1168 H
332.53
S941
c.4

# EL PAPEL MONEDA

POR

GUILLERMO SUBERCASEAUX

PROFESOR DE ECONOMÍA POLÍTICA EN LA UNIVERSIDAD DE CHILE




SANTIAGO DE CHILE
IMPRENTA CERVANTES
DELICIAS, 1167
—
1912

# INTRODUCCION

En el presente trabajo no persigo propósito alguno de política monetaria. No trato de combatir, ni tampoco de enzalzar al régimen del papel-moneda; trato únicamente de limitarme á la exposición, clasificación y estudio de los fenómenos característicos de este sistema monetario, procurando indagar sus causas y manifestar sus efectos, porque esta es, á mi juicio, la verdadera norma á que debe ceñirse un estudio científico propiamente tal. Al referirme á la acción del Estado, á la política económica, procuro abstenerme en lo posible de consejos ó recetas, y procuro también ser muy parco en las alabanzas y reproches.

Si logro mi propósito, proporcionaré en estas páginas un material de conocimientos que serán útiles no solamente al investigador de la ciencia monetaria, sino también al hombre práctico que interviene en las reformas de la política económica y busca la luz imparcial de la ciencia económico-social para mejor perseguir la satisfacción de sus ideales.

Pensé primeramente encabezar este libro con una parte dedicada al estudio de la moneda en general, de su origen histórico, de la naturaleza de su valor, de sus fenómenos, etc., pero decidí después dedicarlo exclusivamente al papel moneda, materia cuya importancia es de suyo suficiente para merecer una obra especial, y con tanta mayor razón,

cuanto que no se ha escrito (que yo conozca) ninguna dedicada exclusiva y sistemáticamente á esta materia.

La historia del papel-moneda en el Brasil, en la República Argentina, en Chile, en el Perú, en Colombia y otros países americanos, fuente preciosa de inducción y de estudio, no ha sido lo bastante conocida en el mundo científico europeo. La Patología del papel-moneda encuentra en la historia americana del Norte y del Sur, un museo bastante interesante que he tratado de aprovechar en cuanto me ha sido posible conseguir fuentes de información.

Quiero hacer también aquí una observación respecto á la Terminología que empleo sobre el papel-moneda. Llamo *bajas del cambio internacional* á las depreciaciones del papel-moneda con relación á la moneda metálica de curso internacional (antes el oro y la plata, hoy en especial el oro), y *alzas* el fenómeno inverso. Hago esta explicación para evitar confusiones, pues en algunos países se ha llamado, por la inversa *alzas* á las que aquí llamamos *bajas*. Por lo general empleo el término de *alza ó baja del premio del oro* que evita esta confusión.

Guillermo Subercaseaux,
Prof. de Economía Política de la
Universidad de Chile.

# PARTE I

## ORÍGENES DEL PAPEL MONEDA

### CAPITULO I

#### Generalidades sobre los orígenes del papel-moneda

§ 1. La moneda es en sus orígenes un producto de generación espontánea de la vida económica. Al nacer es como una de tantas mercaderías que va, poco á poco, prestigiándose en sus funciones de medio de cambio, de pago y de avaluación. En esta primera etapa en que la moneda se confunde con las demas mercaderías por aquello de ser como ellas un bien destinado al consumo ó goce, si los pueblos hubieran vivido en absoluto aislamiento, en cada uno de ellos se habría instituído en el rango monetario una mercadería especial, y á menudo distinta de la de los demás pueblos, según las circunstancias de la vida económica y social de cada uno. Así vemos de cómo en ciertas regiones frías de América del Norte, las pieles sirvieron de moneda. En otras de las organizaciones primitivas de la misma América, la moneda fué constituída por unas especies de conchuelas llamadas *wampum*, que á la vez servían como objetos de adorno, como hoy las perlas, pues se las ensartaba cuidadosamente en forma de cinturones y collares. En

algunas partes como en la colonia de Massachussets se las empleó como monedas hasta el siglo XVII (1). En la India, en Siam, en las costas del este y oeste de Africa, se emplearon también en usos monetarios unas conchuelas llamadas *cauris* (2). En el antiguo Méjico se usaron como monedas cinco clase de mercaderías (3). En los pueblos primitivos de la América del Sur se desarrollaron menos las prácticas monetarias, tal vez debido al carácter comunista de la organización del principal de sus pueblos, el del Cuzco. Cítanse, sin embargo, algunas mercaderías como la sal, la coca, etc., que servían en el comercio para usos monetarios. En pueblos de la historia antigua europea, sirvieron los animales de moneda, como que la palabra latina *pecunia* viene de *pecus*, (ganado). En Asia y Europa los metales nobles se distinguen desde muy remotos tiempos en los usos monetarios y sus privilegiadas cualidades físicas y químicas, unidas á su rareza ó dificultad de adquisición, los hacen especialmente aptos para servir de moneda.

El Estado toma, después, á la moneda por su cuenta, establece el sistema monetario y dándole el *curso legal* la convierte en una institución jurídica. Si todos los Estados del mundo se hubieran mantenido en completo aislamiento económico los unos de los otros, sin comercio internacional alguno, sin necesidades de pagos de un país al otro, cada Estado habría constituído y mantenido su sistema monetario especial é independiente del de los otros Estados así como ha sucedido con el idioma.

Dentro de la absoluta independencia económica de los pueblos los unos con los otros, el único interés que podría tener un Estado en modificar su sistema monetario de

(1) *Laughlin.*—The principles of money.

(2) *W. Ridgeway.*—The origin of metallic currency. Cambridge 1892.

(3) Una especie de cacao, unos pedacitos de tela de algodón, oro en granos, unos pedazos de cobre cortados en figura de **T** i unos trozos de estaño. (*Francisco Saverio Clavigero*, Historia antigua de Méjico, *David Kinley* Money).

acuerdo con el de los otros, sería el de perfeccionar sus instituciones; pero no existiendo relaciones comerciales entre pueblo y pueblo no existiría ya la cuestión del *cambio internacional*, ni habría, por lo tanto, necesidad de concordar el sistema monetario con el de los otros para evitar las fluctuaciones de este cambio internacional.

Pero en la realidad histórica los pueblos no han vivido en semejante aislamiento. Las necesidades del comercio no se han circunscrito á los límites del territorio de cada uno. Por el contrario, parece que el comercio entre pueblo y pueblo, entre tribu y tribu, fué anterior en su origen histórico al comercio meramente nacional (1); y en todo caso es un hecho que el comercio y las necesidades de los pagos internacionales han constituído un factor importantísimo de la vida económica de los diversos pueblos, sobre todo, en los tiempos modernos.

Pues bien, las exigencias de las relaciones de pago entre pueblo y pueblo, ó sea las exigencias del comercio y de los pagos internacionales han constituído á la vez una fuerza tendente á la adopción de una moneda de curso internacional. Debido á esta fuerza de las necesidades de los pagos internacionales ha venido el triunfo primero del oro y de la plata como sustancia monetaria preferida, y al presente el predominio especial del oro (véase § 63). Ninguna mercadería ha reunido más preciosas cualidades que los metales nobles para servir los usos monetarios y muy especial para satisfacer las necesidades de los pagos internacionales. En los tiempos primitivos, con los escasos medios de comunicación y de transporte, los metales nobles se prestaban admirablemente para ser transportados de pueblo á pueblo; y hoy al presente, el oro ha venido á constituír la verdadera moneda internacional.

Tenemos, pues, la influencia de dos órdenes de factores, ó sea de dos tendencias: una local ó nacional, según el cual el sistema monetario de cada Estado ha podido constitu-

(1) *Victor Matajá*-Handel. (Handwörterbuch von Conrad.)

irse independientemente del sistema monetario de los demás Estados, y la otra internacional, según la cual la moneda ha debido tener también curso internacional para que pueda además servir de medio de pago en el extranjero.

Sucede con la moneda algo parecido á lo que pasa con los ferrocarriles; si los trenes de un país no han de tener sino el tráfico local del territorio nacional, la trocha que se adopte para la vía puede tener cualesquier ancho; pero con tráfico internacional la igualdad de trocha en varios Estados permite la mejor circulación de los trenes evitando los trasbordos.

Atendiendo al aspecto meramente local ó nacional, la moneda que ha gozado del carácter de *curso legal* que le ha dado el Estado, aún cuando haya sido una moneda cuyo valor no provenga de las cualidades que ella tenga para satisfacer ciertas necesidades del consumo ó sea aún cuando no valga como mercadería, como ha sucedido con el papel-moneda, ha podido, en casos normales, desempeñar á satisfaccion sus funciones monetarias en el territorio nacional. Atendiendo, en cambio, al segundo aspecto ó sea al internacional, se ha impuesto la necesidad de adoptar una moneda que sirva de medio de pago en los países con los cuales se comercia, y de aquí el triunfo de los metales nobles el oro y la plata; y hoy en especial el oro.

El metal noble como sustancia monetaria ha tenido la gran cualidad de prestarse para constituír, por una parte, un sistema monetario nacional y especial de cada Estado. Así la Inglaterra tiene sus monedas acuñadas propias, con el sello del Estado, y con el carácter de curso legal, y también las tiene la Francia y la Alemania. Hasta los nombres de las monedas son distintos en cada Estado. Por otra parte, como sucede hoy en tan alto grado con el oro, el metal noble como sustancia monetaria se presta á la vez para constituír la moneda de curso internacional, merced á la libre acuñación, pues la libra esterlina inglesa, pasando el canal de la Mancha se convierte en el franco francés, y entrando en seguida á Alemania, se transforma en el marco alemán.

De esta curiosa manera se armonizan admirablemente en el metal noble la cualidad de poder constituír la moneda internacional, manteniéndose á la vez las características nacionales ó locales del sistema monetario de cada país: es internacional, sin dejar por esto de ser nacional.

Pero ha sucedido que aún después de haberse impuesto los metales nobles como el sistema monetario de un país, en ciertas ocasiones se ha adoptado, más ó menos temporalmente un sistema monetario meramente nacional de monedas cuyo valor sólo ha provenido del carácter de *curso legal* que le ha dado el Estado ó sea un sistema análogo al del papel-moneda de curso forzoso. Este papel-moneda ha podido servir para desempeñar las funciones monetarias dentro del territorio nacional, pero ha sido impotente para satisfacer las necesidades de los pagos internacionales, de aquí una gran causal de la inferioridad que ha manifestado como sistema monetario. He aquí algunos ejemplos de la antigüedad: Los griegos se sirvieron para los usos monetarios internos, en varias ocasiones, de monedas de plomo y cobre en vez de las de plata. Estas monedas no servían para los pagos al extranjero. Cuando los Klasomenos tenían que pagar á sus soldados mercenarios y no poseían la moneda de plata llamada *talento*, fabricaban *talentos* de hierro á los cuales daban el carácter de moneda en el interior del país y reservaban la moneda de plata para los pagos al extranjero; por este motivo se ha dicho que el hierro fué el papel-moneda de los griegos (1). En tiempos de los romanos los emperadores solían reemplazar las monedas de plata, con otras monedas fabricadas de cobre con un baño exterior de plata, estas monedas tenían curso legal en el Imperio (2). Se empleó también en ciertas ocasiones en algu-

---

(1) *G. Cohn*-System der Finanzwissenschaft.—*August Böckh.* Die Staatshaushaltung der Athener.—*A. del Mar.* Les systèmes monetaires.

(2) *Mommsen et Marquart.*—Manuel des antiquités romaines, Paris 1888.

nas partes de Europa en la Edad Media las monedas de cuero que representaban á las metálicas y que envolvían una promesa de futuro reembolso (1).

Estos casos se presentan como paréntesis intercalados en la historia antigua de la circulación de la moneda metálica de oro y plata, como ha sucedido en los tiempos modernos con el papel-moneda propiamente tal.

Como en aquellos tiempos no existía el billete, en forma de hoja de papel que lleva grabada ciertas inscripciones como se le ha empleado después, el que hoy llamamos *papel moneda* no podía existir; pero la moneda de hierro, ó de cobre ó de cuero, fabricada por la autoridad cuyo valor monetario era superior al valor que como materia tenía cada moneda, como en los casos que he citado, constituía en realidad un sistema análogo al del papel moneda de los tiempos modernos y contemporáneos.

El presente estudio se refiere al papel-moneda propiamente de los tiempos modernos, ó *sea al billete inconvertible y de curso forzoso* de la Europa y de América. En el origen histórico de este papel moneda propiamente tal no hay que remontarse más allá de la Edad Media porque sus fuentes originarias no arrancan de más arriba.

Los casos que se citan de la antigüedad, como ejemplos de papel-moneda no han tenido en realidad influencia en el origen de los sistemas de papel-moneda propiamente tal que se desarrollaron después en Europa y América y que han durado hasta la época presente en algunos países. Así como el empleo de billetes de banco que según se cree existió en la antigua Babilonia, nada tuvo que hacer en el origen del billete de banco que circula al presente, el cual sólo arranca desde la Edad Media, así los casos citados del papel-moneda de la antigüedad y de la China, nada han tenido que hacer con el papel moneda propiamente tal que conocemos después en Europa y América. Son instituciones que han nacido en ciertos pueblos por la influencia combinada de diversos

(1) *Lexis*, Papiergeld (Handwörterbueh v. Conrad).

factores económico-sociales, instituciones que después han desaparecido y que muchos siglos después han reaparecido nuevamente en otros pueblos, no por el recuerdo histórico ó tradicional de las pasadas instituciones, si no porque la influencia de ciertos factores económico-sociales vuelve á dar origen á la misma institución.

No busquemos, pues, el origen del papel-moneda moderno y contemporáneo en los casos históricos de sistemas monetarios más ó menos análogos de los tiempos antiguos; las fuentes originarias no vienen de más allá de la Edad Media europea.

La Edad Media no constituyó un medio favorable á la institución del papel-moneda. En cambio en ella se generó el empleo del billete bancario que es la forma en que se introduce el uso del billete en la circulación monetaria, y constituye, por tanto, un primer paso dado hacia el papel-moneda inconvertible que viene después.

En esta primera parte de mi trabajo, estudio los orígenes del papel-moneda ó sea los diversos factores que lo han producido. Trato de exponer las causales históricas que explican la institución de este régimen monetario nacional y local que se ha intercalado como una especie de paréntesis en el régimen de la moneda metálica que, merced á las necesidades de los pagos internacionales, ha sido el dominante en el mundo civilizado.

Las causales que han dado nacimiento al papel-moneda han sido varias; su institución ha sido el producto de diversos factores que han actuado los unos en ciertos casos y los otros en otros, y por lo regular en combinación los unos con los otros. Tratándose de la discusión habida al respecto de si la institución de la moneda metálica acuñada se debe al Estado, ó á los Sacerdotes de la antigüedad ó á la iniciativa privada de los comerciantes, dice el Doctor Friedensburg como conclusión de su estudio sobre los orígenes de la moneda metálica acuñada que "el descubrimiento de la moneda acuñada tal cual el se ha verificado en los diversos pueblos, ha sido un producto de diversos factores, y, según

todas las probabilidades, no se ha producido igualmente en todas partes sino que aquí en tal forma y allá en tal otra forma, sirviendo á las necesidades y propósitos que se han perseguido." (1) Refiriéndome yo al papel-moneda puedo también observar que no ha sido una la causal histórica general para todos los casos del papel-moneda, sino que ellos han sido también el producto de diversos factores. La costumbre de emplear el papel en usos monetarios introducida por el billete de banco, el "Señoriaje" ó derecho de acuñar la moneda por el Estado, la autoridad de este para dar curso legal á una moneda dentro del territorio nacional, los apuros financieros de los Gobiernos ó de las instituciones bancarias, la falta de otro medio mejor de circulación monetaria, el ejemplo de otros países etc., etc. han sido factores de influencia en el origen del papel moneda.

Estos diferentes factores se han entrecruzado ó combinado los unos con los otros en su influencia, en unos casos en cierta forma y en los otros en otra; á veces han actuado unos, á veces otros y á menudo una combinación de casi todos ellos.

Como método espositivo trataré de estos factores, considerándolos en sus tipos principales por separado y esta constituirá la materia de la primera parte de este trabajo.

---

(1) *Die Münze in der Kulturgeschichte.*—Berlin 1909.

## CAPÍTULO II

### El papel-moneda como derivado del billete de banco

§ 2. *El billete de banco es la forma en que se introduce el papel á la circulación monetaria.*—El billete, consistente en una hoja que lleva escrita un valor monetario, parece haber sido empleado desde muy antiguos tiempos, en ciertos puntos que recuerda la historia. Dícese que en Babilonia, seis siglos antes de J. C. los bancos emplearon billetes que representaban la moneda metálica en uso (1). En China parece que existió un verdadero régimen de papel-moneda desde el siglo IX hasta el siglo XV después de J. C. Pero es un hecho que el empleo monetario del billete de papel moderno, no ha tenido relación en sus orígenes con aquellos casos de la antigüedad. La introducción del billete de papel en las funciones monetarias se verifica con el billete de banco de la Edad-Media. "El verdadero origen del billete de banco moderno, hay que buscarlo en los bancos de depósito que se establecieron desde el siglo XII y XV en Italia y otros países. En aquellos tiempos existía una gran diversidad de clases de moneda, como consecuencia de la multiplicación de la soberanía territorial y del otorgamiento del derecho de fabricación de la moneda á una multitud de autoridades. Las alteraciones y falsificaciones de las monedas producían grandes y perjudiciales variaciones de la cantidad de metal fino que contenían; y el cercenamiento intencional del metal ó bien la pérdida de él por el uso hacían que á menudo las monedas valieran menos que su valor nominal. Cuando un comerciante recibía monedas se veía obligado á pesarlas y ensayar su ley de fino, con lo cual se daba gran trabajo y perdía mucho tiempo. Se introdujo entonces la costumbre de depositar el dinero en un banco, el

(1) *E. Revillou.*—Les obligations en droit Egyptien comparé aux antres droits de l' antiqueté. París, 1886.

cual lo examinaba suficientemente y daba al depositante un certificado (ó papel escrito), en el cual el banquero prometía entregar al depositante ó á su apoderado, y después también al portador de él (*a chi portera il presente*), la cantidad de monedas depositada. De aquí vino el billete de banco." (*A. Weber. Die Geldqualität der Banknote*).

Este billete de banco convertible á la vista y al portador significaba la introducción del papel en las funciones monetarias que hasta entonces se reservaban en Europa tan exclusivamente á las monedas metálicas.

La adopción del billete de banco, si bien en la realidad económica significaba participar con el papel las funciones monetarias de los metales, en cambio, por su carácter de subrogado de crédito de las monedas metálicas en las cuales debía ser convertido, significaba no abandonar la base metálica que continuaba siendo la substancia monetaria en las civilizaciones europeas.

En todo caso, aun cuando el billete de banco entraba bajo la forma de un mero pagaré ó subrogado de crédito de la moneda metálica, significaba la introducción de la costumbre del billete en las funciones monetarias, y con esto preparaba el camino que condujo después al papel moneda. Era este como un primer escalón para llegar después á la circulación monetaria constituída exclusivamente de billetes inconvertibles. Por una parte acostumbraba al público al uso monetario del billete lo que era un paso de mucha importancia para la posterior implantación del papel-moneda. Una civilización que jamás hubiera conocido el empleo monetario del billete y que atribuía el supremo valor y rango monetario á una sustancia especial como han sido los metales nobles, habría constituído un medio mucho menos apropiado para la circulación del billete inconvertible (1).

---

(1) «Nicht wenig trugen die Banknoten dazubei, die Bevökerung an papierene Umlaufsmittel zu gowöhnen und dadurch dem Staatspapiergelde den Boden vorzubereiten.» (*Lexis*).

Por otra parte, el funcionamiento del billete de banco en los usos monetarios venía á manifestar la posibilidad de la existencia de un sistema monetario consistente únicamente en billetes inconvertibles. Sin haberse conocido el empleo del billete de banco, (el cual, á pesar de no ser en su aspecto jurídico más que una mera promesa de pago ó sea un sobrogado de la moneda metálica como lo es el cheque, servía en el hecho económico funciones monetarias), no se habría tal vez ideado después en muchos Estados, como expediente financiero la emisión de billetes en forma de pagarées á plazo ó sea de billetes inconvertibles á la vista, y sirviendo á la vez las funciones monetarias como es el papel-moneda.

En este sentido, y refiriéndonos á la civilización moderna europea, podemos decir que el billete de banco ha sido un primer paso para la circulación del papel-moneda.

§ 3. *El billete de banco se transforma en papel-moneda á consecuencia de situaciones críticas de los bancos emisores.*—Allí donde se ha desarrollado el crédito, y en especial el crédito bancario, han solido producirse situaciones críticas, acompañadas por lo regular de pánico ó por lo menos de desconfianza, que se traducen en cobro de deudas, en retiro de los depósitos bancarios y en canje de los billetes por metálico. Ha solido acontecer en estas situaciones que se presenta el dilema: ó caen las instituciones bancarias en bancarrota ó se autoriza la circulación de billetes inconvertibles.

Casi todos los casos de un papel-moneda nacido en forma de billetes de banco declarados inconvertibles y de curso forzoso en un momento dado, se han producido en circunstancias en que las instituciones bancarias emisoras no han podido atender con las monedas metálicas que han tenido en caja el canje de los billetes que se le presentaban. Ha sucedido á veces que en el país había cierto *stock* monetario metálico importante en poder de los particulares, pero que á consecuencia de la acentuación de la desconfianza se hacía insostenible la situación bancaria.

La declaración de inconversión y curso forzoso del billete bancario en estas circunstancias, no solamente libraba al banco de la *obligación* de convertir en metálico sus billetes, sino que también calmaba al depositante y evitaba la corrida. En momentos de desconfianza, especialmente con ocasión de una guerra, los depositantes, temerosos de la solvencia de las instituciones bancarias ó por el temor al papel-moneda han solido apresurarse á retirar sus depósitos produciendo una situación bien difícil á los bancos. Con la declaración del curso legal dado al billete inconvertible, desaparece, por lo regular, esta complicación de la vida bancaria.

El público que ha estado acostumbrado al uso monetario del billete, cuando ha prestado cierto grado de crédito á la institución emisora, ha continuado casi siempre usando sin inconveniente al billete inconvertible, al cual se le daba el carácter de una promesa de pago en moneda metálica, no ya á *la vista* como en el caso del billete convertible sino *á plazo* corto, largo ó indefinido.

El calificativo de *inconvertible* con que se distinguen los billetes del papel-moneda de los billetes de banco, manifiesta la característica en la evolución del billete de banco al papel-moneda. Muchos han sido los casos, en los cuales el papel-moneda no ha sido más que el billete de banco, que por circunstancias críticas especiales, pierde su cualidad de ser *convertible á la vista* y se le deja en circulación bajo la promesa de ser *convertible á plazo*; Y por el momento queda *inconvertible.*

§ 4. *En la mayor parte de estos casos los préstamos que los bancos han hecho al Gobierno han contribuído poderosamente á hacer insostenible la situación de ellos y á facilitar el camino del billete inconvertible.*—En efecto, es bien raro encontrar en la historia del papel-moneda un caso como el de Chile en 1898 en el cual la crisis ó amenaza de bancarrota bancaria que da origen al papel-moneda no haya tenido como uno de sus factores principales á los préstamos que los bancos han hecho á los Gobiernos.

En las situaciones críticas de las finanzas de un Estado, cuando los recursos de los empréstitos públicos se dificultan y hasta se imposibilitan, el Gobierno ha recurrido á los bancos en demanda de dinero, contratando empréstitos por gruesas sumas.

Estos préstamos inmovilizan los fondos bancarios produciendo así una situación crítica para el Banco. Este factor ha sido tanto mas influyente en la crisis bancaria cuanto mayores han sido las sumas qus se han inmovilizado en manos del Gobierno.

Agréguese á esto, lo que también ha sucedido en varias ocasiones, que el Gobierno falto de dinero y en previsión de que el oro de las cajas bancarias desaparezca con la corrida de que son víctimas los bancos, se ha apoderado del oro para atender á sus pagos al extranjero y deja al billete inconvertible como medio circulante legal. Todas estas relaciones entre el Gobierno y los bancos se han facilitado mucho en los países donde hay un Banco del Estado ó privilegiado.

§ 5. *Francia.*—La primera vez que se establece en gran escala el papel-moneda fué en Francia, con el famoso sistema Law. Se trató primeramente de la circulación de los billetes de un Banco privilegiado creado en 1716, billetes que como los usados hasta entonces en Inglaterra, Escocia, etc., eran convertibles á la vista y al portador por moneda metálica. En alas del crédito que inspiraba el Banco y las empresas á él ligadas y con todo el apoyo prestado por el Gobierno, la emisión de billetes hecha en buena parte con fines meramente financieros, adquirió un gran desarrollo. Dado el prestigio con que Law rodeaba estas empresas y la confianza que ellas inspiraban, no era de estrañar que se realizara entonces una circulación fácil de estos billetes, que, como hemos dicho, eran convertibles.

A fines de 1719, después de un período de inflación y especulación ocasionado especialmente por las operaciones de las empresas ligadas al banco emisor, la crísis se precipita en forma alarmante; la confianza en el banquero y sus

empresas se pierde; comienzan á aumentar las demandas de canje de los billetes por moneda metálica, y en 1720 se declara el curso forzoso de dichos billetes. Antes de un año los billetes declarados inconvertibles habían caído en la más completa desvalorización (1).

Como vemos, se trata aquí de un caso de fracaso de un sistema del papel moneda, que se presenta como descendiente inmediato y directo del billete de Banco.

En 1848, estalló la revolución en momentos en que la situación económica no era favorable: desde 1846 se dejaba sentir un estado de crísis. La complicación de los sucesos políticos agravó la situación. Los depositantes se agolpan sobre el banco exigiendo el pago de depósitos y canje de billetes. El banco pidió al Gobierno que se le eximiese de la obligación de convertir sus billetes por moneda metálica lo que obtuvo por decreto de 15 de marzo de 1848, estableciéndose así el papel-moneda inconvertible. Se produjo súbitamente una prima del oro que llega hasta 70%, y en Agosto del mismo año, 1848, baja esta prima á 8%. En 1850 se restablece la conversión (2).

La inconversión de 1870 de los billetes del Banco de Francia, tuvo por causa la guerra con la Prusia, "ce n'était pas dans le dessein d'emprunter à la Banque que l'on avait recouru à cette mesure, c'etait pour la préserver de l'influence des paniques qui auraient pu se produire et faire à son encaisse des brèches trop considerables". (P. Leroy Beaulieu). Después, en el curso de la guerra, el Gobierno recurrió al Banco el que le facilitó fuertes sumas á préstamos.

El premio máximo de la moneda metálica se produce en 1871 y alcanza por breves días á 2½%, no siendo por lo regular superior á 1½%. La circulación á la par y la conversión se restablece por sí sola, después de la guerra.

§ 6. *Inglaterra.*—En Febrero del año 1797 el Banco de

(1) *Courcelle Seneuil.* Law. (Nouveau Dictionnaire).
*Lexis.* Papiergeld. (Handwörterbuch).
(2) *Aug. Arnauné.* La monnáie, le credit, etc. Paris 1912.

Inglaterra suspendió sus pagos. El país se encontraba empeñado en la guerra contra Francia, la cual costaba al Gobierno injentes sumas que era necesario remesar al continente, y que se sacaban en gran parte de las cajas del Banco. Se había corrido la noticia de una invasión francesa en Inglaterra y esto causó una alarma que se tradujo por una gran demanda de moneda metálica.

"Todas las clases sociales fueron víctimas del pánico: comerciantes, artesanos y especialmente las mujeres y los agricultores, todos exigían guineas con el objeto principal de ocultarlas" (1). Desencadenada esta tempestad la situación se hizo sumamente crítica para el Banco de Inglaterra y demás instituciones bancarias; la reserva metálica disminuyó muy rápidamente y la exigencia de conversión de los billetes aumentaba cada día más. (En un mes disminuyó la emisión de billetes del sólo Banco de Inglaterra de £ 10.550,830 á £ 8.640,000). Cuando la situación se hace insostenible, el Banco acude al Gobierno, cuyo Ministro era Pitt, en demanda de auxilio. El Gobierno resolvió entonces prohibir al Banco que entregara su oro al público mientras el Congreso resolviera la cuestión. El día 27 de Febrero suspendió el Banco sus pagos y á la vez hacía saber al público que no debía dudarse un solo momento de la buena situación de solvencia de sus negocios. El mismo día, tuvo lugar una reunión de hombres de negocios de primera importancia y de banqueros, en la cual se tomó la resolución de aceptar en pago de toda deuda al billete del Banco de Inglaterra, lo que fué un acontecimiento muy importante para facilitar el curso del billete inconvertible.

Después de larga discusión en el Parlamento, el 3 de Marzo pasó la ley llamada generalmente *Bank Restriction Act* que prohibía al Banco continuar sus pagos en metálico reservando este fondo para el ejército y la armada. Esta ley no daba al billete del Banco de Inglaterra el carácter de *cur-*

(1) *Andréadès.* History of the Bank of England, translated. London 1909.

*so legal* ó *forzoso (legal tender)* propiamente tal, pues no obligaba al acreedor á recibirlo en pago, sino que autorizaba las transacciones hechas con el billete inconvertible; daba solamente al billete poder liberatorio para los pagos de contribuciones y todos los demás pagos hechos en oficinas públicas. La inconversión se decretaba hasta el 24 de Junio siguiente ó sea por el plazo de poco más de tres meses.

Es pues este, como tantos otros, un caso típico de un papel-moneda descendiente directo del billete de Banco, á consecuencia de una crítica situación del Banco emisor, ocasionada esta situación por un pánico de la guerra y por los excesivos préstamos del Banco al Gobierno.

A pesar de no haberse decretado el curso legal *(legal tender)* el billete de Banco fué recibido con confianza y circuló en sus funciones monetarias. Sólo en 1811 se le dió por la ley el carácter de curso legal á consecuencia de un litigio promovido por repudiación del billete en un pago.

El plazo para el restablecimiento de la conversión del billete por metálico fué prorrogándose y el papel-moneda continuó como régimen monetario hasta 1821.

§ 7. *Italia.* —Los primeros años del reino de Italia fueron difíciles bajo el punto de vista financiero; y estas dificultades llegaron á un estremo cuando en 1866 el nuevo reino italiano se preparaba para entrar en guerra con el Austria. Agotados los demás recursos, el Gobierno decidió recurrir al crédito de los bancos de emisión. En aquella época el derecho de emitir billetes pertenecía á tres bancos: el Banco Nacional de Italia (antiguo Banco Nacional de los Estados Sardos), el Banco Nacional de Toscana, y el Banco Toscano de crédito. Estos tres bancos tenían en circulación en 1866, 142 millones en billetes, debiendo tener por lo menos una garantía metálica de un tercio de la emisión. Otros dos Bancos del Sur, el Banco de Nápoles y el de Sicilia, hacían circular de "sortes de cheques, dits *fedi di credito*, dont le montant était variable a volonté, que l'on remettait aux dé posants en échange du numéraire, et qui, acceptés en

paiement par les caises de l' Etat, remplacaient la monnaie. Les banques avaient alors l'une 84, l'autre 24 millones de *fedi* en circulation". (1)

El 1.° de marzo de 1866 se decretó el curso forzoso de los billetes del Banco Nacional de Italia en todo el reino y de los billetes de los otros bancos en sus respectivas provincias. Se les autorizaba también á los demás bancos para hacer figurar en sus cajas á los billetes del Banco Nacional de Italia. En compensación, el Banco avanzaba al gobierno la suma de 250 millones de liras al 1½ % de interés.

