

Capítulo IV.
**La estabilización de la
economía colombiana
después de la guerra
de los Mil Días
y el período de
transición monetaria
comprendido entre
1903 y 1923**

Alejandro López Mejía

Quiero agradecer muy especialmente a Santiago Herrera y a Pedro Nel Ospina, quienes me hicieron más fácil y grato escribir este capítulo gracias a su permanente estímulo. Tengo también una deuda con Hernando José Gómez y Adolfo Meisel, tanto por las sugerencias que me dieron, como por las discusiones que con ellos sostuve. Sin embargo, las ideas aquí expresadas son de mi exclusiva responsabilidad.

4.1 Introducción

Durante los últimos años de la década de 1890, el Partido Liberal y los conservadores históricos intentaron acabar con la hegemonía de los conservadores nacionalistas y cambiar de esta manera la política de la Regeneración⁴⁹.

Las principales reformas que pedía la oposición bipartidista se centraron en los campos político y económico. En el primero de ellos los críticos del Gobierno pretendían, entre otras cosas, la libertad absoluta de prensa, la abolición de la pena de muerte y la derogación de los poderes extraordinarios otorgados al poder ejecutivo por la “ley de los caballos”, según la cual el presidente podría enviar a prisión, deportar o privar de los derechos políticos, a aquellas personas que en sus críticas al Estado “afectaran el orden público”.

En el campo económico, la oposición deseaba quitarle el privilegio de emisión al Gobierno. Para ello, pedía la prohibición absoluta de nuevas emisiones de papel moneda, la amortización de los billetes fiduciarios, el restablecimiento de la circulación metálica y la libre estipulación, o sea, la posibilidad de hacer transacciones y compromisos comerciales en una moneda diferente al papel inconvertible.

Sin embargo, ante la convicción de que sería imposible hacer las reformas por medios legislativos y electorales, el Partido Liberal consideró necesario tomar las armas para conseguir sus objetivos. En esta forma, en octubre de 1899 se inició la guerra civil de los Mil Días, que trajo consigo la mayor tasa de devaluación e inflación en la historia de Colombia.

La literatura sobre historia económica colombiana aún no ha hecho un análisis detallado de las consecuencias monetarias de la guerra civil de comienzos del siglo XX y del posterior proceso de estabilización de precios en el período de la posguerra. Por esta razón, generalmente se han exagerado los niveles de la inflación y de la tasa de cambio alcanzados en los primeros años

⁴⁹ Un análisis político de los hechos acontecidos entre 1886 y 1910 se encuentra en Bergquist (1981).

de este siglo y no hay claridad sobre el origen y la ejecución de la política de estabilización de los precios.

Lo cierto es que una vez finalizada la guerra de los Mil Días, las principales reformas económicas que pedían los críticos de la Regeneración, se cristalizaron gracias a la expedición de la Ley 33 de octubre de 1903. Se prohibieron las nuevas emisiones de papel moneda, se permitió estipular en oro los contratos, se dieron los primeros pasos para introducir el patrón oro y se creó la Junta de Amortización. En esta forma, como veremos a lo largo de este capítulo, empieza para el país un período de transición monetaria que se caracterizó por los infructuosos intentos de establecer un patrón metálico. Mientras tanto, el sector real de la economía entró en franca recuperación, gracias a los esfuerzos de la administración del general Rafael Reyes por proteger la industria nacional y ampliar el sistema de comunicaciones y especialmente, debido a la expansión cafetera que se produjo desde 1910. Por otro lado, el país encontró la estabilidad política, debido al apoyo que desde 1905 recibieron los gobiernos conservadores, por parte del Partido Liberal.

Si bien, la literatura sobre historia económica colombiana le ha dedicado muchas páginas al sector real de la economía en los primeros veinte años de ese siglo, la política monetaria del período comprendido entre la iniciación de la guerra de los Mil Días, en 1899, y la fundación del Banco de la República en 1923, ha inquietado muy poco a los investigadores. Tal como lo anota Marco Palacios (1983: 272), la historia monetaria de esa época sigue siendo muy oscura. Por ello, en este capítulo se intentan aclarar algunos de sus aspectos principales y se centra en tres temas. El primero de ellos estudiará las consecuencias monetarias de la guerra de los Mil Días y el proceso de estabilización de los precios que se dio una vez terminado el conflicto bélico de principios de siglo. Con ello, se podrá establecer que fueron, tanto la finalización de la guerra, como las medidas tomadas por la administración de José Manuel Marroquín, las causas de la disminución de las tasas de inflación y devaluación. El segundo propósito de este capítulo es analizar las diferentes instituciones que se crearon para retornar al patrón oro. Por último, se estudiarán el comportamiento y los determinantes de la oferta de dinero entre 1903 y 1923. De esta manera se podrá evaluar hasta qué punto los críticos de la Regeneración lograron los cambios deseados en la política monetaria que había prevalecido desde 1886.

4.2 Las consecuencias monetarias de la guerra de los Mil Días y el período de estabilización de precios

A pesar de las críticas de la oposición bipartidista a la política monetaria de la Regeneración, las emisiones de papel moneda continuaron y se acentua-

ron entre 1900 y 1902, como consecuencia de la guerra civil. Así, las reformas económicas que pedían los liberales y los conservadores históricos, tan solo vendrían a surtir efecto en octubre de 1903, por el temor que despertaron las grandes impresiones de billetes hechas durante la guerra de los Mil Días. Entremos entonces a estudiar las consecuencias monetarias del conflicto bélico y la manera como se estabilizaron los precios en el período de la posguerra.

4.2.1 Consecuencias monetarias de la guerra de los Mil Días

Con la iniciación de la guerra de los Mil Días, en 1899, las emisiones hechas entre 1886 y 1898 por el gobierno de la Regeneración, pasaron a ser insignificantes. En efecto, como se observa en el Anexo 4.1, en los primeros nueve meses del conflicto armado, las emisiones fueron de \$ 43.730 millones o sea que tan solo, entre octubre de 1899 y junio de 1900, las emisiones superaron en \$ 5.428 millones a las realizadas durante los trece años anteriores.

A medida que la guerra avanzaba, la base monetaria fue creciendo a un ritmo sin precedentes, que alcanzó tasas anuales de 117,9 %, 108,1 % y 116,9 %, respectivamente entre 1900 y 1902 (Cuadro 4.1)⁵⁰. Este fenómeno era, sin duda, el reflejo del aumento en las erogaciones, originado en gran parte por el incremento del pie de fuerza. Al respecto, el ministro del Tesoro comentó: “Los gastos del Ejército no solo han absorbido en su totalidad, sino que han superado a todas las entradas con que actualmente contaba el Tesoro Nacional” (Torres, 1904: viii).

⁵⁰ En el Cuadro 4.1, la base monetaria está definida como el monto de las emisiones acumuladas. En efecto, si se tiene en cuenta que en los primeros años de este siglo las reservas internacionales eran prácticamente inexistentes, la base monetaria solo estaba compuesta por el crédito doméstico.

Cuadro 4.1

Base monetaria

(miles de pesos de papel moneda)

	Emisiones	Emisiones acumuladas	Tasa de crecimiento (%)	Stock real de dinero (2)	Stock real de dinero (3)
1897	0	30.862	0	670.913	605.137
1898	7.440	38.302	24,1	797.958	766.040
1899	14.559	52.861	38,0	852.597	961.109
1900	62.343	115.208	117,9	596.933	1.010.597
1901	124.573	239.779	108,1	471.079	555.044
1902	280.280	520.059	116,9	449.101	433.022
1903	145.195	665.254	27,9	339.589	346.126
1904	166.108	831.362	25,0	327.824	313.840
1905 (1)	285.412	1.116.774	34,3	426.087	414.695
1906 (1)	-44.721	1.072.053	-4,0	475.201	417.304
1907 (1)	174.032	1.246.085	16,2	628.701	535.260
1908 (1)	-104.099	1.141.968	-8,4	551.418	500.871
1909 (1)	-29.389	1.112.597	-2,6	485.638	471.040

(1) Estas cifras no tienen en cuenta la entrada de oro a la circulación monetaria, ni la plata antigua en el Chocó y las fronteras.

(2) Emisiones acumuladas deflactadas por el índice de precios 2 del Anexo 4.2.

(3) Emisiones acumuladas deflactadas por el índice de precios 4 del Anexo 4.2.

Fuente: Para 1987: Capítulo 2, Cuadro 2.4. Para 1898-1903: Memoria del Tesoro (1904: 66-69).

Si se quiere tener una noción de la magnitud del déficit fiscal, esta se puede deducir del constante aumento de la oferta monetaria, puesto que entre 1899 y 1904 el país no pagó los intereses de su deuda y tampoco recurrió al endeudamiento interno y/o externo, como mecanismo de financiamiento. Por ello, el déficit fiscal fue equivalente a las emisiones (Cuadro 4.2)⁵¹.

El desorden monetario y fiscal vivido por el país como consecuencia de la guerra civil, lo enfrentó a la inflación más grande de su historia, a devaluaciones nominales nunca vistas y a grandes fluctuaciones en la tasa de cambio⁵².

⁵¹ Ante la ausencia de información sobre los ingresos y gastos del Gobierno durante la guerra de los Mil Días, se decidió calcular el déficit fiscal por las fuentes de su financiamiento, es decir, por la suma de las emisiones más los cambios en la deuda pública interna y externa.

