerable de oro", constituyó inicialmente el pivote de la política monetaria y su instrumento principal. La crisis de los primeros años treinta sometió a una prueba de fuego la validez del soporte de la política monetaria y la eficacia de su instrumento.

Cuando la autoridad monetaria manipuló la tasa de redescuento para frenar el éxodo de las reservas metálicas obtuvo, en principio, resultados positivos; más tarde, la reiteración de aquella experiencia ofrecería un saldo menos halagüeño: la contundencia de la crisis desbordó los rangos normales exigidos para la operación eficiente del instrumento principal de la política. En el fondo de la recesión, y siguiendo la conducta observada por otros bancos de emisión, el Banco de la República utilizó la tasa de

[37] García, Antonio. *Bases de la economía contemporánea* (Bogotá, RFIOC, 1948, págs. 496 a 516).

Gráfico 9. Base monetaria (B), Medios de pago (M_1), Multiplicador (m_1)
1939 - 1950



Fuentes: Cuadros No. 1 y 4.

redescuento, más como un instrumento de asignación crediticia que como un regulador de la cantidad de dinero. Aquí, el Emisor ya no fue simplemente un dispensador del crédito primario, sino que dejó entrever sus primeros pasos como asignador del crédito, con propósitos de fomento, y hacia ciertos sectores de la economía. Agotadas las posibilidades de la tasa de redescuento —el instrumento de política de los bancos centrales magnificado en *el Informe Cunliffe*—, lo que hizo crisis fue la concepción prístina de la banca central, según la cual sus operaciones estarían moldeadas por el rígido marco de las "reglas de juego".

Rompiendo con el enunciado clásico de la pasividad a partir de 1932, el Banco de la República se convirtió en el eje central de la política monetaria, a través del crédito primario al gobierno. Esta experiencia confirmó la *participación activa* del Banco en cumplimiento de la política económica. Fue una exigencia del momento, como lo destacara el ministro Esteban Jaramillo, al reconocer que si otra hubiese sido la conducta del Banco, su propia existencia habría quedado en discusión.

Los años treinta y cuarenta sirvieron de escenario a aquella presencia activa del Banco de la República, a través del crédito al gobierno, en la adquisición de documentos de deuda pública, en la compra de acciones de entidades destinadas al fomento, en la difusión permanente del redescuento no sólo a los bancos comerciales sino, de manera particular, a la Caja Agraria, y en una intervención permanente en el mercado de cambios para preservar la estabilidad del tipo de cambio.

Este papel activo cultivado por tres lustros, se consolidó a finales de los años cuarenta, cuando bajo la ideología del desarrollo se pretendió que el Banco liderara una política monetaria, crediticia y cambiaria destinada a crear condiciones propicias para el desarrollo económico. En dos palabras, el Banco de la República se convertiría en una palanca anticíclica al servicio del crecimiento. El nuevo ropaje del Emisor se condensó en los siguientes puntos señalados por uno de los analistas de la época:

Primero.- Restringir o aumentar el crédito comercial por medio de los encajes flexibles.

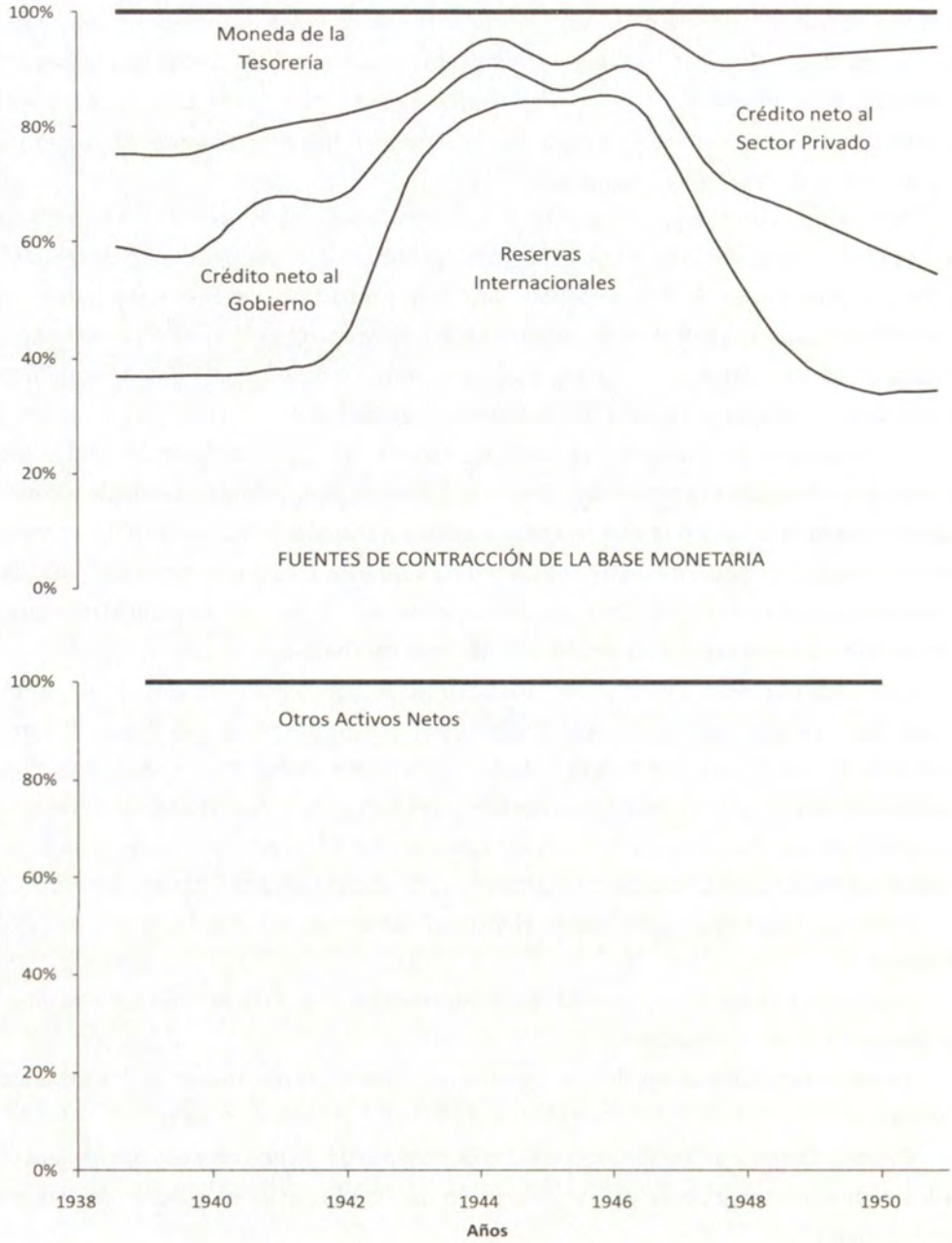
Segundo.- Aumentar o disminuir la moneda en circulación por medio de las operaciones en el mercado abierto.

Tercero.- Estimular o desalentar las nuevas inversiones por medio de las tasas de interés.

Cuarto.- Dirigir y seleccionar el crédito por medio de disposiciones concernientes a los redescuentos, cuotas de cartera, plazo de las obligaciones y tasas de interés diferenciales[38].

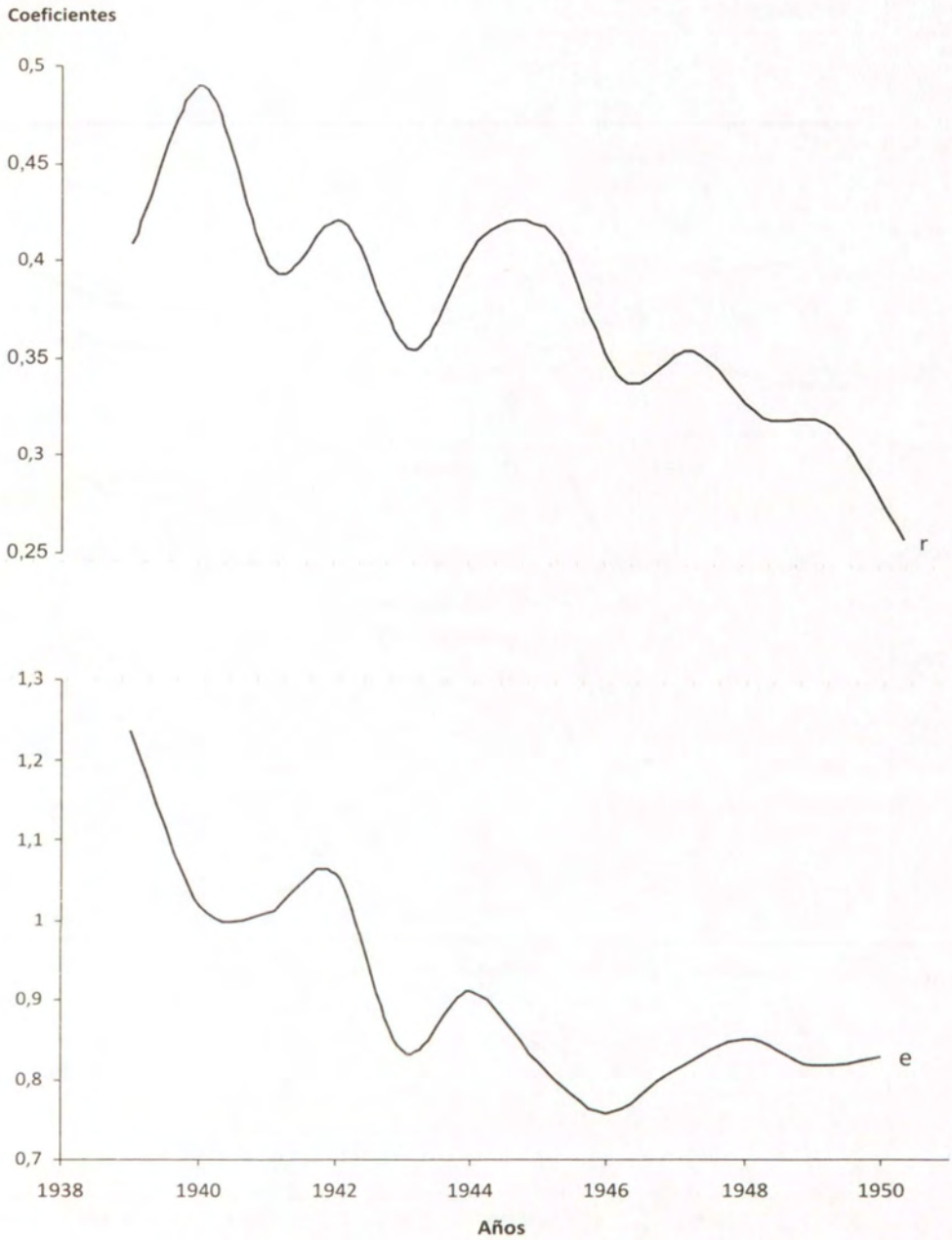
[38] Villaveces, Carlos. "Política anticíclica", *Revista del Banco de la República*, 1949, pág. 1266.

Gráfico 10. Fuentes de expansión de la base monetaria
1939 - 1950



Nota: El crédito neto al sector privado en 1944 fue contaccionista, al igual que el crédito neto al gobierno en 1946.
Fuentes: Cuadro No. 2

Gráfico 11. Relaciones de efectivo y reservas a depósitos en cuenta corriente (e,r)
1939 - 1950



Fuentes: Cuadro No. 1.

Gráfico 12. Depósitos totales
1939 - 1950

Fuentes: Cuadro No. 1.

Con excepción de las operaciones del mercado abierto, los enunciados anteriores fueron acogidos en el Decreto 756 de 1951 con el cual se cerraron dos décadas de cambios que progresivamente alejaron al Emisor de varios de los principales enunciados de la reforma financiera de 1923.

2. El resquebrajamiento del principio de la liquidez de los activos bancarios

Un principio sobresaliente en la reforma de 1923 fue el de la liquidez de los activos de riesgo. De aquí el que se fijara en la ley, que los plazos de la cartera bancaria no deberían exceder los noventa días.

El principio de la liquidez de los créditos fue sinónimo de solidez bancaria. Teóricamente, el redescuento en el Emisor exigió la observación de dicho principio. La inflexibilidad del principio de liquidez aplicado sobre la banca comercial limitó sus operaciones al corto plazo; el financiamiento otorgado a los sectores productivos se restringió a los requerimientos de capital de trabajo. Sobre la banca comercial pesó el viejo principio de los créditos comerciales según el cual "cada peso de crédito correspondería a un peso de producción"[39].

Ante la quiebra del modelo hipotecario para el financiamiento del largo plazo en la Gran Depresión, se crearon instituciones *ad hoc*, y organizaron sistemas que permitieran la canalización de recursos hacia la industria y la agricultura. A fines de los años cuarenta, la versión tradicional según la cual la solidez de la banca comercial dependería del grado de liquidez de los activos de riesgo, fue colocada en tela de juicio por la Misión Currie al modificar los términos de referencia para juzgar el estado de solidez de la banca:

> *"Como argumento... para limitar a los bancos a conceder sólo créditos a corto plazo, se aducía el de que solo por medio de ellos sería posible asegurar la necesaria liquidez del sistema bancario. Este principio tiene un cierto grado de validez y la preocupación de la misión Kemmerer por la liquidez de los bancos, es fácilmente comprensible, si se tiene en cuenta la historia del crédito bancario antes de 1923. Sin embargo, la solidez del sistema bancario no depende, en última instancia, del plazo de vencimiento de los activos del banco, sino de la solidez de la economía en general. Un banco individual, por más líquida y a corto plazo que mantenga su cartera, se encontrará en una posición completamente ilícita si el nivel general de la actividad económica se derrumba. Por lo tanto, en una economía sana y en estado de expansión, tener documentos*

[39] Currie, Lauchlin. *Bases de un programa de fomento para Colombia* (Bogotá, Imprenta del Banco de la República, 1950, pág. 396).

a plazos mayores, es absolutamente compatible con una sólida estructura de los activos bancarios"[40].

3. Nuevos instrumentos de política monetaria. Cambio en el concepto de encaje bancario

Uno de los fundamentos conceptuales más caracterizados de la reforma financiera de 1923 consistió en que el control del crédito se aseguraría mediante la estricta observación de las normas definidas para su otorgamiento en las leyes 25 y 45 de aquel año. Se sostuvo como suficiente que los pagarés sujetos al descuento de los bancos comerciales y al redescuento del Banco de la República resultaran elegibles a la luz de las prescripciones legales. Fue una concepción cualitativa del control crediticio, tan arraigada, que en las circunstancias de mayor expansión del crédito de los bancos, el gerente del Emisor en su *Informe anual* siempre se refirió a la solicitud con la que el Banco estudiaba las peticiones de redescuento. Se supuso que esta actitud cuidadosa y ceñida a los cánones legales bastaba para impedir que las nuevas operaciones de crédito contribuyeran a la financiación de actividades ajenas a la producción. Se reincidió en la concordancia con la *teoría clásica de los préstamos comerciales*, según la cual, el valor de los créditos equivaldría a un valor igual en bienes y servicios.

El encaje requerido de los bancos se entendió, principalmente, como una reserva de seguridad, aplicada sobre los depósitos del público en los bancos. Esta noción primigenia del encaje, heredada de los postulados doctrinarios de la banca clásica, prevaleció durante las dos primeras décadas que siguieron a la reforma financiera de 1923. Precisamente en 1943, veinte años después de aquel cambio institucional, se utilizó por primera vez el encaje como instrumento de política monetaria. En dicha oportunidad estuvo asociado a otros nuevos instrumentos: las operaciones monetarias del Emisor y los depósitos de los importadores en el Banco de la República.

Posteriormente, los proyectos de reforma bancaria presentados al Congreso en la segunda mitad de los años cuarenta, insistieron en que para que la autoridad monetaria en cabeza de la junta directiva del Banco de la República ejerciera una dirección monetaria y crediticia más efectiva, se requería otorgar flexibilidad a los encajes bancarios, delegando en el propio Banco de la República la facultad discrecional para modificar sus niveles según los objetivos de la política monetaria[41].

[40] Currie, Lauchlin, Ibid., pág. 397.

[41] Por ejemplo, el proyecto de ley "por la cual se dictan algunas disposiciones sobre entidades bancarias" y su exposición de motivos presentados al Congreso el 2 de agosto de 1948, *Memoria de Hacienda*, 1948, págs. 3 a 13 del anexo sobre Proyectos de Ley.

En la adopción del encaje como instrumento monetario se materializó el nuevo enfoque según el cual la cantidad de dinero no se regula por sí sola. Como lo señalara la Misión Currie:

"El principio básico del control monetario es que la cantidad de dinero no se regula a sí misma. El control cualitativo no substituye al control cuantitativo de los créditos y depósitos"[42].

La reorientación del pensamiento sobre el control monetario marchó a tono con la aceptación oficial de una nueva definición del dinero en la cual se consideró a los depósitos en cuenta corriente como parte integrante de la oferta monetaria. En otras palabras, se reconoció la importancia de la expansión secundaria del dinero y se enriqueció la noción de regulación y control de la oferta monetaria. A estos eventos que por sí solos significaron un avance en el pensamiento de las autoridades monetarias siguieron los cambios institucionales en la naturaleza, objetivos e instrumentos de la política monetaria. Tales acontecimientos hicieron parte del proceso que condujo finalmente a la reforma de 1951 (Decreto 756) en la cual se consignó que el Banco de la República realizaría una política monetaria y crediticia en favor del crecimiento económico.

En el texto de la reforma se indica que el Banco de la República podría "fijar y variar el encaje legal de los bancos y caja de ahorros que funcionan en el país, a fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimara más oportuna..."[43]. De esta manera, el encaje bancario, que en las leyes inaugurales del sistema financiero en 1923 fue establecido como un fondo de garantía de los depósitos bancarios, pasó a integrar el arsenal de instrumentos de la política monetaria dentro de una nueva visión de la naturaleza y alcances de dicha política.

4. La reforma institucional. Hacia una solución de compromiso

En la segunda mitad de los cuarenta el balance bancario presentó una configuración en la cual los recursos predominantes fueron los depósitos en cuenta corriente. En otras épocas, particularmente en los veinte, los recursos mayoritarios fueron los depósitos de ahorro y a término, las cédulas hipotecarias y los fondos obtenidos en la banca externa.

Las controversias de finales de los cuarenta en torno a una eventual reforma del ordenamiento financiero no fueron independientes de las nuevas características del balance bancario.

[42] Currie, Lauchlin, Ibid., pág. 396.
[43] Decreto 756 de 1951, artículo 1. *Memoria de Hacienda*, 1951, pág. 84.

El problema de fondo fue el restablecimiento del crédito de largo plazo. Una posición consideró que el ordenamiento financiero debía atender prioritariamente los requerimientos del desarrollo económico; para tal efecto, el mercado crediticio quedaría dividido en dos segmentos; el uno, sustentado por una nueva institución oficial que resultaría de la fusión de las existentes; y, el otro, atendido por la banca tradicional de depósito. La institución oficial proveería el crédito de largo plazo con el resorte financiero del Banco de la República y las inversiones forzosas de la banca comercial. A su turno, la banca de depósito otorgaría los préstamos ordinarios en el segmento crediticio de corto plazo[44].

La puesta en marcha del esquema reseñado exigiría una reforma del Banco de la República, dejando en su dirección, mayoritariamente oficial, el racionamiento sectorial y geográfico del crédito. El Banco tendría bajo su dominio las políticas cambiaria y monetaria, pudiendo acudir al sistema de encajes flexibles para efectos de la regulación monetaria.

Otras posiciones se abstuvieron de cuestionar el ordenamiento existente concentrándose en los instrumentos de regulación monetaria. El gobierno planteó a mediados de 1947 la iniciativa de los encajes flexibles como una urgencia impostergable[45].

El debate parlamentario no fue favorable a la propuesta de reforma del ordenamiento existente, sobre todo en los puntos relacionados con la composición de la Junta Directiva del Emisor[46]. Más adelante, la controversia quedó relegada a un segundo plano, hasta las recomendaciones ofrecidas por una misión del Sistema de Reserva Federal a principios de 1950. El avance concreto fue la ruptura con el esquema de la autoliquidez de los activos, al permitirle a los bancos comerciales el otorgamiento de préstamos hasta con 5 años de plazo para ciertos sectores económicos[47]. *La medida tuvo como trasfondo la existencia de una banca comercial aprovisionada de recursos sin costo, con el soporte financiero del Banco de la República.*

Dentro de un contexto internacional favorable a la intervención de los bancos centrales en la promoción del crecimiento económico, se inició a fines de 1950 un debate

[44] Proyecto de ley por la cual se crea la Corporación Colombiana de Crédito, Fomento y Ahorro, y se reorganiza el Banco de la República. *Anales del Congreso*, No. 36, septiembre de 1947.

[45] "He creído que estamos en mora de modernizar en el sentido indicado (los encajes flexibles) la organización de nuestro sistema bancario y a esa convicción obedece el proyecto..." Pérez, Francisco de Paula. "Exposición de motivos del proyecto de ley por la cual se dictan algunas disposiciones sobre entidades bancarias". *Anales del Congreso,* No. 5, julio de 1947, pág. 59. Un proyecto muy similar fue presentado al Congreso en 1948. Ver nota 41.

[46] Las ponencias desfavorables fueron presentadas en el Senado en noviembre de 1947, y en la Cámara en noviembre de 1948. *Anales del Congreso,* No.107 de 1947 y 91 de 1948.

[47] Decreto 384 de 1950. Varios decretos en "la misma línea" fueron expedidos a partir del 384. Franco Holguín, Jorge. *Evolución de las instituciones financieras en Colombia* (México, Cemla, 1966, capítulo VIII).

en torno a la *naturaleza y funciones* del Banco de la República[48]. Las medidas financieras de emergencia adoptadas en abril de 1948, convertidas posteriormente en disposiciones permanentes, constituyeron el antecedente normativo de la discusión[49].

La temática se centró en la composición y facultades de la Junta Directiva del Banco de la República, tomando como referencia inmediata un informe preparado por Daniel Grove del Sistema de Reserva Federal[50].

Grove sostuvo la incompatibilidad de un banco central con la plenitud de las facultades monetarias y la participación de los intereses privados en la dirección del mismo. También llamó la atención sobre la inconveniencia de la participación de los bancos privados en la dirección de los bancos centrales por ser aquéllos el objeto del control de estos últimos; pero reconoció que en algunos casos podría ser pertinente tal participación en aras de la confianza pública. En cuanto a las facultades, la comisión opinó que el Banco de la República podría encargarse de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria si el Estado otorgaba al Banco las facultades de regulación correspondientes.

La comisión tomó un camino equidistante de la posición extrema del banco central considerado como banco de los banqueros, y del banco oficial constituido en piedra angular del desarrollo económico, a la manera del proyecto de 1947. Se configuró una Junta con representación mayoritaria de los particulares en la cual el Estado delegaría las facultades de regulación cambiaria y monetaria para el ejercicio de políticas enderezadas al desarrollo de la economía.

El Decreto 2057 de 1951 autorizó una nueva composición de la junta directiva del Emisor, y el 756 del mismo año definió el campo de acción del Banco de la República en lo relativo a los cupos de crédito, la fijación de las tasas de interés y descuento y la determinación y variación de los encajes. Todas estas facultades delegadas por el Estado con el fin de "estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana".

[48] Aunque los temas de discusión fueron tratados por el Comité de Desarrollo Económico y por varios analistas públicos, la controversia se efectuó a "puerta cerrada" entre los miembros de una comisión de reformas bancarias designada por la Junta Directiva del Banco de la República.

[49] Tales medidas facultaron a la Junta Directiva del Emisor para entre otras disposiciones "fijar el encaje legal de las instituciones bancarias... a fin de hacer efectiva la política de crédito que se estimare más oportuna..." Decreto 211 de 1949, en Kalnins, Arvids. *Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana* (Bogotá, Tercer Mundo, 1963, pág. 330).

[50] Las actas de la discusión fueron publicadas por el Banco de la República en 1980. Mz-Recarmán, Jaime. *Historia jurídica del Banco de la República* (Bogotá, Banco de la República, 1980, Capítulo IV).

Cuadro 1. Principales agregados monetarios y del crédito[1]
(Miles de pesos corrientes)

Metodología

Base (B) = Efectivo en poder del público + Reservas bancarias[2].
Base fuente neta, (B*) = Reservas bancarias — Préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales (= Reservas no prestadas) + Efectivo en poder del público.
Efectivo en poder del público (E) = Moneda de la Tesorería + Billetes del Banco de la República en circulación + Oro amonedado en poder de los bancos comerciales – Caja de los bancos comerciales – Caja del Banco de la República + Depósitos de los particulares en el Banco de la República.
Reservas bancarias (R) = Caja de los bancos comerciales + Depósito de los bancos comerciales en el Banco de la República.
Depósitos en cuenta corriente (Dc).
Depósitos bancarios totales (Dt) = Depósitos a la vista (V) + Depósitos a término (T) + Depósitos de ahorro (A).
Medios de pago (M1) = Efectivo en poder del público + Depósitos en cuentas corrientes realizables por medio de cheques[3].
Crédito bancario neto, (CN).

Años	B	B*	E	R	Dc
1924	44.344	41.138	34.954	9.389	15.909
1925	52.057	44.590	41.673	10.386	19.511
1926	64.383	52.680	53.383	10.999	28.491
1927	68.608	54.250	56.298	12.309	34.247
1928	78.644	71.284	64.141	14.503	39.792
1929	76.139	61.385	62.214	13.924	36.012
1930	56.079	42.561	46.120	9.958	23.633
1931	48.596	33.654	38.875	9.720	20.206
1932	48.915	36.379	35.354	13.560	24.805
1933	59.867	56.183	43.990	15.877	30.344
1934	78.202	74.239	61.708	16.312	40.325
1935	80.270	74.986	63.119	17.151	38.362
1936	88.840	85.270	67.535	21.305	45.203
1937	101.932	94.096	74.812	26.580	54.425
1938	97.921	79.583	74.652	23.269	55.538
1939	107.233	89.987	80.545	26.668	65.068
1940	111.567	96.065	75.249	36.318	73.968
1941	120.644	111.243	86.688	33.956	85.919
1942	138.046	127.350	98.635	39.411	93.374
1943	176334	164.928	123.830	52.504	148.053
1944	258.716	255.924	178.014	80.702	195.588
1945	291.908	277.490	194.156	97.752	236.442
1946	325.108	289.657	224.531	100.577	295.828
1947	366.306	319.169	255.180	111.126	314.209
1948	431.905	333.013	314.037	117.868	369.353
1949	488.962	378.165	353.175	135.787	432.213
1950	581.999	421.932	444.316	137.683	536.472

[1] Los datos corresponden a junio de cada año.
[2] Corresponde al concepto de base fuente según sus aplicaciones
[3] No incluye los depósitos del público en el Banco de la República. Esta partida está integrada dentro del efectivo en poder del público..
Fuente: Informe anual del superintendente bancario. Informe anual del gerente del Banco de la República.
Anexo.

V	T	A	Dt	M1	CN
22.519	7.571	995	31.086	50.863	24.888
29.643	9.580	1.409	40.633	61.184	37.723
38.011	10.096	1.909	50.017	81.874	51.363
46.933	11.353	3.343	61.689	90.545	63.798
56.389	14.724	5.937	77.051	103.933	70.001
52.504	18.723	9.174	80.402	98.226	81.274
34.333	16.710	8.906	59.950	69.753	63.501
27.793	19.398	10.527	57.719	59.081	62.899
32.589	17.588	9.651	59.768	60.159	58.752
39.179	16.829	8.231	64.239	74.334	52.082
47.995	12.702	7.310	68.007	102.033	53.007
47.788	13.731	8.930	70.449	101.481	58.564
54.161	12.503	5.422	72.086	112.748	54.317
67.222	11.370	6.044	84.636	129.237	65.303
67.163	10.685	13.153	91.001	130.190	86.109
78.904	10.771	14.885	104.560	145.613	94.936
96.757	14.150	16.760	127.667	149.217	106.824
108.665	11.834	19.276	139.775	172.607	115.470
125.003	15.722	20.527	161.252	192.009	132.444
168.700	16.810	27.007	212.517	271.883	171.195
221.433	17.363	50.772	289.568	373.602	211.393
266.555	12.547	68.908	348.010	430.598	264.725
336.624	18.669	82.334	437.627	520.359	373.368
378.569	35.133	95.742	509.544	569.389	444.922
448.827	18.580	99.931	567.338	683.390	548.472
522.344	25.933	108.952	657.229	785.388	632.081
629.422	25.444	104.526	759.392	980.788	780.152

Cuadro 2. Fuentes de la base monetaria[1]
(Miles de pesos corrientes)

	1924		1925		1926		1927	
Reservas internacionales	14.125	27,2	26.286	42,0	37.470	49,9	42.201	52,3
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno.[2]	942	1,8	-2.721	26,3	-2.284	21,4	-2.098	16,6
Crédito neto al sector privado	3.202	6,2	7.469	11,9	11.341	15,1	14.015	17,4
Otros activos netos	-6.503	100,0	-7.612	73,7	-8.367	78,6	-10.572	83,4
Moneda de la Tesorería	33.574	64,8	28.862	46,1	26.229	35,0	24.479	30,3
	51.843	100,0	62.617	100,0	75.040	100,0	80.695	100,0
	-6.503	100,0	-10.333	100,0	-10.651	100,0	-12.670	100,0
Base monetaria	45.340	--	52.284	--	64.389	--	68.025	--
	1928		**1929**		**1930**		**1931**	
Reservas internacionales	62.418	67,5	55.307	60,3	31.162	46,0	21.169	35,3
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno.[3]	-3.325	23,1	-3.124	19,2	1.875	2,8	3.106	5,2
Crédito neto al sector privado	6.753	7,3	13.941	15,2	12.943	19,1	14.373	23,9
Otros activos netos	-11.094	76,9	-13.123	80,8	-12.785	100,0	-12.110	100,0
Moneda de la Tesorería	23.314	25,2	22.527	24,5	21.778	32,1	21.368	35,6
	92.485	100,0	91.775	100,0	67.758	100,0	60.016	100,0
	-14.419	100,0	-16.247	100,0	-12.785	100,0	-12.110	100,0
Base monetaria	78.066	--	75.528	--	54.973	--	47.906	--
	1932		**1933**		**1934**		**1935**	
Reservas internacionales	16.270	26,2	18.029	26,9	20.116	24,7	30.486	30,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	16.359	26,4	24.655	36,7	35.356	43,4	37.057	37,2
Crédito neto al sector privado	7.922	12,8	2.848	4,2	4.266	5,2	5.087	5,1
Otros activos netos	-13.178	100,0	-8.430	100,0	-5.205	100,0	-21.855	100,0
Moneda de la Tesorería	21.482	34,6	21.563	32,1	21.819	26,8	26.862	27,0
	62.033	100,0	67.095	100,0	81.557	100,0	99.492	100,0
	-13.178	100,0	-8.430	100,0	-5.205	100,0	-21.855	100,0
Base monetaria	48.855	--	58.665	--	76.352	--	77.637	--
	1936		**1937**		**1938**		**1939**	
Reservas internacionales	32.470	30,9	44.607	36,8	43.103	35,9	41.852	36,7
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	40.581	38,6	36.744	30,3	35.522	29,6	25.769	22,6
Crédito neto al sector privado	4.422	4,2	12.234	10,1	13.682	11,4	18.275	16,0
Otros activos netos[4]	-20.902	100,0	-20.982	100,0	-22.266	100,0	-7.201	100,0
Moneda de la Tesorería	27.583	26,3	27.611	22,8	27.630	23,0	28.123	24,7
	105.056	100,0	121.196	100,0	119.937	100,0	114.019	100,0
	-20.902	100,0	-20.982	100,0	-22.266	100,0	-7.201	100,0
Base monetaria	84.154	--	100.214	--	97.671	--	106.818	--

(Continúa...)