Estas medidas provocaron pánico y el premio de la moneda metálica subió rápidamente hasta más de 20%. La corta duración de la guerra, y las ventajas que de ella obtenía Italia hicieron disminuír la depreciación del billete inconvertible.

Como se vé el orígen del papel moneda en Italia estaba muy ligado al factor financiero. El Banco y su circulación de biletes servía de medio para procurar recursos al Gobierno en aquella difícil situación.

En 1881 se acordó por ley la abolición de curso forzoso y en 1883, en virtud del decreto de 1.° de marzo se inició la conversión del billete.

Poco dura el régimen de la conversión del billete. Desde 1884 se acentúa un movimiento de exportación de oro. Más adelante (§ 66.) doy un cuadro que manifiesta la marcha de las emisiones de billetes y del stock metálico desde 1883 hasta 1891, año en el cual el premio del oro pasa ya de 2%, y el Gobierno se encuentra en el caso de tener que volver al régimen de la inconversión, exonerando á los bancos de la obligación de convertir sus billetes y dejando también como inconvertibles los billetes del Estado que también circulaban. La mala situación financiera complicó gravemente el problema y contribuyó á producir la crísis. Al producirse estos acontecimientos que debían provocar la crísis que da-

(1) *E. Focher.*–La circulation fiduciaire et les crises du change en Italie et en Espagne.

ba orígen á la vuelta del curso forzoso, el público y en especial los extranjeros que tenían relaciones de negocios en Italia comienzan á perder la confianza en la situación monetaria, y esta desconfianza complica la situación y precipita la vuelta al curso forzoso (1).

§ 8. *Portugal.*—En 1846 se decreta el curso forzoso de los billetes del Banco de Lisboa en el Portugal. Según se deja constancia en la solicitud del Banco pidiendo el decreto de curso forzoso, el Banco se encontró en esa fecha en una situación muy difícil á consecuencia de las exigencias de pago de sus billetes. La emisión de billetes había aumentado gradualmente hasta llegar á 7,301 (contos de reis) en 1845; en 1846 se canjearon 3,461 contos de reis quedando por consiguiente la circulación efectiva de billetes reducida á casi la mitad. Se presentaba, como en tantos otros casos, el eterno dilema de la ruina del banco con todas sus consecuencias ó la autorización del papel-moneda de curso forzoso.

"A causa principal da crise de 1846 proven da liberdade bancaria, que se traduzido, n'um sistema de phantasmagorias, n'uma excesiva applicação de capitaes moveis ao commercio bancario, on agiotagem, da qual resulta de um lado o delirio do jogo, do outro a errada applicacão dos depositos e atè a criminosa delapidação dos valores." (J. P. d'Oliveira Martins).

Pero en este caso del Portugal, como en otros también, vemos que el Banco cuya crítica situación impulsaba á la declaración del curso forzoso, había prestado importantes sumas al Gobierno, y que esto contribuía á las dificultades de la situación. El Banco al solicitar el curso forzoso de sus billetes por las dificultades en que se encontraba, dejaba constancia de tener "creditos sobre o thesouro em somma superior á da emissão" (2) Se ve pues que en este caso ac-

---

(1) *Pantaleoni.–M. Fanno.* La Moneta. Roma. 1908.

(2) *A Circulaçao fiduciaria*—J. P. d'Oliveira Martins. Lisboa. 1899.

tuaba también como causante del papel-moneda la causal financiera de las necesidades del Gobierno.

§ 9. *Brasil.*—En el Brasil, todavía en la época colonial, al iniciarse el siglo XIX se creó el *Banco do Brasil*, institución que tenía entre otras operaciones, la de emisión de billetes convertibles á la vista y al portador por la moneda metálica existente de oro y plata.

"La creación de un banco de depósitos y de emisión debía ser útil al Brasil en los momentos en que la apertura de sus puertas tornaba los negocios más numerosos y más activos, y en que los productos de la agricultura venían á proporcionar cargamento á los navíos de todas las banderas que comenzaban á entrar á los puertos."

"Había necesidad de una cantidad más fuerte de monedas y por esto los billetes del nuevo banco tuvieron fácil entrada é hicieron su camino en la circulación, viniendo á llenar un vacío en el comercio del país, y circulando á la par de las monedas de plata. Y lo que es importante de notar es que el banco llegó á incrementar su circulación de billetes en un valor diez veces mayor que su capital sin que este hecho provocase reclamaciones del público" (1).

El derecho de emisión del banco no tenía límites: según los términos de la ley, la emisión de billetes se haría "con las precauciones necesarias á fin de que jamás sus letras y billetes quedaran sin pagarse á su presentación, siendo el billete de corte menor de 30 pesos."

El Banco del Brasil no solo tenía por objeto dar facilidades al comercio é industria, sino también, y principalmente procurar fondos al Gobierno (2). "Durante os ultimos annos da residencia da côrte portugueza no Brazil fes este estabelecimento consideraveis avanços ao Governo portuguez, que notavelmente o embaraçaram na marcha de suas operaçaos, ao ponto de fazer-se precisa à suspensão do paga-

(1) *Sousa Franco.*—Os Bancos do Brazil. Rio de Janeiro. 1848.

(2) *Amaro Cavalcanti.*—O meis circulante nacional. Río de Janeiro. 1893.

mento de suas notas, a qual começon a ter effeito no anno de 1821" (1).

El *Banco do Brazil*, á consecuencia de los excesos de emisión que exigían los gastos del Gobierno, del mal manejo de sus fondos y de la situación crítica interna del país, (2) llegó á encontrarse en situación bien difícil. Comenzaron las exigencias de canje de billetes contra metálico y "el 28 de Julio de 1821 el reembolso en especie estaba prácticamente suspendido y sustituído por la proporción siguiente: 75 por ciento se pagaba en billetes de corte pequeño, 15 por ciento en moneda de plata y 10 por ciento en vellon" (3).

Así se estableció el régimen del papel-moneda del Brasil, como por una *derivación del billete del Banco privilegiado del Brasil*, y habiendo influído grandemente como causal de la mala situación del Banco, los préstamos cuantiosos que se hacía hacer el Gobierno para sus gastos. En el monto de las emisiones la causal financiera influía principalmente.

Como el territorio del Brasil era muy extenso, y no existían en aquella época los medios de comunicación y de transportes modernos, la circulación monetaria estaba muy lejos de ser uniforme. El billete circulaba principalmente en Río de Janeiro, en otras regiones circulaba la moneda de vellón y en ciertas otras partes aun se mantenía la plata y el oro en circulación.

La circulación de la moneda de cobre se extendió tanto, cuando fué desapareciendo la plata y el oro, que en 1829 era la moneda de cobre la preferida, pues el billete era recibido en general con desconfianza. En 1829 se llegaba á pagar una fuerte prima en favor de la moneda de cobre. "Cuando el éxodo de los metales preciosos terminó, los habitantes del interior, animados de una invencible desconfianza por

---

(1) *Sousa Franco.*—Idem.

(2) El Brasil había sido convertido en Reino, unido al del Portugal, en 1815.

(3) *J. P. Calogeras.*—La politique monetaire du Brésil. Río de Janeiro. 1910.

el papel-moneda, atesoraban las monedas de cobre cuyo valor intrínseco estimaban igual al valor nominal inscrito en las piezas monetarias" (Calogeras).

El gobierno aprovechaba de esta situación con la fabricación de moneda de cobre. Había además emisiones clandestinas y falsificaciones de contrabando de la moneda de cobre.

En materia de sistema monetario nominal metálico, el Brasil ha tendido siempre al oro.—Primitivamente el cambio *á la par* en oro correspondía á 67½ peniques. En 1833, en pleno régimen de papel-moneda mezclado con la moneda de cobre, y estando el cambio á 33 y medio peniques, se modificó el tipo par fijándolo en 43 2|10 de peniques. (Ley de 8 de Octubre de 1833). Desde 1835 se extiende por el país la circulación del billete, uniformándose así el sistema monetario. Posteriormente, en 1847 se fijó en 27 peniques el tipo par de la moneda de oro.

En las estadísticas de la parte segunda de este volumen puede verse el curso del cambio y el monto de las emisiones, de este régimen de papel-moneda inconvertible que ha terminado con la Caja de Conversión que veremos al final.

§ 10. *República Argentina.*—En 1822 se creó el Banco llamado de Descuentos que tuvo la facultad de emitir billetes canjeables por la moneda metálica que entonces circulaba. En 1826, al tratarse de la liquidación del Banco de Descuentos y de la creación en su lugar del Banco Nacional, que nacía sobre la frájil base de un banco cuyo estado de negocios era malo, sobreviene una de esas situaciones apremiantemente críticas en que se hacía imposible continuar el canje de billetes.

"El crédito de este Banco, decía el diputado doctor Agüero, no puede durar mucho; á caso no pueda durar muchos días. La escasez de numerario que, tiempo hace, se siente en el país haría muy embarazosa la expedición de sus operaciones. Con motivo de la guerra, va haciéndose y cada día se hará la moneda más escasa, y aunque en realidad no fuese así, los hombres en circunstancias como las presentes

aprecian más las onzas de oro y la plata que las cédulas del Banco" (1). Agregaba en su discurso el diputado señor Agüero, que era necesario prevenir la catástrofe y proponía una resolución por la cual el Congreso declarase garantidos por la Nación los billetes del Banco. Y debería tomarse una resolución en la misma noche en que se discutía el asunto en el Congreso, porque de otro modo caería el Banco al abrir nuevamente sus puertas. Sin duda que después de promovida esta cuestión en el parlamento, el crédito del Banco se hacía aún más insostenible de lo que estaba. El Ministro de Hacienda reconoce en la misma sesión del Congreso la gravedad de la situación; y con todo apuro se despacha la autorización legislativa de 8 de Enero de 1826, que declaraba "garantidos por el Congreso general los billetes del Banco de Descuentos de la Provincia de Buenos Aires", que quedaban en calidad de inconvertibles. Se estableció en seguida el Banco Nacional creado sobre la base del de Descuentos que de tan crítica manera había terminado y aunque se pensó hacer que sus billetes fueran convertibles en moneda metálica, "desde que el Banco Nacional no era sino la continuación del de Descuentos de Buenos Aires, desde que su capital no se aumentaba sino con nuevos créditos en la misma condición, no era posible que cesase inmediatamente, por aquella simple transformación, la crísis que dió mérito al decreto de inconversión". Siguieron, pues, los billetes del Banco Nacional en calidad de inconvertibles (A. de Vedia).

Así se inició el curso forzoso en la República Argentina que continuó hasta 1867, época en que se fundó la llamada *Oficina de Cambio* que veremos en la parte III (§ 88).

En 1876 se inicia el segundo período del papel-moneda argentino en medio de otra crisis que comprometió la situación del Banco oficial de entonces, llamado Banco de la Provincia. Se declara la inconversión y curso forzoso de los billetes del Banco y dura esta inconversión hasta 1883.

(1) *A. de Vedia*, El Banco Nacional, cap. XVII.

En 1885 se vuelve por la tercera y última vez al papel inconvertible en la República Argentina en medio de una situación crítica, producida á raíz de uno de esos grandes períodos de especulación y de abuso del crédito, tanto de parte del Gobierno, lo que había comprometido el orden financiero, cuanto de parte de los particulares. "Gobierno y particulares olvidando las indicaciones de la más trivial previsión, entregáronse de lleno al progreso que se nos ofrecía, dice Terry, pretendiendo en su loco desvarío ó *delirio de grandeza* conquistar en un día lo que es obra de años y de siglos". El Banco Nacional que era "un Banco semi del Estado en la ley pero exclusivamente del Estado en el hecho" (1) como también el de la Provincia habían sido víctimas de una corrida. Después de haber el Banco Nacional pagado fuertes sumas se encontró en el dilema de siempre: cerrar sus puertas declarándose en quiebra ú obtener el derecho de pagar con billetes inconvertibles. El Gobierno declaró la inconversión de los billetes de Banco y así se inicia esta tercera y última vuelta al papel-moneda inconvertible que ha terminado hace poco con la Caja de Conversión de que hablaremos en la parte final (2).

§ 11. *Perú.*—La ley de Bancos vigente a la sazón autorizaba á todos los bancos la emisión de billetes con la condición de conservar en moneda metálica la tercera parte de la emisión; y después se exigió también garantizar el saldo

---

(1) *Terry*, La crisis (1885-1892) Buenos Aires, 1893.

(2) La circulación de billetes declarados inconvertibles era á principios de 1885 la siguiente:

| | | |
|---|---|---|
| Banco Nacional..... | 28.000,000 | pesos |
| » Provincia de B. A..... | 27.436,000 | » |
| » Provincial de Santa Fé... | 2.200,000 | » |
| » Muñoz Rodríguez. ..... | 400,000 | » |
| » Provincial de Córdoba.... | 800,000 | » |
| » » » Salta..... | 125,000 | » |
| | 58.961,000 | pesos |

de la emisión con bonos del Tesoro. La moneda metálica que circulaba era la de plata (el *sol* de plata de 25 gramos y 9/10 de fino). En 1875 el monto de los billetes en circulación era aproximadamente de 10.000,000 de *soles* ó pesos peruanos, y la circulación se había hecho hasta entonces con regularidad canjeando los bancos sus billetes á la presentación.

"En dicho año (1875) la cuantiosa renta fiscal proveniente de la venta del guano era absorbida del todo por el pago de los intereses de la fuerte deuda externa contraída pocos años antes en Europa para la construcción de ferrocarriles. La consecuencia fué que sobrevino una grave crisis financiera y monetaria que afligió bastante al país causando pérdidas de consideración. Privado el Tesoro de su renta principal, con la que atendía, por lo menos el 75 por ciento de las obligaciones fiscales, y á su vez se proveía el comercio de los giros (letras de cambio) que proporcionaba la exportación del guano, que constituía el principal valor de retorno del cual se valía el comercio extranjero para pagar sus mercaderías que importaba, apeló al recurso obligado de hacer sus remesas en dinero efectivo. Las casas importadoras ya no giraban cheques contra los bancos en pago del importe de las letras de cambio sobre Londres, que compraban á los consignatarios de grano, cuando no directamente al Fisco; sino que lo hacían las más veces con el objeto de retirar de los bancos su importe en moneda sonante (soles de plata) para en seguida encajonarlos y remitirlos á Europa".

"De esta manera se estrajo paulatina pero constantemente de la reserva de los bancos y de la circulación activa, la moneda metálica. Los principales bancos de emisión, viéndose en la imposibilidad de cumplir con la obligación de canjear á la vista sus billetes por moneda metálica acudieron al Gobierno en solicitud de una moratoria (31 de agosto de 1875) (1)."

---

*Alejandro Garland.* La Moneda en el Perú. Lima. 1908.

El monto de la emisión bancaria en aquella fecha era de $ 7.756,308 y la caja metálica estaba reducida a 1.733,378 pesos.

"Como el Estado era deudor de los bancos mas ó menos por igual cantidad de la que ellos adeudaban al público, viéndose imposibilitados de solventar su deuda, estimó conveniente otorgarles la moratoria que solicitaban". Se autorizó temporalmente á los bancos emisores para suspender la conversión de sus billetes por 4 meses.

En el dilema de siempre, puesto el Gobierno entre la quiebra bancaria con todas sus complicaciones y la inconversión del billete optó por ésta.

El plazo de los 4 meses resultó una ilusión y el papel-moneda del Perú continuó hasta el desastre que sobrevino en su valor después de la guerra del Pacífico, del cual hablaré en la última parte de este trabajo.

Este origen del papel-moneda peruano tiene su cierta analogía con el de Chile en 1878 de que hablo en seguida.

§ 12. *Chile.*—La primera circulación del billete inconvertible en Chile tuvo lugar en el año 1865, durante la guerra con España. Se facultó al Banco de Chile para no convertir sus billetes. Pasada la guerra la conversión continuó como antes sin dificultad alguna.

El régimen monetario de Chile era el bimetalismo. La unidad monetaria el *peso* oro de 1,525 gramos y el *peso* plata de 25 gramos y 9/10 de ley de fino. Esto correspondía á una relación de valor entre ambos metales de 1/16.

En 1878, á consecuencia de la baja del valor de la plata el oro había emigrado y solo quedaba la moneda de plata en circulación.

En materia de emisión bancaria, en Chile como en el Perú, no había un banco privilegiado sino que una ley general de bancos de emisión á la cual podía acogerse cualquier banco. En la República Argentina y en el Brasil predominó, en cambio, el sistema del Banco privilegiado. Según la ley de bancos de Chile, ley sumamente liberal inspirada por Courcelle Seneuil, entonces profesor de nuestra Universidad

y consultor del Ministerio de Hacienda, el derecho de emisión lo tenía todo banco establecido conforme á la ley, sin más restricción que la de tener como límite máximum para el monto de la emisión el 150 por ciento del capital pagado de cada Banco.

En 1878 una crísis muy aguda venía á comprometer la situación económica. El interés del dinero había subido mucho, los valores de las propiedades y los valores mobiliarios habían bajado en gran escala (1). La situación financiera del Gobierno, como la del Perú en 1875, era mala; y en la falta de recursos fiscales el Gobierno se veía obligado á recurrir también á los bancos.

El cuadro siguiente es el balance de los bancos en 1877 y 1878:

| Fecha del balance total de los Bancos | CAPITAL EFECTIVO | | | ADEUDADO AL PÚBLICO | | | CAJA |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pagado | Fondo de reserva | Total | Depósitos | Billetes en circulacion | Total | Metálico y especies metálic. |
| 31 de diebr. de 1877... | 19.133,183 | 1.500,809 | 20.633,995 | 41.200,725 | 8.153,700 | 50.986,980 | 4.639,302 |
| 30 de junio de 1878 . | 19.453,246 | 1.453,246 | 20.610,834 | 37.173,546 | 8.349,089 | 46.784,153 | 3.449,121 |

En medio de esta crítica situación, el Gobierno solicitó de los Banco un empréstito y se contrató uno por $ 2.525.000. En compensación, los bancos obtuvieron el privilegio de admisión de sus billetes en arcas fiscales, hasta por una suma

(1) Los bonos de la Caja de Crédito Hipotecario, principal institución de crédito á largo plazo en el país, habían llegado á cotizarse á estos precios:

Bonos del 8% de interés..... 76%
» » 7 » » » ..... 66 »
» » 5 » » » ..... 59 »

igual á cuatro veces el empréstito. El Estado se comprometió por su parte en el propio contrato con los bancos á "no emitir ni permitir que se emita papel-moneda de curso forzoso ó billetes de Banco que no sean pagaderos en moneda de oro ó plata sellada" (1).

La única garantía que los bancos daban al Gobierno por sus emisiones de billetes era un depósito en vales del Tesoro, de los mismos vales que el Gobierno había otorgado por el empréstito; garantía que alcanzaba únicamente al 25% de la emisión.

La situación de crísis se complicaba, pues, en su doble aspecto financiero y económico-general; y al promulgarse el contrato ley de que acabamos de hablar, ya algunos preveían la gravedad de la situación monetaria que se presentaba.

Después de este empréstito el metálico de las cajas bancarias fué disminuyendo más y más. La exportación del numerario continuó y los depositantes de los bancos, viendo arreciar el peligro, comenzaban á retirar su depósitos. En el mes de Julio la situación se hacía irresistible, pero antes de que de ella se diese el público cuenta exacta se citó al Congreso Nacional á una sesión extraordinaria y secreta en la noche del 22 de Julio de 1878 con el objeto de aprobar un proyecto de ley de inconvertibilidad y curso forzoso de billetes bancarios que presentaba el Ejecutivo con caracteres de suma urgencia. Por cierto que si la sesión hubiera sido diurna habría bastado el tiempo de la discusión para que todos los bancos hubiesen tenido que cerrar sus puertas víctimas del pánico de los depositantes.

El Congreso se encontró forzado á optar por uno de los términos del dilema: ó curso forzoso ó quiebra general de los bancos. Optó por el primero.

(1) El contrato-ley con los bancos se abrió camino en el Congreso tanto por lo angustioso de la situación financiera, cuanto porque existiendo á la fecha el privilegio de admisión en arcas fiscales de los billetes de dos bancos no se consideraba peligroso extender este privilegio á nueve bancos.

El 23 de Julio de 1878 se promulgó la ley de inconversión y curso forzoso. Según esta ley se concedía á los nueve Bancos que habían suscrito el empréstito de $ 2.525.000 el privilegio de inconvertibilidad y curso forzoso de los mismos billetes que según la ley tenían entrada en arcas fiscales, los cuales ascendían á 10.100,000 pesos. El plazo de este privilegio era de un año, vencido el cual debía continuar la circulación metálica. En garantía de las emisiones, los bancos debían depositar bonos hipotecarios ó créditos contra el Estado. Además debían pagar un 4% de interés anual sobre el monto de los billetes en circulación. Con estas condiciones el fisco se hacía fiador de la convertibilidad en metálico de los billetes al cumplirse el plazo de la inconversión.

Como se ve, la cantidad de billetes inconvertibles y de curso forzoso que se acordó á cada Banco fué determinada, tomando por base lo que cada uno de ellos había suscrito en el empréstito de 2.525,000 pesos. Este fué tal vez el principal motivo por qué cayó esta ley mal en la opinión de algunos de los Bancos y de muchos de los miembros del Congreso, á los cuales no les parecía conveniente, ni justo, que la base del poder emisor fuese una cantidad, hasta cierto punto arbitraria como era el empréstito hecho al Gobierno y no el capital pagado de cada uno de ellos. Así la comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, encargada de estudiar y reformar la ley de 23 de julio, dijo en su informe que dicha ley era inaceptable en cuanto á la distribución de los billetes, y propuso que á cada Banco se le permitiese emitir en billetes de curso forzoso una cantidad igual á su capital.

El 6 de septiembre de 1878 se promulgó la modificación de la ley anterior. Esta nueva ley elevó la emisión bancaria inconvertible á $ 15.010,000 distribuyendo esta suma entre los bancos existentes (1).

---

(1) He aquí la distribución de la emisión entre los bancos:

| | |
|---|---|
| Banco Nacional de Chile | $ 4.400,000 |
| „ de Valparaíso | 4.000,000 |

Así permanecieron las cosas hasta que sobrevino la guerra de 1879 contra el Perú y Bolivia. Nació entonces el *billete fiscal* ó sea billete del Estado, como expediente financiero para subvenir á los gastos de la guerra.

§ 13. Viene en seguida en Chile un caso típico de papel-moneda que nace en forma de billete fiscal, pero que fué sin embargo originado especialmente por la necesidad de salvar á los bancos que eran víctimas de una corrida. Me refiero al papel-moneda de Chile que se inicia en 1898. Desde 1895 existía la circulación metálica; y, á pesar de la crisis, ella se consolidaba con el firme propósito del Gobierno de mantenerla. En 1898 el país estaba dotado de cierto *stock* de monedas de oro con el cual se realizaban las operaciones corrientes. Se dejaban sentir todavía los efectos de la dura crisis que venía desde algunos años antes, pero se caminaba hacia su liquidación poco á poco. Sobrevino entonces y con motivo de las alarmas de la opinión producidas por el mal estado de las relaciones con la República Argentina, una corrida ó *run* á los bancos de la capital, que comenzó por el principal de ellos, por el Banco de Chile. La situación financiera en nada había contribuído á crear el estado de cosas que se presentaba; se temía que con la guerra se haría inevitable el papel-moneda, pero hasta el presente no se producía situación alguna de la Hacienda Pública que pudiera provocar una emisión

| | |
|---|---|
| Banco A. Edwards y C.ª | $ 2.160,000 |
| „ Consolidado | 1.000,000 |
| „ D. Matta y C.ª | 800,000 |
| „ Alianza | 600,000 |
| „ Agrícola | 600,000 |
| „ de Concepción | 500,000 |
| „ Mobiliario | 400,000 |
| „ de la Unión | 300,000 |
| „ de Ossa y C.ª | 250,000 |
| En todo | $ 15.010,000 |

de billetes. Como la corrida á los bancos arreciaba, se presentó con toda claridad el dilema: ó se deja caer á las instituciones bancarias víctimas del pánico que se extendía más y más, ó bien se favorece á estas instituciones con la vuelta al régimen del papel-moneda. Es de advertir que no se trataba en este caso de la existencia de billetes de banco cuyo cobro se exigiera, pues no había billetes bancarios; la circulación monetaria era meramente metálica. La corrida á los bancos era de los depositantes que exigían el pago de sus depósitos. No se trataba tampoco de una escasez monetaria general en la República, pues había oro en provincia y en poder de los particulares. La corrida bancaria se localizó aquí en Santiago; pero amenazaba extenderse á provincias si la cosa continuaba como iba. El Gobierno declaró primeramente una *moratoria*, para dar con ello tiempo al Congreso de tomar las medidas necesarias. El Congreso optó por la vuelta al papel-moneda en forma de *billetes fiscales*; pero como no era el Gobierno el que necesitaba los fondos creados con la emisión sino los bancos, se acordó entonces que se depositarían los billetes fiscales emitidos en los bancos. Y así se dió solución á la grave situación que se presentaba. El billete *fiscal* ha gozado en Chile de más crédito que el bancario, desde la guerra del Pacífico que dió al Fisco chileno la gran entrada proveniente del derecho de exportación del salitre; además estaban frescos aún los recuerdos de las dificultades que habían tenido los bancos por sus billetes en las operaciones de conversión de 1895; y por estos motivos se prefirió el billete fiscal al bancario.

§ 14. *Otros casos.*—En Colombia, en 1880 se fundó el Banco Nacional al cual se le concedió el privilegio de la emisión de billetes. En 1885, en medio de una situación de crisis económica, sobrevino la revolución y el Gobierno dictó un decreto, en cuyo artículo 3º se establecía que: "el Banco Nacional no estará obligado á cambiar por metálico sus propios billetes, durante la vigencia del presente decreto." Así se inició este período del papel-moneda colom-

biano, que degeneró después hasta constituír uno de los casos de mayor depreciación del billete.

En el Uruguay en tres ocasiones se ha declarado la inconversión del billete de banco, habiéndose en las tres ocasiones producido tal desconfianza que el papel-moneda no pudo establecerse. Véase más adelante (§ 26), donde expongo con detalles estos casos.

En Grecia se ha declarado la inconversión del billete del Banco Nacional en cuatro ocasiones después de la declaración de su independencia. En 1848, "elle le fit a cause des circonstances exterieures, du trouble general de l' Europe dont la répercussion lui parut redoutable pour sa propre situation; une fois l'orage passé elle revint à l'état normal." "Ce n'est qu'en 1868 qu'une nouvelle crise éclata, que cette fois était locale: elle était provoquée par l'insurrection de Crète et les armements helléniques, qui nécessitaient de forts paiements à l'étranger. La Banque national essaya de résister aux demandes du Gouvernement, qui decida alors l'émission de papier-monnaire; pour éviter de plus grands désordres, elle consentit au Trésor des avances en numéraire. Un decret royal du 30 Decembre, 1868 donna cours forcé à ses billets." (1) En marzo de 1870 se restableció la conversión del billete. En 1877 se produjo una nueva situación crítica con motivo de la guerra ruso-turca. El Gobierno recurrió al Banco en demanda de fondos y en Junio del mismo año se decretó nuevamente el curso forzoso. Este período de inconversión dura hasta el 1° de Enero de 1885 día en que se volvió nuevamente á la conversión del billete; pero el régimen metálico duró poco tiempo, pues desde Febrero del mismo año 1885 el premio del oro empezó á subir sobre el *gold point*; y el metálico de las cajas del Banco empezó á disminuír. En Enero era de 47 millones el encaje metálico y en Agosto sólo quedaban 23 millones. A las complicaciones económicas se agregaron

---

(1) *Raphel G. Levy.*—Banques d'emision et trésors publics. Cap. VI.

las políticas y el 20 de Septiembre de 1885 el curso forzoso fué restablecido nuevamente (R. G. Levy).

§ 15. *En algunos casos al papel moneda consistente en el billete de banco declarado inconvertibles sigue después el billete del Estado.*—Como ya lo observé, (§ 2) el billete bancario ha sido en Europa, y en muchos países de América la forma en la cual se ha introducido el empleo del papel ó sea del billete en la circulación monetaria. Cuando se ha presentado un período de inconversión ó sea de papel-moneda, en los casos de circulación del billete bancario como ya lo vimos en el párrafo anterior, lo común es que sea el mismo billete bancario el que se transforma en billete inconvertible. Pero después de haberse establecido la circulación del papel-moneda en esta forma de billete de banco inconvertible, cuando han intervenido ciertas circunstancias históricas, especialmente ciertas necesidades financieras, ha solido aparecer el *billete fiscal ó del Estado*, ya sea reemplazando al bancario ya combinándose con él.

Hemos visto como el papel-moneda se instituye en el Brasil como una derivación del billete del Banco del Brasil. En 1821, ya el billete de dicho banco era inconvertible. Este billete bancario inconvertible continúa hasta 1829, año en que se liquida al Banco del Brasil y en que el Estado toma á su cargo los billetes de él sustituyéndolos por otros, (art. 4º de la ley). Desde esta época el papel-moneda toma el carácter de "papel-moeda do Thesouro." (1) Así nació el billete del Estado en el Brasil, billete que encontramos después en casi todo el largo desarrollo histórico del papel-moneda de este país, el cual dura hasta la caja de conversión de reciente data (1906).

En Chile ya vimos que el papel-moneda se inició en 1878 con la inconversión de los billetes bancarios en circulación. En 1879 se declara la guerra del Pacífico; y el Gobierno no teniendo otro expediente para atender los gastos de la

(1) «A Naçao afiança as actuaes notas do Banco do Brazil», (art. 8.º) (Ley de 23 de Setiembre de 1829).

guerra recurrió al de las emisiones de papel-moneda. Se pensó al principio en realizar estas emisiones de billetes por intermedio de los bancos, para que estos la dieran en préstamo al Gobierno sin otro interés que el correspondiente á los gastos de fabricación y transporte del billete que se imprimía en el extranjero. Pero no se pudo llegar á un acuerdo con los bancos, y el Gobierno, usando de la autorización que le había conferido el Congreso, acordó emitir él mismo los billetes que necesitaba, y así nacieron los llamados *billetes fiscales*. Con el éxito de la guerra y con las fuertes entradas que el salitre de la región conquistada comenzó á proporcionar á la Hacienda Pública de Chile, el billete fiscal, se ha prestigiado de preferencia sobre el bancario, de tal manera que constituyó la base de nuestro papel-moneda hasta el fin de él en 1895. En el siguiente período de inconversión que se inicia en 1898, como ya lo acabamos de hacer notar (§ 13), aunque el origen de la crisis monetaria no fué fiscal sino de los bancos, sin embargo se prefirió emitir nuevamente billetes fiscales en vez de autorizar emisiones bancarias, porque se prestaba más crédito al billete del Estado. Desde la guerra del Pacífico, el Fisco chileno con sus derechos de exportación del salitre ha constituído una fuerte potencia financiera, y ha gozado por lo tanto de un crédito especial. Durante las operaciones de conversión de 1895 fué el Gobierno el que hubo de apoyar á los bancos para que resistiesen la reforma monetaria; y como en 1898 volvía el papel-moneda por una corrida á los bancos, era natural que inspirara más confianza el billete del Estado.