⁵² Así, por ejemplo, en septiembre de 1902, la tasa de cambio era de \$ 110 por libra, en octubre subió a \$ 190 por libra y al mes siguiente bajó de nuevo a \$ 110 por libra (Uribe et al., 1909: 66-67).

Cuadro 4.2
Déficit fiscal^{a/}
(en miles de pesos)

Años	Déficit nominal (1)	Déficit real en pesos constantes de 1902 (2)	Déficit real en pesos constantes de 1902 (3)
1896	0	0	0
1897	0	0	0
1898	7.440	155.000	148.800
1899	14.559	234.823	264.709
1900	62.343	323.021	546.868
1901	124.573	244.741	288.363
1902	280.280	242.038	233.372
1903	145.195	74.117	75.544
1904	166.108	65.500	62.706
1905	315.412	120.340	117.123
1906	-44.721	-19.823	-17.408
1907	174.032	87.806	74.756
1908	-104.099	-50.265	-45.657
1909	-29.389	-12.828	-12.442

a/ Los signos negativos equivalen a un superávit.

(1) Como entre 1896 y 1904 no se recurrió al endeudamiento interno y/o externo como mecanismo para financiar el déficit fiscal, en esos años dicho déficit equivale a las emisiones. En 1905 el déficit equivale a las emisiones de ese año más el empréstito por 300.000 garantizado con el Ferrocarril de la Sabana. Para ver la evolución de la deuda pública durante la guerra de los Mil Días, véase *Memoria de Hacienda* (1922: xxi) y los comentarios de los ministros del Tesoro y Hacienda en el período de posguerra.

(2) El déficit real es el nominal dividido por el índice de precios 2 del Anexo 4.2.

(3) El déficit real es el nominal dividido por el índice de precios 4 del Anexo 4.2.

Entre 1900 y 1902 la devaluación anual de la tasa de cambio nominal del peso, frente a la libra esterlina, fue 142,5 %, 158,0 % y 165,8 % (Cuadro 4.3). Por otra parte, en el Cuadro 4.4 se observa que entre 1901 y 1903 la inflación colombiana fue de tres dígitos y alcanzó su mayor nivel en 1901 cuando los precios aumentaron 398,9%⁵³. Ello condujo, como aparece en la penúltima columna del Cuadro 4.1, a que entre 1899 y 1903, la cantidad real de dinero cayera en un 60 %, a pesar de la rápida expansión, en términos nominales, de la base monetaria⁵⁴.

⁵³ Sin embargo, si se utiliza el índice construido a partir de los precios presentados por Alberto Pardo, la mayor inflación se presentó en 1902, cuando alcanzó el 338,6 % (véase tercera columna del Cuadro 4.4).

⁵⁴ No obstante, entre 1900 y 1903, la disminución de la cantidad real de dinero es del 66 %, si se utiliza el índice construido a partir de los precios presentados por Alberto Pardo (véase la última columna del Cuadro 4.1).

Cuadro 4.3 Tasas de cambio nominal (pesos por libra)

	Promedio	Índice (base 100 = 1902)	Tasa de devaluación
1896	2,40	3,30	-9,4
1897	2,49	4,42	3,8
1898	2,91	4,00	16,9
1899	4,38	6,01	50,5
1900	10,62	14,58	142,5
1901	27,40	37,62	158,0
1902	72,83	100,00	165,8
1903	97,17	133,42	33,4
1904	99,42	136,51	2,3
1905	101,92	139,94	2,5
1906	105,10	144,31	3,1
1907	98,67	135,48	-6,1

s. d. = sin datos.

Fuente: Uribe et al. (1909).

Cuadro 4.4 Tasa de inflación

	Tasa de inflación (Palacios) (1)	Tasa de inflación (Palacios) (2)	Tasa de inflación (Pardo) (3)	Tasa de inflación (Pardo) (4)
1896	s.d.	s. d.	13,3	5,5
1897	0	0	10,2	6,3
1898	0	4,3	-9,3	-2,0
1899	15,2	29,2	-6,1	10,0
1900	66,0	211,3	47,8	107,3
1901	398,9	163,7	235,3	278,9
1902	127,8	127,5	338,6	178,0
1903	103,4	69,2	137,6	60,0
1904	39,8	29,5	0,5	37,8
1905	-4,0	3,4	33,2	1,7
1906	-16,1	-13,9	-21,2	-4,6
1907	-23,7	-12,1	-19,5	-9,4
1908	9,2	4,5	21,9	-2,1
1909	34,0	10,6	-2,7	3,6

s. d. = sin datos.

Fuente: las tasas de inflación (1), (2), (3) y (4) se construyeron a partir de los índices de precios (1), (2), (3) y (4), respectivamente. Dichos índices están en el Anexo 4.2.

Si bien es claro el efecto perturbador que trajo consigo la guerra de los Mil Días, se deben hacer dos precisiones: en primer lugar, aunque los niveles inflacionarios que vivió el país a principios del siglo XX fueron muy elevados para la época, son muy inferiores a los que se presentaron en los años veinte en algunas naciones europeas o en tiempos recientes, en los países latinoamericanos; en segundo lugar, se debe precisar que si bien, la tasa de cambio fue bastante elevada, ella fue de \$ 100 por libra y no de \$ 10.000 por libra. En efecto, cierta literatura sobre historia económica colombiana ha confundido la tasa de cambio con el premio de la libra respecto al peso, lo que ha llevado a generalizar erróneamente la idea de que la tasa de cambio alcanzó niveles de \$ 10.000 por libra⁵⁵.

Una vez descritas las consecuencias monetarias de la guerra civil de principios de siglo, entremos a estudiar la manera como el gobierno de José Manuel Marroquín le hizo frente a las elevadas tasas de inflación y devaluación.

4.2.2 El proceso de estabilización de precios

El proceso de estabilización de 1903 se debió, en gran parte, a la finalización de la guerra de los Mil Días. Sin embargo, es indudable que la administración de Marroquín hizo también esfuerzos por disminuir el déficit fiscal y el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria. Asimismo, la reforma monetaria adoptada ese año fortaleció la credibilidad respecto a la adopción de unas políticas fiscal y monetaria rígidas. A continuación, analicemos en detalle el proceso de estabilización de precios.

4.2.2.1 Las medidas macroeconómicas

Así como la guerra había ocasionado enormes gastos al erario público, la paz trajo consigo la disminución de las erogaciones. Aunque no se puede negar que los gastos cayeron automáticamente al finalizar el conflicto bélico, es indudable que el gobierno de Marroquín hizo esfuerzos por disminuir las emisiones, con propósitos fiscales.

Si bien la guerra civil terminó en 1902, en 1903 se presentaron severos problemas de orden interno como consecuencia de los disturbios ocurridos en Panamá y de su posterior separación de Colombia. Bajo estas circunstancias, “cabía estrictamente dentro de las atribuciones extraordinarias que la Constitución

⁵⁵ Véase, por ejemplo, Bergquist (1981: 272-273).

confiere al Gobierno, en caso de guerra, la de apelar a las emisiones para allegar recursos y hacer frente a las necesidades públicas” (*Memoria del Tesoro*, 1904: iv).

Sin embargo, la administración de Marroquín había tomado conciencia de los efectos de una política monetaria laxa. Es más, según se desprende del siguiente comentario del ministro del Tesoro, desde el período de gobierno de Marroquín, se hizo evidente el repudio al papel moneda. A propósito de la decisión del Gobierno, de no emitir, como consecuencia de los hechos ocurridos en Panamá, el ministro del Tesoro expresó:

No habiendo emitido en las circunstancias que os he señalado, ya nunca más —de ello estoy cierto— será osado ningún gobernante ni por ningún motivo, a apelar a tan absurdo medio de solventar dificultades; medio tan funesto al país como las mismas guerras civiles, de las cuales ha sido conjuntamente causa eficiente y efecto corruptor (*Memoria del Tesoro*, 1904: iv).

La decisión de impedir nuevas emisiones, tenía que estar acompañada de un recorte en la principal fuente de los gastos. Por ello, “vista la tremenda situación del Tesoro, estimé un deber imprescindible el de pedir al Gobierno la reducción prudencial del pie de fuerza” (*Memoria del Tesoro*, 1904: 7).

Sin importar si el proceso de estabilización de precios se debió más a un fenómeno automático que a una decidida política de reducción de los gastos, lo cierto es que en 1903 y en 1904, el déficit fiscal real cayó por debajo del nivel presentado en 1898, cuando la guerra de los Mil Días aún no se había iniciado (Cuadro 4.2).

Por otra parte, aunque durante 1903 y 1904 las emisiones fueron de \$ 145.195 millones y \$ 166.108 millones, en su orden, la tasa de crecimiento de la base monetaria cayó de manera drástica. En esta forma, la evolución de la oferta monetaria durante el proceso de estabilización de principios de siglo se caracterizó por una disminución sustancial en su ritmo de crecimiento anual, aunque las emisiones seguían siendo elevadas.

Estas nuevas emisiones de papel moneda, muy posiblemente evitaron un desequilibrio en el mercado monetario. Hubiera sido de esperarse que al mismo tiempo que se reducía la tasa de crecimiento de la oferta de dinero, se produjera una disminución en la inflación esperada y un aumento en la demanda monetaria. Así, al seguirse inyectando liquidez al sistema, probablemente se impidió que el exceso de demanda de dinero se tradujera en costos demasiado elevados, en términos de la actividad económica real⁵⁶.