(Viene...)

	1940		1941		1942		1943	
Reservas internacionales	42.572	37,1	52.427	37,9	66.635	42,8	153.015	72,8
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	23.680	20,6	40.983	29,6	39.326	25,2	19.329	9,2
Crédito neto al sector privado	20.371	17,8	16.759	12,1	21.723	13,9	9.683	4,6
Otros activos netos	-3.502	100,0	-21.062	100,0	-18.096	100,0	-34.856	100,0
Moneda de la Tesorería	28.062	24,5	28.062	20,3	28.111	18,0	28.270	13,4
	114.685	100,0	138.231	100,0	155.795	100,0	210.297	100,0
	-3.502	100,0	-21.062	100,0	-18.096	100,0	-34.856	100,0
Base monetaria	111.183	--	117.169	--	137.699	--	175.441	--
	1944		**1945**		**1946**		**1947**	
Reservas internacionales	256.577	83,1	275.618	84,5	309.491	83,4	231.036	60,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	23.281	7,5	6.219	1,9	-17.765	37,1	44.526	11,7
Crédito neto al sector privado	-27.101	36,5	15.233	4,7	28.566	7,7	71.464	18,7
Otros activos netos	-47.066	63,5	-35.723	100,0	-30.117	62,9	-17.131	100,0
Moneda de la Tesorería	28.835	9,3	29.237	9,0	32.852	8,9	34.239	9,0
	308.693	100,0	326.307	100,0	370.909	100,0	381.265	100,0
	-74.167	100,0	-35.723	100,0	-47.882	100,0	-17.131	100,0
Base monetaria	234.526	--	290.584	--	323.027	--	364.134	--
	1948		**1949**		**1950**			
Reservas internacionales	188.571	41,4	176.391	34,4	212.478	34,5		
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	112.201	24,6	132.021	25,7	124.811	20,3		
Crédito neto al sector privado	119.708	26,3	169.310	33,0	242.399	39,3		
Otros activos netos	-28.429	100,0	-26.391	100,0	-37.296	100,0		
Moneda de la Tesorería	35.049	7,7	35.776	7,0	36.526	5,9		
	455.529	100,0	513.498	100,0	616.214	100,0		
	-28.429	100,0	-26.391	100,0	-37.296	100,0		
Base monetaria	427.100	--	487.107	--	578.918	--		

[1] Los datos corresponden al mes de junio de cada año.

[2] Incluye los bonos del Tesoro adquiridos al público por el Banco de la República, como parte del proceso de unificación de la moneda. El saldo de 1924 se debe en gran medida a las compras de dichos bonos por el Banco las cuales llegaron a $823000.

[3] A partir de 1930 incluye los bonos del Tesoro adquiridos por la Ley 37 de 1930.

[4] Incluye la cuenta especial de cambios, así como otros activos y otros pasivos.

Fuente: Anexo.

Cuadro 3. Origen de las variaciones de la base monetaria[1]
(Miles de pesos corrientes)

	1924-25		1925-26		1926-27		1927-28	
Reservas internacionales	12.161	74,0	11.184	72,2	4.731	62,3	20.217	100,0
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-3.663	38,6	437	2,8	186	2,5	-1.227	12,1
Crédito neto al sector privado	4.267	26,0	3.872	25,0	2.674	35,2	-7.262	71,4
Otros activos netos	-1.109	11,7	-755	22,3	-2.205	55,8	-522	5,1
Moneda de la Tesorería	-4.712	49,7	-2.633	77,7	-1.750	44,2	-1.165	11,4
Total de los incrementos	16.428	100,0	15.493	100,0	7.591	100,0	20.217	100,0
Total de las disminuciones	9.484	100,0	3.388	100,0	3.955	100,0	10.176	100,0
Variación total de la base	6.944	--	12.105	--	3.636	--	10.041	--
	1928-29		**1929-30**		**1930-31**		**1931-32**	
Reservas internacionales	-7.111	71,6	-24.145	93,3	-9.995	96,1	-4.899	39,5
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	201	2,7	4.999	93,7	1.231	36,9	13.253	99,1
Crédito neto al sector privado	7.188	97,3	-998	3,9	1.430	42,9	-6.451	51,9
Otros activos netos	-2.029	20,4	338	6,3	675	20,2	-1.068	8,6
Moneda de la Tesorería	-787	7,9	-749	2,9	-410	3,9	114	0,9
Total de los incrementos	7.389	100	5.337	100,0	3.336	100,0	13.367	100,0
Total de las disminuciones	9.927	100	25.892	100,0	10.405	100,0	12.418	100,0
Variación total de la base	-2.538	--	-20.555	--	-7.069	--	949	--
	1932-33		**1933-34**		**1934-35**		**1935-36**	
Reservas internacionales	1.759	11,8	2.087	11,8	10.370	57,8	1.984	27,6
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	8.296	55,7	10.701	60,5	1.701	9,5	3.524	49,1
Crédito neto al sector privado	-5.074	100,0	1.418	8,0	821	4,6	-665	100,0
Otros activos netos	4.748	31,9	3.225	18,2	-16.650	100,0	953	13,3
Moneda de la Tesorería	81	0,5	256	1,4	5.043	28,1	721	10,0
Total de los incrementos	14.884	100,0	17.687	100,0	17.935	100,0	7.182	100,0
Total de las disminuciones	5.074	100,0	--	--	16.650	100,0	665	100,0
Variación total de la base	9.810	--	17.687	--	1.285	--	6.517	--
	1936-37		**1937-38**		**1938-39**		**1939-40**	
Reservas internacionales	12.137	60,8	-1.504	37,5	-1.251	11,4	720	11,1
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-3.837	98,0	-1.222	30,5	-9.753	88,6	-2.089	97,2
Crédito neto al sector privado	7.812	39,1	1.448	98,7	4.593	22,8	2.096	32,2
Otros activos netos	-80	2,0	-1.284	32,0	15.065	74,8	3.699	56,8
Moneda de la Tesorería	28	0,1	19	1,3	493	2,4	-61	2,8
Total de los incrementos	19.977	100,0	1.467	100,0	20.151	100,0	6.515	100,0
Total de las disminuciones	3.917	100,0	4.010	100,0	11.004	100,0	2.150	100,0
Variación total de la base	16.060	--	-2.543	--	9.147	--	4.365	--

(Continúa...)

(Viene...)

	1940-41		1941-42		1942-43		1943-44	
Reservas internacionales	9.855	36,3	14.208	64,0	86.380	99,8	103.562	95,8
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	17.303	63,7	-1.657	100,0	-19.997	41,0	3.952	3,7
Crédito neto al sector privado	-3.612	17,1	4.964	22,4	-12.040	24,7	-36.784	75,1
Otros activos netos	-17.560	82,9	2.966	13,4	-16.760	34,3	-12.210	24,9
Moneda de la Tesorería	0	0,0	49	0,2	159	0,2	565	0,5
Total de los incrementos	27.158	100,0	22.187	100,0	86.539	100,0	108.079	100,0
Total de las disminuciones	21.172	100,0	1.657	100,0	48.797	100,0	48.994	100,0
Variación total de la base	5.986	--	20.530	--	37.742	--	59.085	--
	1944-45		**1945-46**		**1946-47**		**1947-48**	
Reservas internacionales	19.041	25,9	33.873	60,0	-78.455	100,0	-42.465	79,0
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	-17.062	100,0	-23.984	100,0	62.291	52,1	67.675	58,0
Crédito neto al sector privado	42.334	57,5	13.333	23,6	42.898	35,9	48.244	41,3
Otros activos netos	11.793	16,0	5.606	9,9	12.986	10,9	-11.298	21,0
Moneda de la Tesorería	402	0,5	3.615	6,4	1.387	1,2	810	0,7
Total de los incrementos	73.570	100,0	56.427	100,0	119.562	100,0	116.729	100,0
Total de las disminuciones	17.062	100,0	23.984	100,0	78.455	100,0	53.763	100,0
Variación total de la base	56.508	--	32.443	--	41.107	--	62.966	--
	1948-49		**1949-50**					
Reservas internacionales	-12.180	100,0	36.087	32,8				
Crédito doméstico								
Crédito neto al gobierno	19.820	27,5	-7.210	39,8				
Crédito neto al sector privado	49.602	68,7	73.089	66,5				
Otros activos netos	2.038	2,8	-10.905	60,2				
Moneda de la Tesorería	727	1,0	750	0,7				
Total de los incrementos	72.187	100,0	109.926	100,0				
Total de las disminuciones	12.180	100,0	18.115	100,0				
Variación total de la base	60.007	--	91.811	--				

[1] Los datos corresponden a junio de cada año.

Fuente: Cuadro No.2, fuentes de la base monetaria.

Cuadro 4. Parámetros de los multiplicadores del dinero y del crédito

Metodología

Coeficiente del efectivo en poder del público en relación con los depósitos en cuenta corriente, $\frac{E}{Dc} = e$

Coeficiente de las reservas bancarias en relación con los depósitos en cuenta corriente, $\frac{R}{Dc} = r$

Coeficiente del multiplicador de medios de pago, $\frac{1+e}{e+r} = m_1$

Encaje promedio (r) : es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos totales.

Encaje de los depósitos a la vista (r_0): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a la vista.

Encaje de los depósitos a término (r_1): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a término.

Encaje de los depósitos de ahorro (r_2): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos de ahorro.

Coeficiente de las reservas requeridas (r_r): es el cociente entre las reservas requeridas de los bancos y los depósitos totales.

Coeficiente de las reservas excesivas (r_e): es el cociente entre las reservas excesivas de los bancos y los depósitos totales.

Años	e	r	m_1	$\bar{r}$	r_0	r_1	r_2	r_r
1924	2,20	0,59	1,147	0,302	0,416	1,240	9,436	0,21
1925	2,14	0,53	1,175	0,255	0,350	1,084	7,369	0,21
1926	1,87	0,39	1,272	0,220	0,289	1,089	5,762	0,12
1927	1,64	0,36	1,320	0,199	0,262	1,084	3,682	0,12
1928	1,61	0,36	1,322	0,188	0,257	0,985	2,443	0,12
1929	1,73	0,39	1,291	0,173	0,265	0,744	1,518	0,11
1930	1,95	0,42	1,244	0,166	0,290	0,596	1,118	0,10
1931	1,92	0,48	1,216	0,165	0,349	0,501	0,923	0,09
1932	1,43	0,55	1,230	0,227	0,416	0,771	1,414	0,10
1933	1,45	0,52	1,242	0,247	0,405	0,943	1,929	0,10
1934	1,53	0,40	1,308	0,239	0,339	1,284	2,281	0,12
1935	1,65	0,45	1,264	0,243	0,358	1,249	1,920	0,11
1936	1,49	0,47	1,269	0,295	0,393	1,703	3,929	0,12
1937	1,37	0,49	1,275	0,314	0,395	2,337	4,397	0,13
1938	1,34	0,42	1,330	0,255	0,346	2,177	1,769	0,12
1939	1,24	0,41	1,359	0,255	0,337	2,475	1,791	0,12
1940	1,02	0,49	1,338	0,284	0,375	2,566	2,166	0,13
1941	1,01	0,40	1,431	0,242	0,312	2,859	1,761	0,12
1942	1,06	0,42	1,393	0,244	0,315	2,506	1,919	0,12
1943	0,84	0,35	1,543	0,247	0,311	3,123	1,944	0,12
1944	0,91	0,41	1,445	0,278	0,364	4,647	1,589	0,12
1945	0,82	0,41	1,476	0,286	0,366	7,790	1,418	0,12
1946	0,76	0,34	1,603	0,229	0,298	5,387	1,221	0,12
1947	0,81	0,35	1,555	0,218	0,293	3,154	1,160	0,11
1948	0,85	0,32	1,583	0,207	0,262	6,343	1,179	0,12
1949	0,82	0,31	1,607	0,206	0,259	5,236	1,246	0,12
1950	0,83	0,26	1,686	0,181	0,281	5,411	1,317	0,13

* Los datos corresponden a junio de cada año.

Informe Anual del gerente del Banco de la República. Informe Anual del superintendente bancario.

Anexo.

Coeficiente de las reservas libres (r_l): es la diferencia entre el coeficiente de las reservas excesivas y la relación de endeudamiento en el Banco de la República.

Relación de endeudamiento con el Banco de la República (b): es el cociente entre los créditos y los descuentos del banco de la república a los bancos comerciales y los depósitos totales en los bancos comerciales.

Relación de los depósitos a término y los depósitos en cuenta corriente (t).

Relación de los depósitos de ahorro y los depósitos en cuenta corriente (a).

Relación de los depósitos a la vista que no son realizables por medio de cheques y los depósitos en cuenta corriente (v).

Multiplicador de los medios de pago (μ_1): es la cantidad de medios de pago originada por una unidad de base, entendida como fuente base neta (Unborrowed high powered money).

Multiplicador del crédito bancario, (z).

$$\mu_1 = \frac{1+e}{(\bar{r}-b)(1+t+a+v)+e} \qquad z = \frac{(1+t+a+v)-(\bar{r}-b)(1+t+a+v)}{(\bar{r}-b)(1+t+a+v)+e}$$

r_e	r_l	b	t	a	v	μ_1	z	z/μ_1
0,09	-0,01	0,103	0,476	0,062	0,415	1,236	0,605	0,489
0,04	-0,14	0,183	0,491	0,072	0,519	1,372	0,846	0,616
0,10	-0,13	0,234	0,354	0,067	0,356	1,555	0,975	0,627
0,08	-0,15	0,233	0,332	0,098	0,372	1,671	1,178	0,705
0,07	-0,03	0,096	0,370	0,149	0,417	1,459	0,983	0,673
0,06	-0,12	0,183	0,520	0,255	0,458	1,600	1,323	0,827
0,07	-0,16	0,225	0,707	0,377	0,453	1,638	1,492	0,910
0,08	-0,18	0,259	0,960	0,521	0,375	1,766	1,887	1,069
0,13	-0,08	0,210	0,709	0,387	0,317	1,654	1,618	0,978
0,14	0,08	0,057	0,555	0,271	0,291	1,323	0,926	0,700
0,12	0,07	0,055	0,314	0,181	0,100	1,387	0,714	0,514
0,13	0,06	0,075	0,357	0,232	0,245	1,354	0,781	0,577
0,17	0,12	0,049	0,276	0,119	0,197	1,323	0,637	0,481
0,12	0,03	0,086	0,208	0,111	0,235	1,374	0,694	0,505
0,14	-0,06	0,201	0,192	0,236	0,209	1,636	1,081	0,661
0,14	-0,02	0,164	0,165	0,228	0,212	1,617	1,055	0,652
0,17	0,05	0,121	0,191	0,226	0,308	1,554	1,112	0,716
0,12	0,05	0,067	0,137	0,224	0,264	1,554	1,037	0,668
0,12	0,05	0,066	0,168	0,219	0,338	1,508	1,040	0,690
0,12	0,07	0,053	0,113	0,182	0,139	1,648	1,037	0,630
0,16	0,15	0,009	0,088	0,259	0,132	1,460	0,827	0,566
0,16	0,12	0,041	0,053	0,291	0,127	1,541	0,940	0,610
0,11	0,03	0,081	0,063	0,278	0,137	1,800	1,289	0,716
0,10	0,01	0,092	0,112	0,304	0,204	1,783	1,393	0,781
0,09	-0,08	0,174	0,050	0,270	0,215	2,054	1,648	0,802
0,09	-0,08	0,168	0,060	0,252	0,208	2,077	1,672	0,805
0,06	-0,15	0,210	0,047	0,194	0,173	2,323	1,849	0,796

Cuadro 5. Bancos comerciales.
Cartera.
1925 - 1933 (junios)
(Millones de pesos)

Años	Cartera descontable (1)	Cartera no descontada (2)	Cartera no descontable (3)	Total (4)	(1)/(4)	(2)/(4)	(3)/(4)
1925	19.6	4.7	22.6	46.9	0.41	0.10	0.48
1926	16.8	8.9	24.9	50.6	0.33	0.18	0.49
1927	27.9	13.4	33.1	74.4	0.38	0.18	0.44
1928	37.3	6.8	40.3	84.4	0.44	0.08	0.48
1929	41.9	20.5	45.9	108.3	0.39	0.19	0.42
1930	34.0	17.6	39.2	90.8	0.37	0.19	0.43
1931	24.1	17.2	40.8	82.1	0.29	0.21	0.50
1932	17.2	6.4	34.4	58.0	0.30	0.11	0.59
1933	15.6	1.9	28.9	46.4	0.34	0.04	0.62

Fuente: Informe del superintendente bancario.

Cuadro 6. Bancos comerciales e hipotecarios.
Captaciones y cartera.
1925 - 1933* (junios)
(Millones de pesos)

Años	Captaciones banca comercial* (1)	Cédulas banca hipotecaria (2)	Total 1 + 2 = (3)	(2)/(3)	Cartera banca comercial (1)	Cartera banca hipotecaria (2)	Total 1 + 2 = (3)	(2)/(3)
1925	8.6	6.1	14.7	0.41	46.9	7.9	54.8	0.14
1926	10.6	16.5	27.1	0.61	50.6	20.7	71.3	0.29
1927	12.4	34.4	46.8	0.74	74.4	38.1	112.5	0.34
1928	18.4	56.6	75.0	0.75	84.4	60.8	145.2	0.42
1929	25.6	75.9	101.5	0.75	108.3	81.1	189.4	0.43
1930	21.9	77.4	99.3	0.78	90.8	83.9	174.7	0.48
1931	26.4	76.4	102.8	0.74	82.1	81.1	163.2	0.50
1932	24.8	68.9	93.7	0.74	58.0	73.1	131.1	0.56
1933	23.5	48.8	72.3	0.67	46.4	61.2	107.6	0.57

* Depósitos de ahorro a término. No se incluyen las operaciones de las secciones hipotecarias.

Cuadro 7. Reservas internacionales brutas del Banco de la República. 1928-1945*
(Millones de US$)

1928	I	**62.4**	**1934**	I	**17.6**	**1940**	I	**24.4**
	II	64.7		II	13.7		II	24.9
1929	I	55.3	1935	I	16.6	1941	I	30.0
	II	37.7		II	18.4		II	22.5
1930	I	31.2	1936	I	18.5	1942	I	38.4
	II	27.4		II	24.1		II	61.9
1931	I	21.2	1937	I	25.4	1943	I	87.5
	II	13.8		II	20.0		II	113.4
1932	I	16.3	1938	I	23.9	1944	I	146.6
	II	17.2		II	27.0		II	158.2
1933	I	18.0	1939	I	23.9	1945	I	157.5
	II	16.8		II	24.2		II	176.8

* I: Primer semestre.
II: Segundo semestre.
Fuente: *Revista del Banco de la República.*

Cuadro 8. Recaudos Corrientes de la Nación. 1924—1925
(Millones de Pesos)

Años	Renta (1)	Aduanas (2)	Ingreso corriente (1)+(2)
1924	0.6	19.9	20.5
1925	0.7	22.2	22.9
1926	1.1	25.9	27.0
1927	1.3	29.2	30.5
1928	3.2	37.1	40.3
1929	2.7	35.4	38.1
1930	3.3	18.4	21.7
1931	2.8	17.7	20.5
1932	1.5	17.5	19.0
1933	1.7	22.3	24.0
1934	2.0	24.6	26.6
1935	4.3	27.5	31.8
1936	12.9	30.1	43.0
1937	15.5	34.3	49.8
1938	18.2	31.1	49.3
1939	19.4	40.6	60.0
1940	21.9	27.7	49.6
1941	22.2	30.5	52.7
1942	27.5	18.7	46.2
1943	33.6	21.6	55.2
1944	38.5	26.1	64.6
1945	58.5	41.3	99.8

Fuente: Informe Financiero. Contraloría General de la República, 1946.

Cuadro 9. Actividad económica, inflación y expansión primaria y secundaria de dinero
Tasas porcentuales de crecimiento 1939 - 1950

Años	PIB	Precios	Emisión primaria	Emisión secundaria	Depósitos a la vista	Medios de pago	Reservas internacionales*
1939	6.1	4.5	9.4	2.1	17	12.0	--
1940	2.2	-3.3	4.1	-1.5	14	2.5	2.1
1941	1.7	-1.4	8.0	7.0	16	15.7	22.9
1942	0.2	8.7	14.4	-2.8	8.7	11.2	28.0
1943	0.4	16.0	27.7	10.9	58.6	41.6	128.0
1944	6.8	20.4	46.7	-6.4	32.1	37.4	67.5
1945	4.7	11.2	12.8	2.1	20.9	15.3	7.4
1946	9.6	9.3	11.4	8.6	25.1	20.8	9.1
1947	3.9	18.3	12.7	-2.9	6.2	9.4	-23.2
1948	2.8	16.4	17.9	1.7	17.6	20.0	-18.4
1949	8.7	6.7	13.1	1.5	17.1	15.0	-16.0
1950	1.1	21.5	19.0	5.0	24.1	24.9	20.0

* Reservas internacionales brutas en US$.
Fuente: PIB. Cepal
Precios. Serie de precios basada en el Índice de costo de la vida obrera en Bogotá, *Revista del Banco de la República.*
Otros. Cuadros No. 1 y 7.

Anexo

La definición del dinero en Colombia, 1923 - 1950

Introducción

Es útil reconocer que la economía monetaria prekeynesiana no era monolítica, para comprender que la economía monetaria de hoy tampoco lo es. Algunas de las diferencias que se presentan hoy son el eco de diferencias que se presentaron en el pasado. En particular, hay una divergencia que persiste hoy y que se presentó en la polémica entre la Currency School y la Banking School en los años 1840 (pero que es aún más antigua).

John R. Hick[1]

ESTE ANEXO SE HA ESCRITO CON UN DOBLE PROPÓSITO: seguir de cerca las definiciones de dinero empleadas en Colombia entre 1923 y 1950, y explicar las metodologías usadas en este trabajo para medir los conceptos monetarios referidos a aquel período.

Luego de la fundación del Banco de la República, el debate sobre la definición del dinero estuvo acompañado del ánimo dialéctico y de la presentación explícita o tácita de argumentaciones desarrolladas por diferentes escuelas económicas. En el curso de este anexo se acudirá frecuentemente a la antigua controversia protagonizada por la Escuela Bancaria (Banking School) –en adelante EB-, y la Escuela del Circulante (Currency School) –en adelante EC- en el siglo XIX. Algunos postulados centrales de dichas escuelas, específicamente los relacionados con la concepción del dinero, esclarecen el contenido de la polémica abierta en Colombia a partir de 1923 acerca de la *definición y medición* del dinero.

Según la EC, el dinero estaba constituido por las especies metálicas en circulación con poder liberatorio, por la moneda fiduciaria de curso forzoso (moneda impresa por el Estado o papel moneda) y por las distintas expresiones de la moneda escrituraria (billetes bancarios o moneda de papel). La EB consentía en aceptar las especies metálicas y la moneda fiduciaria del Estado como dinero; sin embargo, establecía un claro lindero entre las nociones de dinero y crédito al considerar dentro de este último la moneda escrituraria, antecedente histórico de los depósitos bancarios. En la conceptualización de la EB, los antiguos billetes de banco y los posteriores depósitos bancarios realizables por cheque, constituían instrumentos crediticios, identificados por esta naturaleza con otros efectos de comercio como las letras. A partir de una discriminación casi sutil, pero diáfanamente delimitada, se desarrollaron las argumentaciones posteriores de la EB

Hicks, J. *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*. Introducción, 1970, p. 10.

acerca de la naturaleza diversa del crédito y del dinero. Estas fronteras conceptuales permitieron deslindar después la política monetaria de la política crediticia y evaluar separadamente sus efectos sobre la actividad económica.

El discernimiento de los principios básicos de la EC y de la EB es útil para la interpretación de los debates sobre la definición del dinero en Colombia, particularmente del período 1923-19502*.

En la controversia acerca de la *definición y medición* del dinero actuaron como protagonistas centrales el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria. Desde 1924, las dos entidades emplearon metodologías cercanas. En 1929, el Banco de la República adoptó la conceptualización que en este trabajo se denomina *metodología de Claus-Caro*; dicha metodología se identifica prácticamente con el concepto actual de "demanda de la base fuente". Por esta razón, dentro del texto se afirma que el Banco de la República en su búsqueda de una definición de dinero se acercó más al concepto de "dinero de alto poder" que al concepto de dinero como "medio de pago". La formulación propuesta por Claus-Caro en 1929 mantuvo su vigencia en el *Informe anual del gerente* hasta 1949. Sin embargo, la *Revista Mensual* varió el esquema de medición a partir de enero de 1941, siguiendo el modelo propuesto por Paul Hermberg en 1939. La presentación de Hermberg proponía una definición de dinero que abarcaba el numerario en poder del público y los depósitos de los particulares realizables con cheque en el Banco de la República y en los bancos comerciales. Al escoger esta definición en su *Revista Mensual*, el Banco de la República optó por un viraje metodológico al aceptar la noción de medios de pago. Los trabajos de Triffin (1944) y de De Abrisqueta (1945) contribuyeron a depurar y superar definitivamente la propuesta de Hermberg.

La Superintendencia Bancaria adoptó en 1935 el método convenido por la Sociedad de las Naciones para el cálculo del medio circulante. La metodología correspondiente incluía el numerario en poder del público, los depósitos oficiales en el Banco de la República y los depósitos a la vista hechos por particulares en el Banco de la República y en los bancos privados. Como puede apreciarse, la definición adoptada sigue el enfoque de los medios de pago. De este modo, la Superintendencia Bancaria fue la primera institución en acercarse a la moderna y más elemental definición de dinero.

* Extrañamente, el profesor Phillip Cagan acusa a la Banking School de no trazar una línea estrictamente definida entre lo que es y lo que no es dinero. Se trata, sin duda, de una confusión con la Currency School. El texto aludido de Cagan es el siguiente: "A point of view expressed by the Banking School of the mid-1800's, and even earlier by others, contends that the liabilities of various nonbanking financial institutions are near-perfect moneys and should be included along with the liabilities of commercial banks. Indeed, the Banking School contended that no hard-and-fast line can be draw between money and nonmoneys". Cagan, Phillip. *Determinants and effects of changes in the stock of money 1875-1960* (New York, 1965, pág. 3).

Desde su adopción en 1935 hasta 1950 —límite final de este trabajo— el esquema seguido por la Superintendencia sólo recibió modificaciones secundarias.

La controversia relacionada con la definición de dinero admite dos interpretaciones: la primera se refiere a las divergencias estrictamente "técnicas" acerca del concepto de dinero. La Superintendencia reclamó la superioridad técnica de su definición sobre la metodología de Claus-Caro y no admitió las variantes metodológicas introducidas a partir del Informe Hermberg. La segunda está vinculada con las implicaciones de cada presentación en términos de la política económica: con el enfoque Claus-Caro, el Banco de la República centraba su atención, no sobre el conjunto de los medios de pago sino sobre el dinero "potencial" o dinero-base. Hipotéticamente, entonces, el control de la autoridad monetaria se ejercía fundamentalmente sobre la base. En particular, la Superintendencia Bancaria estuvo interesada en asegurar una presentación de la cantidad de dinero que sirviera al público como un indicador general del movimiento de los negocios.

Por último, como telón de fondo de la discusión, se mantuvo siempre la teoría cuantitativa de origen fisheriano. Siguiendo esta presentación, el concepto de dinero se entendió más como un flujo que como un "stock". La medición en términos de "cantidad" siempre pareció insuficiente a los analistas de la época.

1. Aproximaciones a la definición del dinero en Colombia, 1923 - 1950

A. Las metodologías diseñadas por la Superintendencia Bancaria

En su primer informe al ministro de hacienda (julio de 1924), el superintendente bancario presenta un esquema llamado circulación monetaria en el país. Con este cuadro se informa al ministro acerca de las disponibilidades monetarias totales o, en otros términos, de cuánto dinero dispone el país. El esquema es:

Circulación monetaria en el país[2]
Oro acuñado
Plata
Níquel
Billetes representativos de oro (papel moneda)
Billetes de antiguas ediciones
Billetes del Banco de la República
Cédulas de Tesorería
Bonos del Tesoro
Bonos bancarios
Cédulas bancarias
Total

Se concibe el *dinero* como la *circulación monetaria* total en el país integrada por el cúmulo de formas monetarias existentes.

En los informes de 1925, 1926 y 1927 se emplean indistintamente las expresiones circulación monetaria y medio circulante, pero con una connotación distinta a la de 1924; el oro acuñado en poder del Banco de la República ya no se considera como

[2] Un formato similar se emplea para la circulación monetaria en la *Memoria de Hacienda* de 1925. *Memorias del ministro de hacienda y crédito público,* 1925.

participante de la circulación monetaria sino como parte del respaldo de los billetes emitidos y en circulación[3].

A partir de 1935, la Superintendencia adoptó el método propuesto por la Sociedad de las Naciones para la medición del medio circulante, aplicándolo a la información existente a partir de 1928.

El formato utilizado en los informes anuales de la Superintendencia y en el boletín de la misma aparece enseguida:

Composición del medio circulante[4]

Billetes del Banco de la República

Billetes nacionales

Plata, certificados de plata y níquel

Suma

Menos:

Numerario en poder de los bancos

Saldo en numerario

[3] El diseño empleado por la Superintendencia en 1926 fue el siguiente: *circulación monetaria y reserva metálica en Colombia* o, alternativamente, *medio circulante y reservas en oro en el país:*

Billetes del Banco de la República
Billetes nacionales
Bonos del Tesoro
Cédulas de Tesorería
Níquel
Plata
Cédulas bancarias
Bonos bancarios
Oro acuñado en los bancos, excepto el de la República
Total

Respaldo del Banco de la República
Oro acuñado en caja
Oro en barras en caja
Oro en el exterior
Suma

En la presentación de los guarismos correspondientes, la Superintendencia obtiene un subtotal para los rubros de billetes nacionales, bonos del Tesoro, cédulas de Tesorería y níquel. Aunque no aparece ninguna explicación en el texto, es probable que la intención haya sido la de agrupar en un subtotal la deuda de la Tesorería.