En la República Argentina el papel-moneda ha revestido siempre la forma de billete bancario. Por lo regular ha habido uno ó más bancos privilegiados, como el primitivo Banco de Descuentos, como el Banco Nacional que siguió á éste en 1826, y como los bancos de la Nación y de la Provincia que vinieron después. Observa A. Alcorta (1) que

(1) Estudio sobre el curso forzoso. Buenos Aires, 1880.

la emisión de billetes del Estado habría levantado "gravísimas cuestiones cuya solución política y social no podía preverse."

Ya vimos que el papel moneda del Perú se inició en 1875, como en Chile en 1878, con la declaración de inconversión de los billetes de los varios bancos de emisión que había en el país. El Gobierno debía una fuerte suma á los bancos emisores. En 1877, se dió por cancelada la deuda del Gobierno en favor de los bancos, relevando á éstas instituciones de toda responsabilidad respecto al pago en metálico de sus emisiones de billetes. El Gobierno entraba á asumir la responsabilidad de conversión, con lo cual el billete pasó de hecho á ser *fiscal*. Así nació el billete del Estado, que pocos años después terminaba sus funciones monetarias en la desvalorización, como lo veremos después (§ 104)

## CAPITULO III

### Papel moneda del estado desde su origen

§ 16. *Casos en que el papel-moneda aparece desde su origen, en forma de vales ó billetes emitidos por la autoridad.*—En el párrafo anterior hemos visto al papel-moneda instituirse como una especie de derivación del billete bancario. Ahora llamaré la atención á otros casos en los cuales, desde sus orígenes nace el papel-moneda en forma de vales ó billetes emitidos por la autoridad.

Es especialmente curioso observar como se recurre á este expediente en las grandes escaceses monetarias que se sentían en los primeros pasos de la vida Americana, aún antes de la independencia. En la Colonia francesa del Canadá, en 1685, la administración de la colonia, falta de recursos para hacer sus pagos y en medio de una gran escasez de monedas, recurrió á una especie de emisión de vales hecha con cartas de jugar ó sea con naipes, en uno de cuyos costados

se estampaba el monto ó valor del billete. "Je me suis trouvé cette année dans une trés grande necesité touchant la subsistance des soldats.... J'ai tiré de mon coffre et de mes amis tout ce que j'ay pû m'ais enfin les voyant hors d'estat de me pouvoir rendre service davantage et ne sçachant plus à quel saint me vouer, l'argent estant dans une extrême rareté, ayant distribué des sommes considerables de tous costez pour la solde des soldats, je me suis imaginé de donner cours, au lieu d'argent, a des billets de cartes que j'avois fait couper en quatre.....

...j'ay rendu une ordonannce par la quelle j'ay obligé tous les habitants de recevoir cette monnoye en payment et luy donner cours, en m'obligeant en mon nom de rembourser les dits billets, personne ne les a refusés et cela a fait un si bon effet que par ce moyen les trouppes ont vescu á l'ordinaire" Esta es una parte de la comunicación que el administrador de la colonia enviaba en 1685, al Ministro Secretario de Estado en Francia. (*Le problème monetaire dans nos vieilles colonies par A. Laporte. Paris 1908*). Estos vales constituyeron una verdadera circulación de papel-moneda; y después se perfeccionaron con la firma del gobernador y otras condiciones de fabricación para impedir la falsificación. Como el Gobierno colonial daba letras de cambio sobre Francia á los que aportaban estos vales, pronto se generalizó y prestigió su circulación; pues como medio de pago en el interior de la colonia eran muy convenientes, sobre todo dada la escasez de monedas metálicas que siempre se había dejado sentir, y como medio de pago al extranjero se suplía su deficiencia con este canje por letras, como sucede con los sistemas de *Caja de conversión*. —El sistema funcionó bien hasta que por una parte se suspendió el canje de billetes contra letras de cambio, lo que tendía á la depreciación del billete por la baja del tipo del cambio internacional; y, por otra parte, se aumentaron inconsideradamente las emisiones, atendiéndose solamente á los apuros financieros. En 1720 se liquidaron estos vales con una pérdida de 5/8. En Louisiane en 1735 se estableció

la circulación de papel con billetes emitidos por el Gobierno de la colonia, que eran recibidos en los almacenes de su majestad en pago de pólvora, municiones y otras mercaderías que en ella se vendía y por los cuales se daban también letras de cambio sobre Francia. Cayeron después en depreciación y cesaron de circular en 1744. También hubo circulación de moneda de papel en la colonia de Santo Domingo en 1744 y en Guayana en 1780.

En las colonias inglesas, más ó menos por la misma época y en medio, por una parte de la escasez de monedas metálicas y por la otra de los apuros financieros de los Gobiernos locales, se produjeron también emisiones de vales ó billetes emitidos por la autoridad. Parece que la primera vez que aparecen estos billetes fué en Massachussetts en 1690, en ocasión que el Gobierno no tenía con qué pagar los sueldos adeudados á los soldados. La corte general (*the General Court*) acordó la emisión de £ 40.000 en billetes que eran recibidos en pago de contribuciones. Estos billetes que se entregaron en pago al ejército, no eran pagaderos en moneda metálica ni á la vista, ni tampoco á una fecha fija, no ganaban interés alguno y no gozaban tampoco del carácter de curso legal (*they were not legal tender*) (1). En 1692 se dió á estos billetes el carácter de moneda de curso legal (*legal tender*). A pesar de la oposición que el Gobierno inglés hizo á estas emisiones, casi todas las demás colonias, como la de Massachussetts, recurrieron á ellos, produciéndose como regla general, la depreciación de estos billetes.

Este papel moneda de la época colonial de los Estados Unidos revistió la forma de billete del Estado ó sea del Gobierno de las colonias, desde sus orígenes. No fué un billete bancario convertido después en papel-moneda como en los casos que vimos anteriormente. Ni aún existían bancos de emisión á la época del primer papel-moneda de Massachussetts, pues, según entiendo, el primer proyecto de

(1) *Horace White.* Money and Banking. Boston 1896, pág 120.

banco de emisión fué de John Colman en 1715 en Massachussetts, y no se llevó á efecto en esta época. (*Summer. Hist. of American Currency*, pág. 17). Como lo he observado ya, en las demás colonias inglesas de la época se extendió igual régimen monetario, y con igual resultado de depreciación. New Hamphire, Rhode Island, Connecticut, New York y New Jersey recurrieron como Massachussetts á estos billetes antes de 1711; Carolina del Sur en 1712, Pennsylvania en 1723, Maryland en 1734, Delaware en 1739, Virginia en 1755 y Jeorgía en 1760. (*John I. Knox. United S. notes. N. York* 1884). El motivo que originaba estas emisiones era el de hacer frente á las necesidades del tesoro de las colonias: era, pues, una causal financiera.

En 1775 cuando las colonias inglesas entran en la revolución de su independencia, algunas de ellas aún empleaban el papel-moneda como moneda. El llamado Congreso Continental, no teniendo poder para aplicar contribuciones, y estando sus miembros acostumbrados al uso del papel-moneda como recurso financiero, acordo la emisión de los billetes llamados *continentales*. La primera emisión fué de 300,000 pesos españoles, redimibles en oro ó plata. Siguieron después otras emisiones y terminó también este segundo período del papel-moneda, como el anterior, en la depreciación y bancarrota, como lo indicaré también en la parte final.

El expediente de recurrir á las emisiones de billetes del Estado en épocas críticas fué también bastante empleado en la América Latina al iniciarse su vida independiente.

En 1811 (27 de agosto) á raíz de la declaración de independencia del nuevo gobierno republicano de Colombia y encontrándose éste en una situación crítica por falta de recursos para la guerra contra la dominación española, emitió $ 1.000,000 en forma de vales que representaban las monedas españolas de 1, 2, 4, 8 y 16 pesos. Después se emitieron $ 20.000 en billetes de 2 reales. El billete era de curso forzoso "bajo la pena de perder el duplo del valor que

se denegara á recibir". En garantía se hipotecaron las rentas de las provincias unidas. Se prometió la conversión lo más pronto posible en época que fijaría la ley y se acordó una amortización gradual que no se cumplió. Después se acuñó $ 1.000,000 en moneda de cobre á la cual también se dió curso forzoso. La situación de guerra continuó, y, en medio de la inseguridad y desorganización que existía, el papel-moneda se desprecia rápidamente y produjo gran descontento en el público. El métálico había desaparecido. Las vicisitudes de la guerra y la incertidumbre del éxito de los republicanos llevan el papel moneda "al casi absoluto desprecio, pues nadie lo quería recibir en aquellas circunstancias peligrosas para el gobierno republicano que lo había emitido" (1). Las derrotas del gobierno republicano que se había levantado en armas contra España, dieron fin á esta era de papel-moneda, en medio de la mayor desvalorización del billete. Después, en el curso de la guerra de la Independencia y cuando ésta terminó, no habría sido posible una nueva circulación de billetes inconvertibles, pues el público no los habría recibido después del fracaso producido con los primeros.

En 1815 el Gobierno del Perú, en vista de la escases de monedas, emitió *vales* ó billetes con el carácter de papel moneda. El público rechazó estos vales y en medio de la desvalorización perdieron su carácter monetario (2). Otro tanto sucedió en 1822 cuando se volvió á recurrir á este expediente en la forma de billetes, no ya del Estado directamente, sino del llamado *Banco Auxiliar del Papel-moneda*. El Gobierno hubo de retirar los billetes en medio de la desvalorización.

En 1820 en Buenos Aires se autorizó también una emi sión de papel-moneda. La junta de Buenos Aires se proponía, estando á su declaración, proporcionar al Gobierno algún desahogo "en la congojosa y mezquina suerte que le

(1) *Restrepo*. Hist. de la revolución de la Rep. de Colombia.
(2) *Paz Soldan F*. Hist. del Perú independiente.

ha cabido, explicada por la nulidad de los recursos para expedirse en las graves urgencias del Estado" (1).

Como lo vimos (§13) el caso del papel-moneda de Chile de 1898 se inicia también con el *billete fiscal* ó sea del Estado; y aunque fué para salvar á los bancos y no para proporcionar recursos al Gobierno fué, sin embargo, desde su principio un papel-moneda del Estado.

En Rusia antes que el papel-moneda propiamente tal ó sea antes que el billete inconvertible, de curso legal existía un verdadero papel-moneda de cobre. Así de 1658 á 1663 era este el sistema monetario, (W. Lexis). En 1768 cuando aparecieron los primeros billetes llamados "asignados," existía también el papel-moneda de cobre. Estos "asignados" eran billetes emitidos por dos bancos uno en San Petesburgo y el otro en Moskou, y se les convertía por la moneda de cobre cuando el portador así lo exigía. Por consiguiente, aunque los primeros billetes del papel-moneda ruso fueron bancarios, como la moneda de cobre que fabricaba el Estado con el carácter de papel-moneda fué anterior al billete, de aquí es que los orígenes del papel-moneda ruso los contemos en el capítulo del papel-moneda del Estado y no en el bancario.

En Prusia en 1806 se emitieron (2) unos vales ó billetes llamados *certificados del tesoro* (*Tresorscheine*), que tenían curso legal ó sea poder liberatorio (*Zahlungskraft*) solamente para ciertos pagos. En las arcas fiscales la cuarta parte de todos los pagos se hacía en estos billetes, el resto en la moneda metálica. Al principio se les convertía en moneda metálica, pero se suspendió esta conversión con la invasión francesa. Las autoridades francesas en Berlín declararon el curso forzoso de estos billetes; pero el Gobierno de Prusia en 1807 los declaró de curso meramente voluntarios ó sea que *sólo podían ser recibidos* voluntariamente en pagos. Después se les dió á estos billetes *curso legal* por su

(1) *A. de Vedia.* El Banco Nacional.

(2) *Lexis.* Papiergeld. (*Handwörterbuch v. conrad*).

valor real, de cambio y nó por su valor nominal (*nach dem (jeweiligen Kurswerte*) y el Gobierno los recibía en pago en esta forma. Inmediatamente después, en Febrero de 1809, se volvió nuevamente á disponer que se recibirían en pago en arcas fiscales por su valor nominal y hasta por la cuarta parte de cada pago como antes. Como no se les convertía en metálico sufrieron depreciación que aun llegó en 1813 al 24%, pero después volvieron á subir y el Gobierno Prusiano los redimió á su valor nominal. Este caso no es el de una circulación de papel-moneda propiamente tal. Sólo en cortísimos períodos gozaron estos billetes de curso legal ó forzoso para todos los pagos, por lo regular no sucedía así, sino que se hacía la mayor parte de los pagos en metálico. Se ha tratado mas bien de vales de tesorería con un carácter financiero, ó sea para proporcionar recursos al Estado, pero que no han monopolizado las funciones monetarias, como sucede en el caso del papel-moneda propiamente tal.

El papel moneda del Japón moderno, desde 1869 fué también de billetes del Estado. Antes de él existía el billete emitido por las antiguas autoridades federales.

La autoridad ha tenido siempre gran influencia en la moneda por dos capítulos principales. Por una parte el Gobierno ha constituído con su potencia financiera de entradas y gastos un factor poderoso de la oferta y demanda monetaria. Por otra parte con el ejercicio del derecho de fabricar la moneda é imponerle *curso legal* ha tenido en su mano el factor más poderoso para la institución del papel-moneda.

Estos dos capítulos unidos con el factor del crédito que inspiraban los vales ó billetes emitidos en su carácter de pagarées, factor muy importante de que hablaré después, han permitido á la autoridad lanzar en ciertas ocasiones sus vales ó billetes los que han constituído el papel-moneda del Estado. Y estos mismos capítulos actúan también con el papel moneda descendiente del billete de banco, de que hablamos en el párrafo anterior, porque el Gobierno recibía

en arcas fiscales los billetes de banco que tenían también además el carácter de papel-moneda de curso legal.

La potencia financiera de la autoridad que cobraba impuestos y multas, que á veces, como sucedía en ciertos Gobiernos coloniales, vendía ciertas mercaderías y, lo que valía más aún, que daba letras de cambio sobre plazas comerciales importantes del extranjero, todo esto constituía una palanca poderosa para establecer una circulación regular de papel-moneda é impedir su desvalorización. Cuando se ha tratado de una autoridad rodeada de cierto crédito ó prestigio, de tal manera que sus actos no han inspirado desconfianza, las condiciones de la operación se han facilitado aún más.

Por otra parte, como estas emisiones se llevaban á efecto, por lo regular, en situaciones de grandes escaceses monetarias, ellas venían á llenar un verdadero vacío en la vida económica.

A menudo ha bastado, en ciertas regiones, la mera potencia financiera de ciertas grandes empresas comerciales y las ventas de mercaderías que ellas hacían para establecer la circulación de vales, billetes ó fichas emitidas por dichas empresas bajo su responsabilidad. Así sucedía, por ejemplo, con los "*récépissés*" especies de vales que se emitieron en el Canadá por la Compañía de Occidente que comerciaba en pieles de castor, en tiempos de la dominación colonial francesa. En otra escala, pero con cierta analogía, podemos recordar la circulación de las *fichas* de nuestras salitreras y algunas otras empresas industriales, que solían usarse antes.

Ciertamente que, además de la influencia financiera ejercida por la autoridad, influía especialmente en la circulación del billete el carácter de *curso legal* que le daba á ellos la fuerza de la ley. La potencia de la autoridad en este sentido ha sido de gran eficacia sobre todo en los Estados en los cuales ha existido una autoridad robusta y revestida del suficiente prestigio. Un escritor ruso del tiempo de Pedro el Grande decía, refiriéndose al papel moneda de

cobre que entóncec circulaba: "Nosotros veneramos al Zar como á Dios mismo, y obedecemos en todo su voluntad, nosotros no tomamos en cuenta el peso de nuestras monedas, sino la inscripción que ellas llevan. Lo que nosotros apreciamos no es al cobre con el cual se las fabrica sino el nombre de nuestro emperador que en ella va gravado" (1). Se comprende perfectamente que, en medio de esta atmósfera, el ambiente estaba muy preparado para que tras del cobre viniera el billete y fuera este aún mejor recibido que aquel. ¡Cuán diferente era el medio en que se lanzaban las emisiones de billetes en algunas de las nuevas Repúblicas americanas, como Colombia en 1811, en donde á pesar de las penas con que se quiso hacer circular el billete, el público lo repudiaba!

§ 17. *Orígenes del papel-moneda de los Estados Unidos en 1862*.(2)—Con motivo de la guerra de secesión, se produjo para los Estados Unidos una situación financiera muy crítica. Se emitieron bonos del 7.30% de interés que los tomaban los bancos para facilitar por este medio fondos al Gobierno. Pero no satisfecho con esto el Gobierno emitió en 1861 billetes del tesoro sin interés (*non-interest-bearing treasury notes*) Estos billetes eran pagaderos en oro en las sub-tesorerías del Estado, y se les recibía en pago de contribuciones y de más deudas del públicas. Los bancos temieron que este billete fuera á reducir ó sea á disminuir las facilidades de emisión de sus propios billetes; pero á pesar de sus resistencias cedieron á las instancias del Gobierno y lo aceptaron en depósito. Esto de aceptar el depósito de estos billetes significaba para los bancos la obligación de canjearlos por metálico, pues, el depositante que había llevado al banco los billetes podía, al girar, exigir la moneda

---

(1) Citado por *A. Weber*. Die Geld qualität der Banknote.

(2) *Wesley C. Mitchell*. A. Hist. of the Greenbaks. Chicago 1903. *William G. Sumner*. A Hist. of american currency. New York—*A. Bolles*. The Financial History of the United States. New York 1886.—*John Knox*. United States notes. New York 1884.

metálica legal. Era, pues, un nuevo peligro para la situación bancaria. Además de esta emisión de vales ó billetes sin interés el Gobierno continuó tratando de colocar sus bonos del 7.3% entre el público y los bancos. Así se llegó, salvando con expedientes esta difícil situación financiera, hasta Noviembre de 1861 en que una dificultad con Inglaterra vino á complicar más aún la situación de desconfianza. Se produjo con este motivo una cierta situación de pánico en el mercado de Nueva York y se comenzó á hablar de la posible suspensión del pago en metálico de los billetes bancarios. Reunidos, sin embargo, los representantes de los bancos acordaron que no había "razón, justificación, ó necesidad de suspender el pago en especie de los billetes" (Mitchell). Pero esto no detuvo el avance del pánico, y las reservas metálicas de los bancos comenzaron á disminuír: durante las últimas tres semanas del mes de Diciembre de 1861 las reservas de oro de los bancos de Nueva York bajaron de 29 á 13 millones de dollars (Bolles).

En tal situación de drenaje del metálico, los Bancos no podían continuar resistiendo mucho tiempo. El 28 de Diciembre del mismo año 1861 tuvo lugar otra reunión de banqueros en New York en la cual se tomó el acuerdo de suspender el pago en especies. Pronto esta suspensión se hizo general á los demás Bancos del país. Esta medida de la suspensión de los pagos en metálico se tomó antes de que llegara el momento de agotarse el *stock* metálico de las cajas bancarias. (1) Como el Gobierno no tenía metálico para canjear sus billetes emitidos, era claro que si los Bancos suspendían la conversión de billetes, el Gobierno

(1) «With an imperative demand on the one hand, and with disminished resources on the other, it became a question whether depletion should be allowed to proceed to its utmost limit, or whether the connection between the Banks and the treasury should be broken in season to secure to the former, for ultimate use, so much of specie as still remained in their vaults. It was under these circunstances that the Banks in New York resolved to suspend specie payments».—*Annual Rep. of Banking Sup. of* N. Y. 1862.

por su parte tenía también que suspenderla. De esta manera quedaron inconvertibles, al mismo tiempo los billetes que había emitido el Gobierno y los billetes emitidos por los Bancos. Era una situación sumamente crítica producida por las desconfianzas de la guerra y por las exigencias financieras del Gobierno. (1)

Dos días después de esta suspensión de pagos en especie del Gobierno y de los Bancos, se enviaba al Congreso un proyecto de ley que disponía una emisión de billetes del tesoro con el carácter de papel-moneda de curso legal (*legal tender*). Así nacieron los famosos billetes llamados comunmente *greenbacks* ("dorso verde", se les llamaba así por el color de la impresión). De esta manera se originó también este largo período de la historia del papel moneda de los Estados Unidos que dura hasta 1879.

En los Estados Unidos no había Banco privilegiado, ni menos Banco del Estado; el papel moneda apareció desde su principio en forma de billete del Estado. Este papel moneda, como se ve, fué el producto de la crítica situación bancaria, monetaria y finananciera que sobrevino un año después de comenzada la guerra de secesión.

La circulación monetaria quedó compuesta de los billetes del Estado y de los billetes de Banco. Los Bancos como garantía de su emisión debían depositar en manos del Go-

---

(1) La responsabilidad de la crisis bancaria, del papel-moneda se la ha solido echar al Gobierno en gran parte, por la emisión de los billes ó vales sin interés. Mitchell cree que aun sin los tales vales fiscales se habría producido la crisis, y dice al respecto: «A severe blow to the national credit would inevitably produce such effects». ..... «Suspension would then have been postponed, but, in all probability, no prevented. To assume that the Banks could have continued indefinitely to carry their double burden —supplyng boin governement and public with loans—is to assume that no serious reverse would have befallen the national credit; for, a disturbance of public confidence would have led to the withdrawal of deposits and the hoarding of specie; the governement securities held by the Banks would have become unsalable and suspension would have followed». (Pág. 42).

bierno bonos ú obligaciones del Estado; no podían emitir más del 90% sobre el valor de estas obligaciones; y se limitaba el monto máximun de las emisiones bancarias en 300 millones de *dollars*.

Escusado parece agregar que si no hubiera habido la guerra no se habría producido la situación crítica que originó la inconversión. La situación económica era sumamente próspera antes de la guerra (1).

§ 18. *Casos en que el papel-moneda se instituye como un derivado de vales ó bonos con interés que se emiten por el Estado.* —Es el caso de los *assignats* franceses. En el año 1789, (ley de 19 de Diciembre), se emitieron estos *assignats* como especie de bonos del Estado que ganaban un interés del 5% anual, y garantidos con los bienes del clero que se pusieron en venta. Se estipuló también que se admitiría á estos *assignats* en pago de los bienes que se remataran. Como se ve era ya esta una función monetaria que se les daba. Cuatro meses después, se les rebajó el interés del cinco al tres por ciento. Estos billetes eran de 1,000, de 300 y de 200 libras cada uno. Poco tiempo después, á medida que se dejaba sentir la escasez de monedas metálicas, en la situación de desconfianza que la política de entonces inspiraba, y á medida que urgían las necesidades financieras, se manifestó con toda claridad la tendencia á convertir estos billetes en moneda, ó sea, como se decía, en *assignats-monnaie* (2). Desde el 16 de Octubre de 1790 se les suprimió el

(1) «No year in American history has been more prosperous than was the year 1860. The cotton crop of that year was unprecedented. The grain crops, although not so extraordinary, were very good. After the election in November the attitude of the Southern States created great anxiety in commercial circles. Buiness was contracted, import declined, and finances were arranged in anticipation of a coming storm. Foreign exchanges fell, and gold began to be imported prices being low and import suspended.» —*W. G. Sumner.*—A History of American Currency.

(2) *P. Leroy Beaulieu.*—Traité de la sciènce de Finances.—*Thiers*, Hist. de la Revolution Française.

interés del 3 por ciento con lo cual quedaron simplemente como billetes. Se les quitó en seguida el carácter de billetes *á la orden*, que antes tenían y se les hizo *al portador*. (1) Se disminuyó más aún el corte de los billetes haciéndoseles de 2,000, 500, 100, 90, 80, 70, 60 y 50 libras. En 1791 se les fabricó hasta de los cortes más pequeños y aún como moneda divisionaria.

Así pasaron los *assignats* franceses á convertirse en un verdadero papel-moneda, cuya desvalorización se produjo después con los caractéres de un verdadero fracaso.

En Austria, según dice P. Cahen, en 1761, "le ministre des Finances voulut permettre, aux petits capitalistes, de participer aux emprunts, afin d'en aider le placement, et d'en obtenir un classement plus rapide. Aussi, creá-t-on, des coupures de 25 et de 100 florins, portant, au dos, un tableau indiquant, jour par jour, leur valeur d'aprés le montant de l'intérêt échu, intérêt calculé sur le taux de 6%. Bientôt, ces sortes de bons du Trésor circulèrent, comme de la monnaie et cela d' autant plus facilement, que les caisses publiques étaient tenues de les recevoir, pour leur valeur intégrale, interêts compris."

"C'était donc bien du papier-monnaie, que l'on avait ainsí mis en circulation." (2)

El billete fué bien recibido por el público y sirvió de moneda con un valor un tanto variable á consecuencia del interés que devengaban los bonos; pero no tenían por ley *curso forzoso*. Pronto les suprimió el Estado el interés y se les fabricó de todo tipo (15, 10, 25, 50 y 100 *florines*).

---

(1) Decreto del 18 de Nov. de 1770.—(*M. Reynard-Lespinasse* Assignats et autres papiers-monnais.—París, 1870)

(2) *Paul Cahen* L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche.

## CAPITULO IV

### Continuacion sobre los orígenes del papel moneda

§ 19. *El papel moneda como expediente financiero.*—Es privilegio de toda moneda de fabricación limitada ó sea de toda moneda monopolizada en manos de la autoridad el producir una utilidad ó ganancia para el que la emite, cuando los costos de fabricación de la moneda son de valor inferior al valor que tiene después la moneda misma fabricada. Así sucede al presente con la moneda divisionaria ó de vellón; y así ha sucedido en el más alto grado con el papel-moneda, cuyos costos de fabricación han sido casi nulos.

La fabricación de la moneda de un material de valor inferior al que representa la moneda fabricada ha sido un expediente financiero usado desde los más antiguos tiempos. En Grecia se sirvieron de una aleación de la plata con el cobre y con el plomo para fabricar monedas que sólo servían para la circulación monetaria interna. Se fabricaron también, como lo vimos (§ 1), monedas de hierro para pagar á las tropas mercenarias á las cuales se les debía *Talentos* de oro. En Roma solía adulterarse la moneda de plata poniéndole una alma de cobre y un baño exterior de plata; pero á veces el Estado mismo recurrió á este expediente dando curso legal á las monedas así fabricadas.

Durante la Edad Media la autoridad se valió del derecho de la acuñación de la moneda como medio de obtener de él una entrada, no solamente en forma de una contribución por la acuñación misma, sinó por medio del cercenamiento del contenido metálico de las monedas. En otras ocasiones, como sucedió en Rusia, en el Brasil, en Colombia, etc., se fabricaba por el Estado moneda de cobre, con el carácter de curso legal ó sea se establecía una especie de papel-moneda de cobre, como al presente es el papel-moneda de plata que ha tenido España.

Si todos estos expedientes de fabricación de monedas metálicas han proporcionado á la autoridad una fuente de entradas, el papel-moneda propiamente tal ha venido á constituír después un expediente financiero mucho más eficaz, porque con él los costos de fabricación de la moneda se han reducido al extremo. En la historia del papel-moneda no ha existido una causal más poderosa y general de las emisiones que esta razón financiera. Por un lado la falta de dinero, por el otro el derecho de emitir billetes y de dar á éstos el curso legal, he aquí los factores cuya combinación ha sido más fecunda en los orígenes del billete inconvertible. El recurso de las emisiones ha constituído un expediente financiero de gran importancia, sobre todo en épocas de guerra, en las cuales se hace muy difícil recurrir á los empréstitos, porque el crédito se cierra mucho para los países participantes en una lucha que pueda comprometerlos seriamente.

En párrafo aparte (§ 21) nos referimos á la escasez de monedas como factor de cierta influencia en la historia de los orígenes del papel-moneda, pero debemos ahora observar que el factor financiero de que nos ocupamos, ha coincidido á menudo con aquel factor de la escasez de monedas, pues donde hay pocas monedas en manos del público tampoco las habrá, por lo regular, en manos del Gobierno. Pero puede también suceder y ha sucedido que la escasez monetaria sea únicamente una falta de recursos del Gobierno, una crísis meramente financiera.

A menudo se ha repetido que el papel-moneda constituye una especie de empréstito forzoso, por cuanto el Gobierno se proporciona, con él, recursos, sin que el público le otorgue voluntariamente un préstamo propiamente tal, como sucede con los empréstitos que constituyen la forma corriente de la deuda pública. En épocas críticas, como suele suceder durante ciertas guerras que comprometen el crédito de los Estados beligerantes, no siempre ha sido fácil recurrir al préstamo á interés; ha solido á menudo acontecer que se cierran las puertas del crédito externo y aún del interno,

que las del crédito interno no sean suficientes, ó que las condiciones á que debería someterse el Gobierno para obtener un préstamo fueran sumamente gravosas para la hacienda pública. En tales casos el papel-moneda ha constituído un expediente á veces salvador.

La historia del papel-moneda en la Europa, nos señala á cada paso la influencia de este factor.

El papel-moneda de Inglaterra (1797-1820) fué provocado en buena parte por los excesivos préstamos que el Gobierno exigía al Banco de Inglaterra, para sus gastos de guerra con la Francia y el considerable envío de dinero á los aliados europeos.

El momento de declararse una guerra es muy peligroso para la estabilidad del régimen metálico, por dos razones, que un escritor francés observaba ya en 1876 á propósito de la inconversión de los billetes del Banco de Francia, cuando la guerra de 1870 (1). En los momentos de pánico la moneda metálica se oculta ó huye al extranjero y para reemplazarla y salvar á los bancos de la corrida de que pueden ser víctima, sirve el billete inconvertible. La segunda razón es la necesidad financiera que se llena pagando gastos de la guerra en billetes inconvertibles. En la guerra de 1870 Francia obtuvo, como la Inglaterra lo había ya hecho antes, ambos fines. Ambos países recurrieron al papel-moneda por intermedio del gran banco previlegiado que tenían; y ambos obtuvieron recursos del banco en forma que habría sido muy difícil conseguir sin él (1).

---

(1) *Victor Bonnet.* L'experience nouvelle du papier monaie (de la «Revue de deux Mondes», 15 de Nov. de 1876).

(2) «Comment aurait-on pu se procurer d'autres ressources après nos désastres? C'eut été fort difficile si on avait dû recourir á de nouveaux emprunts; on aurait vu le crédit de la France, naguère si éléve et si brillant, tomber á des taux désastreux. Au lieu de cela, on s'est adressé á la Banque de France; on lui á donné le cours forcé, et on lui a emprunté aisement 1.400 millones, sans que la valeur du billet descendit au-dessous du pair. Jamais phénomène semblable ne s'était accomplí dans le monde financiere». (V. *Bonnet.* París. 1876).