⁵⁶ Entre otros casos, durante los procesos de estabilización de precios de Alemania en 1923, de Polonia en 1924 y 1926-1927, de Austria en 1922 y de Argentina en 1985 también se le siguió inyectando liquidez a la economía para compensar parcialmente los excesos de demanda de dinero (Dornbusch y Fischer, 1986).

Las grandes fluctuaciones de la tasa de cambio durante la guerra desaparecieron en 1903 al reducirse el déficit fiscal, el ritmo de aumento en la base monetaria y al cambiar el clima de inseguridad e incertidumbre política que prevaleció durante el conflicto bélico⁵⁷. Pero los elevados ritmos inflacionarios continuaron en los primeros meses de paz⁵⁸. No obstante, la estabilización definitiva: credibilidad en la estabilidad y coherencia entre las políticas monetaria y fiscal⁵⁹.

4.2.2.2 La importancia de la Ley 33 de octubre de 1903

La gran virtud de la reforma monetaria plasmada en la Ley 33 de 1903, fue la de fortalecer la confianza en el ajuste de las variables macroeconómicas fundamentales. En efecto, la reforma convirtió en realidad uno de los grandes deseos de los críticos de la Regeneración: darle un cambio total a la orientación de la política monetaria vigente desde 1886, la cual se había considerado muy laxa. Así, la Ley 33 prohibió cualquier nueva impresión de moneda fiduciaria y adicionó el Decreto 217 de febrero de 1903, que había suspendido las emisiones de papel moneda como recurso fiscal (Nieto, 1912: 30).

Tal como se observa en el Cuadro 4.1 y en el Anexo 4.1, después de la expedición de la Ley 33 se siguió recurriendo a las emisiones para cubrir el déficit fiscal. Sin embargo, por varias razones, esto no implicó que se dejara de creer que el Gobierno se comprometería seriamente, mediante dicha Ley, a terminar con el régimen monetario introducido por la Regeneración.

En primer lugar, la Ley 33 permitió estipular en oro los contratos, medida que los críticos de la Regeneración consideraban como una de las más importantes para quitarle el privilegio de emisión al Estado y cerrar el camino a las

⁵⁷ A diferencia de lo acontecido en otros países, en la experiencia colombiana no fue necesario fijar administrativamente el precio de la divisa para lograr la estabilización (Dornbusch y Fischer, 1986).

⁵⁸ En los cuadros 4.3 y 4.4 se observa que los índices de precios (1) y (3) tienen un rezago con respecto a la tasa de cambio, tanto en el momento en que se aceleraron abruptamente la inflación y la devaluación, como cuando se estabilizaron. Esto podría explicarse porque se trabajó con unos índices de precios contruidos con base en la información de mercados menos eficientes, en términos de la velocidad de adquisición y asimilación de la información, que aquellos donde se forma la tasa de cambio.

⁵⁹ El éxito de una política que quiera frenar las hiperinflaciones, no solo radica en tomar fuertes medidas sobre las variables económicas fundamentales, sino también en que dichas medidas gocen de credibilidad. Véase, por ejemplo, Blejer (1987) y Dornbusch y Fischer (1986: 65).

grandes impresiones de papel moneda. Así, al darse la posibilidad de utilizar como medio de pago una moneda diferente al billete fiduciario, el Gobierno se vería limitado cuando quisiera emitir billetes inconvertibles, puesto que el público podría rechazar el papel y realizar las transacciones en las otras monedas que fueran recibidas como medio de pago⁶⁰.

En segundo lugar, la reforma monetaria creó la Junta de Amortización, con lo cual la administración de Marroquín mostró la intención de reemplazar el papel moneda por moneda metálica.

En tercer lugar, con la fijación de los presupuestos en oro, la reforma monetaria fortaleció la confianza en la decisión de no imprimir nuevos billetes inconvertibles y de mantener un presupuesto balanceado, de modo tal que la oferta monetaria variara solo cuando se presentaran desequilibrios en la balanza comercial; además, al establecer los aranceles en oro, la Ley 33 evitaba el deterioro que la inflación había causado en los ingresos aduaneros, erosionados de manera dramática durante la guerra de los Mil Días, ya que se especificaban en términos de papel moneda (Ocampo, 1984a: 262).

Por último, al adoptar como unidad monetaria el peso oro con 1 gramo 672, la reforma monetaria de 1903 dio el primer paso para poner en funcionamiento el patrón oro y el Gobierno reforzó su intención de abandonar el régimen de papel moneda de curso forzoso.

La administración de Marroquín mostró que no estaba conforme con la simple reducción de los gastos fiscales ocurrida al terminar la guerra y que su reforma monetaria representaba el giro en la política económica que los opositores de la Regeneración habían estado buscando desde la introducción del curso forzoso en 1886. De esta manera, la Ley 33, al estar en la línea de quienes creían que el manejo monetario y fiscal de los últimos años había sido muy laxo, debió dar seguridad respecto a la ortodoxia y a la continuidad de la nueva política monetaria. Lo cierto es que cuando el general Reyes subió al poder, la estabilización de precios ya había sido alcanzada.

4.3 Los intentos de reintroducir el patrón oro

Los principales objetivos de la reforma monetaria de 1903 no se consiguieron de inmediato, sino que dieron lugar a un período de transición, en el cual se buscó siempre la manera de reintroducir el patrón oro. De ahí que una de las preocupaciones centrales de la política monetaria entre 1903 y 1923, fuera la de amortizar el papel moneda o lograr la convertibilidad metálica del billete.

⁶⁰ El debate que se dio en torno a la libre estipulación está bien tratado en el primer Avella (1987: cap. 1).

Sin embargo, las diferentes instituciones creadas con ese objeto fracasaron en su labor. Como se verá en el siguiente capítulo, fue tan solo en 1923 cuando se retornó al patrón oro, gracias al interés del Gobierno colombiano en aceptar las recomendaciones de la primera Misión Kemmerer.

Estudiemos las tres entidades organizadas durante las dos primeras décadas de este siglo, cuyo propósito fue el de alcanzar la meta fundamental de la Ley 33 de 1903: el patrón oro.

4.3.1 La Junta de Amortización y la filosofía del papel moneda como deuda

Al terminar la guerra de los Mil Días, la tasa de cambio estaba alrededor de 1 peso papel moneda por 1 centavo de oro inglés. Sin embargo, la Ley 93 de 1892 disponía que en el momento de hacerse la amortización, el papel moneda debería cambiarse a la par con la moneda de oro⁶¹ situación que hacía muy grande la deuda del Gobierno, en metálico. Este hecho lo ilustró así un crítico de la amortización:

Los 800 millones que tenemos en papel moneda, representarían en oro al 10.000 por 100 de cambio, 8 millones; al 5.000 por 100 de cambio, 16 millones; al 2.500 por 100 de cambio, 32 millones al 100 por 100 (la par), 800 millones (Camacho, 1903: 182).

A pesar de que, indudablemente, para ejecutar la amortización era necesario tener grandes sumas de oro, el problema de fondo consistía en el carácter que se le daba al papel moneda⁶². Por un lado, había quienes pensaban que el billete inconvertible era un medio de pago y que, por lo tanto, no se valorizaría a través de la amortización. Desde este punto de vista, tenían razón. En efecto, al sustituir el papel moneda por oro, la oferta real de dinero no debería mortificarse, porque el único cambio sería el de un medio de pago que tenía el mismo poder de compra que aquel, por el que se estaba sustituyendo⁶³.

⁶¹ En realidad la Ley 93 de 1892 dispuso que el papel moneda se cambiara a la par con la moneda de plata. Sin embargo, dicha ley facultó al gobierno para que los billetes fueran cambiados por monedas de oro y no por plata (Torres, 1980: 193).

⁶² Las discusiones que se dieron en la época sobre el carácter del papel moneda están bien tratadas en Avella (1987: cap. 1).

⁶³ La teoría de que el billete inconvertible no era deuda sino moneda fue sostenida por el presidente Caro durante la Regeneración. Posteriormente, esta idea fue retomada, entre otros, por el periódico *El Relator* para argumentar que con la amortización no se valorizaría el papel moneda (Camacho, 1903: 184).

Sin embargo, el gobierno de Marroquín concebía el papel moneda como una deuda. En este sentido, no comprometerse en valorizar el billete “sería, en el hecho, una confiscación de la propiedad individual [...] [Las personas] tienen derecho a esperar que el Gobierno cumpla sus ofertas para recuperar siquiera en parte ese valor” (Camacho, 1903: 195). Así pues, dada esta concepción del papel moneda, la administración Marroquín tenía la obligación de cambiar los billetes por su equivalente en oro.

Bajo estas circunstancias, el Gobierno se vio enfrentado a dos caminos que lo conducían a pagar la deuda con el público. Por un lado, tal como lo sugirieron algunas personas de la época, se podría cancelar la totalidad de la deuda cambiando los billetes en circulación por oro, a la tasa de paridad establecida por la Ley 93 de 1892. No obstante, ante esta idea de realizar la amortización, el ministro del Tesoro respondió:

Hablar de la repudiación del billete, como la mejor manera de solucionar el problema es dejarse arrastrar por la desesperación. El país no tiene hoy más moneda que la de papel, ni tiene con qué costearse la introducción de una moneda metálica (Torres, 1980: xxxii).