En la *Memoria de Hacienda* de 1926, se identifican los conceptos de circulación monetaria y numerario, empleando un formato similar al presentado por la Superintendencia en 1924. Además, introduce el concepto de circulación equivalente al saldo entre la circulación monetaria y el oro amonedado en caja del Banco de la República.

[4] En realidad, este formato comenzó a publicarse en 1935 homogeneizando los cálculos a partir de 1928. *Boletín de La Superintendencia Bancaria,* No. 6, Bogotá, agosto 1935. Su vigencia se extendió hasta 1940. *Boletín de la Superintendencia Bancaria,* No. 31, Bogotá, septiembre 1940.

Más:

Depósitos a la vista en bancos particulares

Depósitos oficiales en el Banco de la República

Depósitos de particulares en el Banco de la República

Total del medio circulante.

Con la adopción de la metodología preconizada por la Sociedad de las Naciones, la Superintendencia revalúa su concepción inicial de dinero identificada con la suma de las especies monetarias en circulación, sustituyéndola por la noción del dinero como medio de pago. En efecto, el rubro denominado saldo de numerario, pretende medir el circulante en poder del público[5], mientras que los rubros de depósitos podrían considerarse dentro de uno general llamado simplemente depósitos a la vista. En su informe de 1935, el superintendente transcribe la definición de dinero acogida: "Por dinero, según el servicio de estudios económicos de la Sociedad de las Naciones, debe entenderse todo aquello que en virtud de la costumbre o de la ley puede utilizarse directamente para arreglar los negocios y pagar deudas". De este modo —prosigue el superintendente—, el dinero "comprende no solamente los billetes y piezas de moneda sino también los depósitos a la vista en los bancos comerciales; no comprende los depósitos de los bancos en el Banco de la República ni los depósitos a término".

Como se verá más tarde, la adhesión de la Superintendencia al modelo de la Sociedad de las Naciones le garantizó el ser la primera institución en acercarse a la moderna y más elemental definición de dinero. Pero, como puede observarse, la explícita exclusión de los depósitos a término le impidió abarcar concepciones más amplias. Sin embargo, había razones para lo uno y para lo otro: en primer lugar, después de doce años de organización del sistema monetario, a algunos sectores de la opinión pública económica cercanos a la banca privada, no les resultaba demasiado difícil aceptar la idea según la cual los depósitos bancarios eran dinero. En segundo lugar, con el entendimiento de la significación monetaria de los depósitos a la vista resultaba suficiente, cuando otros sectores de la opinión económica aún consideraban que el dinero se componía únicamente de la moneda metálica y de los billetes del banco de emisión, o como en el caso específico del Banco de la República, para el cual el dinero estaba constituido por el numerario en poder del público y los depósitos bancarios en el banco central. Además, el incipiente desarrollo del sector financiero no ofrecía las condiciones materiales como para que los depósitos a plazo fueran considerados como dinero.

[5] Los rubros de billetes del Banco de la República, billetes nacionales y plata, certificados de plata y níquel, no corresponden a la cantidad en circulación como podría esperarse, sino al total emitido.

Aparte de modificaciones secundarias en la presentación[6], la Superintendencia mantuvo imperturbable durante el período considerado en esta investigación, la definición de dinero propuesta en 1935. Más aún, se ocupó en diversas ocasiones de la defensa de su metodología. En un breve, pero denso ensayo intitulado "Sobre circulación monetaria", el superintendente Alberto Torres se refirió en los siguientes términos a la definición de dinero: "El concepto técnico de dinero admitido hoy, no sólo comprende los propios signos monetarios, la moneda física o el billete, sino todo lo que potencial o realmente sirve o puede utilizarse, en virtud de la costumbre o de la ley, para arreglar los negocios, pagar las deudas, adquirir las cosas y efectuar, en fin, las transacciones todas del comercio humano. La generalización del cheque como instrumento económico ideal para ajustar los pagos y la estructura jurídica de que está dotado, brindándole amplio margen de seguridad, lo han elevado a la categoría de dinero y lo es realmente, trayendo esto como consecuencia la computación de los depósitos bancarios a la vista o a la orden como tal. No sólo técnicamente sino hasta en la simple confrontación de la realidad, la exactitud de esa apreciación estadística es inobjetable".

Posteriormente, al discutir los sistemas de cálculo empleados por el Banco de la República, se completará el análisis de la metodología de la Superintendencia, cotejando los alcances y las limitaciones de cada uno de los enfoques.

[6] A partir de octubre de 1940 (Boletín No. 32) la Superintendencia empleó el siguiente cuadro de circulación monetaria:

Circulación monetaria
Factores estáticos de los medios de pago
Numerario emitido:
Billetes del Banco de la República
Billetes nacionales
Plata, certificados de plata, níquel y cobre
Suma:
Numerario en poder de los bancos:
En el Banco de la República
En los bancos particulares
Suma:
Depósitos bancarios:
Total de exigibilidades a la vista en los bancos particulares
Depósitos oficiales en el Banco de la República
Depósitos de particulares en el Banco de la República
Suma:

Las variaciones con respecto al esquema de 1935 son las siguientes: en primer término, se incluye el subtítulo factores estáticos de los medios de pago, con el propósito de indicar que el objetivo del esquema no es el de obtener el total de los medios de pago sino únicamente el valor de sus componentes en términos acumulados en la fecha de su presentación. El calificativo "estáticos", enfatiza la idea de valores determinados de los rubros en un momento dado, sin referencia alguna a la velocidad de rotación de las especies monetarias y de los depósitos. En segundo lugar, discrimina el numerario, en emitido y en poder de los bancos; este último lo distingue a su vez, de acuerdo con su ubicación en el Banco de la República o en los bancos particulares. La primera aclaración resulta importante ya que con el formato anterior se tendía a pensar que los rubros del numerario corresponderían a las unidades en circulación.

B. Las alternativas propuestas por el Banco de la República

Las metodologías de medición empleadas por el Banco de la República aparecen expuestas en el *Informe anual del gerente a la junta directiva* a partir de julio de 1924 y en la *Revista del Banco de la República*, editada mensualmente desde noviembre de 1927. Sin embargo, estas metodologías son explicadas y discutidas en publicaciones tales como el *Informe anual del superintendente bancario al ministro de hacienda*, la revista *Anales de Economía y Estadística* de la Contraloría General de la República, la *Revista de Hacienda*, dependiente del mismo despacho y *El Mes Económico y Financiero*, entre otras.

Los métodos de cálculo utilizados por el Banco de la República en el período 1923-1950 fueron los siguientes:

1924

En el primer Informe anual (1924) al referirse a las primeras actividades cumplidas por el Banco de la República en atención a la Ley 25 de 1923, el gerente destaca los cambios introducidos en la *circulación monetaria*. Sin embargo, emplea indistintamente este concepto y el de *numerario*, compuesto por los signos monetarios existentes. A la luz de este primer Informe anual, al interrogante "qué es el dinero y cuáles son sus componentes", se responde en términos del total de las formas de moneda en circulación, o lo que es lo mismo de la *circulación monetaria* o del *numerario*. Tales formas de moneda son las que siguen:

Monedas de oro

Billetes del Banco de la República, cambiables por oro

Monedas de plata

Monedas de níquel

Otros signos representativos, no cambiables por oro

Numerario total

No hay ninguna referencia a los depósitos bancarios y a su relación con la circulación monetaria.

1925

En el Informe de gerencia de 1925 se introduce una diferenciación conceptual entre el *numerario existente* o *numerario nacional* y el *numerario circulante*, si bien en algún párrafo los conceptos se confunden. El último concepto representa una suma

igual a la del numerario existente o nacional reducida en el valor total de las especies metálicas en caja del Banco de la República —oro acuñado, plata y níquel—.

El Informe privilegia la noción de numerario existente o nacional, y se alude a los orígenes de su crecimiento en los últimos dos años. Entre ellos se citan las actividades de emisión del Banco de la República y las nuevas inversiones del Estado alentadas por el auge de los ingresos fiscales iniciado en 1922. Este es el primer intento explícito del Banco de la República para explicar las fuentes de la expansión monetaria en Colombia.

La connotación del numerario existente o nacional se extiende por lo general a la de circulación monetaria. Así, el concepto de dinero se asimila al de numerario existente o circulación monetaria.

1926

En 1926, el Informe del gerente diferencia entre *numerario* y *medio circulante*. El *numerario* está compuesto por las siguientes formas monetarias:

Monedas de oro
Monedas de plata
Monedas de níquel
Billetes del Banco de la República, cambiables por oro a su presentación
Billetes nacionales
Bonos del Tesoro
Cédulas de Tesorería
Bonos bancarios
Cédulas bancarias
Total del numerario.

El *medio circulante*, o simplemente la *circulación*, es la diferencia que resulta de disminuir el *numerario total* en el valor correspondiente a las monedas de oro en caja del Banco de la República:

Numerario total
Menos: oro amonedado en caja en el Banco de la República
Igual: circulación o medio circulante

Si bien desde el siglo XIX, la expresión medio circulante se utilizó indistintamente con la de circulación, únicamente a partir de 1927 se le concedió una connotación más precisa y diferente a la de numerario.

1927

El Informe de 1927 presenta una nueva definición de *numerario* y de *medio circulante*. En lo que se refiere al *numerario*, discrimina sus componentes bajo tres encabezamientos principales: el oro, la moneda fraccionaria y la moneda fiduciaria, del modo siguiente:

Oro
Oro acuñado en el Banco de la República
Oro acuñado en los bancos particulares
Oro en barras, en el Banco de la República

Moneda fraccionaria
Plata
Níquel

Moneda fiduciaria
Billetes del Banco de la República
Billetes nacionales
Cédulas de Tesorería
Bonos del Tesoro
Cédulas bancarias
Billetes extranjeros
Bonos bancarios.

Aparte de la novedad de la presentación puede apreciarse el cambio en la composición del *numerario*. En los informes de años anteriores no se incluyó en el numerario el *oro en barras* en poder del Banco de la República; se consideraba que únicamente el oro amonedado era una especie monetaria y que el oro en barras lo era sólo potencialmente en la medida en que podía convertirse en moneda acuñada cuando las circunstancias así lo exigieran. Sin embargo, en atención a que tanto el oro amonedado como el oro en barras representaban el respaldo de los billetes emitidos por el Banco, se hizo conveniente su presentación conjunta en el cuadro del numerario cuando con motivo del creciente influjo de créditos externos, dicha entidad amplió sus reservas de oro con la correspondiente expansión de sus billetes[7].

[7] Entre 1926 y 1927 el 93% del incremento de los billetes en circulación se destinó a acrecer las reservas de oro del Banco de la República. Ver: *Informe anual*, 1927, pág. 21.

Además, se contabilizan dentro del numerario, especies extranjeras probablemente resultantes de las entradas en efectivo originadas en los créditos externos[8].

Con los cambios introducidos en el numerario, para el cálculo del medio circulante se adopta una nueva metodología:

Numerario total

Menos: oro acuñado en el Banco de la República

Menos: *oro en barras en el Banco de la República*

Igual: medio circulante.

Sin embargo, esta última anotación es secundaria ante la discusión que el gerente plantea con motivo de la expansión monetaria en el período 1923-1927. Al comparar varios cuadros estadísticos correspondientes a dicho período, señala:

"Del examen de las cifras de tales cuadros se desprende que el aumento que ha tenido el medio circulante, 76.24 por 100, guarda relación muy aproximada con el del comercio exterior del país, 76 por 100, y el de las rentas públicas, 70 por 100, y queda bastante por debajo del anotado en el tráfico de los ferrocarriles, que indica el desarrollo del comercio total, 97 por 100. De este hecho puede deducirse que no existe la inflación monetaria de que se ha hablado, desde que el aumento en el medio circulante apenas va siguiendo el que han tenido aquellas actividades de la vida económica del país.

"Más bien quizás podría pensarse que hay inflación de crédito, al observar que los préstamos comerciales de los bancos han aumentado, en el período a que los cuadros se refieren, en 170.99 por 100, lo que guarda proporción con el aumento de los depósitos en tales establecimientos, 180.99 por 100, y el que han tenido los saldos de los empréstitos externos, tanto de las entidades públicas como de las instituciones privadas, 163.2 por 100".

Si bien el propósito de esta investigación no es el estudio de los fenómenos inflacionarios, la nítida distinción que el gerente establece entre inflación monetaria e inflación crediticia remite a una clara distinción anterior en términos lógicos entre medio circulante y crédito; o lo que es lo mismo, entre dinero y crédito; los depósitos bancarios no forman parte del medio circulante. Se revive así, en el Informe de 1927, la antigua discusión decimonónica entre los seguidores de la EC de inspiración ricardiana según la cual las especies metálicas y todos los signos monetarios eran *dinero*,

[8] No existe una explicación de este rubro del numerario en el Informe del gerente; tampoco la hay en el Informe del superintendente bancario, ni en la *Memoria de Hacienda*. Sin embargo, en el Informe del gerente del Banco de la República se revela que las entidades prestatarias traían algunos empréstitos en moneda efectiva. Ver: *Informe anual*, 1927, pág. 20.

y la EB apoyada fundamentalmente en los trabajos teóricos de Tooke y Fullarton, de acuerdo con la cual únicamente las especies metálicas eran dinero mientras que los depósitos bancarios eran una forma de crédito. El Banco sigue el rumbo señalado por la Banking School, limitando de paso su definición de dinero; no entran en ella los depósitos bancarios.

Con posterioridad al Informe del gerente publicado en 1927 (julio), en noviembre del mismo año se inició la publicación mensual de la *Revista del Banco de la República*; en su primer número no hay una diferenciación explícita entre *numerario* y *medio circulante*; al contrario, parecen confundirse. La presentación es la siguiente:

Medio circulante en Colombia
Cuadro del numerario

	Banco de la República	Bancos particulares	Público	Total
Oro amonedado				
Oro en barras				
Billetes del Banco de la República				
Billetes nacionales				
Plata y níquel				
Bonos del tesoro				
Otras especies colombianas*				
Otras especies extranjeras				
Total				

* En este grupo están incluidas las cédulas de Tesorería, las cédulas bancarias y los bonos bancarios.

La novedad consiste en la discriminación del valor total de cada rubro de acuerdo con su ubicación en el Banco de la República, en los bancos particulares o en poder del público. En otras palabras, se trata del desglosamiento de la *demanda* de *numerario* ejercida por los agentes económicos bancarios y no bancarios.

A partir de la *Revista* No. 2 deja de emplearse la denominación *medio circulante en Colombia*, y el Cuadro anterior aparece con el título de *numerario en Colombia*. Es con la *Revista* No. 3 (enero de 1928) que el cuadro de *numerario en Colombia* incluye una nota aclaratoria de la diferencia conceptual entre numerario y medio circulante; en ella se esclarece que el medio circulante corresponde a la diferencia existente entre el numerario y el valor de las existencias en oro acuñado y en barras en el Banco de la República, las cuales forman parte del respaldo de sus billetes en circulación[9].

[9] En el *Informe anual* de 1928 se dedica un apartado exclusivo al medio circulante dentro del cual se detalla el cuadro del numerario en una forma similar a la de 1927. Lo mismo ocurre en el *Informe anual* de 1929 con la diferencia de que el apartado se denomina *circulación monetaria*. No aparece entonces distinción alguna entre *medio circulante y circulación monetaria*. Igual observación puede hacerse al *Informe anual* de 1930.

1. La variante de 1929

En la *Revista* No. 24 (octubre de 1929) además del cuadro de *numerario en Colombia* aparece otro denominado *medio circulante*, cuya metodología se expone enseguida:

Medio circulante[10]

Numerario en los bancos particulares

Numerario en poder del público

Depósitos en el Banco de la República

Total.

Esta variante metodológica sólo se explica en el Informe anual de 1932. En el Informe de 1931, en una nota de pie de página, el gerente establece una nueva distinción conceptual entre medio circulante y circulación monetaria (en los informes anuales de 1929 y 1930 se les había conferido igual connotación. Ver nota 9). La distinción consiste en considerar el medio circulante como la sumatoria de la *circulación monetaria* (numerario *menos* oro acuñado y en barras en poder del Banco de la República) y los *depósitos en poder del Banco de la República*, siguiendo el ejemplo del Banco Central de Chile. La distinción entre *circulación monetaria* y *medio circulante* resultó de mantener el mismo significado de los años anteriores a la *circulación monetaria*, y de ampliar la connotación de la expresión *medio circulante*. Sin embargo, es sólo en el Informe anual de 1932 que el gerente explica el cambio metodológico introducido en la revista desde octubre de 1929 para el cálculo del medio circulante. En efecto, al referirse a las distintas interpretaciones de la opinión pública en torno a las oscilaciones del medio circulante, el gerente revela que tales discrepancias se originan en el entendimiento diverso de la acepción:

"Y es lo curioso que la divergencia de conceptos al respecto arranca desde la misma definición de lo que es medio circulante, ya que la mayor parte del público lo confunde con la moneda, que en realidad es apenas uno de sus elementos componentes.

"Si se considera el punto con alguna atención se ve muy claro que medio circulante es todo aquello destinado a utilizarse en las transacciones como un medio de pago"[11]. Y cita a Fisher: "El medio circulante es de dos clases principales: 1º dinero; 2º depósitos en bancos. En forma de cheques, los depósitos bancarios sirven como medio de pago en cambio de otras cosas. Un cheque es la comprobación de la transferencia de un

[10] Los cálculos de la nueva presentación del *medio circulante* se realizan a partir de diciembre de 1923. Las cifras obtenidas difieren de las encontradas con la metodología anterior (medio circulante = numerario total *menos* oro amonedado y en barras en las bóvedas del Banco de la República).

[11] Informe anual del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1932, pág. 17.

depósito bancario. Sólo es aceptable por el libre consentimiento de quien con él va a ser pagado. Generalmente no es aceptado por terceros. Y con todo, por medio de cheques los depósitos bancarios, más que el mismo dinero, sirven como un medio de cambio. En este país (los Estados Unidos) los depósitos bancarios girables por cheques o, como a veces se les llama, 'circulante de depósito' (deposit currency), constituyen con mucho la parte más importante de la circulación o medio circulante"[12].

Retomando el caso colombiano, prosigue el gerente: "Cuando en 1928 se organizó la sección de estadística del Banco de la República, y se estudió cuidadosamente, con la cooperación del técnico alemán doctor Claus, qué elementos deberían computarse como componentes del medio circulante del país, si bien se tuvo en cuenta cuanto acabo de apuntar, se consideró que quizá fuera exagerado incluir en él la totalidad de los depósitos bancarios, por el empleo restringido que aún tiene entre nosotros el uso del cheque, a causa de la limitada difusión de las instituciones bancarias, y se acordó, buscando un término medio, computar solamente aquella parte de tales depósitos que, por decirlo así, se halla en movimiento activo, y que se consideró ser la representada por el encaje de los bancos, el que entonces lo constituían el dinero en las cajas de éstos y sus depósitos en el de la República. Se incluyó también la parte de los depósitos en el banco central proveniente de entidades oficiales, por considerar que ella "se halla en activo movimiento". Y agrega: "Puede que en la fórmula que se adoptó respecto a los depósitos bancarios haya influido inconscientemente el concepto muy generalizado que asocia la idea de medio circulante a la de moneda"[13].

Esta última afirmación acerca de la actitud del público se corrobora un poco más adelante en el mismo Informe: "Entre nosotros se considera como factor muy desfavorable el descenso de los billetes en circulación, y cada vez que él aparece en los balances del Banco Emisor, aunque ellos muestran un aumento correspondiente en los depósitos, hay siempre algún escritor que llame alarmado la atención a la nueva contracción del medio circulante, y reclame medidas inmediatas para remediar la creciente asfixia del país"[14].

En un Informe anterior —el de 1927— el gerente don Julio Caro se había orientado por la extendida noción según la cual el medio circulante no incluiría los depósitos bancarios; en el fondo, se trataba de una distinción cristalina entre dinero y crédito. Sin embargo, la consideración de los aportes teóricos de tratadistas de la época como Irving Fisher y la asesoría de un técnico alemán en la organización estadística del Banco de la República provocaron un cambio de concepción que no alcanzó a verificarse

[12] Irving Fisher. *Elementary Principles of Economics*. Citado en el *Informe anual* de 1932, pág. 17.
[13] Informe anual, 1932, pág. 19.
[14] Informe anual, 1932, pág. 21.

plenamente. Se pretendió abrazar la idea del medio circulante como el conjunto de los medios de pago entre los cuales la moneda metálica o los billetes cambiables por oro sólo constituirían una parte. Se llegó casi de improviso a enfrentar el dilema de si el dinero era la moneda, o desechando las ideas convencionales, de si podría abarcar otros medios de pago. La decisión giraba en torno a la aceptación de un nuevo contenido semántico para el dinero: se hablaría en adelante de medios de pago, simplemente. Pero en aquellas circunstancias el paso no era expedito. De una parte, obraba el peso de la tradición y de la interpretación común de los hombres de negocios y en general de la opinión pública. De la otra, las condiciones materiales de desarrollo del sector bancario comercial no eran suficientes para persuadir a quienes ejercían la autoridad monetaria a sustituir tajantemente su concepción de dinero. Así, en lugar de dirimir el dilema se avanzó por una vía intermedia. Se inició el desmonte de la antigua semántica del dinero y se acogió definitivamente, si bien en forma parcial, la noción de dinero como medios de pago. Sin embargo, en la decisión final no actuaron solamente los protagonistas del dilema. A última hora y con un papel privilegiado intervino la teoría cuantitativa a través del concepto de velocidad de los signos del cambio.

Sólo se contabilizarían los depósitos considerados activos, según el índice de su rotación, y la forma más adecuada para calcularlos sería a través del encaje absoluto de los bancos, complementado con los depósitos de las entidades oficiales en el Banco de la República.

La variante de 1929, explicada por el gerente en julio de 1932, puede desglosarse en la siguiente forma:

Medio circulante = numerario en poder del público + numerario en los bancos particulares + depósitos bancarios en el Banco de la República + depósitos de las entidades oficiales en el Banco de la República.

De la formulación anterior surge una idea interesante, ya no tanto en términos de la metodología de medición sino en términos de su utilidad para el control monetario. En general, y guardadas las convenciones de la teoría económica (más claramente, exceptuando los depósitos de las entidades oficiales), la expresión anterior es una forma modificada de lo que hoy se conoce como *dinero de alto poder* o *base monetaria* vista por el lado de la demanda. En efecto, la ecuación presentada muestra en su lado derecho la demanda de los agentes bancarios y no bancarios por lo que actualmente se denomina la base monetaria. En otras palabras, esto quiere decir que en términos metodológicos la variante de 1929 se acerca más a la noción actual de base monetaria que a la de medios de pago.

Así, en términos de la discusión anterior, se llegó más cerca del concepto de *dinero de alto poder* que del concepto de dinero como *medios de pago*. En términos de su utilidad para el control monetario la conclusión es evidente: el control no se ejercería directamente sobre los medios de pago, sino que la autoridad monetaria se orientaría al control de los componentes del dinero de alto poder o base monetaria[15].

2. Vigencia y discusión de la variante de 1929

La metodología de Claus y Caro diseñada en 1929, cuya explicación aparece en el Informe de 1932, se aplicó a los años anteriores (a partir del 31 de diciembre de 1923), con el fin de homogeneizar la serie del medio circulante. Además, se la empleó ininterrumpidamente hasta el *Informe anual* de 1949, si bien en la *Revista del Banco de la República* y en los propios anexos del informe del gerente se modificaron los métodos de cálculo, tal como se verá más adelante[16].

[15] El informe anual de 1932 introduce además el concepto de *especies monetarias* como diferente al de *numerario*. Con anterioridad se consideraba al *numerario* como al conjunto de las especies monetarias. Esto era así en el Informe del gerente del Banco de la República como en las escasas publicaciones académicas de la época; por ejemplo, en la obra de divulgación teórica *Nociones de economía política* (1929, Bogotá, Editorial de Cromos) de Guillermo Torres García, se define como *numerario*, "a la masa de moneda propiamente dicha que circula en un país" (pág. 159). En el Informe de 1932, se considera como *numerario* a la diferencia entre el valor del conjunto de las especies monetarias y el oro acuñado y en barras en poder del Banco de la República.

Numerario = especies monetarias - respaldo en oro en bóveda de los billetes del Banco de la República.

[16] El Informe anual del gerente del Banco de la República en el período que va de 1933 a 1949, aunque conserva la metodología Claus-Caro para el cálculo del medio circulante, trae en algunos casos variaciones en la presentación de la información monetaria:

1933

A diferencia del Informe de 1932 en el cual se intitulaba *medio circulante* al apartado destinado a la información monetaria, en el de 1933 se emplea el vocablo *circulación*. En el texto, el gerente se refiere al desenvolvimiento que en el último año ha tenido el medio circulante calculado con la metodología explicada en el Informe anterior. Sin embargo, al presentar el *numerario* habla del *numerario circulante propiamente*, o sea, de las especies monetarias en manos del público. Probablemente con el término *circulación* se haya querido globalizar el tema del medio circulante y el de las especies monetarias en poder del público. El formato de las especies monetarias incluye la siguiente información:

Billetes del Banco de la República
Billetes nacionales
Monedas de plata (valor neto)
Certificados de plata
Monedas de níquel
Bonos del Tesoro
Cédulas de Tesorería
Bonos bancarios y cédulas bancarias
Billetes extranjeros

1934

El apartado *circulación* comprende nuevamente los temas del medio circulante y de las *especies monetarias en circulación*. El formato de estas últimas es similar al de 1933, pero excluyendo los billetes extranjeros.

1935

Bajo la denominación de *circulación* se refiere al medio circulante y a "las diversas especies que constituyen la circulación monetaria del país". Para estas últimas se emplea el formato de 1934, pero los bonos del Tesoro, los bonos bancarios, las cédulas bancarias y las cédulas de Tesorería se agrupan en el rubro, *otras especies*.

1936, 1937 y 1938

En la sección intitulada *circulación*, el gerente se refiere al medio circulante "computado en la forma establecida por el Banco" y a "las especies monetarias con circulación legal". El formato de estas últimas no ofrece variaciones.

1939

En el apartado de *circulación monetaria*, el gerente explica la composición y la evolución de las "especies monetarias con circulación legal en el país". Excluye de su composición a las cédulas de tesorería, a los bonos del tesoro, a las cédulas bancarias y a los bonos bancarios, variedades a las cuales denomina, "otras especies fiduciarias". La razón de su exclusión es la de que se trata de sumas muy reducidas "nominalmente en manos del público", pero "que fueron retiradas de la circulación hace largo tiempo y que no han sido presentadas al cambio, lo que permite suponer que la mayor parte de los saldos pendientes haya desaparecido por destrucción". De otra parte, no hay ninguna referencia sobre el medio circulante; el dato para junio de 1939 sólo se conocerá en el Informe de 1940.

1940

En el capítulo de la *circulación monetaria*, el gerente analiza el desenvolvimiento del medio circulante "calculado" en la forma que tiene establecida el Banco de la República" y con el conjunto de las variedades monetarias en circulación presentado en forma similar al del año anterior.

1941

Con el título de *circulación monetaria* presenta el gerente el cuadro de las variedades monetarias en circulación en el país en forma semejante a la de los años anteriores. Además, menciona los depósitos del público: "Los depósitos del público en los bancos, en moneda nacional y disponibles por medio de cheque, que con las especies monetarias forman el medio circulante...". Por primera vez, desde 1932 se plantea el tema de la composición del circulante y se le discrimina en especies monetarias y depósitos del público en los bancos en moneda nacional realizables por cheque. Desde luego, se trata de un cambio metodológico, el cual se estudia más adelante en este mismo capítulo. Por ahora es suficiente reseñar la parte pertinente del Informe en la cual se consigna dicha variación metodológica. Sin embargo, el gerente no globaliza el circulante tal como lo define, sino que, siguiendo la tradición, continúa el Informe con la explicación pormenorizada de las especies monetarias.

1942

En el apartado de *circulación monetaria* únicamente se detallan las especies monetarias en circulación. No se mencionan como en el año anterior los depósitos del público, ni existe referencia alguna al medio circulante.

El proceso de evaluación y discusión de la metodología Claus-Caro ocupó la atención de distintos ensayistas económicos durante los años treinta y cuarenta. Probablemente buena parte de su fecundidad no se debió a la metodología misma, sino a la contraposición a la que se vio sometido con el enfoque y los procedimientos de cálculo utilizados desde 1935 por la Superintendencia Bancaria. Independientemente de la bondad y de la consistencia de cada aproximación en particular, lo cierto es que la estadística económica se vio precisada, durante gran parte del período sobre el que versa este estudio, a publicar los cómputos de los factores integrantes de cada formulación —sin explicitar los totales del dinero en cada caso— ante la imposibilidad de una presentación unificada[17].

Afortunadamente han perdurado interpretaciones de los sistemas mencionados. Ellas se concentran en la definición de dinero, sin ocultar en ocasiones el enjuiciamiento de la superioridad técnica de las alternativas.

Probablemente, uno de los documentos más notables sea el consignado por el superintendente bancario en su *Informe* de 1937. En él, se afirma que el sistema empleado por el Banco de la República se acerca a la definición de *moneda*, mientras que el adoptado por la Superintendencia sigue el concepto moderno y técnico de *dinero*:

1943

En el *Informe anual* de 1943 en el acápite dedicado a la *circulación monetaria* se desglosan las especies monetarias y se indica el total del medio circulante pero, "calculado en la forma que tiene establecido de tiempo atrás el Banco". O sea, se sigue con la metodología Claus-Caro de 1929.

1944, 1945, 1946, 1947

No hay ninguna variación importante con respecto a 1943.

1948

En el capítulo de *circulación monetaria* el gerente explica el método que aquí se ha llamado de Claus-Caro y sus diferencias con otros enfoques que se detallan más adelante en este mismo capítulo.

1949

En el apartado de *circulación monetaria*, además de emplear el método tradicional de calculo de medio circulante, el gerente introduce el cuadro *medios de pago en circulación según su origen* que ya se empleaba en *la Revista del Banco de la República* desde 1945.

1950

En el Informe de 1950 deja de utilizarse la metodología de Claus-Caro, vigente desde 1929. *Los medios de pago en circulación* se calculan de acuerdo con los "últimos métodos de investigación en esta materia". En realidad, se trata de la acogida que en los *informes* del gerente se da a las metodologías propuestas por Hermberg (1939), Triffin (1944) y De Abrisqueta (1945) y que habían sido empleadas en la *Revista del Banco de la República*, tal como se expone posteriormente en este capítulo.

[17] Específicamente el período 1940-1950. La falta de acuerdo entre el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria se superó con el convenio mutuo de publicar las cifras de los componentes de cada metodología sin determinar el total del medio circulante.