Desde el principio del papel moneda Italiano (1866) las grandes exigencias de fondos para el Gobierno fueron un factor de primordial importancia. Las necesidades de la guerra con el Austria en aquella fecha, llevaron al Gobierno á contraer fuertes deudas con los bancos y á emitir billetes del Estado. Recurrir al empréstito en aquella ocasión crítica para el nuevo Gobierno italiano no era un expediente sencillo: la renta italiana del 5% se cotizaba a 36 francos por 100. Resulta, según cálculos de publicaciones del propio Gobierno de Italia, que en aquella difícil situación, pudo el Gobierno procurarse, por medio del papel moneda, 907 millones de *liras* como recurso extraordinario y ahorrando muchos intereses.

En el papel moneda de Rusia encontramos también estas funciones financieras del billete. La guerra de Crimea lleva al Gobierno á incrementar fuertemente la emisión de billetes. En 1843 había 170 millones de rublos en billetes, y esta suma se eleva rápidamente á 225 millones en 1848, á 509 en 1855 y 689 en 1856. En estas emisiones las causales capitales fueron las necesidades financieras provocadas principalmente por la guerra de Polonia y la de Crimea. La emisión se hacía para saldar los déficits de la Hacienda Pública (1). En 1878 con ocasión de la guerra de Turquía el Gobierno acudió nuevamente al incremento de las emisiones emitiendo más de 400 millones de rublos sobre una circulación al rededor de 700 millones.

La historia del papel moneda en Austria está también muy ligada al factor financiero en muchas ocasiones de su larga existencia.

El papel moneda del Japón en 1868, á pesar de haber sido lanzado por el Gobierno, al decir de las publicaciones oficiales, con el objeto de dar una base segura para la prosperidad del país, proporcionando capital á las industrias, parece que en él influyó también poderosamente el factor

(1) *E. Lorini.* La reforme monetaire de la Rusie traduc. Paris 1898.

financiero. (1) Es también interesante, bajo el punto de vista financiero, recordar que, además de los billetes de curso forzoso que constituían la circulación monetaria, estable en el Japón, el Gobierno empleaba otros billetes temporales destinados únicamente á cubrir los déficits que se producían en la Hacienda pública por aquello de que las entradas no hubieran resultado las mismas calculadas ó bien por el retardo en el pago ó cobro de las contribuciones. Si por estos capítulos faltaba dinero en un momento dado, el Gobierno emitía estos billetes, y los retiraba de la circulación tan pronto como se restablecía el equilibrio. Este mecanismo que ahorraba al Gobierno intereses fué después suprimido, pues á consecuencia de los grandes gastos de 1877 y de los años siguientes, se incrementaron mucho las emisiones de estos billetes.

La historia de curso forzoso americano del Norte y del Sur nos muestra á cada paso el factor financiero como causal de las emisiones del papel moneda, ó de las situaciones aflictivas en que se han encontrado las instituciones bancarias por sus fuertes préstamos hechos al Gobierno.

En la vida colonial de los Estados Unidos encontramos ya el papel moneda, en forma de billetes ó vales del Tesoro como los primeros de Massachusetts en 1690; y tanto en estos primeros tiempos, cuanto con los llamados billetes "continentales" que vinieron después en 1775, el papel constituyó, por lo regular, un expediente fiscal. Refiriéndose al papel moneda colonial, dice Laughlin: "War loans were made not by borrowing, but by using the currency as a fiscal machine".

Con motivo de la guerra de secesión, después de haber recurrido al expediente de los empréstitos y agotados los demás caminos para obtener recursos, acudieron también los Estados Unidos al papel moneda en forma de billetes del tesoro. "Congress could devise no other way for getting

(1) *Masayoshi Takaki.* The history of japanese paper currency. Baltimore Johns Hopkins University Studies.

the money needed son enough, and money, of course, must be had to sustain the war". (*A. S. Bolles*).

Ya hemos visto que el papel moneda del Brasil se deriva del billete del *Banco do Brazil*, creado en 1808, y cuyo objeto no sólo fué dar facilidades á la industria y al comercio, sino también procurar fondos al Gobierno. La suspensión de la conversión de los billetes del banco en 1821 estaba muy ligada á los apuros del banco á consecuencia de los préstamos al Gobierno, que se traducían por aumento de la emisión de billetes. En 1822 vino la independencia del Brasil y estando ya en el régimen del papel inconvertible, el Gobierno aumentó considerablemente las emisiones en los años siguientes para satisfacer sus gastos (1). Posteriormente en el incremento de las emisiones de billetes que tuvo lugar después de 1891, la causal de los apuros financieros actúa con gran fuerza especialmente á consecuencia de la guerra civil.

En la República Argentina el papel inconvertible comienza en 1826, cuando se declaró la inconversión de los billetes del Banco de Descuentos, sobre la base del cual se fundó después el Banco Nacional. En 1825 se presentaba una situación crítica, complicada con revolución en el Uruguay, y con la guerra del Brasil. "Desde este momento (fines de 1825) dice A. de Vedia, se experimentó una verdadera perturbación en el mercado financiero. Cesaron las expeculaciones, se liquidaron los negocios; disminuyó la exportación y el crédito quedó casi anulado".

"Los apuros del Gobierno para conservar y extender su organización militar y sus armamentos, y para acudir á la defensa nacional, le obligaban á buscar recursos en el Banco, cuando éste atravesaba por las mayores dificultades

---

(1) En 1829, cuando se realizó la liquidación del Banco el monto de los billetes en circulación alcanzaba á 19.174,020 *pesos* de *mil reis*. De esta cifra correspondía 18.301,097 pesos á la deuda del Tesoro Público por avances y préstamos hechos en papel moneda. (*Calogeras* pág. 36).

para atender las exigencias de su giro. La situación de este establecimiento era doblemente crítica".

Al principiar el siguiente año se declaró la inconversión de los billetes del Banco de Descuentos.

La posterior historia del papel moneda argentino está también muy ligada á las exigencias financieras. Tras los déficits vienen las emisiones, que se suceden una tras otra hasta llegar al máximum en 1861, fecha en que, dice otro historiador argentino, que fué abandonado este ruinoso sistema de las emisiones de billetes "á que se acudía en los embarazos financieros" (1). El ruinoso sistema no se abandonó en realidad, pues en el período de inconversión que se inicia en 1885, vuelven las emisiones á estar también ligadas en buena parte á las penurias financieras.

En el Perú se declaró en 1875 la inconversión de los billetes bancarios, como ya lo vimos. En la crisis que sobrevino entonces, que dió lugar á la inconversión, el factor financiero tuvo una gran influencia. No había Banco del Estado ni privilegiado, sino que existían varios bancos que emitían billetes de acuerdo con la ley. El Gobierno había tomado fondos á préstamos en todos los bancos y el monto de su deuda ascendía más ó menos al monto de la emisión de billetes de los bancos. Cuando sobrevino la situación crítica para los bancos, el Gobierno no podía pagarles y hubo de autorizarlos para suspender la conversión de sus billetes. En 1877 el Gobierno toma por su cuenta la emisión circulante de billetes; y continúa el régimen del billete fiscal como expediente financiero durante la guerra con Chile.

El papel moneda de Chile se inicia en 1878 con mucha semejanza al del Perú de 1875. La difícil situación que lleva á los bancos á pedir la inconversión era el producto no sólo de una crisis económica sino también financiera: los bancos se encontraron, como en el Perú, estrechados entre el público y el Gobierno, que se veía forzado á recurrir á ellos para obtener fondos á préstamo. Un año después (1879) se de-

(1) *Garrigós.* Banco de la Provincia.

clara la guerra contra el Perú y Bolivia, y el billete fiscal fué el expediente obligado para proporcionar recursos al Gobierno. La posterior inconversión de 1898 fué ocasionada únicamente por la necesidad de salvar á los bancos de una corrida, como ya lo he explicado; y sin que hubiera en esto la causal financiera de que aquí nos ocupamos.

§ 20. *La causal financiera ha sido amenudo una fuerza gravemente perturbadora del funcionamiento monetario del papel moneda.*—Aquello de que la autoridad haya contemplado en el billete inconvertible, no tanto al instrumento monetario, cuanto al expediente financiero destinado á proporcionar entradas á la Hacienda pública ha sido, sin duda, una poderosa causal de desnaturalización del papel moneda. Esto ha significado la tendencia á graduar las emisiones de billetes, no en atención á exigencias de la circulación, sino para cubrir los *déficits* de la Hacienda pública.

A veces esta influencia perturbadora se ha reducido á límites más ó menos estrechos; pero la historia del papel moneda nos manifiesta casos extremos, de verdaderos abusos del derecho de emitir, como sucedió, por ejemplo, con los *assignats* de Francia, que el Gobierno emitía sin otra taza, y á pesar de su enorme depreciación, que las necesidades de los gastos que tenía que hacer. Este ha sido un ejemplo que se ha citado como típico del peligro que amenaza un papel moneda en manos de un Gobierno que lo convierte en mero instrumento para satisfacer sus gastos.

En el papel moneda americano, esta causal financiera ha sido muchas veces una poderosa fuerza desnaturalizadora de la función monetaria del billete. Voy á citar al respecto el caso de Colombia en su papel moneda de 1885. Se comienza por una circulación de billetes no superior á 4 millones de pesos y en 1890 la emisión había sido elevada á 12 millones; en 1898 era de 34 millones. En seguida viene la guerra civil de 1899 y con ella se inicia para Colombia uno de los períodos más fecundos que había conocido en país alguno la industria impresora de billetes. Día y noche

parece que funcionaban las máquinas litográficas. Terminada la guerra la cantidad emitida pasaba de 638 millones; y poco después llega á 835 millones de pesos, suma colosal dada la población y demás circunstancias del país. El cambio internacional, en los momentos más críticos llegó á oscilar entre 20 y 25,000 por 100.

En general puede decirse que la historia del papel moneda habría sin duda sido mucho menos escabrosa si no hubiera actuado este factor financiero en la regulación de las emisiones de billetes.

§ 21. *La escasez de moneda metálica en la vida colonial y en los primeros tiempos de la independencia americana como factor de influencia en las emisiones de billetes.* — En los primeros tiempos de la vida americana, los metales preciosos, el oro y la plata, eran los productos buscados con más avidez por el comerciante europeo y por los Gobiernos de las Metrópolis de Europa. Su gran valor en pequeño volumen los hacía especialmente aptos para ser transportados por los primitivos medios de comunicación y de transporte terrestres, y para ser conducidos después á Europa en aquellos vajeles á la vela que con tantas deficultades hacían la travesía del Atlántico. Los conquistadores españoles medían la importancia de una región por el oro que producía; á esta razón debió su fama de riqueza la región del Perú, donde se acumularon, entre otros, los enormes tesoros del rescate del Inca.

Las regiones ó pueblos de América productores de oro ó plata, tenían sin duda abundancia del metal noble sobre todo en las épocas en que las minas estaban ricas. Chile fué uno de estos países productores de oro, que conoció períodos de gran abundancia como en el siglo XVI y XVIII y de escasez como en el siglo XVII (1). Las regiones donde no se producía ni oro, ni plata, que eran las más, sufrían por lo regular de gran escasez del metal monetario y de moneda acuñada.

---

(1) *Benjamín Vicuña* —La Edad del Oro en Chile.

En el Canadá en 1738, el Gobierno Francés disponía que se recibiera como monedas los vales llamados "récépissés" de la Compañía de las Indias y prohibía que continuara el empleo de pieles de castor como monedas. A veces fué tal la escasez de monedas en esta colonia que hasta los particulares comenzaron á fabricar billetes (1).

En las colonias inglesas como Massachusetts hasta 1652 el principal medio de cambio fueron las conchuelas llamadas *Wampun*, también se empleó el trigo como tal; y y ambos tuvieron el carácter de *legal tender*. Posteriormente á 1652, se introdujeron las monedas metálicas, pero existiendo siempre una gran escasez de ellas. "En 1675, durante la guerra del Rey Felipe, dice H. White, fué tan grande la necesidad de monedas para el uso público, que se ofreció una rebaja de un 25% en el pago de los impuestos pagados en moneda. Esta rebaja, se la aumentó después á un 50%". En 1654 habían aparecido ordenanzas con penalidades severas, prohibiendo la exportación de la moneda. Ya en 1690 se inició la era del papel moneda, como lo indicamos (§ 16). Es bien conocido el caso de Virginia y Maryland que durante el siglo XVII se sirvieron del tabaco como moneda.

Después de la guerra de la independencia de los Estados Unidos, varios estados, á pesar de los fracasos del papel moneda anterior (*continental money* de 1775), volvieron nuevamente al papel moneda. Parece que en estos casos actuó también como factor de influencia la escasez de monedas metálicas que se dejaba sentir. Refiriéndose á los tiempos cercanos á 1785 dice Mc. Master: "que la moneda llegó á ser de tal manera escasa que muchas personas que

---

(1) «A fin d'obvier à l'inconvenient du manque de numéraire, pour les moindres emplettes, l'on faissait des billets au porteur qui, après avoir circulé pendant quelque temps de main en main, finissaient par revenir à leur auteur» *G. Doutre et E. Lâreau.* Hist. general du Droit canadién, citado por *A. Laporte.* Le probleme monétaire dans nos veillies colonies. París 1908.

en realidad eran enemigas del papel moneda preferían una circulación de billetes depreciados antes que una buena moneda metálica de las cuales rara vez se veía una "much better than a good currency of which they rarely saw a coin" (1). En el párrafo 22 trataremos de la tendencia inflacionista como causal de las emisiones de papel moneda que también influyó en este caso.

En las colonias españolas más ricas solía haber más moneda metálica que en las francesas é inglesas, pero en muchas de ellas se producían amenudo difíciles situaciones por falta de monedas. Amenudo en las colonias inglesas y francesas circulaba como única moneda la española, (*el peso*). Aún sucedió á veces que el Gobierno de Francia, que siguiendo la política colonial de la época prohibía el comercio de las colonias con los demás países, permitiera el comercio de ellas con España con el objeto de atraer por medio de él las monedas españolas á sus colonias (1). La política colonial del siglo XVII y XVIII, tan inspirada en las ideas mercantilistas sobre la moneda, tendia por otra parte más á llevarse el oro y la plata de América que á surtir á las colonias con las monedas de la metrópoli. Además la dificultad de medios de comunicación y de transportes hacía que el oro y la plata fueran un producto especialmente precioso para enviarlo á España. Agréguese á esto que la prohibición de exportar los productos coloniales á los diversos países que no fueran la metrópoli, dejaba siempre á las colonias en situación desventajosa para su comercio.

Las colonias como el virreynato del Perú que producían

---

(1) A History of the people of the U. S.—New York, 1893 Vol. I, p. 281.

(1) «Ce commerce est d'autant plus utile, qu'outre qu'il n'y a point d'autre expedient pour introduire de l'or et de l'argent dans les colonies, il procure le débouchement des denrées et des marchandises q'on porte de France aux Iles...» (Mémoire du Roi touchant le commerce avec les Espagnols de l'Amerique, 1727.—*A. Laporte*, obra citada). Se refiere en esto al comercio con España y sus colonias.

bastante oro y plata enviaban á la madre patria la mayor parte del metal producido. Desde 1785 á 1794, la exportación total de mercaderías del Perú á España llega al rededor de 60 millones de pesos y de ellos cerca de 52 millones era plata y oro en moneda y pastas. (*Anales de la Hacienda Pública del Perú.—E. Dancuart.* Lima, 1905). En 1815 en medio de una gran escasez monetaria se recurrió á la emisión de *vales* ó billetes con el carácter de papel-moneda; pero el público los rechazó y cayeron en completo descrédito. Esta escasez de monedas era también escasez de recursos fiscales, de tal manera que el factor falta de numerario ó sea falta de monedas reales de que nos ocupamos en este párrafo iba también muy mezclado con el factor financiero de falta de recursos del Gobierno.

En 1822 se creó en el Perú un Banco de emisión. Dancuart dice al respecto: "El primer Ministro de Hacienda, Dr. don Hipólito Unánue, conociendo bien que el numerario circulante, disminuído cada vez por las exportaciones, era insuficiente para las necesidades del mercado y muy difícil de reemplazarlo, presentó al jefe del Estado las bases de un Banco de emisión... el que abrió sus puertas en 1º de febrero de 1822." Con el billete de este banco de emisión se pretendió desde el principio establecer su circulación y convertirlo en un papel-moneda.

La emisión de moneda de cobre fué también otro expediente análogo al del papel-moneda, tendente á proveerse de monedas y á proporcionarse también recursos fiscales; pues, como lo vimos en el párrafo anterior, el factor financiero de procurarse fondos para cubrir gastos y compromisos del Gobierno, ha sido talvez el generador más fructífero del papel moneda. En el Brasil á la par que las primeras emisiones de billetes se hacía también las de moneda de cobre. En Colombia, según ya lo indiqué, en 1811 junto con el papel se emitió también moneda de cobre.

En la República Argentina, al iniciarse su vida independiente á principios del siglo XIX, había también á menudo escaceses monetarias. Refiriéndose al año 1821, dice A. de

Vedia: "Era tal la escasez de monedas que para los servicios ordinarios de la vida, circulaba una colección ó surtido de pequeños discos de hoja-lata, marcados con las iniciales ó el nombre del emisor"... "Estas contraseñas fueron sustituídas gradualmente en el comercio por billetes particulares, que hacían el oficio de la actual emisión menor, y que como ésta, eran inconvertibles de hecho, pues se mantenían siempre en la circulación, absorbidas por las exigencias de los cambios." En 1820 se había emitido en Buenos Aires unos vales ó billetes. El Banco de Descuentos creado en 1822 tenía entre uno de sus objetos la emisión de billetes para suplir las necesidades monetarias. En 1826, cuando se produce la inconversión del billete, la situación monetaria no había mejorado mucho.

Como lo he observado, este factor de la escasez de monedas marcha muy unido, por lo regular, con el factor financiero de que hablamos ya, referente á escasez de recursos de los gobiernos, pues, por lo regular, donde hay escasez excesiva monetaria hay también estrechez de la situación financiera del Gobierno.

Chile, que, con la corta excepción de la inconversión de billetes de banco de 1865, mantuvo el régimen del bimetalismo hasta 1878, á pesar de ser país productor de plata y oro, sufrió en muchas ocasiones situaciones verdaderamente críticas de escasez de monedas. En 1860, para conjurar una de estas crísis de numerario que venía desde 1856 se habló de adoptar medidas como el derecho de exportación á la plata sellada, la disminución de la ley ó del peso de las monedas de plata y la permisión de la introducción de monedas de plata extranjera (1). Ya en 1873 se dejaba sentir la crísis de monedas metálicas en forma alarmante y esta situación continúa hasta 1878, en que las malas cosechas, la baja del precio del cobre, las perturbaciones de los negocios del salitre, las exigencias financieras, etc., etc.,

---

(1) *Manuel Miquel.* Estudios económicos. Santiago, 1863.

agravaron la situación del mercado monetario y colocaron á los bancos en difícil situación para atender al canje de sus billetes y al pago de sus depósitos.

§ 22. *Corriente de opinión favorable al papel-moneda que suele producirse en los países donde ha existido recientemente este régimen ó bien donde él está implantado y se trata de incrementar las emisiones.*—En los países con papel-moneda, cuando se produce cierta depreciación de él, el alza de los precios suele actuar como una especie de estímulo que fomenta el espíritu de empresa y de especulación. Como el papel-moneda ha nacido, por lo regular, en épocas críticas de escasez de monedas y paralización de los negocios, el contraste de los efectos del papel comparado con los de la moneda metálica suele hacerse por este motivo más marcado. Aparece el régimen de la moneda metálica ante ciertos círculos de hombres de negocio, algo así como sinónimo de restricción y paralización, y el billete inconvertible, por el contrario, aparece como el expediente que viene á facilitar el desarrollo de la vida industrial. Por este motivo los agricultores, los mineros y varias otras clases de industriales suelen convertirse en partidarios del régimen del papel. Cuando se trata de industrias cuyos productos son de exportación, como ser por ejemplo el salitre y cobre entre nosotros, como el café en el Brasil, etc., las bajas del cambio internacional aumentan el precio en papel de los productos, sin que los costos de producción suban en proporción, lo cual eleva á menudo considerablemente las utilidades netas de estas empresas. Ahora, los empresarios de ciertas industrias que venden sus productos en el país, con la baja del cambio, se encuentran por ella protegidos del competidor extranjero, porque no le conviene á éste vender sus productos á un cambio tan bajo. Es lo que ha pasado á nuestros agricultores ganaderos, los cuales se han protegido contra la introducción del ganado argentino con la baja del cambio. (Véase parte II, capítulos VI y VII). Cuando una generación ha sufrido fuertes crísis con la moneda metálica, y en cambio ha visto desa-

rrollarse más los negocios y la prosperidad general con el papel-moneda, suelen, pues, producirse fuertes corrientes en favor de esta moneda.

A esto contribuye la favorable situación que se produce para los deudores, que pueden, merced á las depreciaciones del papel, pagar sus deudas con mucho mayor facilidad y también la no menos favorable situación de los arrendatarios de propiedades rurales á largo plazo, y esto explica bien como puede irse formando el partido de los que, en ciertas ocasiones, prefieren el papel-moneda á la moneda metálica. Además ciertas corrientes de especuladores que buscan el movimiento bursátil y en general el movimiento de los precios de los diferentes valores, suelen también plegarse en favor del papel.

Verdad es que hay también, en todo caso, una contra-corriente de resistencia al papel, pero á veces ésta se hace tan débil que fácilmente es arrollada por la otra.

Estas corrientes partidarias del papel se producen, por lo regular, en pueblos donde existe este régimen monetario ó donde ha existido poco tiempo atrás. En los pueblos acostumbrados desde antiguo á la moneda metálica de curso internacional con todas sus ventajas, no existen estas corrientes de amigos del papel-moneda, sino que por el contrario la implantación de este régimen tropieza casi siempre con algún grado mayor ó menor de oposición en la opinión general acostumbrada á contemplar en la moneda metálica el verdadero tipo monetario, y á temer al papel-moneda como se teme á un expediente peligroso. Ya hemos visto como en algunos casos ha llegado este grado de oposición hasta la repudiación misma del billete.

Cuando el recuerdo de una pasada éra de papel está muy fresca, cuando el régimen metálico ha coincidido con un estado de crísis de valorización de la moneda, la corriente de los partidarios del papel se mantiene especialmente en los primeros tiempos del régimen metálico y se esfuerza por volver nuevamente al papel. Así sucedió en Chile en 1898 cuando se inició la nueva éra del papel-moneda que había

cesado en 1895. En Inglaterra después de 1821 se hicieron también tentativas de volver al papel-moneda.

Cuando se ha tratado de incrementar la cantidad de billetes en circulación en un país con papel-moneda, también ha influído á menudo esta corriente.

En los Estados Unidos desde los primeros períodos del papel moneda colonial se ha podido notar la influencia de este factor. Las corrientes favorables á las emisiones de billetes las encontramos en casi todos los Estados de la Unión. Refiriéndose á la política económica y financiera colonial de Massachusetts, dice Charles H. J. Douglas (1), que el Gobernador Shute, en su mensaje de 1716, aconsejaba que debían tomarse inmediatamente ciertas medidas para mejorar el lastimoso estado del comercio, y se refería con esto al incremento de las emisiones de billetes. Las nuevas emisiones de billetes se emplearían principalmente en darlas á préstamo para el fomento de la agricultura, la pesca y otros ramos de la industria. El argumento que se hacía más vulgarmente en favor de las nuevas emisiones de papel-moneda era que el pueblo necesitaba tener algo para pagar las contribuciones.

En Carolina del Sur en 1719 el pueblo depuso al Gobernador propietario, porque no quería consentir en una emisión de papel y el Rey toleró este acto de insubordinación con el propósito de mantener su propia autoridad en la provincia (2). Un escritor americano de aquella época que recuerda H. White decía: "All our paper-money making legislatures have been legislatures of debtors, the representatives of people, who for incogitancy, idleness and profuseness have been under the necessity of mortaging their lands." El hecho de realizarse préstamos á los particulares con los billetes emitidos, especialmente á los agricultores, hacía también que los favorecidos con estos empréstitos fueran partidarios de la política del papel-moneda.

---

(1) The financial history of Massachusetts.

(2) *H. White.*—Money and Banking, pág. 121.

Siete Estados de la Unión (Rhode Island, New York, New Jersey, Pennsylvania, las Carolinas y Georgía), vuelven al papel moneda á impulsos de un gran partido que lo pide. Los partidarios del papel-moneda, triunfan en las elecciones de los cuerpos legislativos y vencen por lo regular á los opositores. En 1775 el Senado rechaza una emisión de billetes y esto aumenta la indignación del pueblo, hasta que en Noviembre del mismo año, se presenta una solicitud pidiendo papel-moneda, la cual solicitud venía de Baltimore, firmada por más de novecientas personas. Refiriéndose á este caso, dice Mc. Master: "The troubles, it was said, which afflicted the State were not be curèd by building up manufactures, by encouraging commerce, by passing navegation bills. These were the things which made the troubles. The true panacea was paper money. From the very day on which the bills began to issue from the Treasury the burden of taxes would grow lighter, debts be discharged with ease, arts and commerce flourish, and the faces of all men wear a contented expression." (1)

De esta manera, pues, y aún estando frescos los fracasos de desvalorización del papel, había en los Estados Unidos, en muchas ocasiones, durante los primeros tiempos de su vida, una buena corriente de partidarios del papel-moneda impulsada principalmente por los interesados en préstamos que se hacían á los particulares.

El siguiente período del papel-moneda de los Estados Unidos fué el de la guerra de secesión (1861-1879) y en él, á consecuencia especialmente de la depreciación del billete, y de los graves efectos que produjo el alza del cambio que vino después, se formó la corriente de los llamados *inflationist* ó *greenbackers*, que fueron los partidarios del papel y enemigos de las reformas de conversión, que encarnaban la política de contracción monetaria que producía un estado de crísis.

En Chile hemos tenido la corriente llamada de los "pape-

(1) «History of the people of the U. S.»—Vol. I., p. 282.

leros" ó partidarios del régimen del papel moneda que se formó especialmente al iniciarse las reformas llamadas de la conversión del billete, que se llevaron á efecto desde 1892. Esta operación, como la de los Estados Unidos de 1879, produjo una restricción de alza del valor de la moneda tanto más grave aquí, cuanto que lejos de estar el país en un período de gran prosperidad como en que se encontraban los Estados Unidos, estaba Chile postrado en una gran crísis. La reforma de conversión se llevó á efecto; triunfó el partido llamado de los "oreros" que se encontraba firmemente apoyado por el Gobierno. Tres años después, ó sea en 1898, se produjo una grave corrida á los bancos en Santiago, como lo espliqué (§ 13), y para salvarlos se resolvió recurrir nuevamente al papel-moneda. Pues, bien, en esta ocasión, la corriente ó partido de los "papeleros", que estaba perfectamente compacta todavía, recibió con aplausos la vuelta al papel-moneda. Se atribuía todos los males de la crísis á la moneda de oro, y los agricultores y mineros que pasaban por un período duro, esperaban encontrar su salvación en una nueva éra de papel. Aquí, como en los Estados Unidos, en ciertos períodos se llamó "usureros" á los partidarios de la moneda metálica.

Viene en seguida la liquidación de la crísis, y en 1904 se encontraba Chile en plena prosperidad. Los partidarios del papel atribuían el bienestar económico al papel-moneda, y cunde tanto esta idea que, á propuesta del Gobierno mismo, en el cual había hombres muy caracterizados de la corriente llamada de los "oreros", estimándose insuficiente la emisión existente de 50 millones de pesos, se la incrementó en 30 millones más, con el solo propósito de proveer al comercio y á la industria del circulante monetario que necesitaba, dada la expansión que tomaban los negocios con la prosperidad de la situación. No hubo en este incremento de la emisión causal alguna financiera. Es verdad que el país necesitaba más moneda, pero como el cambio estaba casi á la par habría sido una espléndida ocasión para entrar á la moneda de oro ó bien para establecer la caja de con-

versión. Se produjo después la baja del cambio y el alza de los precios en medio de un período de especulación, y entonces se manifiesta en Chile el mismo fenómeno que en otras partes en casos análogos: para mantener los negocios que parecen decaer por falta de circulante se piden nuevas emisiones de billetes, y á medida que la depreciación aumenta y con ella sube el nivel de los precios, crecen también las exigencias de billetes. Así vinieron los posteriores incrementos de las emisiones de 1906 y 1907.

En la República Argentina en el período del papel-moneda que se inicia en 1885 vemos también incrementarse las emisiones en nombre de "las necesidades legítimas del comercio y de la industria". "Se decía entonces: 70 millones de emisión es poco para las necesidades circulatorias de nuestro país. El prospera debido en gran parte al uso del crédito, no debemos, pues, limitarlo colocando á los bancos en la imposibilidad de llenar los pedidos de que son objeto".

"Y si bien en teoría se hablaba de necesidades legítimas, en la práctica era difícil sino imposible, deslindar lo legítimo de lo ilegítimo; al lado del comercio y de la industria se iniciaba el agio y la expeculación como consecuencias fatales é inevitables de la inconversión de nuestra moneda" (1).

En Colombia pudo también observarse la existencia de este "inflacionismo" aún en medio de la gran desvalorización del billete. "Entre los males del papel-modeda debe contarse su incontinencia, que lo hace tanto más escaso, cuanto más abundante por la insaciable carestía que fomenta. Aunque parece extraño que haya quienes deseen este azote, las continuas emisiones, alzando los precios, procuran á ciertos negociantes y banqueros, grandes ganancias, por la venta de productos obtenidos á antiguos precios. Ello explica por qué sienten *que el dinero escasea* y piden que se emita más" (2).

(1) *José A. Terry*. La crísis 1885-1892.

(2) *Antonio José Iregui*. Curso teórico Práctico de Economía Política. Bogotá, 1905.

Este fenómeno del sentir que el billete *escasea*, y esta sensación de falta de monedas no es sólo un fruto de la avidez inflacionista de los partidarios del papel. Es en gran parte un efecto real producido por el papel-moneda. Cada crisis remediada con nuevas emisiones engendra á su vez la siguiente crisis, y vuelve nuevamente á requerirse otra emisión; así como sucede á los morfimanos que provocan su crisis con el narcótico y encuentran también en él su alivio. (Véase § 60 y 61).

§ 23. *El efecto del precedente establecido con los primeros casos del papel moneda.*— Si los primeros casos del papel-moneda tuvieron que producirse al calor de factores especiales que impulsaron á los Estados á entrar por las vías de una reforma monetaria tan ajena á las ideas corrientes sobre la moneda y sobre el buen sistema monetario, como era la del papel-moneda, los casos posteriores, que se producían después de los ensayos de otros países ó del mismo país en otra época, venían ya con mucho más facilidad. Desde luego los hombres de Gobierno, al elucubrar respecto á los expedientes financieros de que pudieran echar mano en las situaciones críticas, contaban entre ellos el papel-moneda, ó sea á la posibilidad práctica de implantar un sistema monetario con nuevos billetes de curso forzoso emitidos, ya fuera por el Gobierno mismo, ya fuera por los bancos. La ciencia de la Hacienda Pública indicaba ya al billete inconvertible, como un expediente autorizado por la historia.