El otro camino posible reconocía la deuda, pero no proponía pagarla en su totalidad; dicha vía fue la que escogió la Junta de Amortización. En efecto, dicha institución, creada por la Ley 33 de 1903, se comprometió a ir revaluando administrativamente y de manera gradual el papel moneda, hasta que éste volviera a cotizarse a la par con el oro. Mediante este procedimiento se irían sustituyendo paulatinamente los billetes por metálico, de forma tal que aquellas personas que valoraran más el oro, serían las interesadas en cambiar el papel moneda al principio del proceso de revaluación, puesto que estarían dispuestas a dar más billetes inconvertibles por unidad de oro.

Aunque por este último camino se necesitaría menos oro para hacer la amortización, que por medio del cambio del papel moneda por metálico, a la tasa establecida por la Ley 93 de 1892, empezó a argumentarse que de todas maneras no habría oro suficiente para lograr la sustitución de los billetes (Uribe, 1909: 231; citado por Avella, 1987: 44). Además, se sostuvo que a medida que se valorizara el billete, menos gente estaría interesada en cambiarlo por oro, debido a la expectativa de precios cada vez mayores. En palabras de Carlos de la Cuesta (1904), la “perspectiva halagadora de valorización del papel, da fuerzas y ánimo al tenedor para no transformarlo” (p. 56).

A pesar de que durante el año en que estuvo vigente, la Junta de Amortización hizo alguna sustitución de billetes por oro y logró revaluar un poco el papel moneda (Torres, 1980: xxiii), sus funciones perdieron importancia con

el cambio de Gobierno, ante la convicción de que era necesario otro método para regresar al patrón metálico⁶⁴.

4.3.2 La reforma monetaria de la administración de Reyes

Tal como se ha estudiado, al asumir el poder el general Reyes ya habían cesado las altas tasas de inflación y devaluación, gracias a la finalización de la guerra y a la reforma monetaria de la administración de Marroquín.

Sin embargo, dada la concepción que se tenía del billete inconvertible, el problema que seguía vigente era la manera como se debería pagar la deuda que el Estado había contraído por el papel moneda. La solución adoptada por el gobierno de Reyes fue deshacerse de casi la totalidad de la deuda. En efecto, su reforma monetaria determinó que la conversión de los billetes ya no se haría ni a la tasa de paridad decretada por la Ley 93 de 1892, ni mediante el mecanismo de revaluación adoptado por la Junta de Amortización, sino a razón de 100 pesos papel moneda por 1 peso oro⁶⁵. De esta manera, la reforma de 1905 adaptó el marco legal a la realidad económica, ya que la conversión de los billetes se haría de acuerdo con la tasa determinada por el mercado desde 1902 y no tomando en cuenta leyes expedidas años atrás.

A pesar de la importancia de la reforma monetaria que estableció la Ley 59 de 1905, es necesario hacer dos aclaraciones: en primer lugar, se ha pensado que durante el gobierno de Reyes se hizo una gran contracción monetaria al decretarse que 100 pesos papel moneda equivaldrían a un peso oro. Por ejemplo, Guillermo Torres García comentó sobre la reforma: “Se trataba de dar un valor fijo a una inmensa masa de billetes depreciados, lo cual se logró por contracción, es decir, por disminución del volumen de esta misma masa” (Torres, 1980: 248). Sin embargo, esto no es cierto porque lo único que se hizo fue decretar la sustitución de 100 pesos viejos por un peso nuevo llamado peso oro. En esta forma, lo que cambió fue la unidad con que se medía la oferta monetaria y no su cuantía.

En segundo lugar, se ha creído que la Ley 59 de 1905 devaluó la tasa de cambio. En este sentido, Bergquist (1981) expresó:

⁶⁴ La Junta de Amortización no desapareció. Sin embargo, le fueron asignadas tareas menores (Avella, 1987: 39).

⁶⁵ El peso oro estaba dividido en cien centavos con 1 gramo oro 672 acuñado a la Ley de 0.900 (Torres, 1980: 248).

Dado que la tasa de cambio de los pesos papel colombianos por oro de Estados Unidos había oscilado alrededor de la cifra de 10.000 por ciento (i. e. 100 pesos colombianos por un centavo de oro norteamericano [sic]) desde finales de 1903, Reyes resolvió devaluar el peso colombiano por un factor de 100 (p. 272).

Esta interpretación no es exacta, porque la unidad monetaria establecida en 1905 tenía el mismo contenido de oro que la creada por la Ley 33 de 1903.

Lo que hizo la medida de Reyes fue dar un nuevo paso hacia la adopción del patrón oro, puesto que al deshacerse de gran parte de la deuda contraída con el público, la cantidad de oro necesaria para respaldar los billetes sería mucho menor que la requerida antes de la reforma. En estas circunstancias entró a operar el Banco Central.

Así como la Junta de Amortización había sido la institución mediante la cual giró la política monetaria de la administración de Marroquín, el Banco Central, creado por el Decreto 47 de marzo de 1905, fue la entidad encargada de ejecutar la política monetaria en el gobierno de Reyes. Sin embargo, las dos instituciones diferían sustancialmente.

Aunque el objetivo, tanto de la Junta de Amortización como del Banco Central fue retornar al patrón oro, la concepción que tenían de dicho sistema era diferente. La primera entidad intentó sustituir los billetes por oro, de manera que todo el circulante quedara compuesto por metálico; el Banco Central, por su parte, quería un sistema en el cual los billetes emitidos estuvieran respaldados en un 30 % con oro (Torres, 1980: 247).

El hecho de que el sistema del patrón oro buscado por el Banco Central, fuera diferente del que pretendía la Junta de Amortización, implicaba una concepción propia por parte de cada una de las instituciones encargadas de ejecutar la política monetaria; bajo el patrón oro ortodoxo, deseado por el gobierno de Marroquín, la función de la Junta de Amortización se limitaba a sustituir el papel moneda por metálico, con la intención de ir valorizando el billete fiduciario, considerado como una deuda; mientras tanto, el patrón oro buscado por la administración de Reyes y el privilegio exclusivo que se le otorgó al Banco Central de emitir billetes convertibles por oro durante un período de treinta años, le dieron a la institución, fundada en 1905, discrecionalidad para afectar la oferta monetaria dentro de los límites impuestos por el respaldo del billete con metálico. En este sentido, el Banco Central tenía una de las funciones propias de un banco central y aunque tenía la obligación de respaldar un 30 % de los billetes con oro, en 1909 esta misión no se había cumplido e incluso, como se observa en los cuadros 4.1 y 4.10, se

habían emitido \$ 300.000 adicionales⁶⁶. Por esta razón y dadas las funciones y privilegios que se le otorgaron al Banco Central, se ha sostenido que el principal objetivo de esta institución fue el de atender las dificultades fiscales del Gobierno a semejanza del Banco Nacional, relegándose a un segundo plano la función de otorgar el respaldo metálico del billete (Bell, 1921: 57; Palacios, 1983: 272).

Lo cierto es que al terminar el gobierno de Reyes no se había logrado retornar al patrón oro, a pesar de que las condiciones se habían facilitado. Por un lado, como se dijo en páginas anteriores, la reforma monetaria de 1905 había logrado que la cantidad de oro necesaria para retornar al patrón metálico, disminuyera drásticamente. Por otro lado, el mismo sistema del patrón oro, buscado por la administración Reyes, no requería tanto metal como el sistema que pretendía el gobierno de Marroquín, puesto que no se intentaba sustituir el billete por oro, sino respaldar el 30 % de la moneda fiduciaria.

4.3.2 La Junta de Conversión

Al comienzo de la administración de Carlos E. Restrepo se acusó al Banco Central de expandir el circulante y de no haber contribuido al regreso del patrón oro. Las discusiones a que este hecho dio lugar llevaron a la cancelación del contrato entre el Gobierno Nacional y el Banco Central (Avella, 1987: 43) y a la expedición de la Ley 69 de 1909, la cual creó la Junta de Conversión.

La nueva institución retornó al ortodoxo esquema del patrón oro planteado durante la administración de Marroquín, que pretendía sustituir el papel moneda por metálico, en lugar de respaldar un porcentaje de los billetes en circulación, con oro. De esta manera, la oferta monetaria pasó a depender totalmente de factores exógenos como los desequilibrios en la balanza comercial y el Gobierno perdía, por lo tanto, la capacidad de controlar la cantidad de dinero.

Con el propósito de garantizar la conversión del papel moneda, la Ley 69 de 1909 ordenó crear una reserva de oro con una buena porción de las rentas nacionales. Una vez constituido este depósito, la conversión del papel moneda se haría a la tasa establecida por la reforma monetaria de 1905, es decir a \$ 100 papel moneda por \$ 1 peso oro. De esta manera, en contra de lo planteado por

⁶⁶ Se ha afirmado que esta emisión provino de la función que se le otorgó al Banco Central de cambiar los billetes deteriorados por los de edición inglesa mandados a imprimir en los tiempos de la Junta de Amortización. Estaba estipulado en el Decreto 47 de 1905 que en los momentos de crisis sería posible que los nuevos billetes fueran puestos en circulación sin que se retiraran los antiguos. Así, aunque la coexistencia de los dos tipos de billetes tan solo podría estar vigente por un período de seis meses, en 1909 este plazo se amplió hasta 1914 y a la postre nunca se retiraron de circulación (Avella, 1987: 42; Torres, 1980: 248).

la Junta de Amortización, la Junta de Conversión no pretendía ir valorizando el billete fiduciario, a medida que este se fuera sustituyendo por oro.