"La forma de cómputo empleada por el Banco de la República es más comprensible para quienes no estén ampliamente familiarizados con estas estadísticas, si bien es más técnica la que emplea la Superintendencia. Aquella cuadra más con el concepto común y corriente que se tiene de la *moneda*, mientras que éste responde con más exactitud al concepto económico de *dinero*. El sistema de cómputo del Banco Emisor se aproxima en forma elemental y sencilla a la idea extendida sobre la moneda, o sea, la mercancía que en virtud de un acuerdo tácito o expreso entre los hombres se acepta como intermediaria y medida de sus cambios, y como base para su cálculo o estimación, esa entidad toma el numerario en poder del público y de los bancos particulares adicionándolo solamente con los depósitos a la vista en el mismo banco que son, pudiera decirse, moneda en potencia, puesto que pueden dar origen a emisiones de billetes. El sistema de cómputo empleado en esta Superintendencia deduce del numerario total el que se encuentra en poder de todos los bancos, los bonos del Tesoro, otras especies colombianas, y las monedas extranjeras, y lo adiciona con los depósitos a la vista también en todos los bancos, ya que el concepto técnico de dinero admite como tal no sólo los signos monetarios mismos sino también todo aquello que en virtud de la costumbre o de la ley puede utilizarse directamente para arreglar los negocios y para deudas, o sea, las exigibilidades a la vista a cargo de esas instituciones. No se puede someter a duda que un cheque librado contra un depósito a la vista es dinero igual que la moneda misma"[18].

Según el superintendente, la metodología propuesta por el Banco de la República en 1929 (Claus-Caro), resulta asequible a la opinión pública no especializada, ya que responde al concepto generalizado de la moneda, entendiendo como tal el conjunto de las especies monetarias metálicas y fiduciarias que fungen como medio de cambio. Sin embargo, a su simplicidad agrega la desventaja de ser una definición del dinero técnicamente inapropiada; el concepto moderno del dinero incluye la demanda del público por depósitos a la vista, la cual no es considerada por el Banco de la República. En su lugar éste incluye dentro de su metodología, además de la moneda en circulación, el "dinero potencial" representado por los depósitos de los bancos privados en el Banco de la República. El método de la Superintendencia, en cambio, reconoce el carácter monetario de los depósitos a la vista, configurando así una definición completa de los medios de pago. Este último es el enfoque de la Superintendencia: el dinero como el conjunto de los medios de pago de la economía. Se le adoptó en 1935, acatando el modelo propuesto por la Sociedad de las Naciones en atención a ser "el concepto que preconizan los tratadistas y que sigue la práctica universal más generalizada"[19].

[18] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1937
[19] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1935.

Pero no se trató únicamente de una elección acorde con las nuevas normas de medición del circulante; detrás del ejercicio de la capacidad discrecional, obraron sutilmente concomitancias ideológicas con el mundo de los negocios. Era urgente presentar una conceptualización del dinero que sirviera al empresario como un indicador del curso del crédito y del movimiento general de las transacciones. En términos de la elección, fue ésta una razón definitiva, y eventualmente, un argumento para cobrar la superioridad sobre la fórmula diseñada por el Banco de la República.

En su informe de 1935, el superintendente Eduardo Vallejo calificó de "tal vez defectuoso" el cálculo del Banco, "por incluir los depósitos de los bancos en el de la República y el numerario en poder de los bancos, que precisamente deben excluirse, y porque impide al banquero y al hombre de negocios apreciar en cada momento el proceso de formación del circulante"[20].

Al reiterar una cita anterior, los términos de afirmación del método empleado por la Superintendencia no se prestan a equívocos: "No se puede someter a duda que un cheque librado contra un depósito a la vista es dinero igual que la moneda misma". Con esta declaración, la noción de dinero empleada por la Superintendencia recibe una fuerza que no proviene ya de la técnica o de la ideología, sino de la lógica misma.

En este contexto, el contralor y luego ministro de hacienda, Carlos Lleras Restrepo, al reseñar la situación de la estadística financiera en 1938, corroboró la esencia monetaria de los depósitos bancarios: "... los depósitos bancarios transmisibles por cheques constituyen un poder de compra de orden monetario de idéntica naturaleza al de las especies monetarias mismas..."[21]. Pero es en la *Memoria de Hacienda* de 1939 en donde revela la clave de la discusión metodológica entre el Banco y la Superintendencia: "El cálculo de los medios de pago en circulación resulta mucho menos sencillo de lo que pudiera creerse. Basta para demostrarlo, recordar cómo, durante todos los últimos años, el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria han recurrido a procedimientos distintos entre sí, arrojando resultados que no solamente se diferencian en las cifras globales, sino que ni siquiera evolucionan paralelamente... Conocidos son, en efecto, los complejos problemas que trae consigo el examen de los movimientos de la llamada 'moneda escrituraria', y la importancia tan variable que ella tiene, de acuerdo con las costumbres de cada país, la naturaleza de los negocios y las prácticas bancarias"[22]. Siguiendo el texto de Lleras, el lector tiene que concluir que

[20] Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1935.

[21] Carlos Lleras Restrepo. *La estadística nacional. Su organización, sus problemas*. Bogotá, Contraloría General de la República, Imprenta Nacional, 1938.

[22] Carlos Lleras Restrepo. *Memoria de Hacienda*, 1939.

los dos sistemas pueden haber resultado de la *ponderación* que se le haya conferido en cada caso a la moneda escrituraria[23].

El llamado de atención de Lleras acerca de la consideración de la *moneda escrituraria* supera los límites de un comentario más acerca de las discrepancias metodológicas de medición del dinero para referir la discusión, implícitamente, a la antigua confrontación de la Escuela Bancaria (EB) y la Escuela del Circulante (EC). No era la *Memoria de Hacienda* el lugar preciso para remontarse a dicha controversia. Pero bastaba insinuar el tema de la antigua querella académica. Para la EC, las formas metálicas, el papel moneda y la moneda de papel constituían el dinero. Para la EB la diferencia entre dinero y crédito era nítida: aquel estaría conformado por las especies metálicas y el papel moneda, mientras que éste abarcaría los billetes de banco y otros instrumentos de crédito. La *moneda escrituraria* (los billetes de bancos y sus sucedáneos, los depósitos bancarios realizables por cheque) caería, para la EB dentro del ámbito del crédito, mientras que para la EC lo haría dentro del concepto del dinero.

Cuando Lleras se refiere a las costumbres de cada país y a la naturaleza de los negocios y las prácticas bancarias, significa el conjunto de circunstancias materiales que posibilitan la amplitud del concepto de dinero. Cuando el Banco de la República adoptó la metodología aquí llamada de Claus-Caro, en 1929, lo hizo bajo la consideración de la exigua importancia de la *moneda escrituraria* frente a las especies metálicas y a la moneda fiduciaria —especialmente los billetes del Banco de la República—. Para 1935 las condiciones de desarrollo de las operaciones de la banca eran bien distintas; la *moneda escrituraria* se había afirmado definitivamente[24].

No es de extrañar, entonces, que para fines de los años treinta pareciera obvia la entidad monetaria de los depósitos bancarios. En menos de dos décadas, el país aceptó primero la moneda fiduciaria del Banco de la República, la cual careció desde el principio de curso forzoso, a diferencia de antiguas especies monetarias, y admitió posteriormente la *moneda escrituraria* respaldada por los billetes del Banco de Emisión. La dura contraposición entre dinero y crédito a fines de los veintes se había hecho frágil, y la diferencia entre dinero y cuasi-dinero se tornaba cada vez más imperceptible.

[23] En efecto, el gerente del Banco de la República se refirió en 1932 a "la escasa importancia del cheque entre nosotros", mientras que, corno se ha visto en el texto, los superintendentes no vacilaron en reconocer la naturaleza monetaria de los depósitos bancarios.

[24] Los depósitos en cuenta corriente se incrementaron en un 150% en el período 1924-1928. Con motivo de la crisis, descendieron prácticamente al nivel de 1924, en 1931. Sin embargo, para 1934 ya habían superado el nivel de 1928.

3. El viraje del Banco de la República

En la explicación del método de Claus-Caro, páginas anteriores, se concluyó que la formulación ideada por el Banco se acercaba más al concepto de "dinero de alto poder" que al de "medios de pago". Se hizo alusión también a las consecuencias de esta circunstancia en la política monetaria.

En 1939 el Banco modificó su definición de dinero orientándose hacia el concepto de medio de pago. En efecto, a instancias del ministro Lleras Restrepo, el Banco de la República contrató a Paul Hermberg[25], especialista en estadísticas económicas, para realizar una investigación acerca de la medición de los "medios de pago en circulación". La iniciativa resultaba loable, ya que la presentación de totales muy disímiles del dinero en los informes y boletines de la Superintendencia, así como en las publicaciones del Banco de la República producían confusión en el gobierno y en el público.

Sin embargo, la tentativa de unificación metodológica estaba guiada por el enfoque del dinero como medio de pago. Para el Banco de la República significaba un giro conceptual: sustituir su orientación de los elementos constitutivos del "dinero de alto poder", hacia los componentes del dinero, medio de pago. Y desde luego, un cambio de mira en el control monetario: éste se ejercía no ya sobre la base sino sobre los determinantes directos de los medios de pago en circulación.

a. El Informe Hermberg

En abril de 1939 se publicó el "Informe sobre la estadística de los medios de pago en circulación" de Paul Hermberg[26], quien fundamenta teóricamente su artículo en la ecuación de cambio de Irving Fisher:

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

Según el autor, esta ecuación permite calcular la cantidad de los medios de pago en circulación. *M*, es el "promedio de la moneda circulante durante un año en un país" y *M'*, "todos los depósitos realizables con cheque". *V*, es "la velocidad de circulación de la moneda" y *V'*, "la velocidad de circulación de los depósitos". *P*, es "el promedio ponderado de todos los precios" y *T*, "la suma de todas las cantidades vendidas"[27].

[25] Paul Hermberg, doctor en ciencias económicas en la Universidad de Kiel, profesor de estadística de la Universidad de Jena, asesor técnico del contralor general en asuntos de estadística; realizó en Colombia estudios acerca de la balanza de pagos, del medio circulante y de la construcción de índices económicos.

[26] *Revista de Hacienda* (Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 1939).

[27] Inicialmente llama a M, moneda, y a M', depósitos bancarios, pero en otra parte, al referirse a la utilidad estadística de la ecuación de cambio, incurre en ambigüedad, al considerar a M y a M' como moneda.

Hermberg señala que no es factible el cómputo de *MV* y que sólo es posible "precisar la cantidad M' de moneda efectiva en circulación, objeto principal de la teoría cuantitativa de la moneda"[28].

La aproximación a *M*, moneda efectiva en circulación, puede hacerse —según Hermberg—, a través del concepto de moneda en poder del público, entendido como la diferencia entre el numerario total y el numerario depositado en los bancos. Sin embargo, el saldo de la moneda en poder del público, no es exacto, ya que incluye especies monetarias perdidas.

Además, para Hermberg hay una dificultad lógica: no existe equivalencia entre los conceptos de "la moneda en poder del público de la ecuación cuantitativa, y el de la moneda que sirve como medio de pago". En efecto, la moneda considerada por la ecuación cuantitativa, es *moneda efectiva en circulación* lo cual no es una exigencia de la moneda considerada como medio de pago.

De todos modos, el autor acepta el cálculo de la "moneda en poder del público" como una aproximación al concepto de la moneda efectiva en circulación: "... si no en sí, en su comparación a través del tiempo permite adquirir una idea bastante precisa de las variaciones de la cantidad de moneda efectiva en poder del público"[29].

Tratándose de *M'V'*, el autor escribe que su valor es "más o menos, igual a la suma de los cheques girados en el período elegido... más o menos porque en realidad, el producto de los depósitos realizables con cheques (*M'*), por la velocidad de su circulación (*V'*), no es absolutamente igual al monto de los cheques girados". El indicador de *M'V'* sería entonces, también, aproximado. Sin embargo, advierte que fuera de la moneda efectiva en circulación no existe una cantidad exactamente determinada de los medios de pago en poder del público. Lo que existe, según Hermberg, es "la potencia de creación de esos medios de pago"; por ello la pregunta del economista tendría que ver con el valor de los medios de pago diferentes de la moneda efectiva que el público *desea y puede* crear en un momento dado; en otras palabras, de la demanda de medios de pago ejercida por el público.

Hermberg recuerda que existe una multiplicidad de formas que pueden obrar como medios de pago. Sin embargo, si aparte de la moneda efectiva únicamente se consideran los depósitos transferibles por cheque, "la suma de los depósitos reali-

[28] Esta apreciación hace pensar que, en últimas, Hermberg estaba influido por la noción de dinero de la Escuela Bancaria.

[29] Hermberg anota que el cálculo de la *moneda efectiva en poder del público* es similar para el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria. Existe una pequeña diferencia resultante de que la Superintendencia elimina de sus cómputos las antiguas especies fiduciarias compuestas por las cédulas de Tesorería, las cédulas bancarias, los bonos del Tesoro y los bonos bancarios. Además, critica al Banco de la República por incluir la moneda extranjera dentro de sus cómputos del numerario.

zables con cheque representa una medida bastante precisa, para calcular en cuánto varía la posibilidad y el deseo del público en orden a la creación de medios de pago sin moneda efectiva"[30].

No se llega a una definición exacta, pero sí aproximada de los medios de pago: "la estadística no puede medir directamente, con exactitud, el monto total de medios de pago en circulación, pero tiene dos manifestaciones auxiliares: la moneda efectiva en poder del público y los depósitos realizables con cheques". O en términos de ecuación:

Medios de pago en circulación = numerario en poder del público + depósitos de particulares realizables con cheque en el Banco de la República y en los bancos particulares.

Fue ésta la primera exposición depurada que se hizo en Colombia del cálculo de los medios de pago en circulación. Si a la Superintendencia Bancaria le cabe la distinción de ser la primera entidad en acercarse a la moderna noción de medios de pago, a Hermberg le corresponde el mérito de haber presentado la definición de medios de pago en una forma más decantada y con una argumentación más completa.

Sin embargo, antes de terminar su informe, se refiere muy rápidamente al método de Claus-Caro. Hermberg revela que la composición del cuadro de medio circulante, publicado por el Banco, "en el fondo, tiene la idea de reunir toda la moneda efectiva que puede tomar el público en su poder".

Posteriormente, el autor aclara con respecto al cuadro mencionado que: "en realidad el Banco de la República no sólo toma como medio circulante los depósitos de los bancos, sino todos los depósitos a la vista en moneda corriente, lo cual juzgamos excesivo. Sería más conveniente anotar sólo:

a) Los depósitos a la vista en moneda corriente de los bancos particulares;

b) Los depósitos a la vista en moneda corriente de los particulares".

Pero esta propuesta la realiza el autor no en vista del concepto del "medio circulante" sino de lo que él denomina *el numerario exigible por el público*. La definición del nuevo cuadro es la que sigue:

[30] En el Informe se discuten las metodologías empleadas por el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria; en relación con la última, se critica la consideración de depósitos en moneda extranjera dentro de los depósitos totales de los particulares en el Banco de la República. Asimismo, se controvierte la presentación de todos los depósitos a la vista con el raciocinio de que "las cifras de los medios de pago en circulación deben servir para comprobar, en un momento fijado, cuántos medios de pago en moneda efectiva tiene el público en realidad en su poder... De ahí que sólo debamos tener en cuenta los depósitos realizables con cheque". Igualmente, se discute la consideración de los depósitos oficiales, con el argumento según el cual los cheques gubernamentales "se presentan, la mayoría de las veces, directamente en el Banco de la República y no se usan como medio de pago entre el público".

Numerario exigible por el público = numerario en poder del público + numerario en los bancos privados + depósitos a la vista en moneda corriente en el Banco de la República provenientes de los particulares y de los bancos privados.

El cuadro de *el numerario exigible por el público*, es una versión depurada de la metodología de Claus-Caro y su definición se acerca más que ésta a la moderna definición de demanda de la base monetaria[31].

Empero, la preocupación fundamental de Hermberg no es la medición del "dinero de alto poder", sino la de cálculo del dinero como "medio de pago".

Durante los años treinta, el enfoque del dinero como medio de pago recibió una aceptación cada vez mayor hasta plasmarse en el informe reseñado, cuyos planteamientos fueron incorporados en los cuadros estadísticos de la *Revista del Banco de la República*, a partir de enero de 1941[32]. La nueva presentación que duraría hasta febrero de 1945, fue la siguiente:

Moneda y otros medios de pago[33]

Especies monetarias

Monedas de oro

Monedas de plata

Monedas de níquel

Billetes del Banco de la República

Billetes nacionales

Certificados de plata

Otras especies

Total de especies monetarias en circulación

Distribuidas así:

En los bancos

Fuera de los bancos

Depósitos del público en moneda corriente realizables por medio de cheques

En el Banco de la República

En otros bancos

Total de depósitos a la vista

[31] La demanda de la base está constituida, de una parte, por la demanda de los bancos por reservas (caja + depósitos en el Banco de la República), y de la otra, por la demanda del público no bancario por efectivo (moneda fuera de los bancos + depósitos del público en el Banco de la República).

[32] Sin embargo, en el Informe anual del gerente se siguió empleando la metodología de Claus-Caro hasta 1949.

[33] La *Revista* ordena los rubros del cuadro horizontalmente, abriendo columnas para cada cuenta. *Revista del Banco de la República*, Bogotá, enero de 1941.

La ambigüedad del pensamiento de Hermberg en el tratamiento de la naturaleza de *M* y *M'* (ver nota No. 27) reaparece en el nuevo modelo de presentación de los componentes del dinero; no se titula el cuadro, "medios de pago", sino, "*moneda y otros medios de pago*".

Se excluye del esquema cualquier rubro indicativo del total de la "moneda y otros medios de pago". Esta omisión corresponde al convenio establecido entre el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria para ofrecer al público únicamente los factores determinantes de los medios de pago, absteniéndose de señalar las cifras totales, para no provocar confusiones en los lectores[34].

b. Una digresión. El dinero: ¿acervo o flujo?

En su informe de junio de 1940, el superintendente Héctor José Vargas se refirió a los sistemas de cálculo del circulante en los términos que siguen: "Considero que los dos sistemas son deficientes porque no comprenden todos los factores visibles que pueden servir para apreciar la circulación monetaria". Para Vargas al igual que para otros comentaristas de la época, la realidad monetaria no podía observarse a través del lente de la cantidad de dinero. La dimensión *stock* o de *inventario* del dinero era insuficiente. Más que una cantidad determinada en un momento dado, los métodos de medición deberían informar acerca del "movimiento del dinero", o si se quiere, de "la cantidad de dinero por unidad de tiempo disponible en algún momento". La expresión "circulación monetaria" entrañaba una significación más rica que la que hoy se le confiere superando las dimensiones establecidas por la noción de la "cantidad de dinero". Continuando con Vargas: "Es cierto que la velocidad de la circulación no puede medirse precisamente y que sólo por métodos indirectos puede apreciarse, pero en todo caso deben presentarse en conjunto, en un sólo cuadro todos los factores

[34] Anteriormente se citó un párrafo de la *Memoria de Hacienda* de 1939, en el cual se aludía a los diferentes procedimientos empleados por el Banco y la Superintendencia para el cálculo de los medios de pago, los cuales arrojaban cifras globales no sólo distintas sino cuya evolución no discurría paralelamente.

Con motivo del estudio de Hermberg, se abrió la expectativa de una unificación en los cálculos. Así lo manifestó el superintendente Héctor José Vargas en su Informe de 1940: "La Superintendencia considera muy oportuno que, de acuerdo con el Banco de la República, se adopte la fórmula acogida por el profesor Hermberg y se presente un sólo cuadro en que se comprendan los principales factores que obran en este complejo proceso de la circulación monetaria, de modo tal que no se dé lugar a erradas apreciaciones de este fenómeno". Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1940.

Sin embargo, ante la imposibilidad de acuerdo, se optó por la presentación de los componentes de cada metodología sin totalizar el cálculo de los medios de pago: "Por fortuna y en vista de que el acuerdo sobre los elementos que intervenían en el resultado no se lograba, determinaron ofrecer en adelante al público una serie de factores a fin de que cada quien, aplicando el criterio que le pareciera más técnico, determinara la cuantía correspondiente", Marco Botero de la Calle. "Factores para determinar el medio circulante", *El Mes Económico y Financiero* (Bogotá, enero de 1945).

que puedan servir para formar un concepto más o menos preciso sobre este complejo fenómeno de la circulación monetaria"[35].

No se trataba de una opinión aislada: "La circulación monetaria, como su nombre mismo lo indica, da la idea de movimiento, de ir y venir, de correr o pasar de unas personas a otras"... manifestaba un superintendente anterior[36].

Dentro de este contexto de ideas, Lleras y Hermberg se refirieron a la circulación monetaria lamentando no poder medir exactamente la velocidad[37].

Con esta visión de la realidad monetaria, resultaba improcedente la simple consideración de los cambios en la "cantidad" de medios de pago. Refiriéndose a las estadísticas del período 1939-1940 el superintendente escribió: "Ahora, por ejemplo, tenemos que de esos datos estadísticos se deduce un ascenso en el circulante comparativamente al año pasado, y la realidad es otra, porque ha habido un debilitamiento, como puede deducirse por el aumento de los depósitos"[38]. Un comentario similar se plasmó en la *Memoria de hacienda* de 1940:

"Hay, pues (en el período de 1939-1940), una marcada disminución en la velocidad de circulación de los depósitos, lo que lleva forzosamente a concluir que, a pesar de que *aparentemente* ha aumentado el volumen de medios de pago, la actividad económica no ha seguido el mismo paso"[39].

Se trataba, en el fondo, de la diferenciación sugerida por Fisher entre "dinero en circulación que evoca la noción de cantidad de dinero disponible para el intercambio por bienes y/o servicios, y la 'circulación del dinero' que alude al monto agregado de dinero transferido a cambio de bienes"[40]. Por ello, resultaba de la mayor importancia la medición de los componentes de la ecuación de cambio de Fisher si bien existían discrepancias acerca de los efectos causales sobre los precios ejercidos por el dinero en circulación[41].

[35] Héctor José Vargas. Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1940.

[36] Alberto Torres. "Sobre circulación monetaria", en *Boletín de la Superintendencia Bancaria* (Bogotá, septiembre, 1938).

[37] Carlos Lleras Restrepo. *Memoria de Hacienda*, 1939.

[38] Héctor José Vargas. Informe del superintendente bancario al ministro de hacienda, 1940.

[39] Carlos Lleras Restrepo. *Memoria de Hacienda*, 1940. El subrayado de la palabra "aparentemente" es nuestro, ya que nos interesa resaltar el sentido que otorga al crecimiento de los medios de pago.

[40] Irving Fisher. *The Purchasing Power of Money* (New York, MacMillan), 1911, pág. 13.

[41] En *La estadística nacional. Su organización, sus problemas*, el contralor Lleras Restrepo expone: "Las variaciones en la circulación monetaria tienen sobre todo importancia por la relación que regularmente guardan con el nivel general de precios". No hay en esta cita una manifestación clara de la causalidad. A renglón seguido advierte: "Desde este punto de vista, el ideal sería poder medir cuantitativamente no sólo la cantidad de moneda, sino también la velocidad de circulación. Además, como los depósitos bancarios transmisibles por cheques constituyen un poder de compra de orden monetario de idéntica naturaleza al de las especies monetarias mismas, su relación con los precios debe ser igual a la de estas últimas, por lo que resulta necesario medir también las variaciones en el volumen de los depósitos y la velocidad de esta forma especial de circulación".

c. El aporte de Triffin

En 1944, Robert Triffin, quien actuaba como asesor de estadística del Banco de la República, publicó su escrito "*La moneda y las instituciones bancarias en Colombia*"[42], un estudio comprensivo de las especies y de las instituciones monetarias colombianas. En el apéndice, Triffin detalla las principales estadísticas entre 1923 y 1943. En el cuadro relativo a la composición de los medios de pago, Triffin emplea la siguiente metodología:

Total de moneda = billetes y monedas fuera de los bancos + depósitos monetarios

Los *billetes y monedas* fuera de los bancos se discriminaron de la siguiente forma[43]:

— Tesorería

Incluye billetes nacionales, certificados de plata, monedas de plata, monedas de cobre y níquel, monedas de oro en poder de los bancos privados (1923-1930), así como los antiguos bonos y cédulas de la tesorería y los bonos y cédulas bancarios.

Tampoco hay aquí una referencia explícita al sentido de la causalidad; pero lo que sí se advierte es que el autor se aleja de las prescripciones doctrinarias de Tooke, Fullarton y Wicksell, quienes consideraban que el papel fundamental de los depósitos era el de aumentar la velocidad de circulación del dinero. Además, para Tooke y Fullarton, en particular, los depósitos bancarios no tenían influencia alguna en los precios: "Tooke basa sus argumentos en estadísticas fáciles de comprender, las cuales parecían demostrar que una excesiva emisión de billetes (de banco) jamás había precedido, sino más bien seguido, el alza de precios. Esto demostraría según Tooke, que el volumen de instrumentos de cambio jamás es la causa, por el contrario, siempre el efecto de las fluctuaciones de los precios y de las necesidades de giro de aquellas". Knut Wicksell. *Lecciones de economía política* (Madrid, Aguilar, 1947, pág. 339).

Sin embargo, en la *Memoria de Hacienda* de 1939 escribe: "Suelen algunos atribuir entre nosotros todas las variaciones que se registran en los precios, a causas de orden monetario. Es un concepto demasiado superficial y que pierde de vista los efectos que otros fenómenos pueden tener no sólo sobre determinados artículos y servicios, o grupos de artículos y servicios, sino aun en ocasiones sobre el nivel general de los precios (*Memoria de Hacienda*, 1939, pág. 111). Una manifestación más radical probablemente inspirada en los escritos monetarios clásicos —fundamentalmente ricardianos— es la siguiente: "El régimen monetario, el valor de la moneda..., el sistema de emisión y la producción aurífera, son factores, entre otros, que influyen notablemente sobre las cifras del medio circulante.

Es necesario sí, partir de este hecho en la apreciación del fenómeno, que cada país necesita una cantidad determinada de moneda para servir su economía, para alimentar el tráfico de su comercio, que si esa moneda es de oro, la cantidad requerida en la circulación será menor, pero que será mayor si su moneda es de plata o es de papel inconvertible o sin respaldo. Pudiera decirse, pues, que no es de completa exactitud que la cantidad de moneda defina o determine siempre su valor, mientras que sí ofrece mayor certidumbre la afirmación de la proposición contraria: que el valor de la moneda influye en la cantidad de circulante". Alberto H. Torres, "Sobre circulación monetaria", en *Boletín de la Superintendencia Bancaria* (Bogotá, septiembre, 1938).

Finalmente, y dentro de la concepción que oponía "dinero en circulación" y "circulación monetaria", se discutían las terapias anti-inflacionarias: "Si se ha creído que todo se reduce a un problema de 'exceso de medios de pago', *en una 'cantidad' independiente de su velocidad de circulación* y de su empleo económico, el remedio es bien simple: limitación cuantitativa de los medios de pago, en el sentido de poner topes en la dirección deflacionista de hacer sustracciones". (El subrayado es nuestro), Antonio García. "La reforma bancaria y el control selectivo del crédito", en *Problemas de la Nación Colombiana* (Bogotá, 1950).

[42] Robert Triffin. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", suplemento de la *Revista del Banco de la República*, octubre de 1944.

[43] El total de billetes y monedas fuera de los bancos no es más que el valor de los billetes y monedas netos de las existencias en caja en el sistema bancario.

— Billetes del Banco de la República
Los billetes del Banco de la República en circulación.

Los *depósitos monetarios* son equivalentes a los depósitos bancarios en moneda nacional realizables por medio de cheques y se clasifican así:

— En el Banco de la República
Depósitos oficiales
Depósitos privados.

— En otros bancos

Triffin presenta el "total de moneda", incluyendo y excluyendo los depósitos oficiales, probablemente aceptando "a medias" la inquietud de Hermberg para quien los depósitos oficiales no debían conformar los medios de pago en atención a su particular comportamiento diferente al de los depósitos del público.

No aparece en Triffin una preocupación por la medición de la velocidad del dinero aunque en una de sus tablas (Tabla 1) de estadísticas monetarias incluye una columna del movimiento mensual de los depósitos. Con mayor claridad que otros expositores —Hermberg, por ejemplo—, se refiere a los medios de pago o a la moneda indistintamente (la Tabla 1, denominada *composición de los medios de pago*, incluye una columna llamada *total de moneda*).

Siguiendo la ruta trazada por Hermberg al proponer el cuadro de *el numerario exigible por el público*, Triffin presenta un esquema al que denomina *exigibilidades monetarias* (Tabla 2). En el pie de página de la Tabla, Triffin explica su contenido: "Las exigibilidades monetarias conjuntas de la tesorería y del Banco Central se obtienen sumando las siguientes partidas:

"a) Total de billetes y monedas en manos del público;

"b) Depósitos no bancarios en cuenta corriente en el Banco Central en moneda nacional;

"c) Exigibilidad monetaria con los bancos, o sea, los efectivos bancarios y saldos en el Banco de la República"[44].

La idea contenida en el cuadro de *exigibilidades monetarias* es similar a la que actualmente se conoce como base, o sea, la deuda monetaria neta del Banco Central

[44] Triffin, Ibid., pág. 36.

y de la Tesorería. Según sus usos, la base es igual al efectivo en poder del público —rubro que englobaría los literales a) y b) — y a la caja de los bancos comerciales, así como a sus depósitos en el Banco de la República, cuentas equivalentes a los efectivos bancarios y a los saldos en el Banco de la República de los cuales se habla en el literal c).

Además, Triffin se refiere en el mismo cuadro a la exigibilidad monetaria de los otros bancos, la cual según él[45], "está formada por sus obligaciones propias en depósitos en cuenta corriente llevadas en moneda nacional". Se trata, entonces, del equivalente actual de depósitos bancarios en cuenta corriente. Por lo tanto, como también lo anota Triffin en un pie de página: "El total de los medios de pago es igual a la suma del total de billetes y monedas en manos del público, más los depósitos no bancarios en cuenta corriente en el Banco Central en moneda nacional, más la exigibilidad monetaria de los otros bancos"[46]. Como puede advertirse, la fórmula empleada por Triffin coincide con la metodología utilizada actualmente para el cálculo de los medios de pago, —M_1—[47].

d. Estudio crítico y propuesta definitiva de Francisco De Abrisqueta

Como se ha destacado, el Banco de la República acogió los métodos de cuantificación del dinero propuestos por Paul Hermberg, mientras que la Superintendencia Bancaria continuó empleando el esquema sugerido por la Sociedad de las Naciones.

A pesar del convenio de las dos entidades que garantizaba el que cada una de acuerdo con sus metodologías presentaría los "factores" integrantes del dinero sin mencionar las cifras totales que corresponderían a cada cómputo, continuó la

[45] Triffin, Ibid., pág. 36.

[46] Triffin, Ibid., pág. 36.