Refiriéndose al primer papel-moneda de Massachusetts, dice H. White, que el éxito aparente que tuvo como expediente financiero lo hizo jeneralizarse por todas las colonias. "It spread to the oder colonies like an epidemie".

Cuando en 1826 se declaraba la inconversión de los billetes del Banco Nacional en la República Argentina, el ejemplo del período de papel-moneda de Inglaterra parece que se tuvo muy presente. Apoyando la medida propuesta decía entonces el Ministro ante el Congreso: "Esta no es una resolución nueva; aquí nada hay inventado; es lo que

han hecho Gobiernos que debemos respetar, por su ilustración y sabiduría en estas materias y por los efectos que han producido en ellos medidas de esta clase, en circunstancias menos difíciles que las nuestras; y esto no causa el descrédito del país que las adopta, antes al contrario, medidas semejantes y en circunstancias tales, sirven para afianzar el crédito, como sucedió en la Gran Bretaña. También allí se dedujeron las dificultades que hoy se apuntan, mas el poder é influencia del Ministro Pitt forzó la opinión y triunfó de la oposición; y á la verdad que muy luego tuvieron que confesar todos la previsión con que el Ministro había exigido del Parlamento aquella medida, y hasta hoy la historia y los escritores nos han transmitido todas las ventajas que resultaron de ella". (1)

La memoria del Ministro de Hacienda del Perú del año 1822, explicando cómo se produjeron las circunstancias que impulsaron al Gobierno á establecer el banco de emisión cuyos billetes fueron repudiados por el público, decía: "Ni las rentas públicas, ni la economía en los sueldos de Hacienda, ni los recursos extraordinarios que se presentaron, fueron suficientes para satisfacer los gastos que crecían día á día..... *En tales circunstancias no quedaba otro camino que seguir que el que nos han señalado las naciones ilustradas en iguales apuros. Es decir, la creación de un Banco de papel-moneda, que supliese el dinero que faltaba*". (2)

En los casos posteriores del papel-moneda americano, es decir en los de la segunda mitad del siglo XIX, el conocimiento de los precedentes europeos sobre el papel-moneda era mucho más completo en los altos círculos de los estadistas que influían en el Gobierno de las diferentes Repúblicas. Así por ejemplo el caso de Inglaterra fué muy comun-

---

(1) A. *de Vedia*. El Banco Naconal. pag. 203.

(2) Anales de la Hacienda Pública del Perú. *P. Dancuart*, Lima 1905. Vol. I.

mente citado como precedente en el papel-moneda norte americano de la guerra de secesión en 1861.

En 1865 cuando sobrevino la guerra con España, se autorizó en Chile la primera inconversión de billetes de banco; y ya por aquella época nuestro Gobierno conocía muy bien los precedentes europeos sobre el Papel-moneda. Era consultor del Ministerio de Hacienda el conocido economista francés Courcelle Seneuil. La segunda época de inconversión de billetes de banco se inicia en 1878 y ya el papel-moneda era tenido como un expediente financiero autorizado por la experiencia y por la ciencia en situaciones difíciles.

Y así como el ejemplo de los casos de papel moneda ha constituído un precedente cuyo recuerdo ha llevado posteriormente á los pueblos á la repetición del sistema, así también ha sido á menudo necesario que la maza del pueblo y los hombres de negocio hayan olvidado los fracasos y cataclismos que en otras ocasiones ha producido el billete inconvertible, para aceptarlos nuevamente con la dosis de confianza necesaria. El historiador americano Ramsay, comentando una ley de la legislatura de Carolina del Sur sobre emisión de billetes inconvertibles, observa que en la época de la revolución de la independencia de los Estados Unidos, se había casi borrado el recuerdo de los grandes fracasos que hacía cuarenta años se había experimentado con la desvalorización del papel-moneda colonial. En el intervalo de estos cuarenta años vinieron las nuevas generaciones que no habían sido testigo de los acontecimientos de antes. "La tradición era obscura; la historia callaba; los periódicos no daban informaciones y rara vez se hacía referencia á las memorias oficiales de aquellos tiempos. Por tales causas los Carolinos de 1776 tenían muy escasos conocimientos de lo que sus antepasados habían hecho en 1736 ó en 1719" (1). Efectivamente, después de un fracaso de desvalorización del papel-moneda, como habían sucedido

(1) Story on the Constitution.

en los Estados Unidos, una generación queda quisquillosa y ofrece un medio seguramente bien malo para rodear de la confianza necesaria á una nueva emisión de papel-moneda. Así como los casos de una circulación más ó menos regular del billete inconvertible, como lo fueron el de Inglaterra (1797-1821), los de Francia (1848-1850) y posteriormente (1870-1878), Chile 1865, etc., etc., han podido ser precursores de nuevos períodos de papel-moneda, en cambio los fracasos de los *asignados* franceses, de los billetes del *sistema Law*, de las emisiones de Colombia, de la repudiación de billetes en el Perú y en el Uruguay, etc., han sido un obstáculo para repeticiones posteriores del papel-moneda. Ha habido países en América y los hay al presente, en donde aunque el Gobierno quiera recurrir al expediente del papel-moneda, no puede hacerlo porque el público recibe al billete con tal desconfianza ó mejor dicho lo repudia de tal manera que no se hace posible la circulación de él, y se hace forzoso el volverlo á retirar, si se ha emitido, como ha sucedido en el Uruguay. Hoy por hoy, en países como el Perú en donde permanece fresco el recuerdo del fracaso por desvalorización del papel-moneda de 1887, sería sumamente difícil que el Gobierno pudiera hacer circular una nueva emisión de billetes inconvertibles.

§ 24. *El papel-moneda como derivado de la moneda de plata.—Casos de España y Austria.*—Como caso típico al respecto tenemos el caso de España. En el año 1868 el Gobierno español acordó adoptar el sistema monetario de la Unión Latina; pero sin, por esto, entrar á formar parte de ella. Se acordó que la unidad monetaria fuera la *peseta*, exactamente igual al *franco*, que en el régimen bimetálico del oro y la plata correspondía á la relación de 1 á 15½ entre ambos metales. Como correspondía al régimen bimetalista de entonces, la acuñación de monedas de oro y la de plata era libre; y el Estado acuñaba gratuitamente. Sólo la acuñación de moneda divisionaria era limitada.

Pasa el año 1870 y con él, tras la guerra franco-prusiana, la baja del precio de la plata se pronuncia cada día más

marcadamente. La Unión Latina acordó entonces, para no verse completamente privada de sus monedas de oro, limitar la acuñación de las monedas de plata; lo que en la realidad práctica equivalía á dejar al oro como la base del sistema monetario, como la única moneda de acuñación libre é ilimitada. España que en 1868 había adoptado las monedas de la Unión Latina, en 1874 y 1875 no adoptó la reforma que acordaron los países de la Unión para mantener al oro como base monetaria de la circulación. El resultado de esta política monetaria no se dejó esperar: el oro emigró de la circulación monetaria española y quedó como única moneda metálica de acuñación libre la moneda de plata. En el hecho práctico era el monometalismo de la plata como padrón monetario. En 1873 se suspendía la acuñación de monedas de oro por falta de oro.

Desde 1876 se suspendió la libre acuñación de monedas de plata para los particulares, i se declaró este derecho por cuenta del Estado, con lo cual ya no continuó adelante el padrón de la plata propiamente tal. No era ya la plata como substancia la que iba á guiar al valor de la moneda española, sino que ésta consistía ahora en una moneda de plata fabricada únicamente por el Estado. Esta disposición se sancionó definitivamente por la Real Orden de 1878 que suspendió definitivamente la libre acuñación de las monedas de plata y dejando esta facultad al Gobierno el cual sería, en adelante, el único en poder suministrar pastas de plata á la Casa de Moneda. (*Gil y Pablos. La moneda y los cambios*).

El Gobierno, aprovechando las ventajas de la emisión de monedas de plata, aumentó las acuñaciones, como puede verse en el cuadro que doy en la parte II. Sólo en 1900 suspendió el Gobierno definitivamente estas acuñaciones de monedas de plata.

Desde que se suspendió la libre acuñación de las monedas de plata el sistema monetario español dejó de ser el padrón de plata propiamente tal. La moneda circulante de curso legal era la de plata de acuñación limitada; y además exis-

tía el billete del Banco de España, que, no habiendo otra moneda metálica de curso legal que éstas de plata, era solo convertible en ellas.

Era un sistema en el cual el valor en oro de la unidad monetaria (la peseta de plata) era superior el valor de su contenido metálico de plata. *Era un regimen, como se le ha llamado ya, de papel-moneda de plata* y combinado además con el billete del Banco de España.

El cambio internacional que en 1871 llegó á tener más de un 4% de premio en favor del oro, como puede verse en el cuadro estadístico de la parte II, á partir de 1875 volvió á colocarse casi á la par de la *peseta oro*. En realidad esta especie de papel-moneda de plata que tenía la España tenía por tipo par de la unidad monetaria la *peseta* oro, puesto que este era el sistema adoptado por la Unión Latina á la cual había copiado España su sistema monetario. Era natural suponer que la política monetaria española tendería en el futuro á imitar, aunque tardíamente, las evoluciones de la Unión Latina. En 1876 el Gobierno declaró que cuando "juzgara que había bastante moneda de oro, se dispondrá que no será obligatorio recibir en pago más de 150 pesetas plata". (Gil y Pablos). Esta era ya una manifestación clara del propósito de ir al régimen de oro como lo había hecho la Unión Latina. Después de 1891 se aumentaron mucho más las acuñaciones de monedas de plata y las emisiones de billetes; vino la guerra con los Estados Unidos y el premio del oro incrementó bastante.

Este caso de España tiene algunas analogías con lo que sucedió en Austria en 1878. En la parte II, (§ 42) refiero con detalle este caso de Austria. Me bastará recordar aquí que, cuando sobrevino la depreciación de la plata, el Gobierno austriaco, en vista de la invasión de esta moneda y de la baja del cambio, suspendió la libre acuñación de monedas de plata, quedando el sistema monetario compuesto de la moneda de plata de acuñación limitada y del billete del banco y aún de billetes del Estado. En el caso español no había billetes del Estado. Era el austriaco, pues, un pa-

pel-moneda de plata y billetes, que se diferenciaba del papel-moneda español de 1868 en que el de Austria no correspondía á moneda alguna de oro, al paso que el de España correspondía prácticamente, como hemos visto, al franco oro de la Unión Latina.

En todo caso ambos sistemas el de España y el de Austria descendieron del sistema monetario de la plata al momento de suspender estos países la libre acuñación de este metal, sin adoptar á la vez la moneda de oro, como lo han hecho los países que han pasado de la plata al oro.

La sola suspensión de la libre acuñación de la plata derogaba el padrón de la plata y tenía por objeto conseguir que el valor de la moneda acuñada de plata pudiera así ser mayor que el valor del contenido metálico de ella, lo cual equivale al concepto del papel-moneda. Pero este ha sido un papel-moneda cuyo valor en el cambio internacional no ha podido bajar más allá del valor que representaba intrínsecamente la moneda de plata. El papel-moneda de mero billete inconvertible, ha podido bajar hasta la completa desvalorización; el papel-moneda de plata ha tenido un tope para su desvalorización en el valor mismo de la plata que contenía.

Además este papel-moneda de plata, instituído por la sola suspensión de la libertad de acuñación, se ha establecido sin que el público casi se dé cuenta de ello, pues, han continuado circulando, en las mismas condiciones que antes, las mismas monedas de plata que siempre habían existido. En estas condiciones se comprende que no ha podido producirse ningún movimiento de desconfianza ó resistencia al establecerse la circulación de este papel-moneda.

# PARTE II

## VIDA DEL PAPEL MONEDA

### CAPITULO I

#### CONDICIONES DE CONFIANZA PARA LA CIRCULACIÓN MONETARIA DEL BILLETE

§ 25. *El carácter de promesa de pago ó sea de subrogación meramente temporal de la moneda metálica, con que se ha revestido al papel-moneda, sirve de medio de introducción del billete inconvertible en las funciones monetarias.*—Desde tiempos bien remotos el oro y la plata han desempeñado las funciones monetarias, y al implantarse el régimen del papel-moneda, el prestigio monetario de los metales nobles, lejos de haberse perdido, continuaba en aumento. En ninguna parte, que yo conozca, del mundo europeo y americano, se ha instituído jamás un papel-moneda que se le establezca como un sistema monetario especial, porque se haya producido el convencimiento de que puede existir una circulación monetaria compuesta exclusivamente de billetes y del todo desligada de la moneda metálica. En otros términos, podemos decir que los que han instituído

el sistema del papel-moneda, han creído, por regla general, que la verdadera y propia moneda era la metálica, y que la circulación de billetes sólo podía realizarse por cuanto estos representaban á la moneda metálica ó sea por cuanto envolvían la promesa de un pago futuro en metálico. El papel-moneda no se ha debido en ningún caso al descubrimiento ó á la inventiva de algún sabio ó estadista que haya demostrado la posibilidad de la existencia de un sistema monetario compuesto exclusivamente de billetes inconvertibles. Se consideraba, como he indicado, que el billete de banco convertible era algo así como los cheques y otros instrumentos de crédito, un mero pagaré á la vista y al portador ó sea un mero subrogado de crédito de la moneda metálica y al billete inconvertible sólo se le concebía como otra subrogación á más largo plazo de la moneda metálica.

Se ha llamado al papel-moneda circulación *fiduciaria* (*fiduciaire*), por cuanto se ha considerado que su valor descanzaba en la confianza ó sea en el crédito que inspiraba su carácter de pagaré ó promesa de futuro reembolso en metálico. Se le ha considerado por igual motivo como *una deuda pública ó sea del Estado*, una deuda interna por la cual no se paga intereses; y también se le ha llamado *empréstito forzoso* á diferencia de los demás usuales que serían empréstitos *voluntarios*.

Al iniciarse el régimen del papel-moneda, muy frecuentemente se ha acordado plazos cortos para el restablecimiento del futuro régimen metálico; y de esta manera se acentuaba mejor el carácter de pagaré ó promesa de pago con que se revestía á los billetes al lanzarlos á la circulación monetaria. El público acostumbrado á considerar á la moneda metálica como la única y verdadera moneda, podía así contemplar en el régimen del papel-moneda una subrogación temporal y pasajera de la moneda metálica. Cuando en 1797 se inicia el papel moneda en Inglaterra dominaba la ilusión de que se trataba de una situación tan transitoria que apenas duraría pocos meses: la primera *acta* del

parlamento daba al Banco de Inglaterra un plazo de cincuenta y dos días para volver á la conversión de sus billetes y dos días antes de la expiración de este plazo hubo de prorrogársele por otro breve tiempo y así se le prorrogó hasta 1821. Refiriéndose al período de papel moneda de Grecia que se inicia en 1877 dice R. G. Levy (1) "Pendant la première partie de cette période, qui s'étend jusqu'au 31 Decembre 1884, le régime du papier-monnaie fut consideré comme devant cesser rapidement; les divers cabinets qui se suivirent, inscrivirent à leur programme la reprise des paiéments en espéces....." El papel-moneda del Portugal, que nace en 23 de Mayo de 1846 con la declaración de inconversión y curso forzoso de los billetes del banco de Lisboa, se decreta por el sólo plazo de tres meses. Expirado en Agosto este primer plazo se le prorrogó por cuarenta días más. En seguida volvióse nuevamente á prolongarlo hasta el 31 de Diciembre y queda después indefinidamente establecido, hasta que en 1847, en vista de la depreciación de los billetes, se les quitó el carácter de moneda, convirtiéndolos en papeles de crédito pagaderos en ciertos plazos.

En general puede observarse que cuando el papel-moneda se ha instituído por la inconversión de los billetes de banco, al iniciarse el régimen de inconversión, se ha considerado esta como una situación transitoria, ó sea como una suspensión por corto tiempo de la obligación de convertir el billete á la vista. Refiriéndose á la República Argentina dice el doctor Terry: "La inconversión de 1826 fué decretada hasta tanto se estableciera el Banco Nacional, es decir, por días, lo que no impidió que continuara hasta 1867. La inconversión de 1885 fué por dos años que se han transformado en catorce, (*"Cuestiones monetarias". Buenos Aires, 1899, pág. 30*). El papel-moneda que se inicia en Chile con la inconvertibilidad de los billetes bancarios en 1878, se autorizó por un año y dos meses después se prolongó dicho plazo; sobrevino la guerra del Pacífico

(1) Banques d'emission

y el papel moneda duró hasta 1895. En el Brasil el papel-moneda desciende del billete del primitivo *Banco do Brazil* que después pasó á tener la responsabilidad del Estado. Se inicia en la circulación con el carácter de una medida meramente transitoria "e sem que houvesse, nem da parte do legislador, nem da parte do Goberno, o pensamento de emitir o papel para ficar na circulaçao, como moeda de curso forçado" (*A. Cavalcanti. Omeio circulante. Rio de Janeiro 1893*). Sólo en 1835, después de 15 años de circulación de un papel moneda en el hecho, vino la ley á darle el carácter definitivo del curso legal que ha mantenido hasta 1906.

De esta manera la declaración de inconversión de los billetes de banco se ha presentado como una medida temporal y pasajera, como una especie de paréntesis en la conversión á la vista del billete. Y esta medida ha sido recibida con tanta mayor confianza cuanto mayor ha sido el crédito de que ha gozado el Banco emisor ó el Gobierno, si él garantiza la operación.

El papel-moneda del Estado, ha constituído también en sus orígenes, por lo regular, una especie de *vale* ó pagaré del Estado, como fueron los primeros billetes de Massachusetts en 1690, y los del Canadá de 1685 y varios otros que, como he indicado, han tenido lugar en los primeros pasos de la vida americana. Igual carácter de vales representantes de la moneda metálica por la cual se ofrecía futura conversión, tuvieron los billetes de estado de 1861 en Estados Unidos. Nuestro *billete fiscal*, emitido como expediente para la guerra del Pacífico ha sido considerado como un vale ó pagaré del Estado, é igualmente el billete que constituye el actual período de papel-moneda de Chile emitido en 1898.

*En general puede decirse, bajo el aspecto histórico, que el crédito ó sea la confianza que han inspirado las promesas de un futuro reembolso del billete, ha actuado como un factor poderoso para vencer las resistencias que de otra manera habría tenido el billete, al pretenderse establecer su circulación en un pueblo acostumbrado á considerar á la mone-*

*da metálica como el verdadero y único tipo de la moneda.*

La moneda necesita ser aceptada por el público ó sea ser apreciada; y por esto es que requiere en su favor ciertas raíces psicológicas. Ese fetichismo ciego con que el público estima al oro, porque lo considera algo así como el prototipo del valor, es precisamente la fuerza más importante de su valor monetario; y mientras no falle esta fuerza, bien podrían fallar todos los usos industriales del oro sin que fallase su valor.

En el proceso de la institución monetaria del billete, como éste por su substancia no tiene valor alguno, y como se lanzaba en una civilización que atribuía el supremo valor monetario á los metales nobles, de aquí es que para darle un valor inicial se le revistiera con el carácter de pagaré redimible en la moneda metálica. Y de esta manera el carácter de subrogado temporal de la moneda metálica ha sido el puente por el cual ha penetrado el papel en los canales de la circulación, ha sido la forma con que ha vencido las resistencias psicológicas que de otra manera habrían sido insuperables.

Si teóricamente es del todo exacto que un papel moneda sin promesa alguna de reembolso y emitido sin abuso puede, de por sí, servir las funciones monetarias, el público que no entiende de teorías, no habría aceptado la circulación de un tal papel.

En la realidad se ha producido con esto del carácter de pagaré una especie de mistificación ó sugestión engañosa de la opinión pública, pero al fin de todo ha constituído una fuerza psicológica importante para la aceptación voluntaria del billete, condición indispensable para su funcionamiento monetario; se le recibía con su carácter de pagaré y se le empleaba en cambio como moneda, así como los niños reciben con gusto las píldoras medicinales por la substancia azucarada que las envuelve; y así el fetichismo del oro quedaba satisfecho con la mistificación del carácter de pagaré del billete (1). Con razón dice M. Ansiaux "Un instrument d'échange n'a, en realité plein pouvoir libera-

toire, que s'il a une base profonde dans la psicologie de la société que l'utilice. Cette base, nous ne l'appellerons point la confiance le mot et trop faible, mais la *croyance*".

Las funciones monetarias son de aquellas que no deben ser impuestas en contra de la voluntad pública, pues es inútil que la ley recurra á las más severas penas, como lo vemos en los casos de rechazo público del billete del Uruguay, Perú, etc., pues, á pesar de la ley, se produce la desvalorización. I esta perturba la circulación regular del billete inconvertible.

Si al establecerse el régimen del papel moneda en un pueblo acostumbrado al metal, se declarara que se emitía el billete para establecer indefinidamente su circulación, aunque se tratara de argumentar con acopio científico la posibilidad del nuevo régimen monetario, á pesar del curso legal del billete, si no se contara con la aceptación pública, se produciría la desvalorización y el rechazo del papel, lo lo cual perturbaría grandemente su funcionamiento y produciría conflictos con el Estado. En cambio ha bastado, para armonizar las voluntades, el revestir al billete de un *inocente* carácter de pagaré para ser pagado cuando y cómo las circunstancias lo permitan.

Cabe preguntar ahora si habría sido posible la institución de un papel moneda que no revistiera el carácter de pagaré ó sea de subrogado temporal de la moneda metálica. Puede afirmarse que ha sido sin duda teóricamente posible que un Estado, con la sola fuerza del prestigio de su autoridad, con el imperio de la ley que dá el carácter del curso legal, y con la admisión en arcas fiscales en pago de contribuciones, hubiera podido instituir una circulación monetaria de billetes inconvertibles. Como lo veremos después (§ 42), el billete ha podido circular en ciertos casos sin revestir el carácter de representante de moneda metálica alguna. ¿Por qué habría de ser imposible que desde su origen pudiera nacer así el billete? Si la autoridad emisora fuera capaz de producir la *confianza* necesaria, bien podría concebirse á un papel moneda que no revistiera, desde su

origen, el carácter de pagaré. En la realidad histórica del régimen del papel moneda europeo y americano, como se ha tratado de pueblos acostumbrados á estimar especialmente á la moneda metálica, el billete ha revestido en la generalidad de los casos el carácter de pagaré, por lo menos al iniciar su curso, porque de otra manera habría sido bien difícil producir la *confianza* necesaria para su correcta circulación monetaria.

§ 26. *La fuerza de la autoridad ha sido impotente para implantar la circulación monetaria regular del papel moneda, cuando no ha existido el grado necesario de confianza.*—Por grande que haya sido la potencia material de la autoridad del Estado que dicta la ley y dispone de la fuerza, no lo ha sido hasta el punto de poder siempre penetrar en el santuario del alma y modificar el sentimiento de la atribución del valor, esta fuerza psicológica tan poderosa de la vida económica. Cuando el público ha repudiado un billete inconvertible, porque le inspiraba un alto grado de desconfianza, ha sido inútil que la autoridad haya pretendido recurrir á la fuerza para imponer su valorización. Esta atmósfera de desconfianza ha subido á veces hasta el punto del rechazo ó repudiación del billete por el público. En estas condiciones, si la contratación en otra clase de monedas se encuentra permitida, el billete inconvertible queda desmonetizado en medio de la desvalorización producida por el rechazo público del billete.

Si el Gobierno no permite la contratación en otra moneda y continúa cobrando sus impuestos en el papel depreciado y repudiado, la circulación monetaria se mantiene en condiciones irregulares; y en muchas ocasiones se han producido graves protestas del público que han obligado á los Gobiernos á abandonar el intento de mantener el billete repudiado.

La circulación de la moneda metálica, como sucede hoy con el oro, sea cual sea el contenido intrínseco de metal fino de ella, siempre se ha operado en forma voluntaria, porque ella ha contado siempre con el elemento psicológico

de los favores de la opinión. Su valor ha podido ser mayor ó menor pero siempre ha existido. Podrá haber protestas contra una autoridad que cercena el contenido de metal fino de las monedas, pero la moneda fabricada encuentra siempre su grado de valorización en el movimiento circulatorio de los bienes. Con el papel-moneda no ha sucedido igual cosa, pues cuando el disfavor ó desconfianza de la opinión ha llegado á un cierto grado, su circulación monetaria se ha hecho muy difícil y muy irregular, porque nadie quiere recibirlo en pago. Si la ley puede imponerlo como medio de pago de las deudas contraídas, á pesar de las protestas del acreedor, en cambio no es igualmente fácil imponerlo á los que hacen operaciones de compra-venta ú otras de crédito. El que tiene, por ejemplo, una propiedad no la venderá jamás para que le sea pagada en semejante moneda que él rechaza, ni hará en ella contratos de arrendamiento. El comerciante no venderá á crédito su mercadería por tal moneda. De esta manera, á pesar de las disposiciones de la ley, á pesar de las penas, consistentes en multas ó prisiones, la fuerza de la autoridad se ha hecho impotente para impulsar la circulación regular del billete allí donde el público lo repudia por desconfianza. En estas circunstancias, tan pronto como el Gobierno permite la contratación en otra moneda, el público abandona del todo el papel-moneda, el cual queda de hecho desmonetizado.

El término *curso forzoso* que ha tenido su explicación histórica en aquello de que la ley parece, en este caso, *forzar* la circulación del billete, en la realidad económica no se diferencia sustancialmente del término *curso legal*.

Veamos ahora algunos casos históricos que nos han servido de base de estudio en este punto.

Ha sido muy común en la antigua legislación sobre el papel-moneda aquello de establecer severas penas para castigar con ellas á los que no recibieran los billetes en pago, pero esta Terapéutica penal jamás ha dado resultados, cuando el público repudia un billete que le inspira absoluta desconfianza.

En los Estados Unidos encontramos estas penas desde los primeros tiempos. Como ejemplo podemos citar la siguiente resolución del *Pennsylvania Commitee of Safety*, en tiempo de los llamados *continental bills*, en 1777: "Resolved that any person who shall refuse to take continental currency in payment of any debt or contract whatsoever or for any goods or commodity offered for sale, or shall ask a greater price for any commodity in such continental currency than in any other kind of money or specie shall for the firts offence be considered a dengerous memberof society and forfeit the debt or goods contracted for, to the person who contracted for the same, and shall moreover be subject to a penalty of five pounds, etc, an for the second offence, they shall be subject to the afore mentioned penalties and be banished this state to such place and in such manner." A pesar de todos los recursos de la ley penal, según lo observa Laughlin (1), los tales billetes continentales se desvalorizaron completamente.

En Colombia durante la guerra de la independencia la situación del nuevo Gobierno era muy crítica por la guerra misma y por la falta de recursos fiscales. En 1811 el Gobierno revolucionario republicano decretó una emisión de papel-moneda, en garantía de la cual se hipotecaron ciertas rentas y se disponía cierto sistema de amortización. Pero nada de esto se efectuó y los billetes sufrieron una gran depreciación. La ley estableció la pena de perder el duplo del valor del vale ó vales que se negaran á recibir. A pesar de las penas estos billetes sufrieron un "casi absoluto desprecio, pues nadie los quería recibir en aquellas circunstancias peligrosas para el Gobierno Republicano que lo había emitido" (2).

Durante el curso forzoso del Portugal en 1846, el decreto de 14 de Noviembre castigaba con multas de 50 á 500 mil reis al que reusare recibir el billete y al que pidiese un pre-

(1) The Principles of money.

(2) *Restrepo.*—Hist. de la Revolución de Colombia.

ño por el oro. Además declaraba nulos todos los contratos que estipulaban otra clase de monedas. Pero nada de esto detuvo la depreciación del billete (1).

El decreto supremo que disponía la circulación de billetes del Banco establecido con el objeto de emitir por el Gobierno del Perú en el año 1822 disponía lo siguiente: "3.° Todo el que rehusare admitir el papel-moneda incurrirá en la pena de pagar 10 tantos más de su valor, aplicables, la mitad al tesoro público, y la mitad al denunciante." (Dado en el palacio del supremo gobierno en Lima á 7 de febrero de 1822). A pesar de estas disposiciones penales el billete fué repudiado por el público y hubo de retirársele. El propio Ministro de Hacienda en su memoria del año 1822, dice refiriéndose á este hecho: "Mas este pueblo no acostumbrado á otras monedas que las de oro y plata que nos dan los cerros, clamó por su extinción cuando aún no pasaban los billetes emitidos del valor de 400,000 pesos, que de cuenta del Estado y particulares corrían en este numeroso vecindario. S. E. el supremo delegado, se vió en la necesidad de oír sus clamores, y de ordenar por suprema resolución de 13 de agosto, se suprimiera el papel-moneda, sacrificando á este objeto los pocos ingresos de la renta del Tabaco y parte de los de la Aduana."

Siete años antes en el mismo Perú, (1815) el Gobierno había emitido unos vales también con el carácter de papel-moneda y el público los había también rechazado, produciéndose la desvalorización de ellos (2).

El Uruguay nos ofrece casos típicos al respecto del rechazo del billete por el público. Por ley de 1865 se permitía el establecimiento de bancos de emisión de billetes pagaderos en oro. En 1868, en medio de una gran crísis que se produjo en la República del Uruguay, se declara la inconversión de los billetes de banco en una cantidad aproximada á 11 millones de pesos. "Desde el primer día la resis-

(1) *J. P. d'Oliveira Martins.* —A circulaçao fiduciaria.

(2) *Mariano F. Paz Soldán.*—Hist. del Perú independiente.

tencia de la plaza por el billete inconvertible impuso la necesidad de la vuelta al régimen metálico (1)."

En medio de la inestable situación política de la República y después de este fracaso, no era extraño que las siguientes tentativas de papel-moneda tuvieran igual resultado. En 1875 una ley autorizó á la junta del crédito público del Uruguay para emitir hasta $ 3.000,000 en billetes convertibles á oro. Poco después una nueva ley autorizaba á la misma junta para hacer una emisión de billetes de curso forzoso, de corte de 1 á 10 *doblones* (2), hasta por la cantidad que reclamase la conversión de las deudas, no pudiendo excederse en la emisión de $ 3.000,000 mensuales. Los billetes de curso forzoso serían la única moneda recibida en las oficinas públicas. "Grande fué la conmoción causada por esta ley, tanto que ni el Gobierno se atrevía á llegar hasta sus últimas consecuencias, en presencia de las resistencias del comercio y del descenso galopante del billete inconvertible en las pizarras de la bolsa (3)." La contratación en oro fué prohibida para dar cursos al billete, lo cual, lejos de producir el resultado deseado, trajo como consecuencia la paralización comercial y bancaria. En tal situación se hacía imposible el desarrollo de las operaciones de crédito.

El comercio de Montevideo suscribió un convenio de protesta á la ley, en el cual se estipulaba que los firmantes se obligaban: "1º á no ampararse de ninguna ley de curso forzoso con efecto retroactivo, y á satisfacer en oro sellado todos los compromisos que no hayan sido ó puedan ser contraídos expresamente en papel moneda de curso forzoso. 2º á suspender toda clase de transacción comercial y

---

(1) *E. Acevedo.*—Economía Política y Finanzas. Montevideo, 1903.

(2) Cada *doblón* valía diez *pesos*.