Durante los primeros cinco años de funcionamiento y gracias a que la Ley 69 de 1909 dispuso que bajo ninguna circunstancia sería permitido tocar los recursos de la Junta de Conversión, la nueva entidad ejerció sus deberes correctamente; así, para 1914, el Fondo de Conversión respaldaba en oro la quinta parte del papel moneda; o sea, la suma de \$2.000.000 oro (Uribe, 1926: 13).

Al iniciarse la Primera Guerra Mundial, el Gobierno se apropió de los recursos metálicos que poseía la Junta de Conversión. Tal como se aprecia en el Cuadro 4.5, dado que los ingresos fiscales seguían dependiendo de los ingresos aduaneros, la disminución de los derechos de importación, causada por la conflagración europea, condujo a un deterioro de los ingresos estatales⁶⁷.

Cuadro 4.5
Ingresos estatales
(miles de pesos corrientes)

Año	Rentas (1)	Aduanas (2)	(2)/(1) (%)
1905	9.149	6.180	67,5
1906	13.936	7.415	53,2
1907	15.830	6.601	41,7
1908	16.138	6.169	38,2
1909	14.437	6.542	45,3
1910 (1)	12.220	9.033	73,9
1911	12.450	9.073	72,9
1912	13.862	10.584	76,4
1913	17.386	13.537	77,9
1914	13.650	10.721	78,5
1915	13.151	7.811	59,4
1916 (2)	18.298	12.910	70,6
1917	13.859	7.437	53,7

⁶⁷ Esta dependencia de los ingresos estatales respecto de las tarifas de importación se veía agravada al cobrarse el impuesto en forma de una suma fija sobre el peso bruto de la mercancía y no sobre su valor *ad valorem*. Un cálculo de este fenómeno se puede ver en Hernando José Gómez (1983).

Cuadro 4.5 (continuación)
Ingresos estatales
(miles de pesos corrientes)

Año	Rentas (1)	Aduanas (2)	(2)/(1) (%)
1918	12.265	4.700	38,3
1919	15.947	8.177	51,3
1920	29.526	15.096	51,1
1921	19.022	7.299	38,4
1922	21.433	8.477	39,6

(1) La caída en los ingresos, ocurrida en 1910, puede deberse a que de nuevo pasaron a los departamentos las rentas que hasta 1905 habían sido suyas. Por ejemplo, licores y tabaco.

(2) El aumento de los ingresos en 1916 puede atribuirse a la consolidación de los mercados norteamericanos ante el cierre del mercado europeo. La caída de 1917 coincide con el ingreso de los Estados Unidos a la Primera Guerra Mundial (Tovar, 1984: 60).

Fuente: 1905-1916 y 1919: *Memorias de Hacienda* (1917, 1918). 1920-1922: Tovar (1984: 61).

En estas circunstancias, en 1914 el Gobierno replanteó lo dispuesto en la Ley 69 de 1909 y dispuso que se podrían utilizar los fondos de la Junta de Conversión, cuando las rentas nacionales no alcanzaran 1.250.000 pesos oro mensuales. Se perdieron así los logros alcanzados en relación con el retorno del patrón oro. A partir de este momento y hasta su liquidación en 1923, la función de la Junta de Conversión se centró principalmente en el cambio de los viejos billetes por otros cuyas denominaciones estuvieran acordes con lo dispuesto por la Ley 59 de 1905 (Avella, 1987: 47); en efecto, fue en 1916, cuando los viejos papeles de valor \$ 100 empezaron a cambiarse por los nuevos de valor \$1 oro⁶⁸. Sin embargo, ya los efectos de esta medida en el proceso de estabilización eran insignificantes, puesto que tal como se observa en los cuadros 4.6 y 4.7, en 1916 se habían eliminado las grandes fluctuaciones de la tasa de cambio y los altos niveles inflacionarios de principio de siglo.

⁶⁸ En el Cuadro 4.10 los billetes de edición antigua están contabilizados en pesos oro, tal como se hacía en esa época. Sin embargo, este es un hecho estrictamente contable, puesto que los billetes viejos tan solo empezaron a cambiarse por los representativos de oro en 1916. No sobra advertir que a pesar de que los nuevos billetes se llamaban representativos de oro, su respaldo en metálico seguía siendo inexistente.

Cuadro 4.6
Tasas de cambio nominales y reales
(promedio anual)

Año	Tasa de cambio nominal del peso con respecto al dólar ^{a/}	Tasa de cambio real (Pardo) (1)	Tasa de cambio real (Palacios) (2)
1905	1,04	0,333	0,389
1906	1,06	0,445	0,487
1907	1,01	0,553	0,638
1908	1,08	0,468	0,603
1909	1,05	0,503	0,471
1910	0,97	0,520	0,482
1911	0,99	0,486	0,457
1912	1,01	s. d.	0,407
1913	1,02	s. d.	0,474
1914	1,04	s. d.	0,584
1915	1,08	0,479	0,493
1916	1,04	0,669	0,568
1917	1,01	0,868	0,682
1918	0,94	0,749	0,734
1919	0,93	0,604	s. d.
1920	1,12	0,734	s. d.
1921	1,17	0,600	s. d.
1922	1,09	0,573	s. d.

s. d. = sin datos.

a/ Las estadísticas oficiales se empezaron a llevar en pesos oro desde 1905; sin embargo, realmente solo en 1916 el peso colombiano se cotizó a la par con el dólar, dado que es en ese año cuando se empiezan a cambiar los \$ 100 papel moneda por \$ 1 representativo de oro.

(1) Tasa de cambio real (Pardo) = tasa de cambio nominal multiplicada por el índice de precios de los Estados Unidos dividido por el índice de precios 3 del Anexo 4.2.

(2) Tasa de cambio real (Palacios) = tasa de cambio nominal multiplicada por el índice de precios de los Estados Unidos dividido por el índice de precios 1 del Anexo 4.2.

Fuentes: tasa de cambio nominal: hasta 1913, López y Rodríguez (s. f.: 162). Desde 1914 a 1922: Urrutia y Arrubla (1970a: 158). Índice de precios de los Estados Unidos: U. S. Bureau of the Census (1975: 199-201).

Cuadro 4.7
Tasa de inflación (1910-1922)

Año	Tasa de inflación (Palacios) (1)	Tasa de inflación (Palacios) (2)	Tasa de inflación (Pardo) (3)	Tasa de inflación (Pardo) (4)	Tasa de inflación (López) (5)
1910	-5,8	6,9	-6,7	-3,1	s. d.
1911	-1,0	4,8	0,4	-2,3	s. d.
1912	21,9	1,8	s. d.	s. d.	s. d.
1913	-12,3	-4,1	s. d.	s. d.	s. d.
1914	-19,2	-4,3	s. d.	s. d.	s. d.
1915	25,2	1,5	s. d.	s. d.	s. d.
1916	2,9	12,2	-15,0	-1,8	s. d.
1917	11,1	3,3	2,84	1,9	s. d.
1918	-3,5	2,9 ^{a/}	20,2	18,4	s. d.
1919	s. d.	s. d.	29,5	19,2	17,4
1920	s. d.	s. d.	10,5	4,2	12,4
1921	s. d.	s. d.	-19,1	-4,5	-25,7
1922	s. d.	s. d.	-3,3	-7,8	12,9

s. d. = sin datos.

a/ Promedio de dos años.

Fuentes: las tasas de inflación (1), (2), (3) y (4) se construyeron a partir de los índices de precios (1), (2), (3) y (4), respectivamente. Dichos índices están en el Anexo 4.2. La tasa de inflación (5) está basada en el índice de precios de alimentos construido en Medellín y mencionado por López (1927: 145). Dicho índice es el siguiente: 1918: 103; 1919: 121; 1920: 136; 1921: 101; 1922: 114.

Dado el fracaso de las tres instituciones creadas para reintroducir el patrón oro, el papel moneda siguió siendo el principal medio de pago, de manera que el régimen monetario existente entre 1903 y 1923 no era el patrón oro. No obstante, el régimen tampoco era uno solo, caracterizado por el curso forzoso del billete, puesto que, gracias a la libre estipulación, era posible hacer transacciones en diferentes tipos de monedas de oro⁶⁹. Esta característica del sistema monetario en el período anterior a 1923, nos lleva a estudiar si el comportamiento y los determinantes de la cantidad de dinero siguieron las pautas establecidas por la reforma de Marroquín en 1903.

69 El gran paso hacia la libre estipulación lo dio la Ley 33 de 1903 cuando permitió utilizar monedas de oro como medio de pago. Sin embargo, poco a poco empezaron a dictarse nuevas disposiciones y a ser aceptadas en las transacciones las monedas de plata y níquel. No obstante, estas monedas eran fraccionarias o sea que solo servían para realizar negocios de poca cuantía (Torres, 1980: cap. XI).

4.4 Los determinantes y el comportamiento de la oferta monetaria en el período anterior a la fundación del Banco de la República

Las principales medidas tomadas por los críticos de la Regeneración en 1903 pretendían que la política monetaria pasara a un lugar secundario. Con la prohibición de emitir billetes fiduciarios y con la intención de reintroducir el patrón oro ortodoxo, se buscó que la cantidad de dinero dependiera totalmente de las fluctuaciones del comercio exterior. Sin embargo, bien fuera por decisiones de política económica doméstica o por fenómenos internacionales, entre 1903 y 1923 pocos fueron los años en que la oferta monetaria dependió exclusivamente de los desajustes del sector externo.