[47] En realidad Triffin presenta dos fórmulas para el cálculo de los medios de pago. La primera:

Billetes y monedas fuera de los bancos + depósitos monetarios = total de moneda o medios de pago.

La segunda:

Billetes y monedas en manos del público + depósitos no bancarios en cuenta corriente en el banco central en moneda nacional + exigibilidad monetaria de los bancos, excluyendo el Banco de la República = total de los medios de pago.

Si bien los cómputos correspondientes deben ser iguales, existe una clara diferencia conceptual. En efecto, la segunda formulación separa los depósitos del público en el banco central de las exigibilidades monetarias de los bancos. Esta distinción permite establecer la afinidad entre los billetes y monedas en manos del público y los depósitos no bancarios en cuenta corriente en el banco central en moneda nacional, ya que "desde el punto de vista de la expansión secundaria es indiferente que el público mantenga dinero en efectivo o depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República" (Antonio Hernández. *Determinantes de la tasa de cambio de la cantidad de dinero*, Bogotá, Corp., 1972).

preocupación pública por la adopción de una versión definitiva[48]. En pleno debate, persistieron las referencias a la superioridad técnica de las metodologías[49]. En enero de 1945, Francisco De Abrisqueta publicó su Informe sobre el cálculo de los medios de pago en circulación y de las exigibilidades monetarias de Colombia[50], una amplia y profunda revisión crítica de los métodos empleados por el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, así como la propuesta de un modelo definitivo que permitiera "sentar unas bases fijas en tan delicada cuestión de la estadística financiera". El trabajo de De Abrisqueta es tan exhaustivo que no podría lograrse aquí una adecuada presentación del mismo sino una breve referencia a algunos temas centrales.

Ante todo, De Abrisqueta define el concepto de medios de pago en circulación: "Por tales se entienden *todos los recursos que en un momento o lapso dado dispone un país para hacer pagos en moneda de admisión legal forzosa o en documentos que la representen*. Moneda disponible y cheques contra depósitos a la vista. Todo esto hasta donde la estadística alcance. En ningún caso puede tomarse el monto de los medios de pago como una cifra total incuestionable. Existen medios de pago distintos de la moneda efectiva o representada: documentos, títulos de propiedad, bienes en general. Además, al cabo de su existencia no todos los cheques y unidades monetarias han tenido el mismo valor de pago porque los primeros con posibilidad y los segundos con seguridad han servido para efectuar equis número de pagos"[51].

[48] Sin embargo, para algunos escritores económicos, la discrepancia no era en materia grave. Por ejemplo, para Alejandro López, I.C. no era procedente la discusión acerca de la metodología, y para fines prácticos estadísticos resultaba "mejor, más objetivo y más sencillo", emplear las cifras del *numerario emitido*. Alejandro López, "Índice de la actividad económica", *Boletín Mensual de Información Económica de Colombia* (Bogotá, febrero de 1936).

[49] Es justo recordar el trabajo de Marco A. Botero de la Calle, *Factores para determinar el medio circulante*. El autor discute la incorporación de los depósitos en cuenta corriente en el cálculo de los medios de pago, señalando que no hay un motivo técnico para no incluir la totalidad de los depósitos a la vista: "Hay quienes opinan que no resulta exacto computar la totalidad de los depósitos bancarios a la vista, supuesto que una parte muy crecida de ellos permanece inmovilizada en las cuentas, sin afectar, por tanto, el ritmo de la circulación general. Que el hecho ocurre es cierto, pero que de allí se pueda concluir técnicamente que debe hacerse la correspondiente exclusión, resulta absurdo, porque con el mismo criterio podría decirse que una cuota muy apreciable del numerario en poder del público permanece también inmovilizada en las cajas de los particulares, mientras se deciden a gastarlo. Esos 'períodos de descanso' entre la recepción del dinero y su consumo habrán de considerarse para medir la velocidad del circulante, pero no para apreciar la cantidad que jurídica o técnicamente esté a disposición de un país, para llevar a cabo el proceso de los cambios en términos de dinero y que pueda controlarse por la estadística". Esta discusión la plantea Botero en atención a la recomendación de Hermberg de considerar exclusivamente los depósitos utilizables mediante cheques, diferente al método tradicional de la Superintendencia, el cual incorporaba la totalidad de los depósitos a la vista. Y concluye Botero: "El sistema, pues, de sumar el numerario en poder del público a los depósitos a la vista para obtener el monto del medio circulante, es el más aconsejable y el más ceñido a la técnica". *El Mes Financiero y Económico*, Bogotá, enero de 1945.

[50] Francisco De Abrisqueta. "Informe sobre el cálculo de los medios de pago en circulación y de las exigibilidades monetarias en Colombia", *Anales de Economía y Estadística*, No. 1, enero de 1945, Revista de la Contraloría General de la República.

[51] De Abrisqueta, Ibid., pág. 1.

Y más adelante señala: "Se da la particularidad de que las cuentas corrientes y demás depósitos a la vista realizables por cheque señalan normalmente, como apunta Hermberg, un *deseo* del público, una necesidad de dinero que debe estar en todo momento listo para las operaciones mercantiles... Esa normal necesidad de medios de pago para el funcionamiento de los negocios es lo que trata de revelar la estadística"[52]. *Se trata, entonces, de una teoría de demanda de depósitos o de medios de pago.* Dentro de este contexto de ideas, añade, luego, que los incrementos en la capacidad de compra disponible (M) ocurren "en virtud del aumento de las transacciones".

A continuación, De Abrisqueta explica y discute minuciosamente los cálculos empleados por la Superintendencia Bancaria[53] y por el Banco de la República[54].

[52] De Abrisqueta, Ibid., pág. 2.

[53] Crítica del sistema de la Superintendencia.

La Superintendencia presenta tres factores de los medios de pago:

1. Numerario emitido
2. Numerario en poder de los bancos
3. Depósitos bancarios

1. Numerario emitido

De Abrisqueta discute la contabilización de la emisión de billetes del Banco de la República. En realidad, sólo interesa para el cálculo de los medios de pago en circulación, la cifra de billetes del Banco de la República en circulación:

Billetes emitidos

menos *Billetes en caja*

Billetes en circulación.

Considera que otras especies monetarias como los billetes nacionales, la plata, los certificados de plata, el níquel y el cobre circulan en la cantidad de su emisión (en esto coinciden De Abrisqueta y la Superintendencia).

2. Numerario en poder de los bancos

Elemento negativo de los medios de pago. La moneda en poder de los bancos, la Superintendencia la discrimina así:

En el Banco de la República
En los bancos particulares.

Este desglose no lo realiza el Banco de la República. De Abrisqueta critica nuevamente el que se considere el numerario *emitido* y no el *circulante* en poder de los bancos. En efecto, la Superintendencia incluía dentro de la caja del Banco de la República sus propios *billetes emitidos*, sin dar a la circulación. Únicamente deberían considerarse los billetes nacionales en la caja del Banco de la República y la moneda fraccionaria en dicha caja.

No objeta el numerario en poder de los bancos particulares compuesto por billetes del Banco de la República, billetes nacionales, certificados de plata, plata colombiana, y níquel y cobre colombianos.

Depósitos bancarios

"La Superintendencia clasifica los depósitos bancarios con propiedad de medios de pago en tres subgrupos:

a. Total de exigibilidades a la vista en los bancos particulares;
b. Depósitos oficiales en el Banco de la República;
c. Depósitos particulares en el Banco de la República".

En general, De Abrisqueta continúa los lineamientos trazados por Hermberg (1939) y Triffin (1944) descartando los procedimientos que consideraba imperfectos y proponiendo otros nuevos en el caso del Banco de la República, y dejando caer el mayor peso de su crítica sobre la metodología empleada por la Superintendencia Bancaria. La

3a. En el literal a) se incluyen:

— *Saldos exigibles a la vista y antes de 30 días en moneda legal.* De todas las subcuentas únicamente deben incluirse los depósitos en cuenta corriente y los créditos flotantes por girar.

— *Saldos exigibles a la vista y antes de 30 días en otras especies reducidas a moneda legal.* De sus subcuentas no todas son realizables por cheque y además no son en moneda nacional.

— *Sección de ahorros (depósitos e intereses).* No se giran cheques contra estas cuentas.

— *Corresponsables extranjeros exigibles antes de 30 días reducidos a moneda legal.* Ni son realizables por cheque, ni son en moneda colombiana.

— *Préstamos en el Banco de la República que vencen antes de 30 días.* No cumplen las tres condiciones imprescindibles:

— Ser sólo a la vista
— Ser convertibles por cheque
— Estar expresados en moneda nacional;

b. Depósitos oficiales en el Banco de la República:

La Superintendencia incluye todos los depósitos oficiales, del gobierno nacional, de los juzgados o de otras entidades oficiales. Incluye, además, los fondos para amortización de bonos del Tesoro y bonos bancarios.

"El Banco de la República hoy en día no tiene en cuenta ninguno de estos depósitos, porque según el profesor Hermberg, no son movilizables por cheque. Por nuestra parte, consideramos necesario incluir los depósitos del gobierno nacional y los de las otras entidades oficiales, ya que todos ellos se giran por cheque".

Sin embargo, en atención a lo ya señalado por Hermberg, "puesto que las series numéricas de los medios de pago más sirven para revelar los cambios a través del tiempo que para medir la cuantía absoluta en un momento dado de los recursos de pago de un país, existen motivos para dar, como lo hace Mr. Triffin, las dos series: con y sin los depósitos oficiales. Las fluctuaciones de éstos son muy distintas a las de los depósitos privados y bancarios".

Ahora bien, ni Hermberg, ni Triffin, ni De Abrisqueta, incluyen como depósito los fondos de amortización de bonos del Tesoro y bonos bancarios.

Además, señala De Abrisqueta, la Superintendencia no separa los saldos en moneda nacional y extranjera en los depósitos oficiales;

c. Depósitos de particulares en el Banco de la República.

La Superintendencia incluye el total del saldo, o sea el del balance externo. Pero confunde el saldo en moneda nacional con el saldo en moneda extranjera. *El Banco no cae en este error.*

54 El sistema del Banco de la República:

De Abrisqueta diferencia "medios de pago" de "medios de pago en circulación", no en el sentido que parecen atribuirles otros comentaristas sino en el sentido de que los medios de pago pueden acoger los denominados "circulantes de baja velocidad". Por ello, De Abrisqueta sugiere emplear la expresión "medios de pago en circulación".

De Abrisqueta propone dos cuadros: el uno para las especies monetarias y el otro para los depósitos bancarios a la vista y los totales.

En cuanto a los depósitos del público en moneda corriente realizables por medio de cheques, De Abrisqueta señala que los datos se recogen del libro de consolidación del balance. Además, anota, y esto es importante en atención a los antiguos cálculos, que: "Por nada participan los depósitos de los bancos accionistas y no accionistas, que sería repetirlos dos veces".

claridad del modelo presentado por De Abrisqueta, miembro del Consejo y luego del Instituto Nacional de Estadística le ganó los mejores reconocimientos profesionales y gubernamentales. En efecto, Triffin avaló el trabajo de De Abrisqueta[55] y la Contraloría General de la República adoptó su metodología con el carácter de oficial[56].

La propuesta de De Abrisqueta fue acogida por el Banco de la República a partir de la revista de marzo de 1945 y su vigencia se extendió hasta la revista de septiembre de 1978 cuando las series monetarias comenzaron a expresarse en términos de la base monetaria, del multiplicador y de sus componentes. Sin embargo, el *Informe anual* del gerente del Banco de la República continuó presentando el antiguo modelo de Claus-Caro hasta 1950.

Todavía en 1948, el gerente planteaba las diferencias entre la antigua presentación del Banco de la República y de la Superintendencia Bancaria, recalcando en el acuerdo mutuo de las dos entidades de "presentar únicamente los datos de los factores que integran la circulación, en forma tal que los particulares, de acuerdo con su criterio, hicieran el cómputo correspondiente". Pero, luego anota, defendiendo la metodología del Banco de la República en contra de la reclamada superioridad técnica de los métodos de la Superintendencia: "Es oportuno aclarar que ambos métodos se acomodaban a normas técnicas. El procedimiento del Banco de la República se encaminaba a investigar la cantidad de moneda que el público tenía efectivamente en un momento dado para hacer sus pagos, pero no entraba a averiguar de cuánta moneda podría disponer teóricamente en ese momento"[57]. Luego explica, aritméticamente, el procedimiento de las dos entidades. Solamente desde 1950 el *Informe anual* comenzó a emplear la metodología de De Abrisqueta. Por su parte, la Superintendencia continuaba empleando su propia metodología —la adoptada en 1935— presentando sus resultados en una columna, y en la otra, los datos oficiales.

De Abrisqueta, separándose del concepto de Hermberg, incluye los "depósitos del gobierno nacional" y los de "otras entidades oficiales" dentro de los depósitos bancarios a la vista integrantes de los medios de pago. Además, controvierte a Triffin por considerar la parte en moneda extranjera de los depósitos gubernamentales.

Pero, al igual que Triffin, propone presentar los medios de pago, incluyendo y excluyendo los depósitos oficiales en el Banco de la República.

[55] En relación con el estudio de De Abrisqueta, Triffin conceptuó: "Su artículo me parece el estudio más completo y práctico que he leído sobre los procedimientos estadísticos para calcular los datos esenciales referentes a los medios de pago". *Anales de Economía y Estadística*, Contraloría General de la República, suplementos Nos. 7 y 8, Bogotá, noviembre de 1945.

[56] En atención a la Ley 82 de 1935 que centralizó en la Contraloría General de la República "la dirección de todos los servicios de la estadística en la nación", el Contralor General de la República determinó el método oficial para calcular los medios de pago en circulación. Dicho método fue el sugerido por De Abrisqueta.

[57] Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva (Bogotá, 1948, pág. 36).

2. La base y los determinantes del multiplicador del dinero en Colombia (1923 - 1950)

Introducción

ESTE CAPÍTULO SE DIVIDE EN DOS APARTADOS: en el primero se intenta una clasificación introductoria de los distintos tipos de dinero, siguiendo en términos generales la presentación de Milton Friedman y Anna Schwartz para los Estados Unidos en *A Monetary History of the United States, 1867-1960.* Appendix B. Los autores clasifican los tipos de dinero de acuerdo con los propietarios o *tenedores*.

En el segundo apartado se expone la metodología de cada una de las series estadísticas utilizadas en este trabajo. En su orden, dichas series son las siguientes:

Efectivo en poder del público

Reservas bancarias

Base (base fuente según sus aplicaciones)

Medios de pago

Fuentes de la base

Base fuente neta

Determinantes del multiplicador de los medios de pago

Depósitos bancarios

Encajes y componentes del multiplicador de los medios de pago para la base fuente neta.

Las series se construyeron acudiendo a las fuentes principales de la época a saber: el Informe anual del gerente del Banco de la República a partir de julio de 1924 y el Informe anual presentado por el superintendente bancario al ministro de hacienda también desde 1924. De estas publicaciones se extrajo la información de los balances consolidados del Banco de la República y de los bancos comerciales.

A. Clasificación de los tipos de dinero en Colombia (1923-1950)

1. Presentación general de los tipos de dinero:

La presentación de las series estadísticas del dinero y de sus determinantes próximos —la base y los componentes del multiplicador— exige la ilustración previa acerca de las distintas expresiones materiales del dinero, o en términos de Friedman, de las "diversas clases de objetos que se podrían señalar como parte de la cantidad de dinero" [58].

Dichas expresiones materiales son las siguientes:

El oro
Las monedas de plata
Los certificados de plata
Las monedas de cobre y níquel
Los billetes nacionales
Los bonos del tesoro
Las cédulas de tesorería
Los bonos bancarios
Las cédulas bancarias
Los billetes extranjeros
Los billetes del Banco de la República
Los depósitos en los bancos comerciales
Los depósitos del público no bancario en el Banco de la República.

La motivación inicial y el desenvolvimiento de cada una de las especies mencionadas corresponden a momentos históricos particulares del desarrollo de la economía mercantil, y específicamente a los requerimientos monetarios del proceso de acumulación. La presentación de tal correspondencia no cabe dentro de los límites establecidos para este capítulo; únicamente interesa su enumeración y clasificación en la medida en la que observan el criterio de haber cumplido con las "funciones de dinero" en alguna etapa o en la totalidad del período en estudio.

Como lo señala Hicks, dinero es lo que hace las veces de dinero, en la medida en la que cumple con los cuatro requerimientos de la ortodoxia académica —de estirpe jevoniana— generalmente conocidos como funciones del dinero[59]. Bronfenbrenner ha recordado el esquema típico de las cuatro funciones:

[58] Friedman, Milton y Schwartz, Anna. *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, N.J. Princeton, University Press, 1963, pág. 776).

[59] Hicks, John, *Ensayos críticos sobre teoría monetaria* (Barcelona, Ediciones Ariel, pág. 15).

Medio de cambio
Medida del valor
Depósito de valor, y
Reserva para pagos futuros[60].

Se puede afirmar que las especies enunciadas cumplieron con las funciones tradicionales aunque en grado muy diverso, atendiendo a su participación dentro de la circulación total. La escasa literatura existente acerca de la historia monetaria anterior a la fundación del Banco de la República contiene referencias ilustrativas[61]; además, el Banco de la República siempre consideró dentro de su presentación del numerario existente los reducidos saldos de las especies diferentes al oro, a los billetes del Banco de la República y a los depósitos, con el criterio según el cual habían servido como dinero con anterioridad al establecimiento del Banco y continuaron haciéndolo algún tiempo después mientras se afianzaba uno de los propósitos fundamentales de la institución: la unificación del medio circulante con los billetes del Banco de la República.

2. Reseña de las especies monetarias

a. El oro

A partir de la Ley 35 de 1907 "sobre régimen monetario" el peso bruto (en gramos) del peso de oro fue de 1.5976 y a la ley de 0.916 $^{2}/_{3}$.

Estas especificaciones fueron modificadas por la Ley 167 de 1938, según la cual el peso bruto en gramos del peso de oro sería de 0.56424 a la ley de 0.900[62]. La importancia de oro como especie monetaria antes de la fundación del Banco de la República se demuestra por su alta participación, 52%, en el total del circulante en junio de 1922[63]. Pero esto no quiere decir que en años anteriores la circulación de oro no hubiera sufrido bruscas oscilaciones de acuerdo con el ritmo del comercio exterior[64]. Durante la vigencia del patrón oro, además de las existencias de oro como reservas en el Banco de la República, los bancos comerciales mantuvieron una parte de sus saldos de caja en oro amonedado.

[60] Bronfenbrenner, Martin. "Davidson on Keynes on Money", *JPKE*, 1980, pág. 308.

[61] Especialmente la obra de Guillermo Torres García. *Historia de la moneda en Colombia* (Bogotá, Banco de la República, 1945).

[62] Triffin, Robert. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del BDR* (octubre de 1944, suplemento).

[63] Torres García, Guillermo. *Historia de la moneda en Colombia*, Ibid., pág. 334.

[64] Avella Gómez, Mauricio. *Biografía de las especies monetarias*, (Mimeo, Universidad Nacional de Colombia, 1978, págs. 8-14).

b. Las monedas de plata, cobre y níquel. Los certificados de plata

La Ley 35 de 1907, sobre régimen monetario, reinstituyó el peso de plata acuñado al título de 0.900. Sin embargo, no se trataba de una recuperación de la plata como patrón monetario; únicamente se le permitió subsistir al lado del peso de oro, unidad monetaria básica, para facilitar las transacciones de menor cuantía. Posteriormente, la reforma fiscal de 1912 se ocupó de dejar a la plata en el lugar secundario de submúltiplo del peso de oro como ya había acontecido antes de 1907.

Las monedas de cobre y níquel se consideraron siempre como moneda fraccionaria; por ejemplo, la mencionada Ley 35 de 1907 escogió al níquel para representar los centavos del peso fuerte de oro, limitando notablemente su poder liberatorio[65].

Finalmente, la agobiante "inelasticidad del circulante" imperante con anterioridad a la fundación del Banco de la República —inclusive para transacciones de baja cuantía— obligó al Congreso en reiteradas ocasiones a legislar en favor de nuevas emisiones de monedas de plata y níquel[66]. Al fundarse el Banco, la plata acuñada llegaba a $ 9.780.000 y las monedas de níquel a $ 2.000.000. Los certificados de plata fueron emitidos en acatamiento a la Ley 82 de 1931 y con el ánimo de robustecer el fisco descaecido por la crisis; la emisión de los certificados se hizo bajo la denominación de $ 1 y $ 5, sin distinción con los billetes del Banco, habiendo obtenido la aceptación pública.

c. Los billetes nacionales

Los billetes nacionales tienen su origen en las emisiones del Banco Nacional iniciadas en 1881. Constituyeron, a partir de 1885, la primera expresión generalizada del papel moneda, inconvertible, avalado por el Estado con la garantía del curso forzoso —"fiat money"—. Las continuas emisiones realizadas por el Estado para enjugar reiterados déficit fiscales en épocas de intranquilidad pública obligaron a la clausura del banco en 1894. No obstante, jurídicamente el Estado continuaba con la posibilidad de efectuar emisiones ante situaciones extremas de origen interno y externo. La conflagración nacional, denominada *"la guerra de los mil días"* se constituyó en la principal motivación para una carrera de emisiones sin precedentes[67].

[65] El artículo 3º. de la Ley 35 de 1907 decía así: "Las monedas de níquel tendrán un poder liberatorio de $ 2, en cada transacción". Pombo, Manuel y Guerra, José Joaquín. *Constituciones de Colombia* (segunda edición, Bogotá, Imprenta de "La Luz", 1911, tomo III, pág. 122).

[66] Por ejemplo, la Ley 37 de 1920, ordena en su artículo 1º. lo siguiente: "Facúltase al Gobierno, para que por conducto de la Junta de Conversión y con los fondos que ésta maneja, proceda a la acuñación y emisión de $ 3 millones en monedas de plata y $ 1 millón en monedas de níquel, sobre las cantidades cuya acuñación y emisión están autorizadas por leyes anteriores", *Diario Oficial*, Nos. 17.384 y 17.385 del 28 de octubre de 1920.

[67] Torres García, Guillermo, Ibid., pág. 274.

El desprestigio del papel moneda era de esperarse: en el Decreto Legislativo No. 47 de 1905 se le consideró como "la causa principal de todos los trastornos del país". En efecto, la gente ya no creía en un papel inconvertible, o mejor, ya no creía en un papel sin respaldo efectivo de metálico. El desprestigio del papel alteraba de continuo las transacciones: los precios variaban, con un papel desmejorado, al tenor del estado de ánimo de los concurrentes al mercado. Allí mismo los comerciantes decidieron que un billete del Banco Nacional de valor nominal de $ 100 equivaldría a $ 1 oro. El Decreto Legislativo No. 47 y la Ley 59 de 1905 se encargaron de legalizar lo que el mercado ya había decidido; el artículo 26 de la Ley 59 de 1905 ordenaba que la conversión del papel moneda por moneda metálica se haría del modo y en los términos establecidos en el Decreto Legislativo No. 47 del mismo año, en la proporción de $ 100 en papel moneda por un peso en oro.

En el mismo Decreto Legislativo No. 47 de 1905 el gobierno auspiciaba la creación del Banco Central, como sociedad anónima, considerando que uno de sus fines primordiales sería el de la conversión de los billetes emitidos por el antiguo Banco Nacional. Pero la iniciativa fracasó ante la suspicacia del público en la creencia de que se trataba de una "reedición" del Banco Nacional. Tan sólo en 1916 se inició una tímida sustitución del billete circulante por los denominados *billetes representativos de oro*, cuya edición estuvo a cargo de la American Bank Note Company, en virtud del contrato celebrado con la Junta de Conversión, creada por disposición de la Ley 69 de 1909. En su informe al Congreso Nacional de 1922, la Junta de Conversión reportó la existencia de $ 10.148.613 en billetes representativos de oro y un "remanente del papel moneda no presentado al cambio" y probablemente destruido de $ 212.095[68]. Con la fundación del Banco de la República, la nueva institución continuó el cambio de los billetes de antiguas ediciones por los "representativos de oro", llamados también generalmente billetes nacionales.

d. Los bonos del Tesoro y las cédulas de Tesorería

La crítica situación fiscal originada por el desfallecimiento del comercio exterior en la coyuntura de la primera guerra mundial obligó al gobierno a arbitrar nuevos medios de financiación. Reiteradamente se acudió al crédito interno: "mediante el Decreto No. 475 de 1918 se autorizó al Ministerio del Tesoro para la consecución de un empréstito interno mediante el mecanismo de suscripción pública de bonos al portador"[69]; la Ley 23 del mismo año "que organiza el crédito interno" promulgó la

[68] Osorio y Gil, J. *La moneda en Colombia* (Bogotá, U. Javeriana, 1943, pág. 148).
[69] Avella Gómez, Mauricio. Ibíd., págs. 52-57.

creación de "un documento denominado *bono colombiano de deuda interna*" con el ánimo de cubrir la situación deficitaria de la tesorería. Fueron estos los antecedentes inmediatos de los bonos del tesoro emitidos en virtud de la Ley 6 de 1922, sin ningún interés, pero admisibles "por su valor nominal en los pagos que deban hacerse a cualquier título al tesoro nacional y en los de las contribuciones públicas nacionales, departamentales y municipales"[70]. La inelasticidad del circulante obró en el sentido de que los bonos se emplearon no sólo como medios de pago en las oficinas públicas sino en las transacciones corrientes[71].

Las cédulas de Tesorería emitidas en 1919, además de constituir un recurso extraordinario de financiamiento basado en el crédito interno, incidieron notablemente en la circulación. Desempeñaron en el mercado la función de dinero aunque esta atribución les fuera ampliamente controvertida de acuerdo con las extendidas nociones de la época para calificar al dinero —papel moneda.

En un documento acerca de las cédulas de Tesorería, la Comisión Fiscal de 1919 se ocupó del carácter no monetario de la nueva emisión: "... si bien es verdad que la cédula de tesorería que se trata de emitir será un papel de circulación, no puede en manera alguna considerarse como papel moneda, porque no es de curso forzoso, sino de voluntario recibo, porque devenga un interés, porque no es de circulación indefinida sino que tiene un término para su amortización..."[72]. Esta aclaración era pertinente no sólo por diferencias de naturaleza entre el papel moneda y el nuevo documento de crédito sino por la prohibición constitucional que de nuevas emisiones de papel moneda de curso forzoso prevalecía desde 1910.

No obstante, la incidencia monetaria de las cédulas de Tesorería fue reafirmada por el ministro del Tesoro en su memoria de 1919: "... el aumento de moneda, en un medio circulante perfectamente enrarecido, animó las transacciones, le dio nueva vida al comercio, contribuyó a fomentar algunas industrias, evitó el descenso del cambio sobre el exterior y sirvió, sobre todo, de alimento a nuestra gran industria cafetera, que se habría visto en las peores condiciones de penuria monetaria, si los bancos no hubieran tenido ese recurso a la mano para atender al gasto de la cosecha y de la exportación del valioso grano"[73]. Así, las cédulas de Tesorería no sólo alcanzaron el objetivo financiero de auxiliar al tesoro público sino que sirvieron como medio estimulante de la circulación monetaria. Además, y corroborando la aseveración de que los documentos de deuda estatales empleaban formatos semejantes a los del

[70] *Diario Oficial*, No. 1.655.
[71] Osorio y Gil, J. *La moneda en Colombia*. Ibid., pág. 151.
[72] Jaramillo, Esteban. *Memoria del Tesoro*, 1919, pág. 25.
[73] Jaramillo, Esteban. *Memoria del Tesoro*, 1919, pág. 26.

dinero, en este caso, el ministro Jaramillo acudió a los antiguos billetes emitidos por el malogrado Banco Central en 1905.

Los bonos del Tesoro y las cédulas de Tesorería fueron por lo tanto "papeles financieros" representativos de la deuda pública interna, que en la circulación fueron empleados como medio de transacción y de pago.

e. Los bonos bancarios y las cédulas bancarias

El Congreso de 1918, autorizó, mediante la Ley 51, la constitución de un recurso adicional de financiamiento de las entidades de crédito mediante los denominados *bonos bancarios* utilizables en la financiación de los saldos no exigibles de la cartera bancaria. Así, los bancos podrían sustentar sus operaciones sin obstrucciones por iliquidez en los términos de maduración de sus préstamos.

Nuevamente, por fuerza de la inelasticidad del circulante, los bonos "circularon bien pronto como moneda"[74]. Según el informe de la Junta de Conversión al Congreso de 1922 la emisión de bonos llegaba a $ 1.275.000 ($ 800.000 del Banco Hipotecario del Pacífico; $ 425.000 del Banco López de Bogotá y $ 50.000 del Banco del Huila).

El Banco de la República creó en 1925 un fondo de amortización de los bonos bancarios. No obstante, los saldos restantes en bonos no presentados al Banco de la República —probablemente por pérdida—, continuaron afectando la contabilidad de las especies monetarias.

Las cédulas bancarias estuvieron por su propia naturaleza vinculadas a los bancos hipotecarios o a la existencia de secciones hipotecarias en los bancos comerciales. Alcanzaron su primer apogeo con el florecimiento del comercio exportador de la quina y del tabaco, pero, "pari passu", perdieron su importancia con el languidecimiento de los mercados y con el recrudecimiento de las conflagraciones civiles, principalmente las de 1884, 1895 y 1899-1902, las cuales crearon tal inseguridad en las zonas rurales que la propiedad agraria no era una garantía de largo plazo. En 1905, la Asamblea Nacional Constituyente y Legislativa promulgó la Ley 24 de dicho año "por medio de la cual se acudía al fomento de establecimientos hipotecarios en el país. La ley facultó al Gobierno para celebrar contratos con los bancos con el fin de establecer secciones hipotecarias y emitir las cédulas correspondientes"[75]. Sin embargo, sólo hasta 1912, uno de los principales bancos, el de Colombia, solicitó autorización al gobierno para emitir cédulas. Nuevamente, surgió la discusión sobre el carácter monetario de las cédulas, pero en la práctica cumplieron con dichas funciones. Por encima de las

[74] Osorio y Gil, J. *La moneda en Colombia*, Ibid., pág. 147.
[75] Avella Gómez, Mauricio. Ibid., pág. 43.

consideraciones jurídicas y ante la escasez de circulante, las cédulas bancarias sirvieron como dinero[76].

f. Los billetes extranjeros

El principal antecedente de empleo de moneda extranjera con anterioridad a la fundación del Banco de la República lo constituyó el otorgamiento —por medio de la Ley 85 de 1910— de poder liberatorio pleno a las monedas de oro inglesas de una y de media libra esterlina. No existía inconveniente para tal medida, ya que el ordenamiento monetario previsto por la Ley 35 de 1907 había adoptado la ley inglesa de afinación del metal para la determinación del patrón monetario y sus múltiplos. En 1919, y con el fin de estabilizar el cambio exterior, tendiente a la baja, el gobierno dispuso la aceptación de los billetes ingleses en las oficinas de recaudación. Dicha determinación, malograda mediante providencia de la Corte, obligó al Ggobierno a retornar los billetes a Inglaterra para el servicio de la deuda externa.