(3) *E. Acevedo.*—Hist. económica y financiera de la República Oriental del Uruguay. Vol. I, pág. 283.

retirar el crédito, á todos los que faltasen á lo establecido en el artículo anterior" (1).

La prima del oro llegó á 857 por ciento y el billete fracasó como medio regular de circulación monetaria, volviéndose por la fuerza de los hechos á la moneda metálica, como después de 1868. Fueron inútiles todas las medidas que tomó el gobierno para obligar al comercio á romper su convenio, pues éste resistió á todo, hasta que hubo de abandonarse el empleo monetario del billete en medio de su depreciación. Así como en Francia se habían destruído las planchas litográficas para la impresión de *los assignats*, para satisfacer al público, así se quemó en Montevideo, ya que no se fabricaba allí el billete, todo el material de emisión que se había importado de Nueva York.

En 1890, en medio de una nueva crísis, que como las anteriores de 1868 y 1875, se producía después de un período de gran prosperidad y especulación, se decretó la inconvertibilidad de los billetes del Banco Nacional que se encontraba en la imposibilidad de hacer frente á sus compromisos. La desconfianza con que se recibe al billete desde el principio hacía indicar que se repetía el fracaso de 1875. Estaba aún patente el recuerdo de lo sucedido. El comercio de Montevideo, recurriendo al mismo expediente que antes, renueva el convenio de 1875, comprometiéndose á seguir sus operaciones á oro, y de esta manera el billete pasa á perder sus funciones monetarias en la realidad de los hechos.

En cada uno de estos períodos de papel-moneda la circulación metálica se restablecía por sí sola y el Estado iba, poco á poco, retirando los billetes emitidos y despreciados.

La desvalorización del billete no puede atribuírse en estos casos á excesos de la emisión. La emisión de billetes de banco convertibles á oro ha llegado hasta 15 millones de pesos y el papel moneda inconvertible de 1865 era al re-

(1) Convenio de 21 de junio de 1875. «El curso forzoso y los contratos á oro», por *John Morris*, Buenos Aires, 1886.

dedor de 11 millones de pesos, el de 1875 al rededor de 12 millones y la de 1890 al rededor solamente de 7 millones de pesos.

En el Perú se inicia el último período del curso forzoso en 1875. En 1879 sobreviene la guerra del Pacífico y el papel cae en depreciación, hasta que en 1887 cesa su circulación en medio del rechazo público del billete (§ 103) Se estableció de por sí el sistema monetario metálico pues nadie contrataba en otra moneda, y el gobierno autorizó la circulación de la moneda metálica. Este fué un caso de desvalorización y rechazo de un papel-moneda, no al iniciarse su circulación como los del Uruguay y Colombia y como los del mismo Perú en 1815 y 1821, si nó que se produjo después, debido especialmente á la situación del país después de la guerra cuyo éxito le fué desfavorable.

El gobierno francés trató también de vivificar el valor decreciente de los *assignats* condenando á penas bien severas á toda persona que comerciaba en oro, vendiéndolo con prima. Todo fué, sin embargo, inútil.

§ 27. *El medio para hacer circular en condiciones regulares un billete que el público repudia por desconfianza, no consiste en su imposición por la fuerza de la pena, sinó en la influencia psycológica de la inspiración de confianza.*— Ya hemos visto cuán ineficaces han sido las penas y castigos impuestos por la ley para forzar el curso del papel-moneda, cuando el público lo repudia por no atribuirle valor. Cuando, en medio de la desconfianza, comienza á zozobrar el valor del papel-moneda, como un barco en medio de la tempestad, es poco eficaz recurrir al castigo, porque, como ya lo he observado, por grande que sea la fuerza de la autoridad, ella no lo es tanto que pueda penetrar á sangre y fuego en el santuario psycológico, donde reside el sentimiento de atribución de valor.

Es interesante al respecto el caso del Japón, comentado por el autor japonés Masayoshi Takaki (1).

---

(1) The History of Japanese Paper Currency—Johns Hopkins University studies Baltimore 1903

En 1869 el Gobierno del Japón que recién se había instalado é iniciaba, en medio de bastantes dificultades, las reformas de centralización de la autoridad y fin del antiguo régimen feudal, recurrió al régimen del papel-moneda.

Los billetes emitidos por el nuevo gobierno encontraron poca aceptación en el público; y aún más, hasta se les repudiaba por él. El nuevo gobierno no inspiraba todavía al pueblo bastante confianza y por esto rechazaba sus billetes. No era que el pueblo resistiera el uso del papel inconvertible, porque desde tiempos remotos se había empleado tal moneda en el Japón. Parece, sí, que como las autoridades feudales que antes habían emitido billetes se habían beneficiado, haciendo canje de los billetes emitidos por otros nuevos en menor proporción, con lo cual el pueblo se perjudicaba, por este motivo se temía que el nuevo gobierno fuera á hacer otro tanto con perjuicio del tenedor de billetes. En una palabra el billete no era recibido con el grado de confianza requerido para su regular circulación.

"La depreciación del billete comenzó con su implantación. Los comerciantes de las ciudades rehusaron recibirlo por su valor nominal, el pueblo de los distritos rurales lo repudiaron por completo. En consecuencia, en los tres centros de negocios del país (Tokio, Osaka y Kyoto) se le empleó únicamente con sesenta por ciento de descuento. En los distritos provinciales no circulaba".

En esta situación tan crítica, no quedaba, según M. Takaki, más que dos caminos al Gobierno: ó abandonar el intento de hacer circular el billete, lo que no se podía por el mal estado de la finanzas, ó vencer las dificultades hasta imponer el curso regular del billete. Se aceptó este segundo camino: forzar por todos los medios posibles el curso regular del billete. El Gobierno dispuso que "nadie podía fijar una proporción de cambio entre el papel y las especies" y ordenó que "la violación de la ley se castigaría". Con esto se pretendía impedir la depreciación del billete. "Estas medidas dice, Takaki no impidieron la depreciación del papel-moneda, si nó que contribuyeron á aumentar la descon-

fianza que inspiraban al pueblo los actos del Gobierno".

El siguiente paso dado por el Gobierno para abrir un camino al desacreditado billete, consistió en crear cierta demanda de papel moneda. Esto se realizó en la forma de una proclamación en la cual se hacía saber que "todos los impuestos se pagarían en papel-moneda concurrentemente con moneda metálica, en la medida que fuera posible". Una cierta demanda de billetes se produjo por esta medida, y el valor de él, comparado con el oro, subió un tanto. El segundo acto compulsario que adoptó el Gobierno consistía en proclamar que "cualquiera que rehusara recibir el papel-moneda se le consideraría como resistiendo las órdenes del Imperio". Pero á pesar de estas medidas, el pueblo continuaba rehusando recibir el papel, y muchos cayeron en prisión por haber violado estas órdenes.

"El Gobierno continuó ejercitando su potencia en diversas medidas tendentes á asegurar la circulación del billete, pero el disfavor ó desconfianza del pueblo por el billete siguió en aumento y el valor del papel continuó bajando. *Esto compulsó al Gobierno á cambiar de política y á adoptar otros caminos*".

.....

"El curso natural de los acontecimientos no pudo ser detenido y la voluntad pública no pudo ser reprimida por el solo medio de leyes y decretos. Cuando el Gobierno trataba de elevar el valor del papel-moneda prohibiendo las operaciones de compra de monedas metálicas á premio, el valor del papel bajaba; cuando se ordenaba que los billetes circularan por todo el Imperio, ellos volvían á las ciudades.

"El Gobierno fué impulsado á dictar un decreto disponiendo la conversión del papel al término de trece años, anunciando á la vez que ó bien se le rescataría por moneda metálica en 1882 ó bien si esto no se hacía, se comenzaría desde esta fecha á pagar intereses del 6% por el monto de los billetes en circulación. Anunció también su intención de renunciar al aumento de las emisiones y de destruír la maquinaria que se había instalado con este propósito

(1), y además que se multaría á todo el que se encontrara ofreciendo un descuento por el billete. Los trece años fijados para la inconversión fueron reducidos á cinco y se fijó un máximum á la emisión de billetes. Con estas medidas que fijaban el monto de las emisiones y el plazo de la conversión, se estableció un cambio internacional estable; pero siempre quedaba en pié el disgusto con que el público de las provincias recibía el billete".

Después de terminada la revolución y afianzado el nuevo gobierno, todo se normalizó.

"En junio de 1870, continúa el historiador citado, cuando la rebelión hubo terminado y el pueblo empezó á conocer la política del Gobierno, se expidió un decreto disponiendo que las prefecturas deberían formar una alianza para hacer circular el papel-moneda. Todo esto tuvo éxito y desde este tiempo se abrió el camino á la circulación del billete, hasta que dentro de pocos meses el cambio estaba á la par." La confianza, este elemento tan importante para la circulación de la moneda, vuelve á restablecerse; y con ella se establece la circulación regular del billete, que el pueblo reconoció entonces como muy superior moneda al antiguo billete de los viejos sistemas feudales que el nuevo Gobierno entraba á reemplazar.

"La depreciación no se produjo por un abuso de las emisiones, si no por la falta de confianza del pueblo en el Gobierno. Cuando la guerra civil terminó y se estableció el orden y el pueblo conoció los planes del nuevo Gobierno, la confianza se restableció y el papel comenzó á circular."

Los antiguos billetes de circulación local del régimen feudal, con todas sus depreciaciones con relación al oro y el poco crédito de que gozaban, fueron ahora reemplazados con satisfacción del pueblo por el nuevo billete uniforme en todas partes del país.

---

(1) Este recurso un tanto cómico de la destrucción de las máquinas litográficas del billete lo encontramos usado en diversos países cuando el gobierno ha querido demostrar al público la sinceridad de sus promesas de no volver á incrementar las emisiones de billetes.

§ 28. *Donde ha imperado cierta atmósfera de confianza ó sea de crédito, la circulación del papel-moneda se ha establecido con toda facilidad.*—Cuando el billete inconvertible ha nacido revestido de un cierto grado de crédito, cuando el Estado y las instituciones emisoras han inspirado plena confianza, la circulación monetaria del papel se realiza desde su inicio con la facilidad que le ofrece la aceptación pública.

Son especialmente dignos de recordarse al respecto aquellos casos en que se ha establecido el régimen del papel-moneda *sin que haya sido necesario recurrir ni siquiera á la declaración por la ley del curso legal de los billetes, ni mucho menos al amenazante título de curso forzoso impuesto por la fuerza de la autoridad*; ó sea ciertos casos en que la sola declaración de la *inconversión* de los billetes de banco ha bastado para el establecimiento del curso monetario de ellos.

El papel-moneda que se inició en Inglaterra en 1797 consistió únicamente, como es bien sabido, en la declaración de inconversión de los billetes del Banco de Inglaterra. El banco había llegado á un momento crítico, debido á un pánico de la guerra y á los préstamos hechos por el Banco al Gobierno para mantener la guerra contra Francia. La ley no declaró á los billetes como moneda de *curso legal (legal tender)* ó sea no declaró que ellos tenían poder liberatorio (curso forzoso) para satisfacer todas las deudas contraídas en la moneda inglesa. Los banqueros y comerciantes más importantes firmaron un compromiso de no rehusar los pagos que se les hicieran en billetes del banco y de esforzarse en conseguir que todos los pagos se efectuaran igualmente en los mismos billetes. Inmediatamente después de dictada esta inconversión la confianza se restablece en tal forma que, lejos de exportarse el oro y depreciarse el billete, el cambio se pone favorable á la entrada del oro del extranjero. Sólo después se produjeron las depreciaciones del papel que pueden verse en el cuadro correspondiente (§ 36).

Sólo en 1811, es decir catorce años después de establecida la circulación monetaria real de los billetes inconvertibles, Lord King había pasado una circular estableciendo que sus rentas deberían pagársele en lo futuro en la moneda metálica del Reino y no en billetes. En 1812 se dictó, á consecuencia de esto una ley que establecía el *curso legal* de los billetes del banco de Inglaterra que durante tantos años habían constituído en el hecho la verdadera moneda circulante.

Los billetes del Estado emitidos en Austria desde 1761 no tuvieron tampoco en su origen curso forzoso y fueron recibidos con confianza por el público (1).

En los nacientes Estados Americanos, no era posible esperar ni la estabilidad de las instituciones, ni el prestigio de las autoridades que encontramos en Inglaterra, y por esto es difícil que en ellos haya podido producirse una circulación tan regular del billete inconvertible. Pero por lo menos podemos observar de como, si en algunas partes como en Colombia, Perú y Uruguay, el billete inconvertible es repudiado desde el primer día de su emisión, á pesar de las penas con que se pretendía forzar su aceptación, en otras se establecía con cierta facilidad su circulación.

En la República Argentina cuando en 1826, el Banco de Descuentos de Buenos Aires se encontró en una situación bastante crítica, se autorizó al Banco para no cumplir la obligación de convertir sus billetes hasta la formación del Banco Nacional que se constituía sobre la base del de Descuentos. El Gobierno entró también á garantir estos billetes que quedaban como inconvertibles; pero ellos no tuvieron *curso legal*. Parece que se imitaba el procedimiento inglés, puesto que el caso de Inglaterra era á menudo recordado en las discusiones parlamentarias. En el Congreso el señor Agüero fué el que propuso la fórmula ó proyecto de ley que se aceptó por el Congreso, "sin perjuicio, como el mismo señor Agüero lo recordó, de que el presidente hiciese

(1) *Paul Cahen* —L'abolition du cours forcé en Autriche.

encabezar una suscripción de todos los individuos del Congreso, comprometiéndose á admitir las notas del Banco"(1). El Ministro mismo había recordado, en la discusión, el caso de Inglaterra, llamando la atención á la circulación voluntaria del billete, recordando el compromiso que se formó por los banqueros y comerciantes de Londres para aceptarlo en todos los pagos; é incitando al país á seguir este "ejemplo glorioso". Este billete inconvertible del Banco de Descuentos circuló por algunos meses hasta la formación del Banco Nacional al cual, no habiendo podido tampoco pagar en metálico, hubo de dársele también, en el mes de Marzo del mismo año, el privilegio de la inconversión de sus billetes, y además se les declaró moneda corriente en todo el territorio de la República. Los billetes del Banco de Descuento circularon, pues, durante más de tres meses sin haber sido declarados de *curso legal*; y aunque llegaron á tener un descuento con relación á la moneda metálica, el hecho es que en vez de ser repudiados, hicieron su circulación.

En el Brasil como lo vimos en la parte I, el papel-moneda fué un descendiente del billete del *Banco do Brazil*, el cual fué primeramente canjeable á la vista por la moneda metálica. En el año 1820, el banco, con la autorización del Gobierno, no convertía ya sus billetes por metálico. Comenzó primeramente canjeando sólo una pequeña fracción de los billetes que se le presentaban, y después suspendió todo canje. El hecho digno de notarse es que los billetes del banco siguieron circulando con una prima en favor de la moneda metálica, relativamente pequeña. Después del año 1820 de suspensión de la conversión del billete, hasta 1825 "apezar das condiçoes pouco lisongeiras do estabelecimento, não fôra tamanha a desvaloris ação de suas notas; pois ó agio da prata teve, apenas, una média annual, de 4 a 5%" (2). Esto significaba una verdadera circulación de

(1) *A. do Vedia.*—El Banco Nacional.

(2) *Amaro Cavalcanti.*—O meio circulante nacional. — Rio de Janeiro 1893.

las notas ó billetes á pesar de su inconversión; y sin que hubiera mediado ley alguna de declaración de curso legal. El Ministro de Hacienda en 1833 atestiguaba en estos términos este mismo hecho: "A suspensão do pagamento das notas do Rio de Janeiro do anno 1820 em deante, não produziu no cambio alteraçao notavel; pois que ainda em 1825 foi o cambio médio de 51½ pence" (1). El Estado tomó después los billetes circulantes bajo su responsabilidad y eran éstos admitidos en pagos en las arcas fiscales; pero sin que ninguna ley hubiera declarado el *curso legal* de ellos. En 1833 se canjearon los billetes del banco por billetes del Tesoro Nacional, en los cuales en vez de decirse como antes "pagará á vista" decía simplemente "se pagará". Sólo en 1835 vino á regularizarse por la ley la circulación del billete inconvertible, declarándolo moneda legal en todo el país. "Estas notas, decía la ley, correrão em todo ô Imperio, tanto nas estaçoes públicas como nas transacções particulares". Así, pues, tras largos años de papel moneda en el hecho, vino después la ley á darles el curso legal.

En éste, como en el caso argentino, podemos observar que si bien la circulación del billete se realiza con descuento con relación á la moneda metálica, en todo caso ella se establece, sin necesidad de que el imperio de la ley forzara su curso, contrastando con el fracaso que más ó menos por la misma época sufría el intento del Gobierno del Perú de establecer forzosamente la circulación del papel-moneda. Si las condiciones de la institución del papel-moneda en la Argentina y en el Brasil, no fueron más regulares, ello era debido á la poca solidez y poco crédito de los Bancos emisores, al poco prestigio de los incipientes gobiernos de entonces, y á sus malas condiciones financieras.

En Chile en 1865, con motivo de la guerra contra España se autorizó la inconversión de billetes del Banco Nacio-

(1) *Amaro Cavalcanti.* —O meio circulante nacional.— Rio de Janeiro, 1893.

nal de Chile, por ley de 24 de Septiembre; y esta ley no da *curso legal* á los billetes inconvertibles, sí no que les da el sólo privilegio de recibirlos en arcas fiscales "por su valor nominal y previas las garantías que determine el Presidente de la República" (art. 4º). A pesar de esto, la circulación se hizo con toda regularidad y terminada la guerra, se volvió á la conversión. El cambio internacional se mantuvo á 46½ d. ó sea á la par en Diciembre de 1865, y llegó hasta 47½ en 1866. Más influencia tuvo la confianza de las instituciones en Chile, que la potencia de la autoridad con todas sus penas y castigos en otras Repúblicas.

§ 29. *En condiciones normales de confianza un papel-moneda puede circular con regularidad aún sin que revista el carácter de pagaré ó promesa de reembolso en moneda metálica.*—Al tratar del cambio internacional (capítulo II, parte III,) estudio con detención este punto; y manifiesto diversos casos en los cuales el papel-moneda ha mantenido con regularidad su valor y ha desempeñado sus funciones monetarias sin necesidad de la influencia de la esperanza en un futuro reembolso. En muchos períodos de la historia del papel-moneda europeo y americano, no ha podido existir la más remota esperanza de una próxima conversión del billete y la inconvertibilidad ha tenido un aspecto de duración indefinida y, sin embargo, el funcionamiento monetario del papel se ha realizado en condiciones muy normales.

Aún más, hay casos como el muy conocido de Austria y aún otros en América, en los cuales el billete inconvertible ni siquiera ha correspondido á una moneda metálica, ni siquiera ha tenido un valor nominal representado por una moneda metálica. (Véase § 42).

## CAPITULO II

### DIVERSOS FACTORES DE LAS FLUCTUACIONES DEL CAMBIO INTERNACIONAL

§ 30. *De los diversos factores en general que intervienen en las fluctuaciones del cambio internacional.*—En el régimen monetario metálico de curso internacional, el cambio no sufre más que las leves fluctuaciones que marcan los costos del trasporte de la moneda de un país al otro (lo que llaman los ingleses *gold point*). En el régimen del papel moneda, la limitación de su curso dentro de las fronteras nacionales, ó sea su incapacidad para servir de medio de pago en el extranjero, permite que las fluctuaciones del cambio, bajo el nivel de la par, se puedan producir sin limitación alguna; y esta es la gran deficiencia de este sistema monetario.

¿Cuáles son las causales de las fluctuaciones del cambio internacional en el régimen del papel-moneda?

Cuando al tratarse del estudio de las causas de las fluctuaciones del precio del oro ó sea del tipo del cambio internacional se dice que ellas obedecen únicamente al estado de *la oferta y la demanda*, en el mercado del cambio internacional, se sienta una de aquellas proposiciones que por abarcar mucho dicen en realidad muy poco. A primera vista uno se siente satisfecho con esta fórmula en la cual cree encontrar la solución del problema. Si la oferta y la demanda se equiparan ó igualan, su efecto se neutraliza y el precio no se modifica; si la demanda de oro sube con relación á la oferta, el precio del oro sube, y vice-versa, baja, cuando aumenta la oferta con relación á la demanda. Pero aquí interviene la deficiencia de la ley: ¿Cómo medir? ¿Cómo expresar cuantitativamente la influencia del factor oferta y del factor demanda? Podría creerse que si en un día tal se presentaran al mercado compradores de oro por 1 millón de libras esterlinas y vendedores de oro

por 800 mil libras, ya con esto se sabría que la oferta debería medirse por la cifra de 1 millón y la demanda por la cifra de 800 mil. Pero al considerar la intensidad de los factores oferta y demanda es necesario tener en cuenta que en ella interviene no solamente el elemento de la *cantidad* de oro (ó letras de cambio) que se ofrece comprar ó vender en un mercado, sino también otros elementos, como ser el grado mayor ó menor de insistencia en una oferta y demanda, el espíritu con que los demandantes ú oferentes hacen su demanda ó su oferta, y los recursos de capitales con que cuentan para ello. Si, por ejemplo, los compradores ó demandantes de letras entran al mercado dispuestos á adquirir á cualquier precio y cuanto antes el oro que se ofrezca, y manifiestan á los vendedores el grado de intensidad de su demanda, el precio del oro subirá mucho más, que si los mismos compradores no forzan la demanda y no manifiestan su propósito de comprar á cualquier precio el oro que necesitan. Si se tiene que vender una fuerte suma de oro, y el vendedor está dispuesto á realizar á cualquier precio su operación de venta, el cambio subirá en el momento, y de golpe, mucho más que si la oferta se realizara con menor apremio. Por esto suele suceder que en ciertas épocas de pánico se precipitan con violencia las bajas del cambio, porque los compradores aparecen como dispuestos á comprar á cualquier precio el oro que solicitan; y por la inversa, en momentos de optimismo en que se espera una alza del cambio, los compradores de letras se retraen en su demanda esperando siempre mejores condiciones para comprar.

En épocas normales de confianza, las operaciones del mercado del cambio se distribuyen convenientemente sirviendo los bancos ó casas de comercio de intermediarios en ellas. Así, por ejemplo, un país que no tiene otro producto de exportación que el que le proporcionan las cosechas agrícolas de cierta época del año y durante el resto del año no exporta producto alguno, puede, con un conveniente servicio bancario, mantener durante todo el año su servicio de letras de cambio, sin mayores fluctuaciones.

Dado, pues, que la intensidad de la oferta y la demanda de letras, lleva envuelta como elementos constituyentes no sólo el *cuantitativo* de la suma tal ó cual de oro que se ofrece comprar ó vender, sino también otros *cualitativos* de diversos caractéres, entre los cuales hay importantes factores psicológicos, de aquí es que no sea posible llegar á medir ó comparar la intensidad de estos factores. Aquello de que el precio del oro sea el producto de la influencia combinada de estos factores *que constituyen la oferta y la demanda, es una proposición que, como he dicho, por decir mucho explica en realidad muy poco.* El expresar con esta proposición la causa de las fluctuaciones del cambio es, en realidad, avanzar bien poco en la explicación del fenómeno. La cuestión es averiguar cómo se producen estos desequilibrios de la oferta y la demanda que se traducen por la inestabilidad del curso del cambio.

En vez de contentarnos con expresar que las cotizaciones del cambio internacional, en los mercados correspondientes, son un producto de la oferta y la demanda de oro, estudiaremos por separado los diversos factores de mayor influencia en esta oferta y demanda de oro. Para explicar mejor este fenómeno de las fluctuaciones del cambio, creo que conviene proceder así. En realidad, el estado de la oferta y la demanda es un producto en el cual intervienen diversos factores, cuya influencia se entrecruza ó combina, por lo regular.

Ante todo, trataré la cuestión en general de la *balanza de los créditos y deudas entre el país con papel moneda y el extranjero.* Si se pudiera saber cuánto oro se necesita adquirir en el mercado para pagar deudas en el extranjero y cuánto oro, por la inversa, debe pagar el extranjero al país con papel moneda, esto equivaldría á fijar *cuantitativamente* el estado de la oferta y la demanda en el mercado del cambio.

En seguida estudiaré los siguientes factores que influyen ó modifican la relación de la oferta y demanda en el merca-

do del cambio y producen fluctuaciones en las cotizaciones del cambio.

I. Factores de un orden psicológico de confianza ó desconfianza.

II. La cantidad de billetes en circulación.

III. El carácter de subrogado temporal de la moneda metálica que tiene el billete ó sea las promesas de futuro reembolso.

IV. La especulación.

V. La tendencia á la estabilidad del valor de la moneda.

Por último, en el capítulo VIII (§ 58 y 59) estudiaré la cuestión de la posibilidad de un régimen de papel moneda con estabilidad del cambio internacional.

Estos diversos factores que pueden intervenir en las fluctuaciones del cambio internacional se entrecruzan ó combinan á menudo, en su actuación, como sucede tan frecuentemente con las fuerzas del orden económico-social. Así, por ejemplo, un incremento de las emisiones que se le destina á comprar mercaderías extranjeras puede producir un aumento de las importaciones y por ende una demanda mayor de oro. El factor pánico en un momento crítico, puede influir en la salida de capitales para el extranjero, con lo cual aumentará la demanda de oro cuantitativamente y además influirá psicológicamente en la intensidad de la demanda y por lo tanto, en la depreciación del billete. El factor de las promesas de conversión á oro del billete, cuando el cambio está depreciado, podrá aumentar la oferta de oro con la importación de capitales del extranjero, y podrá disminuír la demanda de oro, pues todos tratarán de abstenerse de comprar, esperando que en el futuro, al cumplirse las promesas de conversión, el precio del oro será más bajo aún. Un incremento de las emisiones puede actuar no solamente por su influencia más ó menos directa en el mercado del cambio de la oferta y demanda de oro, sino también por producir *desconfianzas*, ó sea, por actuar como un factor del orden psicológico. El factor de la ten-

dencia á la estabilidad del valor de la moneda actúa también en combinación con los demás, en la mayor parte de los casos. *En estas condiciones, puede decirse que las fluctuaciones del cambio son un producto de la complicación de diversos factores que actúan en combinación.*

Por este motivo, entrecruzándose estos factores en su influencia, no me será posible aislarlos por completo los unos de los otros, sino que á veces me referiré á éstos al tratar de aquéllos.

§ 31. *La balanza de los pagos internacionales en general y el cambio internacional.*—El monto de las deudas exigibles en un tiempo dado, de un país para con el extranjero, por una parte, y el de los créditos internacionales que á la vez tiene este país á su favor, en el mismo espacio de tiempo, es lo que constituye la llamada balanza de los pagos internacionales.

Si se pudiera fijar exactamente el monto de estos créditos y deudas recíprocas entre un país y el extranjero, exigibles en un espacio de tiempo dado, digamos un año, tendríamos, con esto, medida *cuantitativamente* la oferta y demanda de oro de dicho mercado en el curso del año. La *oferta* de oro la constituiría el valor de los créditos á favor del país con papel-moneda, y la *demanda* de oro sería constituída por las deudas del país para con el extranjero.

Son factores de esta balanza, por una parte, el pago de la importación de mercaderías del extranjero; el pago de deudas contraídas en el extranjero por el Estado ó los particulares; las remesas de valores pertenecientes á extranjeros ó á nacionales, ya sea por capitales ó por intereses que llevan á otro país; los fondos que llevan los viajeros que visitan otros países ó viven en ellos y los que manda el Estado para el servicio de su representación diplomática y consular; las donaciones y legados que hay que pagar en otros países, etc., etc. En una palabra, todo lo que constituye un capítulo de pago al extranjero, envuelve directa ó indirectamente una *demanda* de oro ó letras de cambio.

Por la inversa, las exportaciones de mercaderías, los

cobros de deudas á favor del país con papel-moneda, los empréstitos públicos y particulares que determinan una internación de fondos del extranjero, los fondos que gastan los viajeros que visitan el país, etc , etc.; en una palabra, todo lo que constituye un capítulo de pago que el extranjero hace al país de que se trata, envuelve directa ó indirectamente una *oferta* de oro ó letras de cambio.

El conjunto de estas operaciones no es susceptible de expresarse por medio de la Estadística, porque es imposible conocer muchas de las operaciones particulares que con ellas se relacionan.

Entre países que tienen un sistema monetario metálico con base del mismo metal noble, como sucede hoy con el oro, el flujo y reflujo de la oferta y demanda de letras de cambio que origina la balanza de los pagos es el que produce las fluctuaciones del cambio internacional. Pero en este caso estas fluctuaciones, como es sabido, están limitadas por los estrechos límites del *gold point* de entrada y de salida del metal, ó sea por los gastos del envío del metal de un país al otro. Cuando á consecuencia de un desequilibrio de la balanza de los pagos internacionales pierde un país una parte de su oro, el alza del interés del dinero que se produce con la contracción monetaria, sirve de bomba aspirante para detener la corriente de exportación y atraer el oro del extranjero.

Cuando un país tiene papel-moneda, no constituyendo el billete una moneda de curso internacional, no existe la limitación del *gold-point* de salida y por lo tanto la relación de precio entre la moneda de oro y el papel-moneda puede tener fuertes oscilaciones. En cambio, existe el *gold-point* de *entrada del oro*, puesto que, no siendo, por lo regular, prohibida la entrada de este metal, el cambio internacional no puede subir más allá del valor nominal del papel-moneda. Así el premio en favor del papel no puede ir más allá de la fracción determinada por el *gold-point* de entrada del oro. En cambio el premio en favor del oro puede

subir sin límite alguno, como ha sucedido en muchos casos de una completa desvalorización del billete.

Un desequilibrio de la balanza de los pagos al extranjero que en el régimen de oro se corrige con el alza del interés del dinero que detiene la corriente de exportación del metal noble, en los países con billete inconvertible se traduce simplemente por una alza del premio del oro.

Si prescindimos de toda causal extraordinaria de depreciación del cambio, ó sea si nos referimos á la vida más normal de un régimen de papel-moneda, habrá siempre de producirse, por el solo hecho del juego de la oferta y demanda de letras provenientes de la balanza de los pagos al extranjero, fluctuaciones del cambio mayores que las que se producen entre países de circulación metálica; y en esto consiste el inconveniente más insubsanable del régimen de papel-moneda inconvertible.

Hay casos de una circulación tan regular del papel-moneda, como fué, por ejemplo, el de Austria en todo su último período; y sin embargo, refiriéndose á él, dice el profesor Wieser: "Nuestro papel-moneda del Estado de entonces, considerado únicamente dentro del horizonte nacional, era una expléndida y completa moneda; si la abandonamos, si tuvimos que cambiarla, fué atendiendo á nuestras relaciones internacionales, porque una buena moneda debe servir también, sin fluctuaciones de valor, para pagos internacionales" (1). He aquí un cuadro de las fluctuaciones máximas y mínimas Austria é Italia, países en los cuales el papel-moneda ha llevado una vida muy regular y por lo tanto libre de grandes oscilaciones del cambio.

---

(1) Der Geldwert und seine gestchichtliche Veränderungen. Zeitschrift für Volkswirtschaft. 1904.