4.4.1 Los años anteriores a la Primera Guerra Mundial

En el período comprendido entre 1903 y 1913, los desequilibrios del sector externo determinaron buena parte del comportamiento de la oferta monetaria. No obstante, durante estos años se destacan dos etapas: la primera abarca dos partes; la que va de 1903 a 1905 y la de 1910 a 1913; la segunda comprende los años 1905 a 1909.

4.4.1.1 El período comprendido entre 1905 y 1910

Como se ha visto, en el quinquenio de Reyes se abandonó la idea del régimen del patrón oro ortodoxo, es decir, aquel en el cual las monedas metálicas fueron el único componente de la oferta monetaria. Además, el Gobierno tuvo discrecionalidad para manejar la cantidad de dinero, gracias a que se le otorgó al Banco Central el privilegio de emisión y a que se optó por un sistema de patrón oro en el cual la circulación monetaria estaba compuesta por billetes respaldados con oro en un 30 %. Por lo tanto, la política monetaria ganó alguna importancia, puesto que tenía la posibilidad de acentuar o atenuar los efectos que sobre la oferta de dinero implicaran los desajustes del comercio exterior.

Si bien es cierto que entre 1905 y 1910 el comportamiento de la cantidad de dinero pudo llegar a alejarse de las pautas marcadas por la Ley 33 de 1903, las fluctuaciones del sector externo no dejaron de ser el factor más importante en la determinación de la oferta monetaria. Así, en el Cuadro 4.10 se puede observar que durante el período en cuestión existió una importación neta de monedas de oro por valor de \$ 2.000.000 que, probablemente, obedeció al

superávit comercial que aparece en el Cuadro 4.8. Como veremos a continuación, este fenómeno se vería reforzado a partir de 1910.

Cuadro 4.8
Comercio exterior (1905-1921)
(pesos)

Año	Exportaciones (1)	Importaciones (2)	Neto (1)-(2)
1905	12.314.916	12.281.720	33.196
1906	14.613.918	10.608.394	4.005.524
1907	14.480.546	12.088.563	2.391.986
1908	14.998.744	13.513.891	1.484.853
1909	15.829.041	11.117.927	4.711.114
1910	17.786.806	17.385.039	401.767
1911	22.375.899	18.108.863	4.267.036
1912	32.221.746	23.964.623	8.257.123
1913	34.315.251	28.535.779	5.779.472
1914	32.632.884	20.979.228	11.653.656
1915	31.579.131	17.840.350	13.738.781
1916	31.654.277	29.660.137	1.994.140
1917	31.892.671	26.097.752	5.794.919
1918	37.728.559	22.034.003	15.694.556
1919	79.029.256	48.487.764	30.541.492
1920	70.371.746	101.397.905	31.026.159
1921	63.251.932	36.368.281	26.883.651

Fuente: Memorias de Hacienda.

4.4.1.2 Los años de 1910 a 1913

Al subir Carlos E. Restrepo al poder (1910), se retornó a la filosofía de la Ley 33 de 1903. Por un lado, por intermedio de la Junta de Conversión se pretendió reintroducir un sistema de patrón oro ortodoxo, como había sucedido entre 1903 y 1905. Por otra parte, a semejanza de la reforma de 1903, en 1910 se prohibieron las futuras emisiones de papel moneda de curso forzoso, mediante un acto legislativo que reformó la Constitución.

Con estas circunstancias, la oferta monetaria empezó a depender exclusivamente de las importaciones de monedas de oro, consecuencia del superávit del comercio exterior. En el Cuadro 4.9 se aprecia que entre 1911 y 1913 la favorable

situación externa condujo a importaciones netas de monedas de oro por valor de \$ 2.000.000⁷⁰ y, según el informe del gerente del Banco de Bogotá (segundo semestre de 1914: 6), a un incremento de la actividad económica. Pero al empezar el conflicto europeo en 1914, el comportamiento de la oferta monetaria cambió drásticamente.

4.4.2 Las consecuencias de la Primera Guerra Mundial sobre la oferta monetaria

Al contrario de lo sucedido durante los años anteriores, al comienzo del conflicto bélico, el superávit del sector externo no produjo influjos de oro, puesto que los países europeos y los Estados Unidos abandonaron el patrón metálico. Esto condujo a que los exportadores colombianos dejaran su dinero en el exterior (*Memoria de Hacienda*, 1920: 20) ya que no les pagaban en oro y los dólares y las libras no les eran recibidos como medio de pago en el país⁷¹.

Durante la guerra, la oferta monetaria dejó de ser explicada por los desequilibrios del sector externo e incluso, como se observa en el Cuadro 4.9, entre 1914 y 1916 Colombia exportó monedas de oro por valor de \$ 904.187, a pesar del favorable comportamiento del comercio internacional.

Los efectos sobre la oferta monetaria nominal, provocados por la salida del oro de circulación, muy probablemente fueron superiores a los \$ 904.187, de manera que es mejor desconfiar de las cifras presentadas en los cuadros 4.9 y 4.10. La opinión general era semejante a la de Antonio José Restrepo: “Ahora menos que nunca, podemos retener el oro en circulación; se va absorbido por el *mallestrom* europeo que todo se lo traga o lo consume; o se esconde por la inseguridad que ese conflicto suscita en todas partes” (Restrepo, 1917: 154).

⁷⁰ Esta cifra puede estar subestimada si se tiene en cuenta que, según el gerente del Banco de Bogotá, hasta 1914 el auge de las exportaciones trajo consigo importaciones de libras esterlinas amonedadas que aumentaron el dinero en circulación en por lo menos \$ 3.000.000 (*Informe del gerente del Banco de Bogotá*, segundo semestre de 1914: 6).

⁷¹ En 1918 se hizo un intento de traer billetes bancarios ingleses y algunos entraron en circulación. Sin embargo, a los pocos meses esos billetes dejaron de circular como moneda, puesto que fue derogada la ley que había permitido su introducción (*Memoria de Hacienda*, 1919: 56).

La estabilización de la economía colombiana después de la guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923

Cuadro 4.9
Acuñaciones e importaciones netas de monedas de oro^{a/}
(a junio de cada año)
(en pesos oro)

	Acuñaciones	Importaciones netas	Monedas de oro en circulación
1910	0	2.000.000 (1)	3.000.000
1911	0	1.000.000	4.000.000
1912	0	500.000 (2)	4.500.000
1913	0	500.000 (2)	5.000.000
1914	84.522	-403.477	4.681.045
1915	0	-473.001	4.208.044
1916	571.770	-27.709	4.752.105
1917	263.017 (3)	s. d.	s. d.
1918	1.000.000	s. d.	s. d.
1919	1.701.123	9.000.000 (4)	16.716.245 (5)
1920	8.667.442 (6)	-721.810	24.661.877
1921	0	-10.382.077	14.279.800
1922	0	-1.495.007	12.784.793

s. d. = sin datos.

a/ No tiene en cuenta el oro que salió de contrabando, o que se atesoró.

(1) En 1905 existían en circulación \$ 1.000.000 oro en moneda de oro; por esa época se calculó que entre el año mencionado y 1910 las importaciones netas fueron \$ 2.000.000 oro. Por lo tanto, esta última cifra corresponde en realidad a las entradas netas de oro acuñado durante cinco años.

(2) Entre 1911 y 1913 se calculó que las importaciones netas fueron \$ 1.000.000 oro. En esta forma, se supuso que en 1912 y 1913 dichas importaciones fueron de \$ 500.000 oro respectivamente.

(3) Dato que corresponde al año completo.

(4) En este año, se importaron \$ 9.000.000 oro en monedas de oro americanas gracias a un convenio según el cual ellas debían ser reembolsadas a los Estados Unidos en poco tiempo (Bell, 1921: 59; Memoria del Tesoro, 1919: xxii).

(5) Las monedas de oro en circulación se calcularon suponiendo que entre 1917 y 1918 no existieron flujos de oro acuñado.

(6) Entre el segundo semestre de 1919 y el primero de 1920, se acuñaron \$ 17.667.442 en monedas de oro de los cuales \$ 9.000.000 provinieron del convenio firmado con los Estados Unidos a finales de 1918. Por esta razón, no se debe asumir, que la cantidad de oro en circulación, entre julio de 1919 y junio de 1920, aumentó en \$ 17.667.442 porque se estarían contabilizando dos veces los \$ 9.000.000 (Kemmerer, "Colombia: Financial and Economic Conditions and Public Debt").

Fuentes: entre 1910 y 1913: datos dispersos entre los comentarios de los ministerios de Hacienda y Tesoro. Entre 1914 y 1916: Memoria del Tesoro (1917). 1917: Anuario Estadístico (1920). 1918: comentario suelto, en Memoria del Tesoro (1918: lxii). 1919: Memoria del Tesoro (1919: lxii). Entre 1920 y 1922: para datos de acuñación véase Memoria del Tesoro (1920); los flujos de oro acuñado se tomaron a partir de comentarios sueltos encontrados en las memorias de Hacienda y del Tesoro entre 1920 y 1922.