Establecido el Banco de la República, en los cómputos del numerario aparece en ocasiones el rubro billetes extranjeros. Tal como se desprende del Informe anual del gerente en 1927, tales saldos pudieron originarse en el hecho de que algunas entidades prestatarias traían sus empréstitos al país en moneda extranjera.

g. Los billetes del Banco de la República

Los billetes del Banco de la República son las obligaciones que el Banco emite al adquirir los siguientes activos enunciados en la ley constitutiva:

- Oro en barras o amonedado (y moneda extranjera en calidad de reservas internacionales).
- Giros y letras de cambio sobre plazas extranjeras cuyo vencimiento no supere los noventa días.
- Documentos comerciales y agrícolas cuyo vencimiento no exceda de los noventa días a no ser que se trate de papeles avalados totalmente con productos agrícolas o ganaderos; en este caso, el plazo de vencimiento puede alcanzar los seis meses (descuento y redescuento).

Además, la ley autoriza la emisión de billetes para "la compra y retiro de la circulación de una cantidad no mayor de $ 3.216.000 en cédulas de Tesorería..."[77]. Esta

[76] Villegas, Jorge y Yunis, José. *Sucesos colombianos 1900-1924* (Medellín, CIE, Universidad de Antioquia, 1976, pág. 183).

[77] Ley 25 de 1923, artículo 16.

función fue particularmente importante para cumplir con la obligación gubernamental de retirar de la circulación las cédulas emitidas en 1919.

h. Los depósitos en los bancos privados

El proceso de generalización de los depósitos bancarios se cumple a partir de la inauguración del sistema de banco central y bancos de crédito, o sea, a partir de la expedición y aplicación de las leyes 25 y 45 de 1923. La aceptación del carácter monetario de los depósitos, en Colombia, originó discrepancias institucionales que se prolongaron durante todo el período considerado. En particular, la Superintendencia Bancaria, al adoptar en 1935 el método establecido por la Sociedad de las Naciones para medir el medio circulante, acogió la noción monetaria de los depósitos bancarios a la vista. Desde otro ángulo, el Banco de la República prefirió reconocer —a partir de 1929— el carácter monetario de los llamados depósitos activos, medidos por el valor de las reservas bancarias. El Informe anual del gerente conservó este enfoque hasta 1950; empero, la revista, a partir del *Informe Hermberg* (1939), introdujo dentro de sus cálculos del circulante el rubro de depósitos en cuenta corriente realizables por cheque.

i. Los depósitos en el Banco de la República

— Depósitos del público no bancario en el Banco de la República

Los depósitos no bancarios en el Banco de la República se consideran aparte de los depósitos en los bancos comerciales, atendiendo al objetivo propuesto de clasificar los diversos tipos de dinero. Si esta clasificación se efectúa siguiendo el criterio de Friedman, a saber, según "los tenedores del dinero", resulta procedente dicha distinción. Pero, además, la diferenciación es conveniente para efectos de análisis, ya que los depósitos no bancarios en el Banco de la República forman parte del efectivo en poder del público. En otras palabras, los depósitos del público en cuenta corriente en el Banco de la República y las monedas y billetes en poder del público "tienen la misma característica, puesto que desde el punto de vista de la expansión secundaria es indiferente que el público mantenga dinero en efectivo o depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República"[78].

— Depósitos de los agentes bancarios en el Banco de la República

Los depósitos de los bancos privados en el Banco de la República constituyen dinero "potencial" y forman parte del conjunto de obligaciones de la autoridad

[78] Hernández, Antonio. "Determinantes de la tasa de cambio de la cantidad de dinero", Bogotá, Corp., 1972.

monetaria. Se le considera, junto con los billetes en circulación, como un pasivo monetario. El sistema de reservas bancarias fue implantado por la Ley 25 de 1923 en su artículo 20. Según la prescripción mencionada, el *encaje legal* estaría constituido únicamente por oro amonedado nacional o extranjero y por barras de oro, así como por "billetes nacionales colombianos representativos de oro, billetes del Banco de la República y moneda de plata colombiana..."[79]. También, aunque con limitaciones, por los bonos del Tesoro. El encaje legal instituido en la Ley 25 para las instituciones bancarias diferentes al Banco de la República fue del 50%. Sin embargo, la misma ley dispuso que el encaje para los bancos accionistas del Banco de la República fuera del 25%. Estos valores del encaje se aplicarían a los "depósitos disponibles, o sea, los pagaderos a la orden o a treinta días o menos". De otra parte, el encaje mínimo de los depósitos a término (de más de 30 días) sería del 25% en el caso de los bancos no accionistas, y del 12.5% tratándose de bancos accionistas. Durante el período 1923-1949 los encajes fueron establecidos por ley. La flexibilidad de los encajes y su manejo discrecional por la autoridad monetaria tuvieron su origen en los decretos legislativos 211 de 1949 y 756 de 1951[80].

3. Discriminación de los tipos de dinero

Pueden abarcarse dos grandes clasificaciones del dinero:

a. El dinero en especie

— El oro;

b. El dinero en la modalidad de pasivos fiduciarios.

1. Obligaciones de la Tesorería ("Government Monetary authorities")

— Monedas de plata

— Certificados de plata

— *Monedas de cobre y níquel*

— Billetes nacionales

— Bonos del Tesoro

— Cédulas de Tesorería.

2. Obligaciones del Banco de la República
("quasi-government monetary authorities").

— Billetes del Banco de la República

— Depósitos del público no bancario en el Banco de la República

— Depósitos de los agentes bancarios en el Banco de la República.

[79] Ley 25 de 1923, artículo 20.

[80] Alviar, Oscar. *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia* (Bogotá, Tercer Mundo, pág. 55).

3. Obligaciones de las instituciones privadas (bancos)

— Depósitos en los bancos privados.

4. Otras obligaciones de las instituciones privadas

— Bonos bancarios

— Cédulas bancarias.

5. Obligaciones emitidas por bancos extranjeros

— Billetes extranjeros.

Además, los tipos de dinero enunciados pueden distinguirse como dinero en especie, dinero circulante y dinero en la forma de depósitos.

El dinero circulante puede dividirse así:

— Obligaciones de la Tesorería

— Obligaciones del Banco de la República en la forma de billetes

— Obligaciones emitidas por bancos extranjeros (billetes)

— Otras obligaciones de las instituciones privadas.

A su vez el dinero en la forma de depósitos puede esquematizarse de la siguiente manera:

— Obligaciones del Banco de la República en la forma de depósitos del público bancario y no bancario.

— Obligaciones de las instituciones privadas (bancos diferentes al Banco de la República) en la modalidad de depósitos.

Finalmente, los tipos de dinero pueden clasificarse de acuerdo con los "tenedores" o demandantes del dinero, en la forma que sigue, exceptuando los saldos correspondientes a la autoridad monetaria:

Tipos de dinero	Clase de demandante	
	Público no bancario	Bancos
Dinero en especie	P1	B1
Obligaciones de la Tesorería: circulante	P2	B2
Obligaciones del Banco de la República: circulante	P3	B3
Obligaciones del Banco de la República: depósitos	P4	B4
Obligaciones de los bancos privados: depósitos	P5	
Otras obligaciones de los bancos privados: circulante	P6	
Obligaciones emitidas por los bancos extranjeros: circulante	P7	B5
Total	M	R

El total de la primen columna, **M**, representa "las existencias de dinero en manos del público", de acuerdo con la denominación sugerida por Friedman[81]. Sin embargo, para efectos del análisis posterior, la definición **M** no incluirá la totalidad de los depósitos del público no bancario en los bancos privados sino únicamente los depósitos en cuenta corriente ("private bank demand deposits").

La consideración del dinero en especie es pertinente únicamente para el período de vigencia del patrón oro (1923-1932). Las cédulas bancarias y los bonos bancarios se clasifican como "otras obligaciones de los bancos privados". Sin embargo, como se verá en el apartado dedicado al efectivo en poder del público, otras clasificaciones, como la de Triffin (1944), incluyen dichos rubros bajo el título de moneda de la Tesorería. Acogiendo la alternativa de Triffin, los billetes extranjeros también se incluirían dentro de la moneda de la Tesorería.

El total de la segunda columna, **R**, se refiere al valor sin duplicaciones de los activos líquidos del sistema bancario privado como un todo; corresponde al concepto de reservas de alto poder —"high-powered reserves"— de Friedman. Se trata, como se explicará más adelante, de la demanda de la base ejercida por los bancos privados.

B. La base y los multiplicadores del dinero en Colombia (1923-1950). Metodologías y tablas estadísticas

La presentación de cada serie comprenderá las metodologías de cálculo, una discusión conceptual acerca de la definición empleada y la tabla correspondiente.

1. Efectivo en poder del público

a. Metodología

Se emplea la siguiente formulación:

Efectivo en poder del público = (moneda de la Tesorería + billetes del Banco de la República en circulación - caja de los bancos comerciales - caja del Banco de la República) (= moneda fuera de los bancos) + depósitos de los particulares en el Banco de la República.

Los componentes de la moneda de la Tesorería son los que siguen:

— Billetes nacionales

— Monedas de plata

[81] Friedman y Schwartz. Ibid., pág. 778.

— Certificados de plata
— Moneda de cobre y níquel
— Bonos del tesoro
— Cédulas de tesorería
— Bonos bancarios
— Cédulas bancarias
— Billetes extranjeros.

Desde luego, no todos los rubros constituyen una deuda de la Tesorería. Sin embargo, Robert Triffin los englobó bajo la denominación general de moneda de la Tesorería, probablemente atendiendo a varios criterios, entre los cuales pueden señalarse los siguientes: en primer lugar, todos los rubros habían servido como dinero —excluyendo los certificados de plata—, antes de la fundación del Banco de la República; en segundo lugar, y con el ánimo de contribuir a la unificación del circulante, el gobierno había firmado contratos para la amortización de algunas especies; en tercer lugar, el impacto de dichas especies dentro del valor total de la circulación se había reducido notablemente y en lugar del detalle individual resultaba más cómoda la presentación de una cifra global. Sin embargo, depurando la presentación, los bonos bancarios y las cédulas bancarias podrían considerarse en un rubro aparte al que podría denominarse "otras especies fiduciarias", o tal como se hizo en el apartado anterior, "otras obligaciones de los bancos privados". En el cuadro de efectivo en poder del público, correspondiente al período que va de 1924 a 1932, la moneda de la Tesorería abarca todas las formas monetarias diferentes a los billetes del Banco de la República —de acuerdo con el criterio de Triffin—. Para el resto del período se ha ensayado la presentación alternativa que considera a los bonos bancarios y a las cédulas bancarias como *otras especies fiduciarias*.

Los guarismos correspondientes a los billetes del Banco de la República en circulación se obtienen del pasivo del balance externo del banco. Los billetes del Banco en circulación corresponden a la diferencia entre los billetes emitidos y los billetes en la propia caja del Banco de la República.

Durante el período de vigencia del patrón oro (1923-1932) se incluye, dentro del cálculo del efectivo en poder del público, el oro amonedado en poder de los bancos comerciales. En cuanto a los depósitos de los particulares en el Banco de la República únicamente se ha considerado su importe en moneda nacional[82].

[82] Los rubros correspondientes a la moneda de Tesorería se obtienen directamente del Informe anual del gerente del Banco de la República. La cifra de los billetes del Banco de la República en circulación se extrae de los balances consolidados del Banco a junio de cada año. El valor de la caja de los bancos

b. Discusión conceptual

La noción de *efectivo en poder del público* es más amplia que el concepto tradicional del circulante. Este último corresponde a la concepción de *moneda fuera de los bancos* ("money outside the banks") y a la de *dinero gubernamental* ("government money") *en manos del público*. Con frecuencia se habla del *circulante en poder del público* ("currency held by the public or hand-to-hand currency"). *El efectivo en poder del público* incluye, además del circulante, los depósitos del público no bancario en el Banco de la República.

La diferencia entre el efectivo y el circulante no es simplemente aritmética. La consideración conjunta e indiferenciada de los depósitos del público en cuenta corriente no permite distinguir el carácter particular que desde el punto de vista de la expansión secundaria ostentan los depósitos del público en cuenta corriente en el Banco de la República. Como ya se advirtió antes, en términos de la expansión secundaria "es indiferente que el público mantenga dinero en efectivo o depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República"[83]. Por esta razón, el concepto de efectivo en poder del público es no sólo más amplio sino analíticamente superior al de circulante.

Como oportunamente se verá, el efectivo en poder del público es uno de los componentes de la cantidad de dinero y la expresión de la demanda de la base ejercida por el público no bancario.

2. Reservas bancarias

a. Metodología

Reservas bancarias = caja de los bancos comerciales + depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República[84];

comerciales se toma directamente de los consolidados bancarios publicados por la Superintendencia Bancaria; esta última cifra puede estar integrada parcialmente por moneda extranjera expresada en moneda nacional; si ello es así el valor atribuido a la caja de los bancos comerciales y, por ende, el efectivo en poder del público, las reservas bancarias, la base (según sus usos) y la base fuente neta, presentarán alguna sobrevaloración. La caja del Banco de la República se obtiene directamente del balance externo y está compuesta por los billetes nacionales, la moneda fraccionaria y otras especies computables para el encaje de los depósitos. Los depósitos de los particulares en el Banco de la República, realizables por medio de cheques, no se extrajeron directamente del balance consolidado, ya que si bien en ocasiones dicha cuenta aparece discriminando los valores en moneda nacional y en moneda extranjera, generalmente no ocurre así, habiéndose tenido que acudir a los cuadros de resumen de los componentes de los medios de pago como el publicado en el anexo del Informe anual de 1943 (Cuadro XLII) o en la segunda parte del Informe anual de 1971 (Cuadro 3.1.1).

[83] Hernández, Antonio. "Determinantes de la tasa de cambio de la cantidad de dinero", *Corp.* (Bogotá, 1972).

[84] Es probable que exista alguna sobrevaloración de la cuenta de caja de los bancos comerciales. El valor del rubro de depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República se extrae de los balances consolidados del Banco de la República. Esta cifra presenta divergencias con los datos suministrados por

b. Discusión conceptual

Las reservas bancarias están constituidas por los rubros integrantes de la segunda columna del cuadro construido en el apartado anterior que discrimina los tipos de dinero y sus demandantes.

En un sistema monetario basado enteramente en dinero en especie ("pure specie standard"), las reservas bancarias estarían compuestas totalmente por la especie metálica. Su monto quedaría definido de acuerdo con dos conjuntos de consideraciones: el primero, relacionado con las determinaciones legales acerca de los requerimientos de reservas sobre los depósitos; el segundo, vinculado con "motivaciones de precaución". Según Friedman, las reservas deseadas por precaución "reflejan el propio juicio de cada banco acerca de la cantidad de dinero en especie que debería mantener por su propio interés para salvaguardar su capacidad de enfrentar cualquier demanda de redención de sus obligaciones. La cantidad de reservas deseadas por precaución por un banco depende, entonces, principalmente, de la tasa de retorno que el banco puede alcanzar sobre los activos distintos a las reservas en especie..."[85].

En un sistema monetario basado por completo en las emisiones fiduciarias de la autoridad monetaria ("a pure fiduciary standard", de Friedman) las consideraciones de los agentes bancarios para explicar su demanda por reservas serían similares.

Bajo las condiciones de un sistema monetario mixto ("a mixed specie and fiduciary standard", de Friedman) y existiendo perfecta sustitución entre el dinero en especie y el dinero fiduciario, los bancos no preferirían que la composición de sus reservas se hiciera exclusivamente en uno de los dos activos; la composición de las reservas les sería indiferente.

En Colombia, la Ley 25 de 1923, o constitutiva del Banco de la República, en sus artículos 19 y 20, se ocupó de garantizar, a nivel jurídico, la sustituibilidad perfecta de los billetes del banco y del oro. El artículo 19 estatuye que "los billetes del banco serán convertibles a la vista,...". El artículo 20, a su vez, determina que "el *encaje legal* consistirá únicamente en oro amonedado nacional o extranjero y en barras de oro, avaluadas dichas monedas y barras, según el oro puro que contengan en relación con el peso oro colombiano, billetes nacionales colombianos representativos de oro, billetes del Banco de la República y moneda de plata colombiana... Los bonos

los consolidados de los bancos comerciales. Pero, además, el balance externo del Banco de la República por lo general no discrimina los valores en moneda extranjera y moneda nacional, por lo cual las cifras consideradas pueden estar sobrevaloradas.

[85] Friedman, Milton y Schwartz, Anna. Ibid., pág. 785.

del tesoro (también) podrán contarse como encaje legal..."[86]. De este modo, en el período en vigencia del patrón oro en Colombia (1923-1932) las reservas bancarias estuvieron constituidas por moneda en especie y moneda fiduciaria. A partir de 1932 se suprimieron las reservas en especie. En la tabla de efectivo en poder del público puede comprobarse la desaparición del rubro oro amonedado en poder de los bancos comerciales a partir de 1932.

Finalmente, es pertinente aclarar que al tomar el dato consolidado de las reservas bancarias se eliminan los depósitos interbancarios que los bancos individualmente considerados sí incluirían dentro de sus cómputos de reservas.

3. Base

a. Metodología

Base (base fuente según su demanda) = efectivo en poder del público + reservas bancarias.

b. Discusión conceptual

Los conceptos estudiados anteriormente —el efectivo en poder del público y las reservas bancarias—, considerados conjuntamente, expresan la demanda del público bancario y no bancario por el "dinero de alto poder" o más exactamente, como lo esclarece Friedman, por el "dinero de alto poder por fuera de las instituciones que representan las autoridades monetarias"[87].

En el período de vigencia del patrón oro, con emisión fiduciaria del Banco de la República, el "dinero de alto poder" se hallaba compuesto por el dinero en especie (el oro) y por las obligaciones consolidadas de las autoridades monetarias en manos del público no bancario y de los bancos privados. Con la introducción del Control de Cambios en 1932 y la suspensión de la convertibilidad, la composición del "dinero de alto poder", desde el punto de vista de su demanda, se redujo a los pasivos monetarios del Banco de la República y a la moneda de la Tesorería.

El calificativo de "dinero de alto poder" otorgado al efectivo en manos del público y a las reservas bancarias, deviene del "reconocimiento de su empleo potencial por los bancos para expandir la cantidad de dinero" —tal como lo destaca Cagan[88]-.

[86] Ley 25 de 1923, artículos 19 y 20.

[87] Friedman, Milton y Schwartz, Anna. Ibid., pág. 790.

[88] Cagan, Phillip. *Determinants and effects of changes in the stock of money, 1875-1960* (New York, Columbia University Press, 1965, pág. 9).

Una denominación alternativa a la de "dinero de alto poder" es la de "base fuente" empleada por Andersen y Jordan, equivalente a la de "base monetaria" de Brunner-Meltzer. Para efectos del análisis monetario resulta importante distinguir entre la base fuente como una magnitud ofrecida por la autoridad monetaria y la demanda que sobre ella ejercen otros sectores de la economía[89]. Como ya se ha sugerido, la demanda por la base fuente involucra dos componentes principales, a saber: la ejercida por el sector bancario y la ejercida por el público no bancario. La primera puede desglosarse en una demanda de tipo directo por reservas excesivas y en otra que es generada indirectamente —a través de las exigencias legales sobre depósitos—, conocida como demanda bancaria por reservas requeridas. La segunda es susceptible de una discriminación similar: la demanda directa del público por la base fuente en la forma de circulante, y la demanda indirecta del público por dicha magnitud ejercida a través de los requerimientos de reservas que deben conservarse sobre sus depósitos bancarios.

La demanda total por la base fuente resulta de la agregación de las demandas sectoriales; "se halla influida, por consiguiente, por los factores que determinan las demandas individuales de los sectores"[90]. Tales factores pueden resumirse, como lo señalan Andersen y Jordan, en el estado de la riqueza de la economía, en las tasas de interés vigentes sobre los depósitos de ahorro y a término, en la tasa de redescuento del banco central, en el nivel de la actividad económica, en los precios de los activos reales y en las tasas de interés de mercado de corto plazo. "Coeteris paribus" la riqueza, las tasas de interés sobre depósitos a plazos y la tasa de redescuento, la demanda por la base fuente evolucionará directamente con el movimiento de la actividad económica y con los precios de los activos reales, pero su reacción será contraria a las variaciones de las tasas de interés de mercado en el corto plazo. Finalmente, como ya se vio en el primer capítulo de este *anexo*, el dinero base no requiere la existencia del sistema banco central-bancos de crédito. Con anterioridad a la fundación del Banco de la República, la base estuvo constituida por el conjunto de formas del dinero englobadas bajo el título de moneda de la Tesorería, por la moneda en especie —el oro nacional o extranjero—, por los bonos y cédulas emitidos por los bancos privados y por los billetes extranjeros que circularon a la par con el peso colombiano. Dentro de este contexto, las especies monetarias estarían en circulación o aparecerían como reserva efectiva de los bancos privados. De este modo, como lo advierte Hansen, "a medida que el dinero pasara de los bolsillos de los particulares a los bancos, las reservas bancarias aumentarían"[91].

[89] Andersen, Leonall y Jordan, Jerry. "The monetary base, explanation and analytical use", *Review* (Fed. Res. Bank of St. Louis, agosto 1968, pág. 11).

[90] Andersen y Jordan. Ibid., pág. 10.

[91] Hansen, Alvin. *Teoría monetaria y política fiscal* (México, Fondo de Cultura Económica, 1974, pág. 41).

4. Medios de pago

a. Metodología

Se escogió la definición de dinero como el conjunto de los medios de pago, ya que durante el período 1923-1950 las secciones de ahorro de los bancos no tienen mayor peso ni existe un desarrollo generalizado de intermediarios financieros competidores de los bancos.

Se consideran medios de pago a las especies monetarias en poder del público no bancario, así como sus depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República y en el sector bancario comercial y que sean realizables por cheque. Los depósitos en el Banco de la República se consideran separadamente como parte del efectivo en poder del público. De este modo, la cifra de depósitos en cuenta corriente que aparece en la ecuación de medios de pago corresponde exclusivamente a las sumas depositadas en los bancos comerciales. Esta definición fue adoptada en Colombia a partir de los trabajos de Hermberg (1939), Triffin (1944) y de De Abrisqueta (1945).

Abreviadamente,

Medios de pago = efectivo en poder del público + depósitos en cuenta corriente[92].

b. Discusión conceptual

La justificación ofrecida en el párrafo anterior acerca de la definición de dinero se asienta en criterios aparentemente pragmáticos. En realidad, la "definición" constituye más *un ejemplo o una versión* aproximada para la medición del dinero que una *explicación* acerca de su naturaleza. Esta distinción es fundamental, ya que lo que aquí se pretende es presentar a través de una metodología de cálculo específica (M_1), los guarismos aproximados de la cantidad de dinero para el período 1923-1950. No obstante, es preciso aclarar que al elaborar este trabajo no se incurre en la "confusión" según la cual el dinero *es* o se *identifica* con M_1.

Reiterado lo ya expuesto, M_1 es una ejemplificación contable y estadística del dinero, pero de ningún modo constituye una ilustración acerca de su naturaleza. Metodológicamente, las presentaciones específicas del dinero (M_1, M_2,...) deben responder a una definición previa de sus características y propiedades esenciales.

Paul Davidson ha señalado cómo "el dinero es aquello que mediante un proceso de entrega permite a los agentes económicos saldar las obligaciones resultantes

[92] Los depósitos en cuenta corriente no se extraen de los consolidados de los bancos comerciales, ya que éstos publican las cifras globales de los depósitos a la vista. Es necesario recurrir a los cuadros resumen de los componentes de los medios de pago publicados en el Informe del gerente del Banco de la República.

de contratos cuyos pagos son exigibles inmediatamente o en el futuro". De esta definición, Davidson extrae dos características centrales del dinero: "*1. El dinero es el medio de arreglo y liquidación de los contratos. 2. El dinero sirve como instrumento para transportar a través del tiempo un poder de compra generalizado (no específico o particular...)*"[93].

El énfasis en la segunda característica ("money as time machine"), conocida como de liquidez —olvidando la primera—, se ha constituido en fuente de confusiones. Una versión conspicua de dicha insistencia es la de Friedman. Según Friedman, se entiende por dinero "un depósito temporal de poder adquisitivo que hace factible la separación de los actos de compra y venta"[94]. Para uno de sus constantes críticos —James Tobin—, esta proposición no es satisfactoria, ya que no se sabe con seguridad "qué significa"[95]. Podría incluir "todas las formas, de la riqueza, todos los depósitos de valor... Realmente, el poder de compra podría encontrar temporalmente otros albergues distintos al circulante y a los depósitos de las instituciones de ahorro"[96].

La liquidez es una característica poseída por distintos bienes ("durable goods") y en diversos grados. Sin embargo, la particularidad de servir como medio contractual sólo la posee el dinero, de acuerdo con el marco legal y las disposiciones institucionales vigentes. Esta segunda característica es la que permite disponer acuerdos contractuales no sólo sobre transacciones inmediatas ("spot market economy"), sino fundamentalmente acerca de negocios futuros. En realidad, si se tratan de una economía en la cual se exigiesen pagos inmediatos en todas las transacciones sólo se requeriría de un numerario como medio de contabilización y de intercambio. "Un mundo en el cual los negociadores económicos se retractaran de efectuar pagos monetarios especificados en contrato hacia el futuro, en semanas, meses o años, sería una economía en la cual la característica de arreglo contractual del dinero y su noción correlacionada de liquidez carecerían de sentido. El dinero únicamente es importante en un mundo —nuestro mundo— en el cual existe una multitud de contratos encadenados hacia el futuro, estipulados en términos monetarios... La existencia de un marco institucional sobre el mercado que permita (y promueva) la contratación de pagos futuros, crea la necesidad del dinero y de la liquidez"[97].

La escogencia de $\mathbf{M}_1$ como metodología de cálculo de la cantidad de dinero (más que como una definición) está referida estrictamente a las condiciones materiales e

[93] Davidson, Paul. "The dual-faceted nature of the keynesian revolution, money and money wages in unemployment and production flow prices", *JPKE*, 1980, pág. 297.

[94] Tobin, James. "The monetary interpretation of history", *AER*, 1965,pág. 465.

[95] Tobin, James. Ibid., pág. 465.

[96] Tobin, James. Ibid., pág. 465.

[97] Davidson, Paul. Ibid., págs. 298-299.

institucionales del desarrollo financiero en el período 1923-1950 y al orden jurídico establecido por la Ley 25 de 1923. En el artículo 17 de dicha ley se otorga el carácter de moneda legal a los billetes del Banco de la República "para todos los efectos penales" y para la cancelación "de todo el impuesto o deuda a favor de los gobiernos nacional, departamentales y municipales..."[98]. De otra parte, en el artículo 20, se dispone la composición del encaje de las instituciones bancarias diferentes al Banco de la República, en moneda legal (billetes del Banco de la República y otras especies consideradas en el primer capítulo de este *anexo*).

5. Fuentes de la base

a. Metodología

En este acápite, se estudia la base fuente "como una magnitud ofrecida por las autoridades monetarias". Se trata de la base fuente vista por el lado de su oferta. En particular, dicha magnitud puede obtenerse directamente de los rubros del balance del Banco Central, descontando del total de activos más la moneda de la Tesorería, los pasivos no monetarios.

De acuerdo con los balances externos del Banco de la República y el estado de la Tesorería, los sectores que originan la base fuente son los siguientes:

Moneda de la Tesorería y otras especies fiduciarias
Reservas internacionales
Crédito neto a los bancos
Crédito neto al gobierno
Crédito neto a otras entidades oficiales
Crédito y descuentos netos a particulares.

En el período correspondiente al patrón oro (1923-1932) se considera también el oro amonedado en poder de los bancos diferentes al Banco de la República. Además, dado el particular funcionamiento del patrón oro, se consideran como reservas internacionales 1. el oro amonedado y en barras existentes en caja del Banco de la República, y como reservas internacionales 2. los depósitos en bancos externos.

En términos generales, los cálculos se realizan con la siguiente fórmula:

Base fuente según su oferta = moneda de la Tesorería + otras especies fiduciarias + reservas internacionales + crédito a los bancos + descuentos a los bancos + crédito al gobierno + crédito a otras entidades oficiales + crédito a particulares + descuentos

[98] Ley 25 de 1923, artículo 17.

a particulares – pasivos en favor del gobierno - pasivos en favor del sector privado + otros activos – otros pasivos[99].

b. Discusión conceptual

En el apartado dedicado a la demanda por la base fuente se explicó que dicha demanda estaba constituida por las demandas sectoriales de los bancos privados y del público no bancario por el "dinero de alto poder". Friedman ha sugerido una vía alternativa, mediante la consideración de los activos que corresponden al "dinero de alto poder", de acuerdo con su valoración en la contabilidad de la autoridad monetaria[100]. Este enfoque corresponde al de la base fuente vista por el lado de su oferta: así, la base fuente podría considerarse como un activo que las autoridades monetarias ofrecen a la economía.

Esta doble perspectiva analítica de la base fuente sugiere la existencia de una situación de equilibrio de acuerdo con el marco convencional de la oferta y la demanda. El proceso de ajuste ha sido descrito por Andersen y Jordan, partiendo del supuesto, según el cual la base puede ser controlada e influida por las decisiones de la autoridad monetaria: "Como la oferta de este activo (la base) puede ser controlada por el Banco Central, el público bancario y no bancario debe ajustar sus tenencias de activos reales y financieros, de modo que se igualen la oferta y la demanda de la base. En el proceso de ajuste, la actividad económica, los precios de los activos reales y las tasas de interés se modifican"[101].

El supuesto control de la autoridad monetaria sobre la base ha facilitado extremadamente la exposición del equilibrio de la oferta y la demanda en la literatura económica. Burger, por ejemplo, señala: "A través de sus iniciativas, las autoridades monetarias determinan el tamaño de las existencias de la base, así como la tasa a la que será ofrecida. Los bancos y el público determinan las aplicaciones de la base"[102].

La perspectiva de estudio de la base fuente mediante la consideración de su oferta invita a la distinción y al análisis de la evolución de los sectores económicos que contribuyen a su generación. En particular, estos sectores pueden discriminarse como el sector gubernamental, el sector externo y el propio sistema bancario (excluido el Banco de la República) mediante su endeudamiento con el Banco Central.

[99] Exceptuando la moneda de la Tesorería, los demás rubros se obtienen directamente del balance del Banco de la República. Como la información estadística se obtiene del balance externo, las reservas internacionales aparecen directamente valoradas en moneda nacional.

[100] Friedman y Schwartz, Ibid., pág. 796.

[101] Andersen y Jordan, Ibid, pág. 11.

[102] Burger, Alberto, *The money supply process* (California, Wads-Morth, 1971, pág. 19).