AUSTRIA

| Años | Máximum | Mínimum | Longitud de la fluctuación |
|---|---|---|---|
| 1878 | 124.48 | 115.80 | 8.68 |
| 1879 | 118.79 | 116.48 | 2.31 |
| 1880 | 120.30 | 117.78 | 2.52 |
| 1881 | 119.15 | 116.90 | 2.25 |
| 1882 | 121.05 | 118.60 | 2.45 |
| 1883 | 121.30 | 119.65 | 1.56 |
| 1884 | 123.80 | 121.15 | 2.65 |
| 1885 | 126.85 | 125 25 | 2.30 |
| 1886 | 127.55 | 125 25 | 2.30 |
| 1887 | 129.40 | 125.30 | 4.10 |
| 1888 | 128.10 | 121 15 | 6.95 |
| 1889 | 122.25 | 117.60 | 4.65 |
| 1890 | 120.00 | 111.35 | 8.65 |
| 1891 | 118.90 | 113.80 | 5.10 |

ITALIA

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1892 | 5.12 | 2.27 | 2.85 |
| 1893 | 15.95 | 4.05 | 11.90 |
| 1894 | 15.70 | 6.25 | 8.45 |
| 1895 | 9.50 | 4.12 | 5.38 |
| 1896 | 12.50 | 4.25 | 8.25 |
| 1897 | 6.42 | 4.20 | 2.22 |
| 1898 | 9.90 | 4.75 | 5.15 |
| 1899 | 8.60 | 5.70 | 2.90 |
| 1900 | 7.42 | 5.35 | 2.07 |
| 1901 | 5.92 | 1.50 | 4.42 |
| 1902 | 2.75 | par | 2.75 |
| 1903 | 2.75 | ,, | ,, |

¿Cómo se conoce en la práctica el estado de la balanza de pagos internacionales en un momento dado?

No hay Estadísticas que permitan conocer el movimiento de la balanza general de los pagos internacionales. Las Estadísticas comerciales nos dan el movimiento de la exportación y de la importación, pero los demás pagos se sustraen del registro estadístico. En la realidad práctica no queda más que el conocimiento que ciertos hombres de negocios tienen acerca del estado del mercado del cambio. Muy á menudo, cuando se trata de prever el curso de las fluctuaciones en el futuro, á pesar de los conocimientos que los más expertos tienen respecto á la oferta y demanda, sucede que resulta todo lo contrario de lo previsto. Sin embargo, á veces, un corto número de privilegiados, que tienen datos especiales respecto á alguno de estos movimientos de oferta ó demanda de oro por producirse, se valen de ellos con éxito para prever la marcha del cambio. Así, por ejemplo, aquí en Chile, en épocas de grandes operaciones de cambio del Gobierno, los que han tenido un conocimiento anterior de ellas han solido expecular con cierto éxito sobre ellas. Una fuerte venta de oro ó letras de cambio tiende á producir la baja del premio del oro y una fuerte demanda tiende, por la inversa, á producir el alza, y este movimiento puede ser buena base de una expeculación.

En el año 1907, en Chile á fines del año, se produjo un marcado descenso del cambio: el premio del oro subió en forma alarmante hasta alcanzar su máximum á mediados de 1908. El descenso del cambio era ocasionado, sin duda, por el fuerte desequilibrio producido en la balanza de los pagos internacionales; se produjo una fuerte demanda de letras ocasionada por la mayor internación de mercaderías, por los pagos que tenían que hacer las múltiples empresas realizadas entonces en el extranjero, especialmente las mineras en Bolivia, y además por el cobro violento de capitales extranjeros, especialmente alemanes, que estaban colocados á préstamo en el país y que, con motivo de la crísis monetaria norte-americana y europea de aquella fecha, se

les retiraba apresuradamente del país. Como no había motivo alguno especial de desconfianza, pues el crédito financiero del Estado nada había sufrido, la baja del cambio de 1908 fué, pues, ocasionada por el solo efecto de la demanda extraordinaria de una fuerte suma de letras de cambio. Era un desequilibrio de la balanza de los pagos ocasionado por el cobro violento de capitales extranjeros, especialmente alemanes; por el gran exceso de la importación de mercaderías que había habido y también por la baja del precio del salitre nuestro principal producto de exportación. (de 9*s* bajó á 7*s*). En la República Argentina y en el Brasil que en esta misma fecha tenían ya su caja de conversión, cuando sobrevino el cobro de deudas del extranjero, disminuyó un tanto el *stock* de oro de la caja de conversión y también, por consiguiente, la cantidad de billetes en circulación, pero se mantuvo la estabilidad del cambio como en los países con circulación de oro.

§ 32. *El movimiento de la exportación é importación y el cambio internacional.*—Como este capítulo constituye el factor principal de la balanza de los pagos internacionales, se ha querido á veces buscar en él una base indicadora de las fluctuaciones del cambio.

Pero debemos, por una parte, observar que la poca exactitud de esta clase de estadística no siempre permite tomar las cifras que se nos dan como la fiel expresión de la balanza comercial.

Por otra parte conviene también observar que algunas mercaderías no se pagan al mismo tiempo de introducirse á un país. Especialmente, tratándose del comercio de artículos manufacturados, suele concederse ciertos créditos ó facilidades excepcionales en los pagos, otras veces, como en los casos de empresas extranjeras que construyen una obra en un país, se introducen mercaderías que no se pagan con fondos nacionales como ha sucedido á veces con los materiales de Ferrocarriles en la República Argentina, ó con las maquinarias salitreras en Chile.

El estudio general de las estadísticas que damos á conti-

nuación nos manifiesta que la balanza comercial ó sea los saldos del movimiento de importación y exportación, no caminan paralelamente con las fluctuaciones del cambio. A los saldos favorables ó sea á los excesos de exportaciones sobre importaciones raras veces corresponden alzas del cambio; y por la inversa, á los saldos desfavorables raras veces corresponden las bajas de él. A veces sucede precisamente lo contrario, como puede observarse en el cuadro de Austria y aún de Italia, en donde lo regular es un exceso de importación sobre las exportaciones.

Estos mismos cuadros nos manifiestan de cómo otros factores han tenido una influencia más poderosa; me refiero especialmente á los factores de un orden psicológico que dan intensidad especial á la oferta ó demanda y producen fluctuaciones sensibles del cambio, como sucede, por ejemplo, en los casos de guerras, revoluciones ú otros movimientos críticos de desconfianza.

Hay, sin embargo, ciertos casos en que las fluctuaciones del cambio aparecen como recibiendo la influencia del estado de la balanza del comercio internacional. Así, por ejemplo, como acabo de recordarlo, el desequilibrio que hubo en Chile en 1907 por un extraordinario exceso de las importaciones sobre las exportaciones (véase el cuadro II) fué, según parece, uno de los factores que influyó en la baja del cambio de este año y del siguiente 1908, En el cuadro Nº I tenemos también un desequilibrio extraordinario por exceso de las importaciones en el año 1892 que parece haber tenido su cierta influencia en el alza del premio del oro de 1893.

El economista Adolfo Wagner, en su estudio especial dedicado al papel-moneda de Rusia, en el período de años entre 1851 y 1867, hizo un cuadro estadístico, que yo copio también aquí en el cuadro de Rusia, como conclusión del estudio que hace de la relación que hay entre la balanza del comercio exterior y el cambio internacional, dice: "Nuestro cuadro muestra en general, lo que también indica el estudio comparativo del movimiento del cambio durante el curso de cada año, que el tipo del cambio no siempre depende de

la balanza comercial (*Handelsbilanz*); pero que á veces (*zeitweilig*), en algunos de los períodos de los 14 años del papel-moneda de Rusia, las cotizaciones del cambio están manifiestamente influenciadas por la balanza comercial (1)." Por ejemplo, el período de los años 1854–1855 que es de saldo negativo de la balanza comercial y también es de cambio bajo, ó sea de premio del oro alto.

Carlo F. Ferraris, estudiando las Estadísticas de Austria desde 1852 á 1875 observa, por la inversa, de como los períodos de excesos de exportaciones sobre importaciones coinciden con los premios del oro más alto y por la inversa que los excesos de importaciones coinciden con los premios del oro más bajos (2). Es verdad que los cambios altos ó sea los premios del oro bajos pueden fomentar la importación de mercaderías del extranjero (como lo veremos al tratar de los efectos de las fluctuaciones del cambio); y por la inversa, los altos premios del oro pueden fomentar la exportación. Pero también es verdad que los excesos de importación envuelven una cierta tendencia al aumento de la demanda de oro, y por la inversa, los excesos de exportación envuelven una cierta tendencia contraria, lo cual, como

(1) Die russische Papierwährung. Riga, 1868, pág. 151.

(2)

| | Importación | Esportación | Ajio medio |
|---|---|---|---|
| 1852-59..... | 228.1 | 230.1 | 14.4 |
| 1860-67..... | 246.2 | 316.2 | 23.0 |
| 1868-75..... | 512.1 | 424.2 | 13.2 |

«Negli anni di aggio basso l' importazione crebbe considerevolmente, mentre l'esportazione di cosi poco, che quasi non vi é movimento. Del pari esaminando tutto il periodo 1852-1875, si ha:

| | Importazione | Esportazione |
|---|---|---|
| Anni di aggio alto (24.3 in media). | 284 1 | 314.1 |
| » » basso ( 7.8 » » ). | 392.9 | 357.6 |

(Moneta e corso forzoso. Milano. 1879).

se manifiesta también en otros casos constatados también por la Estadística (como los que vimos de Chile y Rusia) produce efectos contrarios en el cambio.

El movimiento comercial de las exportaciones é importaciones, por importante que sea como componente de la balanza general de los créditos y deudas con el extranjero, no es sin embargo el todo. Los demás capítulos que se sustraen de las estadísticas, como ser las deudas al extranjero, las ganancias del capital extranjero, etc., son, á veces, también muy poderosos, de tal manera que prescindir de ellos, concretándose solamente al comercio exterior es, á menudo tomar la parte por el todo (1).

En conclusión puede decirse que las Estadísticas del comercio exterior no son sinó un capítulo que si á veces puede dar ciertas luces sobre el estado de la balanza de los pagos internacionales y por tanto sobre las fluctuaciones del cambio internacional, por lo regular no las dará.

---

(1) Como un dato ilustrativo, y sin atribuír mayor exactitud á las cifras, doy aquí el cálculo que adoptaba el señor Luis Aldunate, á cerca del monto de los pagos que Chile tenía que hacer al extranjero allí por 1893, además del valor de las importaciones:

| | | |
|---|---|---|
| Valor de fletes y seguros marítimos.... | £ | 1.200,000 |
| Deuda pública y servicios administrativos..... | " | 700,000 |
| Intereses de capitales extranjeros y utilidades comerciales..... | " | 1.120,000 |
| Beneficios extranjeros de la industria salitrera ..... | " | 1.400,000 |
| Id. de Ferrocarriles salitreros..... | " | 378,993 |
| Id. de Sociedades de seguro..... | " | 50,000 |
| Id. de la industria del yodo..... | " | 50,000 |
| Gastos de chilenos en el extranjero.... | " | 100,000 |
| | £ | 4.998,993 |

Yo estimo que esta cifra era tal vez exajerada. Pero este mismo año la diferencia entre la exportación y la importación era sólo de 4 millones de pesos, de tal manera que por mucho que se disminuya la cifra

apuntada, siempre sería muy superior á estos 4 millones de pesos.

La Memoria de Hacienda correspondiente á 1892 de la República Argentina, establece un cálculo del capital extranjero que debía ser servido anualmente con intereses y amortización, cuyo resumen es en peso oro:

| | | |
|---|---|---|
| I. Deuda pública en general..... | $ | 373.604,360 |
| II. Ferrocarriles extranjeros..... | „ | 312.500,000 |
| III. Empresas industriales y comerciales garantidas..... | „ | 48.800,000 |
| IV. Cédulas hipotecarias..... | „ | 101.000,000 |
| Total..... | $ | 835.904,360 |

El Dr. Terri (La Crísis, 1885-1892, Buenos Aires, 1873) comentando esta cifra, la encuentra baja y la fija en 1,000 millones de pesos oro, y su servicio anual lo fija en 60 millones de pesos oro. Si observamos el cuadro de las diferencias entre las exportaciones é importaciones de la República Argentina, podemos constatar que en aquel período desde 1885 á 1898 el mayor exceso de la exportación sobre la importación sólo llega á 36 millones en 1891.

§ 33. *Estadísticas del movimiento comercial y del cambio internacional.*

CHILE I

| Años | Exportación | Importación | Diferencias | Cambio en peniques por peso |
|---|---|---|---|---|
| 1878 | 31.695,859 | 29.279,113 | + 2 4 | 37 ½ |
| 1879 | 42.658,000 | 25.216,554 | + 17.4 | 33 |
| 1880 | 51.648,549 | 22.740,000 | + 28.9 | 31 |
| 1881 | 60.520,000 | 39.564,814 | + 21. | 31 |
| 1882 | 70.278,341 | 50.434,331 | + 19.9 | 31 ½ |
| 1883 | 76.013,781 | 54,447,061 | + 11.6 | 34 ½ |
| 1884 | 68.061,092 | 52.886,846 | + 5.2 | 30 ½ |
| 1885 | 51.259,623 | 40.096,629 | + 11.2 | 25 ½ |
| 1886 | 51.240,149 | 44 170,147 | + 7. | 23 ¼ |
| 1887 | 59.549,958 | 48.630,862 | + 10.9 | 25 |
| 1888 | 73.089,935 | 60.717,698 | + 12.3 | 26 ⅝ |
| 1889 | 65.963,100 | 65.090,013 | ..... | 26 |
| 1890 | 68.391,381 | 67.889,079 | ..... | 23 ¼ |
| 1891 | 65.701,811 | 63.684,737 | + 2. | 18 ⅛ |
| 1892 | 64.205,038 | 78.003,104 | — 13.8 | 19 |
| 1893 | 72.245,114 | 68.235,874 | + 4. | 14 ¾ |
| 1894 | 72.040,420 | 54.483,616 | + 17.5 | 12 ¼ |

CHILE II

| Años | Exportación | Importación | Diferencia | Premio medio del oro | |
|---|---|---|---|---|---|
| | $ | $ | $ | | °/₀ |
| 1898 | 168.069,431 | 102 262,058 | +65.807,373 | | 35.5 |
| 1899 | 163.106,133 | 106.260,358 | +56.845,775 | | 23.7 |
| 1900 | 167.674,635 | 128 538,142 | +39.136,493 | | 6.2 |
| 1901 | 171.844,976 | 139.300,766 | +32.544,210 | | 11.25 |
| 1902 | 185.879,965 | 132 428,204 | +53.451,761 | | 17.20 |
| 1903 | 194.279,672 | 142.470,509 | +51.809,163 | | 8.00 |
| 1904 | 215.997,784 | 157.152,080 | +58 845,704 | | 7.9 |
| 1905 | 265 209,192 | 188.596,418 | +76.612,774 | | 13 6 |
| 1906 | 271.448,216 | 225.265,516 | +46.182,700 | | 26.5 |
| 1907 | 280 080,300 | 293.681,855 | −13.601,125 | | 48.8 |
| 1908 | 319.149,072 | 267.264,169 | +51.884,903 | Máximo | 132 |
| | | | | Mínimo | 55 |
| | | | | Media | 94.5 |

REPUBLICA ARGENTINA

| Años | + Exceso de exportaciones sobre importaciones. − » de importaciones sobre exportaciones. | Valor en papel de 100 $ oro. |
|---|---|---|
| 1885 | $ 8.342,869— | 133.75 |
| 1886 | 25.573,914 — | 134.25 |
| 1887 | 32.930,305 — | 136.60 |
| 1888 | 28.300,207 — | 148.40 |
| 1889 | 74.424,529 — | 193.50 |
| 1890 | 41.421,819 — | 258.74 |
| 1891 | 36.011,220 + | 330.51 |
| 1892 | 21.889,174 + | 326.82 |
| 1893 | 2.133,469 + | 322.36 |
| 1894 | 8.899,174 + | 358.73 |
| 1895 | 24.971,352 + | 343.62 |
| 1896 | 3.612,962 + | 296.24 |
| 1897 | 2.880,351 + | 290.96 |
| 1898 | 26.000,000 + | 256.21 |

## BRASIL

| Años | Exportacion en mil reis | Importación en mil reis | Diferencia | Extremos del cambio en peniques |
|---|---|---|---|---|
| 1840... | 41.671,000 | 57.727,000 | — 16.056,000 | 32 — 30 |
| 1841... | 39.084,000 | 56.040,000 | — 16.956,000 | 31 ½ — 29 |
| 1842... | 41.039,000 | 50.639,000 | — 9.600,000 | 28¾ — 24¾ |
| 1843... | 43.800,000 | 55.289,000 | — 11.489,000 | 27 — 24¾ |
| 1844... | 47.054,000 | 57.228,080 | — 10.174,000 | 25 — 24⅞ |
| 1845... | 53.630,000 | 52.193,000 | + 1.437,000 | 26¾ — 24⅞ |
| 1846... | 52.449,000 | 55.740,000 | — 3.291,000 | 28 — 25½ |
| 1847... | 57.925,000 | 47.349,000 | + 10.576,000 | 20¾ — 27 |
| 1848... | 56.289,000 | 51.569,000 | + 4.720,000 | 27¾ — 24½ |
| 1849... | 55.032,000 | 59.165,000 | — 4.133,000 | 28 — 24½ |
| 1850... | 67.788,000 | 76.918,000 | — 9.130,000 | 28 — 26¾ |
| 1851... | 66.640,000 | 92.860,000 | — 26.220,000 | 30½ — 26⅞ |
| 1852... | 73.644,000 | 87.332,000 | — 13.688,000 | 28¼ — 26½ |
| 1853... | 76.842,000 | 85.838,000 | — 8.906,000 | 29¼ — 27¼ |
| 1854... | 90.699,000 | 85.171,000 | + 5.528,000 | 28¼ — 26½ |
| 1855... | 94.432,000 | 92.778,000 | + 1.654,000 | 28¼ — 27 |
| 1856... | 114.553,000 | 125.351,000 | — 10.798,000 | 28¼ — 26⅞ |
| 1857... | 96.246,000 | 130.440,000 | — 34,194,000 | 28 — 23½ |
| 1858... | 106.805,000 | 127.722,000 | — 20.917,000 | 27 — 22¾ |
| 1859... | 112.957,000 | 113.027,000 | — 70,000 | 26⅞ 24¼ |
| 1860... | 123.171,000 | 123.720,000 | — 549,000 | 27¼ — 24½ |
| 1861... | 120.719,000 | 110.531,000 | + 10.188,000 | 26¾ — 24¼ |
| 1862... | 122 479,000 | 99.172,000 | + 23.307,000 | 27¾ — 24¾ |
| 1863... | 130.565,000 | 125.685,000 | + 4.880,000 | 27⅞ — 26⅜ |
| 1864... | 141.068,000 | 131.746,000 | + 9.322,000 | 27¾ — 25⅜ |
| 1865... | 157.077,000 | 137.777,000 | + 19.300,000 | 27¼ — 22½ |
| 1866... | 153.253,000 | 145.002,000 | + 8.251,000 | 26 — 22 |
| 1867... | 185.270,000 | 140.611,000 | + 44.559,000 | 26⅜ — 19¾ |
| 1868... | 207.723,000 | 168.510,000 | + 39.213,000 | 20 — 14 |
| 1869... | 200.235,000 | 155.687,000 | + 44.548,000 | 20 — 18 |
| 1870... | 166.949,000 | 137.264.000 | + 29.685,000 | 24½ — 19⅜ |
| 1871... | 193.418,000 | 158.318,000 | + 35.100,000 | 25⅞ — 22 |
| 1872... | 215.893,000 | 156.730,000 | + 59.163,000 | 26¼ — 24 |
| 1873... | 190.083,000 | 160.815,000 | + 29.268,000 | 27 — 25¼ |
| 1874... | 205.579,000 | 162.484,000 | + 43 095,000 | 26¾ — 24¾ |
| 1875... | 183.928,000 | 166.209,000 | + 17.719,000 | 28¾ — 26¾ |
| 1876... | 196.338,000 | 155.073,000 | + 41.265,000 | 26¾ — 23¾ |
| 1877... | 185.581,000 | 160.187 000 | + 25 394,000 | 25¼ — 23 |
| 1878... | 210.804,000 | 165.319,000 | + 34.485,000 | 21⅜ — 21¼ |
| 1879... | 221.928,000 | 172.714,000 | + 49.214,000 | 23¾ — 19⅛ |

BRASIL. (Continuación)

| Años | Exportación en mil reis | Importación en mil reis | Diferencia | Extremos del cambio en peniques. |
|---|---|---|---|---|
| 1880... | 125.851,000 | 181.005,000 | — 55.154,000 | 23¾ — 20 |
| 1881... | 209.851,000 | 182.251,000 | + 27.600,000 | 23 — 20⅜ |
| 1882.. | 195.498,000 | 185.861,000 | + 9.637,000 | 20⅜ — 20¼ |
| 1883... | 202.434,000 | 194.222,000 | + 8.212,000 | 22 — 20 15/16 |
| 1884... | 226.269,000 | 174.431,000 | + 51.838,000 | 22⅛ — 19¼ |
| 1885... | 194.961,000 | 197,501,000 | — 2.540,000 | 19½ — 17⅞ |
| 1886... | 263.219,000 | 209.406,000 | + 54.113,000 | 23⅝ — 21 1/16 |
| 1887... | 355.592,000 | 310.850.000 | + 44.742,000 | 23⅝ — 21 1/16 |
| 1888... | 212.592,000 | 260.998,000 | — 51.594,000 | 26⅝ — 22¾ |

ITALIA

| Años | Importación en millones de liras | Exportación en millones de liras | Diferencia | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|
| 1866..... | 870 | 617 | — 253 | 5.47 |
| 1867..... | 885 | 740 | — 145 | 13.40 |
| 1868..... | 896 | 787 | — 109 | 5.62 |
| 1869..... | 936 | 791 | — 145 | 3.40 |
| 1870..... | 895 | 756 | — 139 | 5.30 |
| 1871..... | 964 | 1.085 | + 121 | 4.44 |
| 1872..... | 1.187 | 1.167 | — 20 | 8.09 |
| 1873..... | 1.287 | 1.133 | — 154 | 12.44 |
| 1874..... | 1.305 | 985 | — 320 | 10.80 |
| 1875..... | 1.215 | 1 033 | — 182 | 6.96 |
| 1876..... | 1.327 | 1.217 | — 110 | 7.52 |
| 1877..... | 1.156 | 953 | — 203 | 8.96 |
| 1878..... | 1.071 | 1.045 | — 26 | 8.75 |
| 1879..... | 1.262 | 1.107 | — 155 | 10.17 |
| 1880..... | 1.226 | 1.132 | — 94 | 8.34 |
| 1881..... | 1.332 | 1 192 | — 140 | 0.28 |
| 1882..... | 1.345 | 1.157 | — 189 | 1.26 |
| 1883..... | 1.380 | 1.200 | — 180 | — 0.85 conversión del billete |
| 1884..... | 1.344 | 1.096 | — 248 | — par |
| 1885..... | 1.575 | 1.134 | — 441 | 0.38 |
| 1886..... | 1.511 | 1.076 | — 435 | 0.19 |

ITALIA. (Continuación)

| Años | Importación en millones de liras | Exportación en millones de liras | Diferencia | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|
| 1887..... | 1.690 | 1.109 | — 581 | 0·82 |
| 1888..... | 1.242 | 967 | — 275 | 0.98 |
| 1889..... | 1.441 | 1.005 | — 436 | 0.67 |
| 1890..... | 1.377 | 963 | — 414 | 1.15 |
| 1891..... | 1.181 | 939 | — 242 | 1.55 |
| 1892..... | 1.217 | 1.012 | — 205 | 3.55 |
| 1893..... | 1.234 | 1.058 | — 176 | 7.97 |
| 1894..... | 1.203 | 1.058 | — 155 | 11 08 |
| 1895..... | 1.194 | 1.059 | — 135 | 5 57 |
| 1896..... | 1.190 | 1.072 | — 128 | 7.63 |
| 1897..... | 1.200 | 1.115 | — 85 | 5.14 |
| 1898..... | 1.417 | 1.223 | — 194 | 6.97 |
| 1899..... | 1.512 | 1.447 | — 65 | 7.32 |
| 1900..... | 1.707 | 1.355 | — 352 | 6.44 |
| 1901 ..... | 1.730 | 1.391 | — 331 | 4.30 |
| 1902..... | 1.810 | 1.482 | — 328 | 1.21 |
| 1903..... | 1.995 | 1.469 | — 426 | — 0.05 premio del billete |

ESPAÑA

| Años | Importación en millones de pesetas | Exportación en millones de pesetas | Diferencia | Cambio medio |
|---|---|---|---|---|
| 1878..... | 541 | 480 | — 61 | 0.064 premio á favor del papel |
| 1879..... | 605 | 528 | — 77 | 0,394 ,, del oro |
| 1880..... | 712 | 450 | — 62 | 1,066 ,, papel |
| 1881..... | 650 | 671 | + 21 | 0,461 ,, ,, |
| 1882..... | 817 | 765 | — 52 | 1,831 ,, oro |
| 1883..... | 893 | 719 | — 174 | 1.554 ,, ,, |
| 1884..... | 780 | 619 | — 161 | 1,113 ,, ,, |
| 1885..... | 765 | 698 | — 67 | 2,071 ,, ,, |
| 1886..... | 855 | 727 | — 128 | 2,040 ,, ,, |
| 1887..... | 811 | 722 | — 89 | 1,036 ,, ,, |
| 1888..... | 716 | 763 | + 47 | 1,695 ,, ,, |
| 1889..... | 866 | 897 | + 31 | 3,188 ,, ,, |
| 1890..... | 941 | 938 | — 3 | 4,270 ,, ,, |

ESPAÑA. (Continuación)

| Años | Importación en millones de pesetas | Exportación en millones de pesetas | Diferencia | Cambio medio | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1891..... | 1:018 | 932 | — 86 | 6.687 | premio á favor del oro |
| 1892..... | 850 | 759 | — 91 | 15,345 | „ „ |
| 1893..... | 771 | 710 | — 61 | 18,929 | „ „ |
| 1894..... | 805 | 673 | — 132 | 19,654 | „ „ |
| 1895..... | 838 | 805 | — 33 | 14.594 | „ „ |
| 1896..... | 909 | 1.023 | + 114 | 20,688 | „ „ |
| 1897..... | 909 | 1.075 | + 166 | 29,605 | „ „ |
| 1898..... | 723 | 919 | + 196 | 54 156 | „ „ |
| 1899..... | 1.045 | 864 | — 181 | 24,590 | „ „ |
| 1900..... | 986 | 836 | — 150 | 29,595 | „ „ |
| 1901..... | 943 | 790 | — 153 | 38,316 | „ „ |
| 1902..... | 811 | 752 | — 59 | 35,834 | „ „ |
| 1903..... | 863 | 856 | — 7 | 35,083 | „ „ |
| 1904..... | 845 | 873 | + 28 | 37,758 | „ „ |
| 1905..... | 989 | 889 | — 100 | 31,994 | „ „ |

AUSTRIA

| Años | Importación en millones de gulden | Exportación en millones de gulden | Diferencia | Precio de 100 florines oro en papel |
|---|---|---|---|---|
| 1854..... | 212.3 | 221 | + 8.7 | |
| 1855..... | 235.7 | 238.7 | + 3. | |
| 1856..... | 262.8 | 255.6 | — 7.2 | |
| 1857..... | 263.9 | 232.3 | — 31.6 | |
| 1858..... | 257.2 | 229.7 | — 27.5 | |
| 1859..... | 200.6 | 217.4 | + 16.8 | 121 |
| 1860..... | 208.9 | 264.7 | + 55.8 | 125 |
| 1861..... | 243.8 | 276.7 | + 32.9 | 142 |
| 1862..... | 239 | 293 | + 54.0 | 134 |
| 1863..... | 254.2 | 291.2 | + 37.0 | 112 |
| 1864..... | 254.8 | 323.4 | + 68.6 | 116 |
| 1865..... | 256.8 | 344.5 | + 87.7 | 112 |
| 1866..... | 217.9 | 329.5 | + 111.6 | 118 |
| 1867..... | 294.3 | 407.4 | + 113.1 | 124 |
| 1868..... | 387.4 | 428.9 | + 41.5 | 116 |

AUSTRIA ( Continuación).

| Años | Importación en millones de gulden | Exportación en millones de gulden | Diferencia | Precio de 100 florines oro en papel |
|---|---|---|---|---|
| 1869..... | 418.9 | 438.1 | + 19.2 | 123 |
| 1870..... | 431.9 | 395.4 | — 36.5 | 124 |
| 1871..... | 540.8 | 467.8 | — 73.2 | 121 |
| 1872..... | 613.7 | 388. | — 225.7 | 110 |
| 1873..... | 583.1 | 423.6 | — 159.5 | 111 |
| 1874..... | 627.5 | 502.8 | — 124.7 | 111 |
| 1875..... | 549.3 | 550.9 | + 1.6 | 112 |
| 1876..... | 534.3 | 595.2 | + 60.9 | 120 |
| 1877..... | 555.3 | 666.6 | + 111.3 | 122 |
| 1878..... | 552.1 | 654.7 | + 102.6 | 117 |
| 1879..... | 556.6 | 684.0 | + 127.4 | 116 |
| 1880..... | 613.5 | 676.0 | + 62.5 | 117 |
| 1881..... | 641.8 | 731.5 | + 89.7 | 117 |
| 1882..... | 654.2 | 781.9 | + 127.7 | 119 |
| 1883..... | 624.9 | 749.9 | + 125.0 | 119 |
| 1884..... | 612.6 | 691.5 | + 78.9 | 121 |
| 1885..... | 557.9 | 672.1 | + 114.2 | 123 |
| 1886..... | 539.2 | 698.6 | + 159.3 | 125 |
| 1887..... | 568.6 | 672.9 | + 104.3 | 125 |
| 1888..... | 533.1 | 728.8 | + 195.2 | 123 |
| 1889..... | 589.2 | 766.2 | + 177. | 119 |
| 1890..... | 610.7 | 771.4 | + 160.7 | 115 |

RUSIA

| Años | MERCADERÍAS: Diferencia entre las exportaciones y las importaciones en millones de rublos | METALES NOBLES: Diferencia entre las exportaciones y las importaciones en millones de rublos | Total de ambas columnas | Cambio sobre Londres | Progresión del ágio |
|---|---|---|---|---|---|
| 1851..... | — 6.4 | + 9.99 | + 3.59 | 37.84 | 1011 |
| 1852..... | + 13.91 | — 5.89 | + 8.02 | 38.23 | 1001 |
| 1853..... | + 45.37 | — 19.04 | + 26 33 | 38.67 | 989 |
| 1854..... | - 5.02 | + 5.70 | + 0.68 | 36.45 | 1049 |
| 1855..... | - 33.18 | + 4.23 | — 28.95 | 36.09 | 1060 |
| 1856..... | + 37.69 | — 10.43 | + 27.26 | 38.05 | 1005 |
| 1857..... | + 18. | + 14.89 | + 32.89 | 37.21 | 1028 |
| 1858..... | + 1. | + 24 24 | + 25.24 | 35.91 | 1065 |
| 1859..... | + 6.33 | + 25.81 | + 32 14 | 34.94 | 1095 |
| 1860..... | + 22 08 | + 2.73 | + 24.81 | 35.73 | 1061 |
| 1861..... | + 10 07 | + 8.65 | + 18.72 | 34.16 | 1120 |
| 1862..... | + 27.56 | + 34.28 | + 61.74 | 34.61 | 1105 |
| 1863..... | — 0 23 | + 65.94 | + 65.71 | 36.61 | 1045 |
| 1864..... | + 11 43 | + 24.28 | + 36.41 | 32.50 | 1177 |
| 1865..... | + 45.05 | + 20.70 | + 65.75 | 31.55 | 1211 |
| 1866..... | ..... | ..... | ..... | 29.54 | ..... |
| 1867..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| 1851-53 | + 17.62 | — 4.98 | + 12.65 | 38.25 | 1000 |
| 1854-55 | — 19.10 | + 4.96 | — 14.14 | 36 27 | 1055 |
| 1856 57 | + 27.85 | + 2.23 | + 30.08 | 37 63 | 1017 |
| 1858 59 | + 3.66 | + 25.03 | + 28.69 | 35.42 | 1080 |
| 1860 61 | + 16 08 | + 5.69 | + 21.76 | 34.95 | 1090 |
| 1862-63 | + 13.66 | + 50.11 | + 63.78 | 35.61 | 1075 |
| 1864-65 | + 28.24 | + 22.84 | + 51.08 | 32 04 | 1194 |
| 1866 67 | ..... | ..... | ..... | 30.98 | 1237 |

Cuadro tomado de Ad. Wagner. (*Die russische Papierwährung. Riga* 1868)

§ 34. *Factores de un orden psicológico que influyen en la oferta y la demanda de la moneda metálica, y actúan, por lo tanto, en la cotización del cambio internacional.*— En una situación normal del mercado del cambio, los demandantes de letras de cambio llevan en la mente, como precio que están dispuestos á pagar, el precio que indican las últimas cotizaciones del mercado del cambio, las cuales cotizaciones no sufren gran alteración, por lo menos, de un día para otro. Si se les pide más caro por el oro, por lo regular, se abstendrán de comprar todos aquellos que puedan abstenerse ó sea los que no estén forzados á la inmediata compra del oro, y se saldrán del mercado esperando que dentro de poco mejoren las condiciones del cambio para ellos.