El fenómeno que estaba sucediendo con el oro, unido al empeño del Gobierno por mantener la política monetaria en un papel secundario, motivó el siguiente tipo de comentarios:

En estas condiciones pretender sostener la vida nacional sin más recurso que las economías y esperar como faquires a que pase el temporal y nos llegue el nirvana, es simplemente estúpido, inepto y hasta macabro... Pero los legisladores imbuidos en la más lamentable ignorancia y dominados por los temores más pueriles, soñando en pesadilla obsesionante con los mil millones y la guerra de los tres años y el régimen de rebelión permanente que estableció la Regeneración, confunden lastimosamente los tiempos y las cantidades (Restrepo, 1917: 169).

Cuadro 4.10
Aparente base monetaria en pesos oro (1905-1922)
(a junio de cada año)^{a/}

	1905	1910	1912	1913	1914	1915	
Oro colombiano y extranjero	1.000.000	3.000.000	4.500.000 (1)	5.000.000	4.681.045	4.208.044	
Plata (2)	0	1.006.593	2.700.000	2.717.774	3.999.484	s. d.	
Níquel (3)	0	441.000	715.088	852.244	979.952	997.952	
Billetes edición antigua	11.167.740	11.169.625	10.434.373	10.405.676	10.056.229	10.035.538	
Billetes representativos de oro	0	0	0	0	0	0	
Cédulas de Tesorería	0	0	0	0	0	0	
Cédulas bancarias	0	0	0	0	0	0	
Total	12.167.740	14.610.625	16,656.054	18.957.920	18.435.000	19.241.008	
Tasa de crecimiento anual	s. d.	s. d.	14,0 % (7)	13,82 %	-2,76 %	4,37 %	
Oro colombiano y extranjero	4.752.105	5.015.122 (2)	6.015.122 (2)	16.716.245 (6)	24.661.877 (6)	14.279.800 (6)	12.784.793 (6)
Plata (2)	5.555.323	5.999.474	6.239.474	6.459.485	6.509.474	7.500.000	9.544.533
Níquel (3)	1.000.000	1.000.000	1.014.242	1.193.572	1.308.088	1.800.000	1.959.408
Billetes edición antigua	4.728.156	1.294.458	254.531	217.691	215.004	212.967	212.095
Billetes representativos de oro	5.307.382	9.320.000	10.024.395	10.180.000	10.155.931	10.100.000	10.148.613

Cuadro 4.10 (continuación)
Aparente base monetaria en pesos oro (1905-1922)
(a junio de cada año)^{a/}

	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922
Cédulas de Tesorería	0	0	0	3.000.000	4.728.600	3.200.000	8.318.933 (4)
Cédulas bancarias	0	0	0	1.200.000	2.150.000 (3)	3.100.000 (5)	4.683.664 (5)
Total	21.342.966	22.629.054	23.547.764	38.966.993	49.728.974	40.192.767	47.652.039
Tasa de crecimiento anual	10,92 %	6,03 %	4,06 %	65,48 %	27,62 %	-19,18 %	18,56 %

s. d. = sin datos.

a/ Los datos de oro en circulación no necesariamente concuerdan con aquellos presentados en las memorias de Hacienda y del Tesoro puesto que estos últimos no incluyen las exportaciones e importaciones de oro amonedado. Además, es importante mencionar que, por falta de información, este cuadro no tuvo en cuenta las monedas de plata antiguas que circulaban en las fronteras.

(1) En 1911 había \$ 4.000.000 oro en monedas de oro: se estimó que entre 1911 y 1913 las importaciones netas de oro amonedado fueron \$ 1.000.000 oro. Por lo tanto, se supuso que en 1912 y 1913 las importaciones netas fueron de \$ 500.000 oro.

(2) Solo incluye datos de acuñación. Si no existe contrabando, los datos de plata y níquel no están subestimados puesto que las importaciones de estos metales estaban prohibidas desde 1912.

(3) Promedio entre 1919 y 1921.

(4) Incluye \$ 5.102.993 oro de bonos del Tesoro, los cuales eran admisibles por su valor nominal en pagos al Tesoro Nacional y en las contribuciones públicas nacionales y departamentales.

(5) Incluye bonos bancarios.

(6) En estos años, debido al contrabando, el oro amonedado en circulación debió ser muy inferior al que muestran las cifras. Por lo tanto, las tasas de crecimiento tampoco deben ser las que se presentan en el cuadro.

(7) Esta tasa de crecimiento es bienal.

Fuentes: Memoria del Tesoro, Memoria de Hacienda, informes de la Junta de Conversión y Cuadro 4.9.

Es probable que durante la guerra disminuyera la oferta monetaria nominal. Por un lado, se invirtió la flexibilidad que le otorgaban los flujos metálicos; en efecto, el superávit del comercio exterior vino acompañado de la desaparición de las monedas de oro en circulación. Por otro lado, fiel a la filosofía de la Ley 33 de 1903, se impidió que la política monetaria adoptara un papel protagónico, puesto que no se permitió aumentar la cantidad de dinero mediante nuevas emisiones. En este sentido, el Gobierno no pensó siquiera en retornar a un sistema de patrón oro como el planteado por el gobierno de Reyes.

El comportamiento de la oferta nominal de dinero entre el segundo semestre de 1914 y los primeros seis meses de 1918, condujo a permanentes quejas sobre la escasez de circulante en la ciudad de Bogotá y se argumentó la presencia de una disminución en los negocios y en la actividad económica (*Informe del gerente del Banco de Bogotá*, primer semestre de 1917: 7).

Es posible que las quejas respecto al exceso de demanda de dinero en la capital, tuvieran fundamento. En primer lugar, en el Cuadro 4.7 se ve que en

1916 el índice de precios de Pardo, construido a partir de siete alimentos en Bogotá, mostró una dejación del 15%. Además, en el segundo semestre de 1917, los bancos de la capital se vieron en la necesidad de subir las tasas de interés al 12 % anual, después de haberlas mantenido en 10 %, durante un largo período (*Informe del gerente del Banco de Bogotá, segundo semestre de 1917: 10*).

En el ámbito nacional, el fenómeno de la escasez de circulante no se puede generalizar. La primera razón para ello es que, tal como se ve en el Cuadro 4.6, la tasa de cambio real se devaluó durante 1916 y 1917, pasando de 0,479 en 1915 a 0,868 en 1917⁷². Por otra parte, en ciertas regiones el sector comercial presentó un alto grado de “dolarización”⁷³ de manera que la oferta monetaria pudo ser incrementada, gracias a que eran aceptados como medios de pago los dólares con que les pagaban a los exportadores colombianos. Por último, según estudiaremos a continuación, el transitorio período de escasez de circulante que pudo haberse vivido en Bogotá, durante la Primera Guerra Mundial, cesó a partir de 1918.

4.4.3 El aumento de la oferta monetaria mediante las “notas de oro” y los documentos de deuda pública interna

Las cifras presentadas en los cuadros 4.9 y 4.10 deben ser analizadas con mucha precaución, puesto que subestiman la cantidad de oro que salió de circulación por atesoramiento o exportación. Por ejemplo, Antonio José Uribe y Félix Salazar, calcularon que el oro en circulación en 1922 se acercaba a los \$ 2.900.000, o sea que, según estas cifras, el Cuadro 4.10 estaría sobreestimando la oferta monetaria en casi \$ 10.000.000 (Salazar, 1923: 17; Uribe, 1926: 23)⁷⁴.

Teniendo en mente la deficiencia de los datos, existe evidencia de que a partir del segundo semestre de 1918 se intentó aumentar la cantidad de dinero por medio de la acuñación e importación de monedas de oro. Según Esteban Jaramillo, esto era de vital importancia, “para llevar a cabo la regularización del sistema monetario nacional, sobre la base de un patrón metálico real y efectivo” (*Memoria del Tesoro, 1919: 66*). De esta manera, como se observa en

⁷² En el Cuadro 4.6 se puede observar que si se utiliza el índice de precios de Palacios, la tasa de cambio real se devaluó también en 1918, pasando de 0,493 en 1915 a 0,734 en 1918.

⁷³ Por ejemplo, en Barranquilla el Banco Dugand tenía el 63,2 % de sus depósitos en dólares (Meisel y Posada, 1988: 101).

⁷⁴ Dada la sobreestimación de la cantidad de dinero que se presenta en el Cuadro 4.10, es entendible que el supuesto aumento de 65,48 % en la oferta monetaria en 1919 no trajera consigo una inflación mayor a la registrada durante esos años.

el Cuadro 4.9, entre los últimos seis meses de 1918 y los primeros de 1919, la oferta monetaria creció más que todo debido a la importación de \$ 9.000.000 en monedas de oro americanas⁷⁵. A partir del segundo semestre de 1919 y hasta el primer semestre de 1920, el aumento de la cantidad de dinero se explica principalmente por la supuesta acuñación de \$ 8.667.442⁷⁶.

A pesar del rubro “oro colombiano y extranjero en circulación” que aparece en el Cuadro 4.10, todo parece indicar que, en lugar de monedas metálicas, lo que circuló fueron las llamadas “notas de oro”. En efecto, dichas notas fueron expedidas por la Casa de Moneda de Medellín en vista de su incapacidad para atender la creciente demanda por acuñación, presentada entre el segundo semestre de 1918 y los primeros seis meses de 1920. Estos papeles fueron considerados como equivalentes al oro y eran el principal medio de pago en Medellín. Sin embargo, al llegar la Misión Kemmerer en 1923, eran muy pocas las “notas de oro” que existían en circulación⁷⁷.