Los saldos finales del sector externo, así como el crédito otorgado al gobierno y al sector bancario privado por el Banco de la República pueden leerse directamente en el balance del Banco de la República. Sin embargo, la simple apreciación de los saldos no revela la contribución que durante un período determinado han aportado los sectores a la formación del dinero- base.

Robert Barro sugirió una metodología que trasladaba la atención del investigador hacia el comportamiento de los sectores generadores de la base[103]. La contribución del sector gobierno se estudiaría con la óptica del déficit gubernamental ajustado (déficit global del gobierno, menos la porción del déficit financiada con empréstitos del sector privado doméstico). La participación del sector externo dentro de las fuentes de la base sería evaluada por los índices de la balanza comercial ajustada (balanza de bienes y servicios, más los préstamos externos al sector privado doméstico). Finalmente, el aporte crediticio del Banco Central sería medido de acuerdo con el tamaño de las operaciones de préstamos no gubernamentales (préstamos a los bancos comerciales, más préstamos netos a otras instituciones financieras, más préstamos netos al resto del sector privado doméstico, más préstamos netos a otras entidades oficiales).

Como puede apreciarse, el procedimiento de Barro sustituye el rubro de los préstamos del Banco Central al gobierno que aparece en el balance del Banco de la República por el valor equivalente del déficit gubernamental ajustado, reducido en la cifra de los préstamos externos al gobierno. De igual manera, las existencias de reservas internacionales declaradas en el balance del Banco se reemplazan por su equivalente constituido por la balanza comercial ajustada, incrementada en los préstamos externos al gobierno. Como lo advierte Barro, existe un efecto neto consistente en la cancelación de los préstamos externos al gobierno.

Sin embargo, al distinguir los aportes sectoriales es preciso separar con nitidez su contribución a las variaciones del dinero-base[104]. Específicamente, al discutir la financiación de origen interno o externo del déficit gubernamental, se requiere distinguir las fuentes que fomentan expansiones monetarias de aquéllas que no provocan expansión alguna. El crédito interno afectará positivamente el dinero-base si proviene del Banco de la República, no ejercerá ninguna influencia si es otorgado por el público no bancario y determinará movimientos expansionistas o permanecerá "neutral", según los mecanismos adoptados, cuando provenga del sector bancario privado.

De igual manera, al referirse al impacto potencial del sector externo sobre la base es menester distinguir entre las operaciones que generan movimientos de divisas de

[103] Barro, Robert. "El dinero y la base monetaria en Colombia, 1967-1972", *Revista de Planeación y Desarrollo*, abril-junio 1973.

[104] Ruiz, Álvaro. "Determinantes de la oferta monetaria", *Revista del Banco de la República*, mayo 1977.

aquellas que no los promueven. En el primer caso, se consideran las transacciones mercantiles de bienes (exceptuando las efectuadas mediante el procedimiento de "clearing") y servicios —excluyendo los pagos de intereses correspondientes a la deuda pública externa—. Se estudian, asimismo, los créditos externos de largo plazo otorgados al Banco de la República y los flujos de capital identificados con empréstitos al sector privado o con la inversión extranjera. En el segundo caso, se alude primordialmente a los créditos externos vinculados con operaciones de importaciones de bienes, las cuales si bien no afectan inmediatamente la magnitud de la base, en la medida en la que originan desembolsos futuros de divisas, inducirán disminuciones en el tamaño de la base, al cumplirse los plazos para los reintegros de intereses o de capital.

Finalmente, al considerar la actividad crediticia no gubernamental del Banco de la República financiada con recursos de emisión y orientada a la banca comercial o de fomento, o a los particulares, el ensanchamiento del crédito originará una expansión similar de la base. Con estas precisiones es factible destacar el verdadero impacto monetario de las operaciones de los sectores que contribuyen a la generación de la base.

6. Base fuente neta

a. Metodología

La base fuente neta ("net source base") es la base fuente depurada en el monto de las reservas bancarias conseguidas por la banca privada en el Banco Central. En términos de Friedman y Schwartz se le conoce como "dinero de alto poder no prestado" ("unborrowed high powered money"). En ocasiones se le denomina también base monetaria ajustada siguiendo la sugerencia de Brunner y Meltzer[105].

El cuadro correspondiente se ha calculado en la siguiente forma:

Base fuente neta = base fuente - préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales. O alternativamente, reservas bancarias - préstamos y descuentos del Banco de la República o los bancos comerciales = reservas bancarias no prestadas. Reservas bancarias no prestadas + efectivo en poder del público = base fuente neta[106].

b. Discusión conceptual

Al discutir los tipos de dinero en Colombia, lo mismo que al exponer el concepto de base se advirtió que esta última magnitud no requería la vigencia histórica del

[105] Ott, David; Ott, Attiat; Yoo, Yang. *Macroeconomic Theory*, McGraw Hill, 1975, pág. 199.

[106] Los préstamos y descuentos otorgados por el Banco de la República a los bancos comerciales se obtienen directamente de los balances externos del Banco de la República.

sistema Banco Central-bancos privados. Contrariamente, el concepto de base fuente neta sólo es admisible si previamente, como estructura monetaria fundamental, se ha establecido dicho sistema.

La base fuente neta reúne, vista por el lado de la demanda, dos demandas sectoriales: la del público por el dinero de alto poder y la de los bancos por reservas no prestadas. La categoría base fuente admite dentro del fondo de reservas bancarias las adquiridas por los bancos privados en el Banco Central en calidad de préstamo ("discount window"). La base fuente neta es una presentación más decantada de la base, sujeta igualmente a la discusión analítica de sus orígenes (oferta) y sus aplicaciones (demanda). Como agregado de las demandas sectoriales mencionadas, la base fuente neta se distingue por considerar exclusivamente las reservas no tomadas en préstamo en el Banco Central. Conservando el supuesto mencionado en la discusión acerca de la base fuente, según el cual la autoridad monetaria controla la oferta de dicha magnitud, podría establecerse que en forma similar la autoridad monetaria controla la oferta de la base fuente neta con el recurso adicional que le confiere la administración de los cupos y de las tasas de redescuento —si bien la iniciativa de adquirir fondos en el Banco Central corresponde a los bancos de crédito—. El equilibrio de oferta y demanda exigiría que los demandantes "ajustaran sus tenencias de activos reales y financieros, de modo que la cantidad de base fuente neta que desearan tener igualara la oferta determinada por las medidas adoptadas por la autoridad monetaria"[107].

7. Determinantes del multiplicador de los medios de pago

a. Metodología

En este apartado se estudian los determinantes del dinero —o lo que es lo mismo en este trabajo, de los medios de pago—, diferentes al "dinero de alto poder". Se trata, siguiendo el enfoque de Friedman-Schwartz-Cagan de la relación del efectivo en poder del público a los depósitos en cuenta corriente ($e = \frac{E}{Dc}$) y de la relación de las reservas a los depósitos en cuenta corriente ($r = \frac{R}{Dc}$)[108].

El multiplicador puede expresarse mediante la siguiente relación obtenida a partir de las definiciones de base fuente, según sus aplicaciones, y de medios de pago:

$$m = \frac{1 + e}{e + r}$$

[107] Burger, Alberto. Ibid., pág. 19.

[108] Andersen, Leonall. "Three Approaches to money stock determination", *Review Fed. Res. Bank of St. Louis,* octubre 1967, pág. 8.

b. Discusión conceptual

Las relaciones de efectivo en poder del público a depósitos en cuenta corriente ($\frac{E}{Dc}$), y de reservas a depósitos en cuenta corriente ($\frac{R}{Dc}$) se consideran en este trabajo, junto con la base fuente, como "determinantes próximos" de la cantidad de los medios de pago. Dicho calificativo fue acuñado y explicado por Friedman y Schwartz[109] y desarrollado más tarde por Cagan[110]. En la presentación de Friedman-Schwartz se alude a la necesidad de especificar a través de unas relaciones definidas, la incidencia de las decisiones del público no bancario acerca de la distribución proporcional de su demanda de medios de pago entre efectivo y depósitos en cuenta corriente, así como las decisiones de los bancos como un todo, acerca de los fondos que guardarán como "reservas" de sus obligaciones en la forma de depósitos.

Aunque la versión de Friedman-Schwartz considera una definición más amplia de los depósitos (depósitos a la vista + depósitos a término), su discusión acerca de los "determinantes próximos" del dinero no resulta invalidada al emplear la noción de depósitos en cuenta corriente, siempre y cuando, como en este trabajo, se emplee la metodología adecuada de medición del dinero[111].

La noción "determinantes próximos" es apropiada en el sentido de que no pretende abarcar todas las posibles influencias que sobre el dinero pueden ejercerse *indirectamente* a través de las decisiones del público y de los bancos. Tales influencias requerirían de un análisis posterior y más avanzado, ya que por su variedad y complejidad rebasarían la capacidad explicativa de las relaciones $\frac{E}{Dc}$ y $\frac{R}{Dc}$. No obstante, Cagan previene acerca de la posible confusión entre los *componentes* de la cantidad de dinero ($E + Dc$) y sus *determinantes* ($\frac{E}{Dc}$, $\frac{R}{Dc}$). Los primeros manifiestan la conformación agregada de los medios de pago, mientras que los segundos explican el comportamiento de los agentes económicos: distribución del portafolio del público no bancario entre efectivo y depósito en cuenta corriente y relación deseada de reserva de los bancos sobre sus exigibilidades en cuenta corriente.

i. Relación del efectivo en poder del público a los depósitos en cuenta corriente

La razón del efectivo en poder del público a los depósitos en cuenta corriente ha recibido la atención de diversos tratamientos teóricos y estadísticos acerca de la oferta monetaria. Pero, indudablemente, las investigaciones pioneras y de mayor influencia,

[109] Friedman y Schwartz. Ibid., apéndice B.

[110] Cagan, Phillip. Ibid., Cap. I.

[111] En el estudio de Friedman-Schwartz el dinero se "define" como el circulante en poder del público, más los depósitos a la vista y los depósitos a término; en este ensayo el dinero ha sido "definido" como el efectivo en poder del público + los depósitos en cuenta corriente.

se deben a Cagan, y a Friedman y Schwartz. El método adoptado por dichos autores para cuantificar el dinero, considera el circulante en poder del público y los depósitos totales —depósitos a la vista + depósitos a término—. A partir de dicha metodología, Friedman y Schwartz obtienen su razón del circulante, definida como la cantidad de depósitos totales por unidad de circulante, $\frac{D}{C}$. Brunner[112], ha entresacado de la "monetary history" distintas referencias explicativas del comportamiento de, $\frac{D}{C}$; entre ellas, se destacan, el valor de los servicios bancarios, las modalidades de intereses pagados sobre los depósitos, los costos efectivos de sustentar las transacciones con dinero circulante o simplemente de mantener existencias de circulante, las determinaciones institucionales que modifican la estructura bancaria y que facilitan y promueven el acceso del público a sus servicios, los costos efectivos de mantener depósitos, y la movilidad social y las tarifas impositivas aplicadas sobre los depósitos.

Cagan emplea una razón del circulante a depósitos de conformación diferente a la sugerida por Friedman-Schwartz. Propone una relación de la forma $\frac{C}{M}$, en la que se compara el circulante con las existencias totales de dinero. En su investigación acerca de la demanda del circulante, en relación con la oferta total de dinero[113] advierte que dicha relación se modifica temporalmente por la influencia de diversos motivos tales como, la familiaridad del público con el sistema bancario (la cual obraría en la declinación secular de $\frac{C}{M}$), y las preferencias individuales por circulantes —o en su lugar— por depósitos atendiendo a las ventajas o a los costos comparativos (tal como lo advierte Cagan, en términos de la teoría tradicional de la demanda, probablemente la causa más importante del nivel deseado de $\frac{C}{M}$, sea el costo esperado de mantener circulante en lugar de depósitos).

La resonancia del análisis de Cagan acerca de la fracción ($\frac{C}{M}$) está vinculada con la preponderancia que dicha relación ejerce en la determinación de la cantidad de dinero. De acuerdo con sus planteamientos, "los cambios en la razón del *circulante son la fuente más importante y regular de los movimientos cíclicos en* la tasa de crecimiento del dinero"[114]. Pero, además, la razón del circulante aparece estrechamente relacionada y dependiente de la evolución de la actividad económica. Meltzer[115], ha esquematizado la presentación de Cagan, señalando que la razón del circulante se mueve en el tiempo respondiendo retrasadamente a las variaciones en los ingresos y en los gastos. No obstante —añade—, el aumento o disminución de ($\frac{C}{M}$) acelera o desacelera la tasa de crecimiento del dinero. Pero también —con-

[112] Brunner, Karl. "Institution, policy and monetary analysis", *JPE* (abril, 1965, pág. 200).

[113] Cagan, Phillip."The demand for currency relative to the total money supply", *JPE* (agosto, 1958, pág. 305).

[114] Meltzer, Allan. "Money supply revisited: a review article", pág. 174.

[115] Meltzer, Allan. Ibid., pág. 174.

cluye—, las variaciones en el crecimiento monetario inducen cambios en la tasa de crecimiento del ingreso.

La señalada prioridad de la razón ($\frac{C}{M}$) se ejerce durante los denominados "ciclos suaves". En ellos, "el público más qué el Banco Central posee el influjo dominante sobre la tasa de cambio del dinero"[116].

De todas maneras, independientemente de la importancia relativa que se le asigne a ($\frac{C}{M}$) los analistas le reconocen su incidencia tanto en el corto como en el largo plazo. Tobin[117], por ejemplo, destaca que en el corto plazo las variaciones de ($\frac{D}{C}$) —la formulación propuesta por Friedman y Schwartz— reflejan las oscilaciones en la confianza del público. Y en el largo plazo, manifiestan los hábitos y las preferencias de la comunidad en torno al empleo alternativo del circulante o de depósitos.

En lo que respecta a este trabajo se ha escogido la relación ($\frac{E}{Dc}$) en la que *E*, efectivo en poder del público, es una noción más amplia que la de circulante, tal como se vio al estudiar este rubro con anterioridad. Los depósitos considerados son los correspondientes a las exigibilidades en cuenta corriente de los bancos privados, y que son realizables con cheque.

ii. Relación de reservas a depósitos en cuenta corriente

La relación de reservas a depósitos en cuenta corriente como "determinante de la cantidad de dinero", expresa las decisiones del sistema bancario en su conjunto en torno a la cantidad de fondos que guardarán en caja o en la forma de depósitos en el Banco Central, como respaldo de sus exigibilidades inmediatas o como disponibilidad para la realización de nuevas operaciones.

Su utilidad analítica reside, precisamente, en expresar en forma simplificada las decisiones de los bancos acerca de la proporción entre reservas y depósitos, independientemente de las prescripciones legales o de los mandatos de la autoridad monetaria en dicha materia.

Friedman y Schwartz emplean la relación ($\frac{D}{R}$), como una manifestación de que el sistema bancario "tomado como un todo no controla las sumas absolutas de reservas o de depósitos sino, mejor aún, la relación de depósitos a reservas"[118]. Sin embargo, no plantean explícitamente una hipótesis o un conjunto de hipótesis alternativas, acerca del comportamiento de dicha relación; en estas condiciones, y descontando varias afirmaciones dispersas en el texto de la *History* no pueden extraerse conclusiones definitivas acerca de ($\frac{D}{R}$), o como lo destaca Brunner, "el 'status' lógico de las ideas

[116] Meltzer, Allan. Ibid., pág. 174.
[117] Tobin, James. Ibid., pág. 469.
[118] Friedman y Schwartz. Ibid., pág. 786.

subyacentes conserva, por consiguiente, un tanto de carácter ad honores"[119]. Críticamente, y bajo el amparo de las nociones keynesianas, Tobin[120] discute el papel de ($\frac{D}{R}$) como una medida de las decisiones precautelativas de los bancos ante posibles "drenajes" de sus depósitos. Esta versión del "motivo precaución" sería observable estadísticamente según Tobin, separando en la relación ($\frac{D}{R}$), los requerimientos establecidos por la autoridad monetaria y las reservas excesivas o voluntarias.

Sin embargo, las reservas excesivas no son siempre una expresión de la cautela de los bancos ante las oscilaciones de sus exigibilidades inmediatas; fácilmente pueden constituir un fondo para préstamos adicionales cuando la prima esperada es alta, o cuando la tasa de interés del Banco Central es sensiblemente inferior a la tasa de interés del mercado. En este caso, la noción de precaución se desdibujaría y podrían insinuarse motivaciones especulativas para el exceso de reservas.

iii. El multiplicador de los medios de pago, $m = \frac{1 + e}{e + r}$

El multiplicador de los medios de pago es una presentación simbólica de la cantidad de medios de pago que puede originar una unidad de base fuente.

Resume el efecto simultáneo de las relaciones ($\frac{E}{Dc}$) y ($\frac{R}{Dc}$) sobre la oferta de medios de pago.

En particular, puede señalarse que una variación en el coeficiente (*r*) inducirá un cambio en el sentido contrario en el multiplicador y en la cantidad de medios de pago.

En lo que atañe a la relación (*e*) sus cambios originan también variaciones en el sentido contrario en el multiplicador y en las cifras de los medios de pago.

El multiplicador y la base fuente pueden considerarse, dentro de una identidad o tautología aritmética para los medios de pago, de la siguiente forma:

$$M = \frac{1 + e}{e + r} B$$

De acuerdo con Cagan[121], tanto (*B*), como (*e*) y (*r*) pueden apreciarse como "canales a través de los cuales acontecen las variaciones en el 'stock' del dinero". No existen, además, según el mismo autor, una relación mecánica, ni efectos automáticos entre dichos canales. Pero tampoco una absoluta independencia: es factible que diversos acontecimientos de índole económica o política afecten simultáneamente el comportamiento de los tres "determinantes" o que las mutaciones en uno de

[119] Brunner, Karl. Ibid., pág. 202.
[120] Tobin, James. Ibid., pág. 471.
[121] Cagan, Phillip. *Determinants and effects of changes in the stock of money 1875-1960,* Ibid., pág. 15.

ellos se transmitan a otro. Estas afirmaciones acerca de la interdependencia de los determinantes próximos del dinero han originado diversas controversias acerca de la dirección de los distintos efectos de la base fuente hacia el "stock" de dinero o de la cantidad de dinero hacia la magnitud de la base fuente. Discusiones acerca de la exogeneidad o endogeneidad de la base. Debates, finalmente, acerca de las interrelaciones, de las influencias recíprocas, o acerca de la "causalidad" de unas variables sobre otras.

iv. (M), ¿una simple tautología?

Al comentar la "*History*" de Friedman-Schwartz, Tobin[122] —empleando el lenguaje figurativo—, anunció que los investigadores habían vivificado con el soplo de la vida la identidad aritmética del dinero y sus "determinantes".

Los trabajos de Friedman-Schwartz han explicado el carácter de este "aliento vital". En el capítulo final de la "*History*", se resumen los principales hallazgos: ante todo, una estrecha relación entre los cambios en la cantidad de dinero y las variaciones en el ingreso nominal; tales mutaciones en la cantidad de dinero se originan, con frecuencia, independientemente, sin una relación inmediata con la actividad económica.

Las alteraciones en la base, a través de la política crediticia del banco central, protagonizan los aludidos movimientos independientes. En una versión polarizada del pensamiento de Friedman-Schwartz —como la de Andersen y Jordan[123] llamados por Kaldor "extremistas que vulgarizan y desacreditan el nuevo credo"[124]—, la base es el principal determinante de la cantidad de dinero, y el factor principal de los cambios en el crecimiento de la demanda total de bienes y servicios. Además, la base es considerada como el principal indicador de las medidas monetarias del banco central. Se crea así una relación estrecha y unilineal entre las decisiones del banco central, a través del control ejercido sobre la base, y la demanda agregada.

Friedman y Schwartz no descartan la influencia de factores distintos al dinero en el ingreso nominal, pero enfatizan en que "el dinero importa, e importa mucho". Los cambios en la cantidad de dinero provocan cambios económicos importantes y generalmente predecibles. Las variaciones en el largo plazo de la cantidad de dinero en relación con el producto determinan el comportamiento secular de los precios. Las expansiones sustanciales en la cantidad de dinero, en los períodos cortos, han sido la principal fuente próxima de la concomitante inflación de precios. Las contracciones sustanciales en la cantidad de dinero en los períodos cortos han constituido

[122] Tobin, James, Ibid., pág. 468.
[123] Andersen, L. y Jordan, J. Ibid., pág. 11.
[124] Kaldor, Nicholas. "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, julio de 1970, pág. 2.

el principal factor de severas contracciones económicas. Y las variaciones cíclicas en la cantidad de dinero bien pueden considerarse como un elemento importante en los ciclos suaves[125].

En sus diversas controversias acerca de la privilegiada "importancia" del dinero en la economía, Friedman ha reiterado cinco clases de evidencia que respaldan su argumentación: 1. Circunstancias históricas, cualitativas, quizá el tipo de evidencia más relevante; 2. El comportamiento de los determinantes del "stock" del dinero (la base, la relación del efectivo a depósitos y la relación de reservas a depósitos); 3. El comportamiento de las series de tiempo que sugieren la existencia de un influjo del dinero sobre la actividad económica, sin que el liderazgo de tales series sea de ninguna manera decisivo; 4. La correlación de las series en toda la amplitud de las fases del ciclo; 5. La evidencia obtenida de otras economías[126].

El esquema de las evidencias ha sido discutido ampliamente: por ejemplo, Kaldor sostiene que Friedman plantea dicho esquema de cinco tipos de evidencia empírica, en ausencia de un modelo completo acerca de cómo funciona la economía[127]. Tobin discute la compatibilidad de la "evidencia" de las series de tiempo de Friedman, con sus propios planteamientos acerca del comportamiento de la velocidad del dinero[128]. Davidson y Weintraub critican el empleo de las series de tiempo para deducir movimientos causales: en particular, los "adelantos y rezagos ('leads and lags') en las series estadísticas son unos indicadores inapropiados de la dirección de causa y efecto"[129].

La atención de Friedman-Schwartz y de Cagan se centra en la información prevista por el segundo tipo de evidencias, a saber, la que manifiesta el comportamiento de los tres determinantes próximos: la base, la relación del efectivo a depósitos y la relación de las reservas a depósitos, siendo la base es el principal determinante. Según Friedman-Schwartz, "el 'stock' del dinero de alto poder fue el principal factor *aritméticamente contabilizado en los cambios del 'stock' de dinero. Sin embargo, los* cambios en el dinero de alto poder fueron producidos por fuerzas distintas en diferentes épocas:..."; desde 1914 hasta 1960, principalmente por las oscilaciones en el crédito conferido por la Reserva Federal, con la notable excepción de los años 1934 a 1940 cuando los flujos de oro fueron dominantes.

La razón de depósitos a circulante ha sido de la mayor importancia, principalmente durante los períodos de dificultades financieras.... "La razón de depósitos a reservas, al

[125] Friedman, Milton. "Comment on Tobin", *QJE*, 1970, pág. 319.
[126] Friedman, Milton. "The new monetarism comment", *Lloyds Bank Review* (octubre, 1970, pág. 52).
[127] Kaldor, Nicholas. "Reply", *Lloyds Bank Review* (octubre, 1970, pág. 54).
[128] Tobin, James. "Rejoinder", *QJE*, pág. 328.
[129] Davidson, Paul y Weintraub, Sidney. "Money as cause and effect", *EJ*, 1973, pág. 1.117.

igual que la de depósitos a circulante, ha sido de primordial importancia en las épocas de dificultades financieras..."[130].

Según esta argumentación, el comportamiento dominante del multiplicador sólo abarcaría períodos cortos durante los cuales prevalecerían cambios motivados en la confianza del público en los bancos o en las oportunidades de colocación de los fondos de reservas en activos rentables. A la base, y a su fuente principal —la política crediticia del Banco Central—, correspondería la explicación de los movimientos seculares durante los cuales el comportamiento del multiplicador sería altamente estable.

Con estas apreciaciones generales, Friedman-Schwartz infunden vida en el esquema tautológico $M = \frac{l + e}{e + r} B$. La cuestión que se plantea es la de que si se trata de una tautología, ¿no podría afirmarse de igual manera que los cambios en la base son el resultado de los cambios en la cantidad de dinero?[131]. O, en otras palabras, la aludida independencia del Banco Central ¿no será, por el contrario, una actitud de ajuste continuo a los cambiantes requerimientos del ciclo económico?

Los keynesianos adoptarían el segundo enfoque. La función crediticia del banco central se explicaría por la necesidad de financiar las operaciones de crédito de los bancos comerciales originadas en los requerimientos de los planes productivos: si los empresarios en atención a su programación productiva, a la adquisición de insumos y factores, y al mantenimiento de un adecuado capital de trabajo acuden al endeudamiento con los bancos comerciales, el Banco Central deberá acomodarse a la nueva situación. No sería entonces el enfoque de la base, como principal determinante del dinero, el más afortunado. En su lugar, el crédito bancario comercial sería la fuente principal de los cambios en el dinero. "Los préstamos bancarios constituyen el origen próximo y predominante de los cambios monetarios"[132].

8. Depósitos bancarios

a. Metodología

Se consideran tres tipos de depósitos: a la vista, a término y de ahorro. Dentro de los depósitos a la vista se diferencian particularmente los depósitos en cuenta corriente realizables por medio de cheques.

Se denomina X_0 a la participación de los depósitos a la vista en los depósitos totales; X_1 a la participación de los depósitos a término en los depósitos totales; X_2 a la

[130] Friedman y Schwartz. Ibid., págs. 684-686.

[131] Cramp, A.A. "Does money matter?", *Lloyds Bank Review* (octubre, 1970, pág. 25). Moore, Basil J., "The endogenous money stock", *JPKE* (pág. 55).

[132] Moore, Basil J. Ibid, pág. 68.

participación de los depósitos de ahorro en los depósitos totales; X_3 a la participación de los depósitos en cuenta corriente en los depósitos a la vista y X_4 a la participación de los depósitos en cuenta corriente en los depósitos totales[133].

9. Encajes y componentes del multiplicador de los medios de pago para la base fuente neta

a. Metodología

En esta sección se consideran las siguientes definiciones:

Encaje promedio ($\bar{r}$), como el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos totales.

Encaje de los depósitos a la vista (r_0), como el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a la vista.

Encaje de los depósitos a término (r_1), como el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a término.

Encaje de los depósitos de ahorro (r_2), como el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos de ahorro.

Relación de endeudamiento con el Banco de la República (b), como el cociente entre los créditos y descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales y los depósitos totales en los bancos comerciales.

Relación de los depósitos a término y los depósitos en cuenta corriente (t).

Relación de los depósitos de ahorro y los depósitos en cuenta corriente (a).

Relación de los depósitos a la vista que no son realizables por medio de cheques y los depósitos en cuenta corriente (v).

Multiplicador de los medios de pago (μ_1), entendido como la cantidad de medios de pago originada por una unidad de la base fuente neta.

En términos simbólicos, μ_1, se puede esquematizar del siguiente modo:

134 $$\mu_1 = \frac{1 + e}{(\bar{r} - b)(1 + t + a + v) + e}$$

[133] La información se recoge directamente de los consolidados del sector bancario publicados en el Informe anual del superintendente bancario al ministro de hacienda. Como no existe en tales balances la desagregación suficiente para ilustrar acerca del monto de los depósitos en cuenta corriente, las cifras se toman del Informe anual del gerente del Banco de la República, especialmente del cuadro en el que se detallan la composición y el total de los medios de pago.

[134] En su libro *The money supply process* (California, Wadsworth Publishing Company, Inc. 1971, págs. 27-29), Burger presenta un multiplicador de medios de pago aplicable al concepto de base fuente neta, de la forma siguiente:

La deducción de μ_1 es la siguiente:

Definiendo,

$$e = \frac{E}{Dc}$$

$$\bar{r} = \frac{R}{Dt}$$

$$b = \frac{L}{Dt}$$

$$t = \frac{T}{Dc}$$

$$\mu_1 = \frac{1 + k}{(\bar{r} - b)(1 + t + d) + k}$$

donde:

k, es el coeficiente del circulante en relación con la demanda de depósitos ejercida por el público;

r, es el cociente de reservas sobre depósitos totales;

b, es la relación de endeudamiento de los bancos con el Banco Central;

t, es la relación de depósitos a término ponderados por la demanda de depósitos ejercida por el público;

d, es la relación de depósitos gubernamentales ponderados por la demanda de depósitos ejercida por el público.

En el presente estudio se adopta un multiplicador de la forma:

donde: $$\mu_1 = \frac{1 + e}{(\bar{r} - b)(1 + t + a + v) + e}$$

e, es el coeficiente del efectivo en poder del público en relación con los depósitos en cuenta corriente, realizables por cheque. Se entiende entonces que, $e \neq k$;

$\bar{r}$ es el coeficiente de reservas sobre depósitos totales; por lo tanto, $\bar{r}$ coincide con el r de Burger;

b, es la relación de endeudamiento de los bancos privados con el Banco de la República. Hay coincidencia;

t, es la relación entre depósitos a término y depósitos en cuenta corriente. No coincide necesariamente con la (t) de Burger, ya que ésta parece incluir también los depósitos de ahorro;

a, es la relación de depósitos de ahorro a depósitos en cuenta corriente;

v, es la relación de depósitos a la vista no realizables por cheque a depósitos en cuenta corriente. Es necesario incluir este parámetro para evitar sesgos en el multiplicador.

La adopción del multiplicador μ_1, modificando el de Burger, permite adecuar los parámetros, de una parte de la información disponible, y de otra parte, a la definición de dinero escogida previamente, o sea, la de medios de pago.

Sin embargo, es preciso presentar una aclaración: la definición de dinero como medio de pago es bastante general, admitiendo diversas especificaciones. En el curso del presente estudio se consideran medios de pago a las especies monetarias en poder del público, así como sus depósitos en el Banco de la República, más los depósitos del público en cuenta corriente y que sean realizables por cheque. Esta última aclaración elimina todo tipo de depósitos a la vista que no sean realizables por cheque. Empero, para efectos del multiplicador de la Base Fuente Neta es necesario considerar un parámetro representativo de los depósitos a la vista no manejable por medio de cheques. Esta es la razón por la cual se ha incluido el parámetro (v) en el denominador del multiplicador.

$$a = \frac{A}{Dc}$$

$$v = \frac{V}{Dc}$$

Base fuente neta: $B^* = B - L$

Entonces,

$$\begin{aligned} B^* &= E + R - L \\ &= eDc + \bar{r}\, Dt - bDt \\ &= eDc + (\bar{r} - b)(Dc+T+A+V) \\ &= eDc + (\bar{r} - b)(Dc + tDc + aDc + vDc) \\ &= eDc + (\bar{r} - b)(1 + t + a + v)Dc \\ &= (e + (\bar{r} - b)\,(1 + t + a + v))Dc \end{aligned}$$

$$Dc = \frac{1}{(\bar{r} - b)\,(1 + t + a + v) + e} B^*$$

$$\begin{aligned} \mu_1 &= E + Dc \\ &= eDc + Dc \\ &= (e + 1)Dc \\ &= \frac{e + 1}{(\bar{r} - b)\,(1 + t + a + v) + e} B^* \\ &= \mu_1 B^* \end{aligned}$$

en donde,

$$\mu_1 = \frac{e + 1}{(\bar{r} - b)\,(1 + t + a + v) + e}$$

Cuadro 1. Efectivo en Poder del Público 1924— 1932
(Patrón oro) (Miles de Pesos)

Metodología: Efectivo en poder del público = Moneda de la Tesorería+ billetes del Banco de la República en circulación + Oro amonedado en poder de los bancos comerciales - caja de los bancos comerciales - caja del Banco de la República + depósitos de los particulares en el Banco de la República.