La oferta de dinero no creció únicamente por las “notas de oro”. Entre el segundo semestre de 1918 y el primero de 1922, en un claro distanciamiento de la Ley 33 de 1903, la política monetaria dejó de desempeñar un papel pasivo. En el Cuadro 4.10 se observa que, por concepto de la emisión de cédulas de tesorería y cédulas y bonos bancarios, la oferta monetaria, a junio de 1919, aumentó en \$ 4.200.000 con respecto a junio de 1918. Estos papeles fueron en un principio considerados recursos de deuda pública interna, pero al poco tiempo empezaron a ser recibidos como medios de pago.

El crecimiento del dinero en circulación trajo los efectos esperados. Las quejas regionales sobre escasez de circulante pasaron y para octubre de 1919, los bancos de Bogotá volvieron a bajar la tasa de interés al 10 % (*Informe del gerente del Banco de Bogotá*, segundo semestre de 1919: 8.). Igualmente, en el Cuadro 4.7, el índice construido a partir del precio de siete alimentos en Bogotá, presentó una inflación relativamente alta entre 1918 y 1920.

⁷⁵ Esta importación se realizó por medio de un convenio con los Estados Unidos (Bell, 1921: 59).

⁷⁶ Si bien esta cifra es superior, en cerca de \$3.000.000, a la producción anual de oro de Colombia en esa época, el excedente podría ser explicado por el abandono del patrón oro por parte de los Estados Unidos y Europa durante la Primera Guerra Mundial. En efecto, es importante tener en cuenta que en el conflicto bélico los exportadores colombianos estaban dejando su dinero en el exterior puesto que, en algunas regiones del país, los dólares y las libras no les eran recibidos como medio de pago. En este sentido es factible que al retornar los Estados Unidos al patrón oro, los exportadores que hubieran acumulado billetes durante el conflicto bélico los convirtieran a oro y lo trajeran al país para acuñarlo.

⁷⁷ Estas notas circularon en otras regiones del país, pero, con excepción de lo sucedido en Medellín y Manizales, desaparecieron rápidamente (Kemmerer, 1923: 10-13).

En 1921 la crisis económica mundial se sintió fuertemente en el país. En el Cuadro 4.7 se aprecia que esto se reflejó en una caída de los precios de 14,1 % y 25,7 % en Bogotá y Medellín, respectivamente. Además, en la capital se presentó una disminución de la actividad económica y retornaron las quejas sobre escasez de circulante (*Informe del gerente del Banco de Bogotá*, primer semestre de 1921: 16). Sin embargo, al igual que durante la guerra, esto era un fenómeno transitorio. En el segundo semestre de 1921, diversos bancos de Bogotá suscribieron un contrato con el Gobierno Nacional para la emisión de \$ 8.000.000 en cédulas de tesorería. A partir de entonces, tal como se verá en el siguiente capítulo, empezaría para el país un período de crecimiento económico y de preocupación por los niveles inflacionarios, que tan solo terminaría con la Gran Depresión de los años treinta.

Anexo 4.1

Cuadro A4.1
Emisiones mensuales desde la iniciación de la guerra de los Mil
Días hasta mayo de 1904^{a/}
(en miles de pesos)

Año	Mes	Monto	Año	Mes	Monto
1899	Octubre	1.593	1902	Enero	9.224
	Noviembre	2.339		Febrero	7.118
	Diciembre	2.062		Marzo	13.930
1900	Total	43.730		Abril	13.902
				Enero	6.133
				Febrero	4.912
				Marzo	7.491
				Abril	6.516
				Mayo	8.542
				Junio	4.142
1900	Total	43.730		Mayo	24.662
				Junio	20.097
			Julio	25.325	
			Agosto	25.667	
			Septiembre	31.820	
			Octubre	42.134	
			Noviembre	25.353	
			Diciembre	41.040	
1900	Total	43.730	1903	Enero	32.990
				Julio	2.250
				Agosto	2.933
				Septiembre	3.047
				Octubre	1.382
				Noviembre	7.294
				Diciembre	7.706
1900	Total	43.730		Febrero	107.579
				Marzo	-2.000
				Septiembre	2.235
				Octubre	-735
				Noviembre	-85
			Diciembre	5.210	

Cuadro A4.1 (continuación)
Emisiones mensuales desde la iniciación de la guerra de los Mil
Días hasta mayo de 1904^{a/}
(en miles de pesos)

Año	Mes	Monto	Año	Mes	Monto
1901	Enero	5.810	1904	Enero	9.805
	Febrero	5.780		Febrero	-296
	Marzo	11.949		Marzo	4.538
	Abril	7.090		Abril	-1.990
	Mayo	11.248		Mayo	104.661
	Junio	15.122			
	Julio	12.734			
	Agosto	10.932			
	Septiembre	10.874			
	Octubre	8.716			
	Noviembre	9.769			
	Diciembre	14.546			

a/ A las cifras se les quitaron los billetes incinerados; por lo tanto, los signos negativos corresponden a meses en los que las incineraciones lucran mayores que las emisiones.

Fuente: informe de la Junta de Emisión, en *Memoria del Tesoro* (1904: 69).

Anexo 4.2

Cuadro A4.2
Índice de precios (1902 = 100)

Año	(Palacios) (1)	(Palacios) (2)	(Pardo) (3)	(Pardo) (4)	Estados Unidos (5)
1896	4,6	4,6a	4,9	4,8	78,6
1897	4,6	4,6	5,4	5,1	78,9
1898	4,6	4,8	4,9	5,0	82,2
1899	5,3	6,2	4,6	5,5	88,5
1900	8,8	19,3	6,8	11,4	95,1
1901	43,9	50,9	22,8	43,2	93,8
1902	100,0	115,8	100,0	120,1	100,0
1903	203,4	95,9	237,6	192,2	101,0
1904	284,4	253,6	238,9	264,9	101,3
1905	272,9	262,1	318,3	269,3	102,0
1906	229,0	225,6	250,7	256,9	105,3
1907	174,8	198,2	201,7	232,8	110,5
1908	190,8	207,1	245,9	228,0	106,6
1909	255,7	229,1	239,3	236,2	114,8
1910	240,8	245,0	232,2	228,9	119,7
1911	238,5	256,7	224,2	223,7 ^{a/}	110,2
1912	290,8	261,4	s. d.	s. d.	117,1
1913	255,0	250,6	s. d.	s. d.	118,4
1914	206,1	239,7	s. d.	s. d.	115,8
1915	258,0	243,2	265,4	245,5 ^{a/}	117,8
1916	265,6	272,9	225,6	241,0	145,1
1917	295,0	281,8	232,0	245,5	199,3
1918	284,7	289,9 ^{a/}	278,9	290,7	222,4
1919	s. d.	s. d.	361,3	346,5	234,9
1920	s. d.	s. d.	399,3	361,1	261,8
1921	s. d.	s. d.	322,9	344,8	165,5
1922	s. d.	s. d.	312,3	317,8	164,1

a/ Promedios de dos años.

Fuentes: (1) el índice de precios se calculó con 1902 = 100 a partir de los precios de una ración típica en La Hacienda Jonas (Palacios, 1983: 205). (2) El índice de precios se calculó como un promedio móvil de tres años a partir del índice (1). (3) El índice se calculó a partir del precio de siete alimentos en Bogotá, reportados en el Anexo 4.3. Con ponderaciones iguales, tomando 1902 como base = 100. (4) El índice de precios se calculó como un promedio móvil de tres años a partir del índice (3). (5) U. S. Bureau of the Census (1975: 199-201).

Anexo 4.3

Cuadro A4.3
Precios en Bogotá
(pesos por arroba)

Artículo	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
Azúcar	6,91	35,28	146,25	207,68	202,40	322,72	240,66	148,54	220,00	(2,00)
Arroz	7,19	21,38	98,10	341,93	229,25	347,57	220,06	167,06	265,51	2,03
Carne	8,93	25,47	125,84	280,67	298,45	342,67	349,70	345,13	350,00	2,96
Maíz	1,68	4,75	12,37	56,86	51,41	94,51	44,02	25,00	71,33	0,72
Panela	2,63	10,58	46,07	120,03	187,41	136,71	80,60	60,38	64,20	1,57
Papa	1,74	3,88	21,80	45,44	57,32	96,38	53,88	58,11	68,42	0,70
Harina de trigo	5,10	13,09	52,29	141,94	174,48	259,34	271,17	209,60	196,66	2,05

Artículo	1910	1911	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1922
Azúcar	(1,90)	(1,80)	2,75	2,98	2,12	3,13	4,24	3,65	3,50	2,87
Arroz	2,06	2,52	3,15	2,25	2,40	2,63	4,20	4,83	3,16	3,33
Carne	2,80	2,80	2,59	2,07	2,88	3,25	2,54	4,64	4,06	4,00
Maíz	0,72	0,72	0,66	0,66	0,71	0,69	1,11	0,79	1,42	1,25
Panela	1,04	0,71	1,34	0,83	0,87	1,17	2,86	2,38	1,08	1,05
Papa	0,72	0,76	0,60	0,59	0,75	0,70	0,70	1,15	1,09	0,83
Harina de trigo	1,98	1,96	2,25	1,96	1,93	2,45	2,51	2,63	1,92	2,37

Fuente: Pardo (1972: 114).