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Moneda de la Tesorería	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Billetes Nacionales	10.360	10.360	9.985	9.215	8.730	8.230	7.931	7.930	7.931
Moneda de plata	9.780	9.780	9.778	9.778	9.778	9.778	9.778	9.551	9.551
Moneda de cobre y níquel	2.000	2.006	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Cédulas de Tesorería	999	242	86	43	32	28	26	25	26
Bonos del Tesoro	4.258	1.651	584	241	126	82	521	41	34
Bonos bancarios	162	38	28	16	12	10	9	8	7
Cédulas bancarias	3.163	1.938	906	285	52	32	25	22	19
Billetes extranjeros	-----	-----	-----	-----	63	-----	-----	55	13
Subtotal	**30.722**	**26.015**	**23.367**	**21.578**	**20.793**	**20.160**	**20.290**	**19.632**	**19.581**
Billetes del Banco de la República	10.179	23.195	36.924	42.272	50.977	48.656	30.776	23.889	19.152
Subtotal	**40.901**	**49.210**	**60.291**	**63.850**	**71.770**	**68.816**	**51.066**	**43.521**	**38.733**
Oro amonedado en bancos	2.854	2.864	2.863	3.184	2.524	2.194	2.046	1.859	5
Subtotal	**43.755**	**52.074**	**63.154**	**67.034**	**74.294**	**71.010**	**53.112**	**45.380**	**38.738**
Caja en bancos	8.638	8.974	8.204	9.774	9.670	8.771	6.309	5.849	3.009
Subtotal	**35.117**	**43.100**	**54.950**	**57.260**	**64.624**	**62.239**	**46.803**	**39.531**	**35.729**
Caja en Banco de la República	163	1.427	1.646	1.305	1.090	837	1.257	1.248	2.383
Moneda fuera de bancos	34.954	41.673	53.304	55.955	63.534	61.402	45.546	38.283	33.347
Depósitos de particulares en el Banco de la República			78	343	606	812	574	592	2.007
Efectivo en poder del público	34.954	41.673	53.382	56.298	64.140	62.214	46.120	38.875	35.354

(Continúa...)

(Viene...)

Cuadro 1. 1933— 1941.
(Miles de Pesos)

Metodología: Efectivo en poder del público = Moneda de la Tesorería + billetes del Banco de la República + Otras especies fiduciarias (Caja de los bancos comerciales + caja del Banco de la República) + depósitos de los particulares en el Banco de la República.

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Moneda de la Tesorería	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Billetes extranjeros	9	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Billetes nacionales	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931
Monedas de plata	6.611	7.561	11.207	15.019	12.651	10.551	8.201	9.331	12.531
Certificados de plata	4.940	4.070	5.424	1.612	3.980	6.080	8.430	7.300	4.100
Monedas de cobre y níquel	2.000	2.180	2.221	2.939	2.980	3.000	3.493	3.500	3.500
Bonos del Tesoro	30	27	26	23	22	21	21	20	19
Cédulas de Tesorería	24	24	24	23	23	23	23	23	23
Subtotal	**21.545**	**21.793**	**26.833**	**27.547**	**27.587**	**27.606**	**28.099**	**28.105**	**28.104**
Billetes BDR en circulación	26.099	39.644	39.120	45.330	53.807	52.632	57.364	57.037	68.688
Subtotal	**47.644**	**61.437**	**65.953**	**72.877**	**81.394**	**80.238**	**85.463**	**85.142**	**96.792**
Otras especies fiduciarias	35	25	24	24	24	24	24	24	24
Subtotal	**47.679**	**61.462**	**65.977**	**72.901**	**81.418**	**80.262**	**85.487**	**85.166**	**96.816**
Caja de los bancos comerciales	4.262	1.015	1.214	1.832	1.970	1.920	2.886	4.583	4.507
Subtotal	**43.417**	**60.447**	**64.763**	**71.069**	**79.448**	**78.342**	**82.601**	**80.583**	**92.309**
Caja del Banco de la República	635	403	3.536	3.796	4.901	3.927	2.440	5.641	9.021
Moneda fuera de los bancos	42.782	60.044	61.227	67.273	74.547	74.415	80.161	74.942	83.288
Depósitos de particulares en el Banco de la República	1.217	1.664	1.892	262	265	237	384	307	3.400
Efectivo en poder del público	43.999	61.708	63.119	67.535	74.812	74.652	80.545	75.249	86.688

(Continúa...)

(Viene...)

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Moneda de la Tesorería	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Billetes nacionales	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931	7.931
Monedas de plata	8.456	9.181	9.546	10.473	15.800	16.680	19.801	19.556	20.621
Certificados de plata	8.175	7.450	7.085	6.158	3.219	2.345	1.599	853	328
Monedas de cobre y níquel	3.549	3.708	4.093	4.675	5.902	7.283	7.317	7.436	7.645
Bonos del Tesoro	18	17	17	16	16	15	15	15	15
Cédulas de Tesorería	23	23	24	23	23	23	23	23	23
Subtotal	**28.152**	**28.310**	**28.696**	**29.276**	**32.891**	**34.277**	**36.686**	**35.814**	**36.563**
Billetes BDR en circulación	80.616	108.495	137.064	178.942	208.749	244.824	301.600	347.286	437.066
Subtotal	**108.768**	**136.805**	**165.760**	**208.218**	**241.640**	**279.101**	**338.286**	**383.100**	**473.629**
Otras especies fiduciarias	24	24	24	23	23	23	17	17	17
Subtotal	**108.792**	**136.829**	**165.784**	**208.241**	**241.663**	**279.124**	**338.303**	**383.117**	**473.646**
Caja de los bancos comerciales	5.784	7.448	10.216	11.513	14.058	18.813	19.989	24.771	24.942
Subtotal	**103.008**	**129.381**	**155.568**	**196.728**	**227.605**	**260.311**	**318.314**	**358.346**	**448.704**
Caja del Banco de la República	4.656	6.380	1.817	3.752	5.002	7.156	7.355	7.371	7.371
Móneda fuera de los bancos	98.352	123.001	153.751	192.976	222.603	253.155	310.959	350.975	441.333
Depósitos de particulares en el Banco de la República	283	829	24.263	1.180	1.928	2.025	3.078	2.200	2.983
Efectivo en poder del público	98.635	123.830	178.014	194.156	224.531	255.180	314.037	353.175	444.316

Fuente: Informe anual del gerente del Banco de la República.
Informe anual del superintendente bancario.

Cuadro 2. Reservas bancarias 1924 — 1932
(Miles de pesos)

Metodología.
Reservas Bancarias = Caja de los Bancos Comerciales + Depósitos de los Bancos Comerciales en el Banco de la República.

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Caja de los bancos comerciales	8.638	8.974	8.204	9.774	9.670	8.771	6.309	5.849	3.009
Depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República (según balances BDR)	751	1.411	2.795	2.535	4.832	5.153	3.649	3.871	10.551
Reservas bancarias	**9.389**	**10.385**	**10.999**	**12.309**	**14.502**	**13.924**	**9.958**	**9.720**	**13.560**

1933 — 1941

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Caja de los bancos comerciales	4.262	1.015	1.214	1.832	1.970	1.920	2.886	4.583	4.507
Depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República (según balances BDR)	11.615	15.297	15.937	19.473	24.610	21.349	23.782	31.735	29.449
Reservas bancarias	**15.877**	**16.312**	**17.151**	**21.305**	**26.580**	**23.269**	**26.668**	**36.318**	**33.956**

1942-1950

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Caja de los bancos comerciales	5.784	7.448	10.216	11.513	14.058	18.813	19.989	24.771	24.942
Depósitos de los bancos comerciales en el Banco de la República (según balances BDR)	33.627	45.056	70.486	86.239	86.519	92.313	97.879	111.016	112.741
Reservas bancarias	**39.411**	**52.504**	**80.702**	**97.752**	**100.577**	**111.126**	**117.868**	**135.787**	**137.683**

Fuente: Informe Anual del gerente del Banco de la República.
Informe Anual del superintendente bancario

Cuadro 3. Base 1924 — 1932.
("High powered money" de Friedman y Schwartz. También "Monetary Base" de Brunner y Meltzer)
(Miles de Pesos)

Metodología:
Base = Efectivo en poder de público + Reservas bancarias. (Corresponee al concepto de base fuente según sus aplicaciones).

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Efectivo en poder del público	34.954	41.673	53.382	56.298	64.141	64.141	46.120	38.875	35.463
Reservas bancarias	9.389	10.386	10.999	12.309	14.503	13.924	9.958	9.720	13.560
Base	**44.343**	**52.059**	**64.381**	**68.607**	**78.644**	**78.065**	**56.079**	**48.596**	**48.915**

Base 1933 — 1941

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Efectivo en poder del público	43.990	61.708	63.119	67.535	74.812	74.652	80.545	75.249	86.688
Reservas bancarias	15.877	16.312	17.151	21.305	26.580	23.269	26.668	36.318	33.956
Base	**59.867**	**78.020**	**80.270**	**88.840**	**101.392**	**97.921**	**107.213**	**111.567**	**120.644**

Base 1942 — 1950

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Efectivo en poder del público	98.635	123.830	178.014	194.156	224.531	255.180	314.037	353.175	444.316
Reservas bancarias	39.411	52.504	80.702	97.752	100.577	111.126	117.868	135.787	137.683
Base	**138.046**	**176.334**	**258.716**	**291.908**	**325.108**	**366.306**	**431.905**	**488.962**	**581.999**

Fuente: Informe anual del gerente del Banco de la República.
Informe anual del superintendente bancario.

Cuadro 4. Medios de pago 1924 — 1932
(Miles de pesos)

Metodología.
Medios de Pago = Efectivo en poder del público + Depósitos en cuenta corriente realizables por medio de cheques*.

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Efectivo en poder del público	34.954	41.673	53.383	56.298	64.141	62.214	46.120	38.875	35.354
Depósitos en cuenta corriente	15.909	19.511	28.491	34.247	39.792	36.012	23.633	20.206	24.805
Medios de pago	**50.863**	**61.184**	**81.874**	**90.545**	**103.933**	**98.226**	**69.753**	**59.081**	**60.159**

* No incluye los depósitos del público en el Banco de la República. Esta partida esá integrada dentro del efectivo en poder del público.

Base 1933 — 1941

Metodología
Medios de pago = Efectivo en poder del público + Depósitos en cuenta corriente realizables por medio de cheques.

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Efectivo en poder del público	43.990	61.708	63.119	67.535	74.812	74.652	80.545	75.249	86.688
Depósitos en cuenta corriente	30.344	40.325	38.362	45.213	54.425	55.538	65.068	73.968	85.919
Medios de pago	**74.334**	**102.033**	**101.481**	**112.748**	**129.237**	**130.190**	**145.613**	**149.217**	**172.607**

Fuente: Informe anual BDR 1943. Cuadro XLII

Base 1942 — 1950

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Efectivo en poder del público	98.635	123.830	178.014	194.156	224.531	255.180	314.037	353.175	444.316
Depósitos en cuenta corriente	93.374	148.053	195.588	236.442	295.828	314.209	369.353	432.213	536.472
Medios de pago	**192.009**	**271.883**	**373.602**	**430.598**	**520.359**	**569.389**	**683.390**	**785.388**	**980.788**

Fuente: Informe anual BDR 1943. Cuadro XLII; para junio- 1942-1943.
Informe anual del gerente del Banco de la República

Cuadro 5. Fuentes de la base. 1924 — 1933
(Miles de pesos)

Metodología

Base = Moneda de la Tesorería + Reservas Internacionales + Créditos a los bancos + Descuentos a los bancos + Crédito al Gobierno + descuentos Gobierno + créditos a otras entidades oficiales + créditos a particulares + descuentos a particulares - pasivos a favor del Gobierno - pasivos a favor del sector privado + otros activos - otros pasivos + oro amonedado en poder de los bancos diferentes al Banco de la República.

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932	Junio 1933
Moneda de la Tesorería.	30.720	25.998	23.366	21.295	20.790	20.333	19.732	19.505	21.467	21.563
Reservas internacionates I*	5.682	12.750	16.911	20.054	23.410	25.869	20.513	10.080	8.768	13.938
Reservas internacionales II*	8.443	13.536	20.559	22.147	39.008	29.438	10.649	11.089	7.502	4.091
Créditos a los bancos	690	915	76	140	95	807	260	261	1.976	1.905
Descuentos a los bancos	2.516	6.554	11.562	14.218	7.265	13.946	13.258	14.681	6.449	1.521
Gréditos al gobierno**	2.885	2.639	2.326	1.404	817	443	4.090	6.101	22.027	29.687
Descuentos al gobierno	---	---	---	---	---	---	---	---	81	310
Créditos a otras entidades oficiales	---	---	---	---	---	---	---	---	81	310
Créditos a particulares	---	---	65	---	---	---	---	22	1.504	734
Descuentos a particulares	---	---		---	---	---	---	---	---	---
Pasivos a favor del gobierno	1.943	5.360	4.610	3.502	4.142	3.567	2.215	2.995	5.749	5.342
Pasivos a favor del sector privado	4	---	362	343	607	812	575	591	2.007	1.312
Otros activos	1.080	1.347	1.516	1.742	1.950	2.049	2.250	2.664	7.937	16.389
Otros pasivos	7.583	8.959	9.883	12.314	13.044	15.172	15.035	14.774	21.115	24.819
Oro amonedado en bancos	2.854	2.864	2.863	3.184	2.524	2.194	2.046	1.863	15	---

* Se consideran como reservas internacionales I el oro amonedado, y en barras existentes en caja del Banco de la República.

** Incluye los Bonos del Tesoro adquiridos al público por el Banco de la República, como parte del proceso de unificación de la moneda. El saldo de 1924 se debe en gran medida a las compras de dichos bonos por el Banco las cuales llegaron a $823000.

(Viene...)

1934 — 1942

Conceptos	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941	Junio 1942
Moneda de la Tesorería	21.794	26.838	27.559	27.587	27.606	28.099	28.038	28.038	28.087
Otras fiduciarias	25	24	24	24	24	24	24	24	24
Reservas internacionales	20.116	30.498	32.470	44.607	43.103	41.852	42.572	52.427	66.635
Créditos a los bancos	2.081	2.239	1.775	1.755	2.027	13.747	14.667	980	400
Descuentos a los bancos	1.701	3.045	1.795	5.541	16.311	3.480	835	8.421	10.296
Créditos al gobierno	41.816	42.474	46.312	45.992	46.753	36.947	38.456	56.571	59.463
Créditos a otras entidades oficiales	110	100	100	100	50	46	1.089	671	1.608
Créditos a particulares	50	50	10	1.714	681	677	660	35	48
Descuentos a particulares	2.504	3.049	2.936	6.937	2.919	2.582	6.214	11.431	11.752
Pasivos a favor del gobierno	6.570	5.517	5.831	9.348	11.281	11.224	15.865	16.259	21.745
Pasivos a favor del sector privado	2.020	3.246	2.084	1.999	7.575	1.534	1.345	4.073	725
Otros activos	21.278	20.678	17.163	21.051	21.980	27.568	24.233	21.774	27.262
Otros pasivos	26.483	42.533	38.065	42.033	44.246	34.769	27.735	42.836	45.358

(Continúa...)

(Viene...)

	1943 — 1950							
Conceptos	**Junio 1943**	**Junio 1944**	**Junio 1945**	**Junio 1946**	**Junio 1947**	**Junio 1948**	**Junio 1949**	**Junio 1950**
Moneda de la Tesorería	28.246	28.811	29.214	32.829	34.216	35.032	35.759	36.509
Otras fiduciarias	24	24	23	23	23	17	17	17
Reservas internacionales	153.015	256.577	275.618	309.491	231.036	188.571	176.391	212.478
Créditos a los bancos	1.200	1.200	2.200	5.000	14.000	37.100	28.200	30.535
Descuentos a los bancos	10.206	1.592	12.219	30.450	33.137	61.792	82.498	129.532
Créditos al gobierno	55.925	56.655	67.043	76.235	87.828	127.605	134.722	146.660
Créditos a otras entidades oficiales	194	103	1.000	---	17.000	21.367	22.900	1.000
Créditos a particulares	207	45	217	347	448	34	57	77
Descuentos a particulares	650	---	3.000	---	28.894	26.575	62.869	91.913
Pasivos a favor del gobierno	36.791	33.477	61.824	94.000	60.302	36.770	25.601	22.849
Pasivos a favor del sector privado	2.579	29.938	2.403	7.231	5.015	5.793	4.314	9.659
Otros activos	27.993	27.815	26.785	24.319	109.838	117.121	134.700	131.767
Otros pasivos	62.849	74.881	62.508	54.436	126.969	145.550	161.091	169.063

Fuente: Informe Anual del gerente del Banco de la República.

Cuadro 6. Base fuente neta. 1924 — 1932. (Miles de pesos)
("Unborrowed high powered money" de Friedman y Schwartz. También se le conoce como "Adjusted Monetary Base" según Brunner y Meltzer)

Metodología
Base fuente neta = Reservas bancarias - préstamos y descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales (= Reservas no prestadas) + efectivo en poder del público. (Esta metodología corresponde al cálculo de la base fuente neta por el lado de los usos).

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Reservas bancarias	9.389	10.386	10.999	12.309	14.503	13.924	9.958	9.720	13.560
Préstamos y descuentos a los bancos	3.205	7.468	11.703	14.357	7.360	14.753	13.518	14.942	12.536
Reservas no prestadas	6.184	2.918	-704	-2.048	7.143	-829	-3.560	-5.222	1.024
Efectivo en poder del público	34.954	41.673	53.383	56.298	64.141	62.214	46.120	38.875	35.354
Base fuente neta	41.138	44.590	52.680	54.250	71.284	61.385	42.561	33.654	36.379

1933 — 1941

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Reservas bancarias	15.877	16.312	17.151	21.305	26.580	23.269	26.668	36.318	33.956
Préstamos y descuentos del BDR a los bancos	3.684	3.781	5.284	3.570	7.296	18.338	17.226	15.502	9.401
Reservas no prestadas	12.193	12.531	11.867	17.735	19.284	4.931	9.442	20.816	24.555
Efectivo en poder del público	43.990	61.708	63.119	67.535	74.812	74.652	80.545	75.249	86.688
Base fuente neta	56.183	74.239	74.986	85.270	94.096	79.583	89.987	96.065	111.243

1933 — 1941

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Reservas bancarias	39.411	52.504	80.702	97.752	100.577	111.126	117.868	135.787	137.683
Préstamos y descuentos del BDR a los bancos	10.696	11.406	2.792	14.418	35.451	47.137	98.892	110.697	160.067
Reservas no prestadas	28.715	41.098	77.910	83.334	65.126	63.989	18.976	25.090	-22.384
Efectivo en poder del público	98.635	123.830	178.014	194.156	224.531	255.180	314.037	353.175	444.316
Base fuente neta	127.350	164.928	255.924	277.490	289.657	319.169	333.013	378.265	421.932

Fuente: Informe anual del gerente del BDR.
Informe anual del superintendente bancario.

Cuadro 7. Determinantes del multiplicador de los medios de pago 1924 — 1932

$$\mu = \frac{l + e}{e + r}$$

Coeficiente del efectivo en poder del público en relación con los depósitos en cuenta corriente $\frac{E}{Dc} = e$

Coeficiente de reservas a depósitos, $\frac{R}{Dc} = r$

Conceptos		Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Coeficiente	$\frac{E}{Dc} = e$	2,197	2,135	1,873	1,643	1,611	1,727	1,951	1,924	1,425
Coeficiente	$\frac{R}{Dc} = r$	0,590	0,532	0,386	0,359	0,364	0,386	0,421	0,481	0,546
Coeficiente	$\frac{l + e}{e + r} = \mu$	1,147	1,175	1,272	1,320	1,322	1,291	1,244	1,216	1,230

1933 — 1941

Conceptos		Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Coeficiente	$\frac{E}{Dc} = e$	1,365	1,530	1,645	1,493	1,374	1,344	1,237	1,017	1,008
Coeficiente	$\frac{R}{Dc} = r$	0,523	0,404	0,447	0,471	0,488	0,418	0,409	0,490	0,395
Coeficiente	$\frac{l + e}{e + r} = \mu$	1,253	1,308	1,264	1,269	1,275	1,330	1,359	1,338	1,431

1942 — 1950

Conceptos		Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Coeficiente	$\frac{E}{Dc} = e$	1,056	0,836	0,910	0,821	0,758	0,812	0,850	0,817	0,828
Coeficiente	$\frac{R}{Dc} = r$	0,422	0,354	0,412	0,413	0,339	0,353	0,319	0,314	0,256
Coeficiente	$\frac{l + e}{e + r} = \mu$	1,391	1,543	1,445	1,476	1,603	1,555	1,583	1,607	1,686

Fuente: Informe anual del gerente del Banco de la República.
Informe anual del superintendente bancario.

Cuadro 8. Depósitos bancarios. 1924— 1932.
(Miles de pesos)

Metodologia.
Depósitos bancarios totales = depósitos a la vista + depósitos a término + depósitos de ahorro.
Xo = Participación de los depósitos a la vista en los depósitos totales.
X1 = Participación de los depósitos a término en los depósitos totales.
X2 = Participación de los depósitos de ahorro en los depósitos totales.

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
Depósitos a la vista	22.519	29.643	38.011	46.993	56.389	52.504	34.333	27.793	32.589
Depósitos a término	7.571	9.580	10.096	11.353	14.724	18.723	16.710	19.398	17.588
Depósitos de ahorro	995	1.409	1.909	3.343	5.937	9.174	8.906	10.527	9.591
Depósitos totales	31.086	40.633	50.017	61.689	77.051	80.402	59.950	57.719	59.768
Xo	0,724	0,730	0,760	0,762	0,732	0,653	0,573	0,482	0,545
X1	0,244	0,236	0,202	0,184	0,191	0,233	0,279	0,336	0,294
X2	0,032	0,035	0,038	0,054	0,077	0,114	0,149	0,182	0,160
Nota: Para el cálculo de los medios de pago no se emplearon depósitos a la vista sino depósitos en cuenta corriente. La participación de estos últimos en los primeros (X_3) y en los depósitos totales (X_4) aparece enseguida.									
X3	0.706	0.658	0.749	0.728	0.705	0.685	0.688	0.727	0.761
X4	0.511	0.480	0.569	0.555	0.516	0.447	0.394	0.350	0.415

(Continúa...)

(Viene...)

Depósitos bancarios. 1933 - 1941

Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
Depósitos a la vista	39.179	47.995	47.788	54.161	67.222	67.163	78.904	96.757	108.665
Depósitos a término	16.829	12.702	13.731	12.503	11.370	10.685	10.771	14.150	11.834
Depósitos de ahorro	8.231	7.310	8.930	5.422	6.044	13.153	14.885	16.760	19.276
Depósitos totales	64.239	68.007	70.449	72.086	84.636	91.001	104.560	127.667	139.775
Xo	0,610	0,706	0,678	0,751	0,794	0,738	0,755	0,758	0,777
X1	0,262	0,187	0,195	0,173	0,134	0,117	0,103	0,111	0,085
X2	0,128	0,107	0,127	0,075	0,071	0,145	0,142	0,131	0,138
X3	0,774	0.840	0,802	0,834	0,809	0,826	0,824	0,764	0,790
X4	0,472	0,592	0,544	0,627	0,643	0,610	0,622	0,579	0,614

1942 - 1950

Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
Depósitos a la vista	125.003	168.700	221.433	266.555	336.624	378.569	448.827	522.344	629.422
Depósitos a término	15.722	16.810	17.363	12.547	18.669	35.233	18.580	25.933	25.444
Depósitos de ahorro	20.527	27.007	50.772	68.908	82.334	95.742	99.931	108.952	104.526
Depósitos totales	161.252	212.517	289.568	348.010	437.627	509.544	567.338	657.229	759.392
Xo	0,775	0,794	0,765	0,766	0,769	0,743	0,791	0,795	0,829
X1	0,097	0,079	0,060	0,036	0,043	0,069	0,033	0,039	0,034
X2	0,127	0,127	0,175	0,198	0,188	0,188	0,176	0,166	0,138
X3	0,746	0,877	0,883	0,887	0,878	0,829	0,822	0,827	0,852
X4	0,579	0,696	0,675	0,679	0,675	0,616	0,651	0,657	0,706

Fuente: Informe del superintendente bancario.

Cuadro 9. Encajes y Componentes del Multiplicador de Medios de Pago. 1924-1932

Metodología.

Encaje promedio ( ); es es cociente entre las reservas bancarias y los depósitos totales.

Encaje de tos depósitos a la vista (ro): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos a la vista.

Encaje de los depósitos a término (r1): es el cociente entre lasreservas bancarias y los depósitosa término.

Encaje de los depósitos de ahorro (r2): es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos de ahorro.

Relación de Endeudamiento con el Banco de la Repóblica (b): es el cociente entre los créditos y los descuentos del Banco de la República a los bancos comerciales y los depósitos totales en los bancos comerciales.

Relación de los depósitos a término y los depósitos en cuenta corriente (t).

Relación de los depósitos de ahorro y los depósitos en cuenta corriente (a).

Relación de los depósitos a la vista que no son realizables por medio de cheques y los depósitos en cuenta corriente (v).

Multiplicador de medios de pago (μ1) es la cantidad de medios de pago originada por una unidad de base, entendida como base fuente neta (Unborrowed high powered money).

$$\mu_1 = \frac{e + 1}{(\bar{r} - b)(1 + t + a + v) + e}$$

Conceptos	Junio 1924	Junio 1925	Junio 1926	Junio 1927	Junio 1928	Junio 1929	Junio 1930	Junio 1931	Junio 1932
	0,302	0,255	0,220	0,200	0,188	0,173	0,166	0,168	0,227
r0	0,416	0,350	0,289	0,262	0,257	0,265	0,290	0,350	0,416
r1	1,240	1,084	1,089	1,084	0,985	0,744	0,596	0,501	0,771
r2	9,436	7,369	5,762	3,682	2,443	1,518	1,118	0,923	1,414
b	0,103	0,183	0,234	0,233	0,096	0,183	0,225	0,259	0,210
t	0,476	0,491	0,354	0,332	0,370	0,520	0,707	0,96	0,709
a	0,062	0,072	0,067	0,098	0,149	0,255	0,377	0,521	0,387
v	0,415	0,519	0,356	0,372	0,417	0,458	0,453	0,375	0,314
μ1	1,236	1,372	1,555	1,669	1,458	1,600	1,639	1,755	1,654

(Continúa...)

(Viene...)

Encajes y componentes del multiplicador de medios de pago

1933-1941									
Conceptos	Junio 1933	Junio 1934	Junio 1935	Junio 1936	Junio 1937	Junio 1938	Junio 1939	Junio 1940	Junio 1941
	0,247	0,239	0,243	0,295	0,314	0,255	0,255	0,284	0,242
r0	0,405	0,339	0,358	0,393	0,395	0,346	0,337	0,375	0,312
r1	0,943	1,284	1,249	1,703	2,337	2,177	2,475	2,566	0,287
r2	1,929	2,231	1,92	3,929	4,397	1,769	1,791	2,166	1,761
b	0,057	0,055	0,075	0,049	0,086	0,201	0,164	0,121	0,067
t	0,555	0,314	0,357	0,276	0,208	0,192	0,165	0,191	0,137
a	0,271	0,181	0,232	0,119	0,111	0,236	0,228	0,226	0,224
v	0,291	0,19	0,245	0,197	0,235	0,209	0,212	0,308	0,264
μ1	1,323	1,375	1,354	1,323	1,374	1,636	1,617	1,554	1,554

1942-1950									
Conceptos	Junio 1942	Junio 1943	Junio 1944	Junio 1945	Junio 1946	Junio 1947	Junio 1948	Junio 1949	Junio 1950
	0,244	0,247	0,278	0,28	0,229	0,218	0,207	0,206	0,181
r0	0,315	0,311	0,364	0,366	0,298	0,293	0,262	0,259	0,218
r1	2,506	3,123	0,465	7,79	5,387	3,154	6,343	5,236	5,411
r2	1,919	1,944	1,589	1,418	1,221	1,16	1,179	1,246	1,317
b	0,066	0,053	0,009	0,041	0,081	0,092	0,174	0,168	0,21
t	0,168	0,113	0,088	0,053	0,063	0,112	0,05	0,06	0,047
a	0,219	0,182	0,259	0,291	0,278	0,304	0,27	0,252	0,194
v	0,338	0,139	0,132	0,127	0,137	0,204	0,215	0,208	0,173
μ1	1,508	1,648	1,460	1,553	1,800	1,783	2,054	2,077	2,323

Fuente: Informe anual del gerente del Banco de la República.
Informe anual del superintendente bancario.

Indice Analítico

A

B

C

D

E

F

G

I

J

L

M

N

O

P

R

S

T

U

Este libro se termino de imprimir
en la ciudad de Bogotá, Colombia
en el mes de diciembre de 2009
en los talleres de Contacto Gráfico Ltda.

En esta misma colección

El crecimiento económico colombiano en el siglo XX
Miguel Urrutia (director)
Adriana Pontón Castro y ***Carlos Esteban Posada*** (investigadores)

La agricultura en Colombia en el siglo XX
Carlos Felipe Jaramillo

La infraestructura de transporte en Colombia durante el siglo XX: una descripción desde el punto de vista económico
Álvaro Pachón y ***María Teresa Ramírez***

Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo
James Robinson y ***Miguel Urrutia Montoya*** (eds.)

Pensamiento y política monetaria en Colombia 1886-1945

Esta obra fue escrita en 1980 y publicada en 1987 bajo los auspicios de la Contraloría General de la República. En esta ocasión se publica con el patrocinio del Banco de la República.

En el último cuarto de siglo la historia monetaria de Colombia ha encontrado cultores entre las nuevas generaciones de investigadores. El libro intitulado *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura,* salido a la luz pública en 1989 es, entre muchos, un ejemplo del creciente interés por la investigación monetaria en el país. La reedición de la obra aspira a convertirse en un nuevo estímulo para quienes opten por dedicar su vocación investigadora al estudio de las instituciones monetarias colombianas.

Mauricio Avella Gómez
Investigador / Banco de la República