De esta manera, en tiempos normales se va produciendo un cierto equilibrio en el mercado y las cotizaciones del cambio se mantienen al rededor de un tipo medio durante largo tiempo. En los países en que el billete no se ha depreciado mucho, el tipo de cambio medio se mantiene al rededor de la par, como por ejemplo en Italia. Las alzas del premio del oro, como ya lo he observado, incitan á menudo en estas épocas normales á aprovechar la ocasión para vender oro, y esto mismo sirve de mecanismo regulador ó correctivo contra las depreciaciones del papel. La *confianza* que se tenga en la estabilidad del cambio es ya un gran elemento de mantención de esta misma estabilidad.

Cuando los hombres de negocio que influyen directa ó indirectamente en el mercado del cambio, pierden este grado necesario de *confianza*, las cotizaciones pierden también en gran parte su tendencia á la estabilidad. "El movimiento del agio en los tiempos anormales, observa A. Wagner, es manifiestamente un producto de los factores *psicológicos* de la *confianza y de la desconfianza*, que provocan las circunstancias políticas, financieras y económicas que se relacionan con el papel moneda. La influencia de estos factores, en tales casos, es en general muy fácilmente constatable; y se manifiesta con claridad en las relaciones de la

oferta y demanda de los metales nobles. Los fenómenos descritos (las fluctuaciones violentas del cambio) se pueden constatar en los períodos anormales de todos los casos de papel moneda, y ellos se manifiestan de manera evidente también en Rusia en el año 1856 y 1857" (1).

La historia del curso forzoso nos muestra innumerables ejemplos de estos momentos llamados de pánico en los cuales se producen profundas depreciaciones del papel. En las guerras encontramos casos bien típicos de estas fluctuaciones. Los que tienen deudas en oro ó los que desean salvar sus capitales, pasando del papel al oro, se apresuran á comprar oro ó letras de cambio, y víctimas del pánico, pareciéndoles que no hay momento que perder, en una especie de sálvese quien puede, se manifiestan dispuestos á pagar lo que se les pida y puedan ellos pagar por el oro demandado. De esta manera se elevan las cotizaciones hasta el extremo, en un momento de pánico. Tan pronto como los ánimos se serenan, cuando se restablece cierto grado de confianza, se produce la reacción y vuelve el premio del oro á descender.

Wagner, en su estudio sobre el papel moneda, nos observa también de cómo inmediatamente después de cesar la crísis, por ejemplo, al restablecerse la paz después de una guerra, bajo la influencia del restablecimiento de la confianza, la demanda de oro que partía antes de los nacionales se cambia en oferta, pues queriendo aprovechar la baja del cambio venden el oro. "De igual manera el extranjero compra los valores nacionales que antes él mismo vendía por desconfianza, y el extranjero otorga nuevamente su crédito á los nacionales, realizándose así nuevos empréstitos. La consecuencia es una fuerte reacción de alza del cambio, completamente independiente de la cantidad de papel en circulación y producida por el sólo cambio de las condiciones de la oferta y demanda de metales nobles."

El primer período de años de nuestro actual papel mone-

(1) Die russische Papierwährung. Riga 1868.

da de Chile, ó sea desde 1898 hasta 1903, el cambio internacional sufrió á menudo la influencia de estos factores psicológicos de la desconfianza. Al declararse la inconversión y curso forzoso de 1898, en momentos en que las relaciones con la República Argentina inspiraban serias desconfianzas y á raíz de una dura crísis como la que entonces sufría el país, desde el momento mismo en que se entra en la inconversión, se produce un fuerte premio del oro, y poco después, la presentación de un proyecto de ley en el Senado para aumentar de 30 millones de pesos la emisión total de billetes que entonces sólo ascendía á 50 millones, aumentó el premio hasta cerca de 45%, produciéndose á continuación una inmediata reacción, cuando el Gobierno declaró no aceptar dicho proyecto. Cuando hay temores y desconfianzas de excesos y abusos de las emisiones, la sola noticia de ellas suele alarmar al público, que aunque no sabe de teorías cuantitativas, sabe, sin embargo, que este camino de la liberalidad emisora puede llevar á la desvalorización del billete y, en sus desconfianzas, hasta puede exajerar el efecto mismo desvalorizante de una emisión. En este mismo período del papel moneda de Chile, vemos cómo la desaparición de las desconfianzas internacionales influye manifiestamente en el cambio en el sentido de una disminución del premio del oro.

En el período anterior del papel moneda de Chile, desde 1878 hasta 1895, tanto la marcha de los acontecimientos de la guerra del Pacífico (1879–1882), como de la revolución de 1891, influyen notablemente en las cotizaciones del cambio. Estando el cambio en Enero de 1879 á cerca de 40*d* por *peso*, junto con declararse la guerra, comienza á bajar rápidamente hasta llegar en Agosto á menos de 25*d*. Vino el triunfo de la escuadra chilena y se pronunciaron los éxitos del ejército de tierra y el cambio sube rápidamente en tres meses desde 25*d* hasta más de 36*d*. Sigue la guerra en 1880 con sus consiguientes esfuerzos é incrementos de las emisiones y con las desconfianzas naturales en tales situaciones, el cambio baja nuevamente hasta 25½*d* en

Agosto de 1880. Los nuevos y definitivos triunfos de Chile marcan un rápido ascenso que termina á fines de 1881 á más de 35*d* por *peso*. Si se hace un gráfico de este período se ve muy netamente la influencia colosal de la marcha de la guerra en las grandes fluctuaciones de este tiempo. Este mismo gráfico nos marcaría en 1891 un descenso de 22*d* hasta 16*d* á consecuencia de la revolución y terminada ésta vuelve el cambio de 16*d* hasta 21⅛.

Cuando se produce uno de estos momentos de desconfianzas, se observa que los que tienen deudas á oro con vencimientos dentro de algún tiempo, víctimas del pánico, y temiendo mayores bajas en el futuro, se apresuran á comprar el oro inmediatamente, lo cual desequilibra el mercado en ese momento y produce las grandes depreciaciones del papel. De esta manera sucede que aunque no haya una exportación especial de capitales que huyan por la desconfianza, se produce siempre la gran presión de la demanda de oro en el momento del pánico; y cesa esta demanda, cuando se restablece la confianza.

La guerra de España con los Estados Unidos nos muestra uno de esos casos más demostrativos de la influencia de este factor psicológico de la desconfianza. La guerra con Cuba, los desarreglos financieros y las emisiones, producen un premio del oro que desde 1894 fluctúa entre 15 y 20 por ciento. Viene la guerra con los Estados Unidos; se inicia el año 1898 con un premio del oro de 33 por ciento, y con el desastre de Cavite sube en Mayo del mismo año hasta 115 por ciento, y baja nuevamente, cuando los efectos del pánico se calman hasta llegar en Diciembre, del mismo año nuevamente á 32 por ciento.

En la República Argentina podemos también en muchos períodos de la historia de su papel-moneda constatar estos momentos de *desconfianza* que contribuyen á la desvalorización del papel y á la baja del cambio. "Para nosotros dice don José A. Terry, refiriéndose al borrascoso período de depreciación de 1888, la apreciación ó depreciación del papel, reconoce muchísimos factores y entre estos el princi-

pal es la *confianza*. Tengamos un Gobierno serio, honrado; nivélense los presupuestos, haya confianza en que el período emisionista ha concluído para siempre; tengamos confianza en la estabilidad de semejante orden de cosas y nuestro papel se apreciará á pesar del agio de la Bolsa". La situación siguió empeorando y en 1891 se presenta el espectáculo de un verdadero pánico que lleva el cambio á 342 por ciento en Marzo de este mismo año, habiendo llegado al terminar el año anterior á 300 por ciento.

Refiriéndose al período de guerra civil de los Estados Unidos, dice Mitchell en su interesante historia del papel-moneda de este país, que "todas las victorias que parecían aproximar el fin de las hostilidades aumentaban el valor del papel-moneda y, por el contrario, todas las derrotas, lo disminuían". De Enero á Abril de 1862 el premio del oro era muy pequeño (1% ó 2%) pues había muchas esperanzas de que todo el conflicto se arreglaría luego. Desde Abril de 1862 hasta Febrero de 1863, el alza del premio del oro es progresiva y casi gradual hasta llegar á su máximum de 72 por ciento de premio del oro y coincide con la continuación de las hostilidades, la derrota de Buruside, y la segunda emisión del *greenbacks*. Desde Marzo á Agosto de 1863, el premio del oro disminuye debido principalmente al éxito de la venta de bonos de Mr. Jay Couke, á la victoria de Gettysburg y la toma de Vicksburg y Port Hudson. En Agosto de 1863 el premio del oro había bajado hasta un mínimum de 22½ por ciento. De Septiembre á Julio de 1864, el premio del oro vuelve á subir por los acontecimientos de la guerra misma y de la situación financiera; alcanza en Julio al máximum de 185 por ciento de premio. Finalmente, la disminución violenta del premio del oro desde Agosto de 1864 á Mayo de 1865 fecha en que este era de 35 por ciento, se debió á las victorias de Grant, Sherman y Sheridan los cuales pusieron fin á la guerra (1).

---

(1) *W. C. Mitchell.* Gold prices and wages under the greenback Standard.

Obsérvase también muy netamente que así como la *desconfianza* que se produce en momentos críticos lleva el cambio á un extremo de depreciación, el cual extremo cesa cuando se tranquiliza un poco la opinión y se calma el movimiento cresciente de desconfianza; así también, los acontecimientos felices, aquellos que tienden á producir confianza y esperanzas de un futuro de prosperidad, impulsan el movimiento de valorización del billete hacia un extremo en el cual no siempre se mantiene, sinó que baja después de nivel. El restablecimiento de la paz en la revolución de 1891 aquí en Chile produce una fuerte alza del cambio hasta más de 22*d* por peso; este extremo de alza sólo se mantiene quince días y después baja nuevamente el cambio.

En los tiempos normales, cuando no hay desconfianza, ya sea en la situación económica, política ó financiera, el factor psicológico de desconfianza, ó no actúa ó actúa más rara vez ó con menor intensidad. A veces los especuladores suelen aprovecharse de este factor como de un expediente para provocar una fluctuación en el cambio; por ejemplo, lanzando una noticia falsa que alarme el mercado, ó dando mayores proporciones á un acontecimiento para impresionar los ánimos de los hombres que negocian en el cambio.

El factor psicológico de la confianza es un elemento importantísimo en el valor y en el regular funcionamiento de una moneda. Por este capítulo ha fallado á menudo el régimen del papel-moneda. Hay cierta predisposición del ánimo del público á desconfiar del billete inconvertible, sobre todo cuando están frescos los recuerdos de algún fracaso del papel-moneda, como sucedía en los Estados Unidos; se considera, por lo regular al papel-moneda como un sistema peligroso y esto lo pone en condiciones desfavorables como moneda.

## CAPITULO III

### El tipo del cambio internacional y la cantidad de billetes en circulación

§ 35. *La teoría cuantitativa.*—Refiriéndose al valor de la moneda en general, según la teoría llamada *cuantitativa* existe una relación proporcional entre la cantidad de monedas en circulación y el valor de la moneda; y al tratarse del cambio internacional, en el papel-moneda, se ha reproducido esta misma teoría. Según los partidarios de ella, cuanto mayor sea la emisión de papel-moneda tanto mayor será el agio ó premio del oro; y vice-versa cuanto más se restrinja la emisión, tanto más tenderá á subir el cambio internacional ó sea á disminuir el agio ó premio del oro, cuando este se hubiera producido.

M. Courcelle Seneuil, uno de los partidarios de esta teoría, nos dice que si avaluamos en 100 la cantidad de papel-moneda que acepta un mercado, y suponemos que la emisión se eleve á 125, "cada billete perderá una parte de su valor en la relación de 25 a 100, ó sea de 1 á 5; cinco francos en papel-moneda, por ejemplo, no valdrán sino cuatro francos en moneda metálica" (1).

Esta es tambien la teoría que sustentó el famoso *Bullion report.* Este informe, ordenado hacer en Inglaterra por la casa de los comunes en 1810, dice así: (2) "Un incremento de la cantidad de monedas en un país, elevará los precios en este país exactamente de la misma manera que un aumento

---

(1) Tratado de las operaciones de Banco. Traducción española. París 1874, pág. 383.

(2) Report from the select committee on the high price of gold Bullion. Ordered by the House of Commons, to be printed 8 june 1810.

de la provisión general de metales preciosos, eleva los precios en todo el mundo. A consecuencia del aumento de cantidad, el valor de una porción de moneda dada en cambio de otras mercaderías se disminuye: en otros términos, el precio en moneda de todas las otras mercaderías se eleva, y también se eleva con ellas el precio de los metales nobles. De esta manera, un exceso de la moneda especial de un país (*of the local currency of a particular country*) ocasionará una elevación del precio del oro. No es menos evidente que en el evento de una alza de los precios en un país ocasionada por el incremento del medio circulante, no acompañado de un análogo incremento en el medio circulante de los demás países vecinos, sucederá que las monedas de estos dos países no continuarán por largo tiempo manteniendo la misma relación de valor que antes tenían. Habiendo sido rebajado el valor intrínseco de la moneda de uno de los países al paso que la moneda del otro país permanece sin alteración, el cambio internacional entre ambos países se tornará desventajoso para aquél".

"De esta manera, una alza general de todos los precios, una alza en el precio del oro y una baja en el cambio internacional será el efecto de un exceso en la cantidad de medio circulante en un país que ha adoptado una moneda que no puede ser exportada á otros países, ó no convertible á voluntad en una moneda exportable".

§ 36. *Estadísticas de la cantidad de billetes en circulación y de las fluctuaciones del tipo del cambio.*—Los cuadros estadísticos del monto de la circulación y del tipo medio anual del cambio internacional se han formado con datos de las siguientes fuentes: *Statistische Tabellen zur Währungs-Frage der Osterreichisch Ungarischen Monarchie. Wien. 1892.—Gold, prices and wages under the greenback Standard. Berkeley 1908 por Wesley C. Mitchell-Statisties for the United States 1867-1909 (National monetary comission)—Annuario Statístico italiano 1904.—La moneda y los cambios por Gil y Pablos. Madrid.—O meio circulante nacional por Amaro Cavalcanti. Río de Janeiro*

*1893. -O Brasil, suas riquezas etc., por Vieira Souto. Río de Janeiro 1907.—La politique monetaire du Brésil por J. P. Calogeras. Río de Janeiro 1910.—Anuario de la Dirección General de Estadística. Buenos Aires 1897.—El papel moneda en Chile por Guillermo Subercaseaux. Santiago.—Cotizaciones del cambio en la Bolsa Comercial de Valparaíso. — Estudio sobre nuestra circulación monetaria por Roberto de la Torre. Bogotá 1890.—Apuntaciones sobre el papel moneda por A. Solano. Bogotá 1907.*

## INGLATERRA (1)

| AÑOS | Cantidad de billetes en miles de libras | Precio de una onza standard de oro en papel | EN EL MES DE |
|---|---|---|---|
| 1797 | 11,114 | £ 3.17. 6 d | Agosto |
| 1798 | 12,180 | 3.17.10½ | ,, |
| 1799 | 13,389 | 3.17. 9 | ,, |
| 1800 | 15,047 | 4. 5. 0 | ,, |
| 1801 | 14,556 | 4. 4. 0 | ,, |
| 1802 | 17,097 | 4. 3. 6 | ,, |
| 1803 | 15,983 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1804 | 17,153 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1805 | 16,388 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1806 | 21,027 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1807 | 19,678 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1808 | 17,111 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1809 | 19,574 | 4.10. 0 | Febrero |
| 1810 | 24,793 | 4. 4. 6 | Agosto |
| 1811 | 23,286 | 4.17. 6 | ,, |
| 1812 | 23,026 | 4.15. 6 | ,, |
| 1813 | 24,828 | 5. 1. 0 | ,, |
| 1814 | 23,368 | 4.11. 0 | ,, |
| 1875 | 27,248 | 4. 9. 0 | Febrero |
| 1816 | 26,758 | 3.19. 0 | Agosto |
| 1817 | 29,543 | 4. 0. 6 | ,, |
| 1818 | 26,202 | 4. 0. 0 | ,, |
| 1819 | 25,252 | 3.18. 0 | ,, |
| 1820 | 24,299 | 3.17.10½ | ,, |
| 1821 | 20,295 | 3.17.10½ | ,, |
| 1822 | 17,464 | 3.17. 6 | ,, |

(1) Además de estos que eran los billetes de Banco de Inglaterra los cuales eran inconvertibles y de curso legal, había también billetes bancarios. En la parte final al tratar de la conversión del billete en Inglaterra, doy un cuadro con la circulación del billete de banco.

## ESTADOS UNIDOS

| AÑOS | BILLETES DE ESTADO | | Billetes bancarios | TOTAL | Premio del oro % |
|---|---|---|---|---|---|
| | Greenbacks | Billetes divisionarios | | | |
| 1863... | ..... | 20 | 239 | ..... | 46 1/8 |
| 1864... | 447 | 23 | 210 | 680 | 103 5/8 |
| 1865... | 431 | 25 | 288 | 744 | 44 1/4 |
| 1866... | 401 | 27 | 300 | 728 | 44 1/2 |
| 1867... | 372 | 28 | 299 | 699 | 33 |
| 1868... | 356 | 33 | 300 | 689 | 33 1/4 |
| 1869... | 356 | 32 | 300 | 688 | 35 |
| 1870... | 356 | 40 | 300 | 696 | 20 |
| 1871... | 356 | 41 | 318 | 715 | 10 |
| 1872... | 357 | 41 | 338 | 736 | 9 1/2 |
| 1873... | 356 | 45 | 347 | 748 | 12 |
| 1874... | 382 | 46 | 352 | 780 | 10 1/4 |
| 1875... | 376 | 42 | 354 | 772 | 12 1/2 |
| 1876... | 370 | 34 | 333 | 637 | 12 3/4 |
| 1877... | 360 | 20 | 317 | 697 | 7 |
| 1878... | 347 | 17 | 325 | 689 | 2.87 |

NOTA.—Las cantidades están en millones de *dollars*.

En los billetes bancarios de 1863 á 1866 están sumados los del antiguo sistema de bancos que termina en esta fecha, y los de los Bancos nacionales que comienzan en 1864.

RUSIA

| Años | Cantidad de papel en millones de rublos | Valor del rublo papel en copecks metálicos | Años | Cantidad de papel en millones de rublos | Valor del rublo papel en copecks metálicos |
|---|---|---|---|---|---|
| 1845 | 253 | 98 | 1866 | 709 | 76 |
| 1846 | 265 | 99 | 1867 | 691 | 84.5 |
| 1847 | 310 | 98.6 | 1868 | 724 | 84 |
| 1848 | 311 | 95 | 1869 | 732 | 79 |
| 1849 | 301 | 96 | 1870 | 757 | 77 |
| 1850 | 302 | 99 | 1871 | 772 | 83 |
| 1851 | 304 | 98 | 1872 | 771 | 84.9 |
| 1852 | 311 | 99 | 1873 | 797 | 84 |
| 1853 | 333 | 100 | 1874 | 797 | 86.9 |
| 1854 | 355 | 74 | 1875 | 797 | 86 |
| 1855 | 511 | 93 | 1876 | 790 | 80.9 |
| 1856 | 689 | 98 | 1877 | 1.039 | 67.45 |
| 1857 | 735 | 95 | 1878 | 1.188 | 63.6 |
| 1858 | 644 | 93 | 1879 | 1.162 | 63 |
| 1859 | 638 | 91 | 1880 | 1.133 | 65 |
| 1860 | 713 | 92 | 1881 | 1.133 | 65.7 |
| 1861 | 713 | 87 | 1882 | 1.133 | 63 |
| 1862 | 691 | 90 | 1883 | 1.103 | 61.8 |
| 1863 | 636 | 74.8 | 1884 | 1.073 | 63.16 |
| 1864 | 679 | 83.5 | 1885 | | |
| 1865 | 678 | 81.6 | | | |

## AUSTRIA

| Años | Cantidad total de billetes bancarios y del Estado en circulación en millones de florines | Precio de 100 florines oro en papel |
|---|---|---|
| 1866 | 500 | 118 |
| 1867 | 548 | 124 |
| 1868 | 575 | 116 |
| 1869 | 599 | 123 |
| 1870 | 649 | 124 |
| 1871 | 691 | 121 |
| 1872 | 694 | 110 |
| 1873 | 703 | 111 |
| 1874 | 639 | 111 |
| 1875 | 633 | 112 |
| 1876 | 651 | 120 |
| 1877 | 628 | 122 |
| 1878 | 653 | 117 |
| 1879 | 630 | 116 |
| 1880 | 656 | 117 |
| 1881 | 675 | 117 |
| 1882 | 720 | 119 |
| 1883 | 731 | 119 |
| 1884 | 730 | 121 |
| 1885 | 702 | 123 |
| 1886 | 716 | 125 |
| 1887 | 728 | 125 |
| 1888 | 762 | 123 |
| 1889 | 792 | 119 |
| 1890 | 816 | 115 |
| 1891 | 834 | 116 |

## ITALIA

| Años | Billetes del Estado en millones de liras | Billetes de Banco en millones de liras | Total | Depreciación del papel en °/₀ |
|---|---|---|---|---|
| 1866 | 250 | 264 | 514 | 7.81 |
| 1867 | 250 | 509 | 759 | 7.37 |
| 1868 | 278 | 588 | 866 | 9.82 |
| 1869 | 278 | 601 | 879 | 3.94 |
| 1870 | 445 | 496 | 941 | 4.50 |
| 1871 | 629 | 577 | 1,206 | 5.35 |
| 1872 | 740 | 623 | 1,363 | 8.57 |
| 1873 | 790 | 664 | 1,454 | 13.05 |
| 1874 | 880 | 633 | 1,513 | 12.22 |
| 1875 | 940 | 621 | 1,561 | 8.36 |
| 1876 | 940 | 646 | 1,586 | 8.45 |
| 1877 | 940 | 629 | 1,569 | 9.68 |
| 1878 | 940 | 672 | 1,612 | 9.50 |
| 1879 | 940 | 732 | 1,672 | 11.20 |
| 1880 | 940 | 748 | 1,688 | 9.49 |
| 1881 | 940 | 735 | 1,675 | 1.88 |
| 1882 | 940 | 732 | 1,672 | 2.65 |
| 1883 | 688 | 794 | 1,482 | la par |
| 1884 | 611 | 899 | 1,510 | „ |
| 1885 | 511 | 948 | 1,459 | 0.38 |
| 1886 | 463 | 1,032 | 1,495 | 0.19 |
| 1887 | 428 | 1,076 | 1,504 | 0.82 |
| 1888 | 343 | 1,075 | 1,418 | 0.98 |
| 1889 | 350 | 1,078 | 1,428 | 0.67 |
| 1890 | 342 | 1,140 | 1,482 | 1.15 |
| 1891 | 342 | 1,139 | 1,481 | 1.55 |

## ITALIA

| Años | Billetes del Estado en millones de liras | Bonos de Caja en millones de liras | Billetes de Banco en millones de liras | Total | Depreciación del papel |
|---|---|---|---|---|---|
| 1892 | 341 | ..... | 1,138 | 1,149 | % 3.55 |
| 1893 | 352 | ..... | 1,122 | 1,574 | 7.97 |
| 1894 | 400 | 92 | 1,128 | 1,621 | 11.08 |
| 1895 | 400 | 110 | 1,085 | 1,596 | 5.57 |
| 1896 | 400 | 110 | 1,069 | 1,579 | 7.63 |
| 1897 | 466 | 110 | 1,086 | 1,662 | 5.14 |
| 1898 | 453 | 110 | 1,122 | 1,685 | 6.97 |
| 1899 | 451 | 42 | 1,180 | 1,673 | 7.32 |
| 1900 | 449 | 14 | 1,139 | 1,602 | 6.44 |
| 1901 | 447 | 4 | 1,153 | 1,604 | 4.30 |
| 1902 | 446 | 2 | 1,175 | 1,623 | 1.21 |
| 1903 | 444 | 2 | 1,236 | 1,682 | 0.05 |

## FRANCIA

| Fecha | Cantidad de billetes en millones de francs | Valor de una libra inglesa (1) |
|---|---|---|
| 1870-Setbre. | 1,718 | 25 francos 45-60 céntimos |
| 1871-Julio | 2,073 | 25 ,, 26-47 ,, (Marzo) |
| Dicbre. | 2,307 | |
| 1872 ,, | 2,859 | |
| 1873 ,, | 2,832 | 25 ,, 39 59 ,, (Mayo, Junio y Julio) |
| 1874 ,, | 2,641 | 26 ,, 12 (Oct. y Nov.) |
| 1875 ,, | 2,497 | la par |
| 1876 ,, | 2,662 | ,, |
| 1877 ,, | 2,513 | ,, |

(1 La par es 25 francos 20 céntimos.

## GRECIA

| Años | Máximum de la circulación en millones de drachmas | Premio del oro en °/₀ |
|---|---|---|
| 1876 | 37 | 3 |
| 1878 | 59 | 10 |
| 1883 | 104 | 14 |
| 1888 | 108 | 27 |
| 1892 | 138 | 43 |
| 1893 | 127 | 60 |
| 1895 | 124 | 80 |
| 1901 | 146 | 65 |
| 1909 | 133 | 3 |

## ESPAÑA

| | Billetes en circulación en pesetas | Total de lo acuñado en monedas de plata | Cambio medio |
|---|---|---|---|
| 1875 | 90.870,000 | 195.755,000 | 0,938 prem. á favor del papel |
| 1876 | 102.562,000 | 238.495,000 | 0,790 ,, ,, |
| 1877 | 95.525,000 | 273.446,000 | 0,176 ,, ,, del oro |
| 1878 | 92.621,000 | 319.186,000 | 0,064 ,, ,, del pp. |
| 1879 | 84.786,000 | 327.355,000 | 0,394 ,, ,, del oro |
| 1880 | 91.702,000 | 327.355,000 | 1,066 ,, ,, del pp. |
| 1881 | 130.834,000 | 330.849,000 | 0,461 ,, ,, ,, |
| 1882 | 199.411,000 | 339.159,000 | 1,831 ,, ,, del oro |
| 1883 | 270.354,000 | 366.696,000 | 1,554 ,, ,, ,, |
| 1884 | 383.276,000 | 395.935,000 | 1,113 ,, ,, ,, |
| 1885 | 468.989,000 | 411.658,000 | 2,071 ,, ,, ,, |
| 1886 | 526.581,000 | 421.414,000 | 2,040 ,, ,, ,, |
| 1887 | 612.067,000 | 480.426,000 | 1,036 ,, ,, ,, |
| 1888 | 719.736,000 | 533.646,000 | 1,695 ,, ,, ,, |
| 1889 | 735.489,000 | 557.053,000 | 3,188 ,, ,, ,, |
| 1890 | 734.129,000 | 593.429,000 | 4,270 ,, ,, ,, |
| 1891 | 811.744,000 | 656.727,000 | 6,687 ,, ,, ,, |
| 1892 | 884.141,000 | 693.198,000 | 15,345 ,, ,, ,, |
| 1893 | 927.654,000 | 708.290,000 | 18,929 ,, ,, ,, |

ESPAÑA.—(Continuación)

| Años | Billetes en circulación | Acuñación de monedas de plata en total | Cambio medio | |
|---|---|---|---|---|
| 1894 | 909.678,000 | 727.645,000 | 19,654 | premio á favor del oro |
| 1895 | 994.399,000 | 727.645,000 | 14,594 | ,, ,, ,, |
| 1896 | 1,031.352,000 | 749.004,000 | 20,688 | ,, ,, ,, |
| 1897 | 1,206.270,000 | 782.667,000 | 29,605 | ,, ,, ,, |
| 1898 | 1,443.988,000 | 982.554,000 | 54,156 | ,, ,, ,, |
| 1899 | 1,517.926,000 | 1,052.202,000 | 24,590 | ,, ,, ,, |
| 1900 | 1,591.620,000 | 1,052.202,000 | 29,595 | ,, ,, ,, |
| 1901 | 1,638.808,000 | 1,052 202,000 | 38,316 | ,, ,, ,, |
| 1902 | 1,623.622,000 | 1 052.202,000 | 35,834 | ,, ,, ,, |
| 1903 | 1,608.012,000 | 1,052.202,000 | 35,083 | ,, ,, ,, |
| 1904 | 1,597.252,000 | 1,052.202,000 | 37,758 | ,, ,, ,, |
| 1905 | 1,550.100,000 | 1,052.202,000 | 31,994 | ,, ,, ,, |

ESPAÑA

| Años | Pesetas por cada 100 francos | Billetes en circulación en millones de pesetas |
|---|---|---|
| 1905 | 130 | 1,550 |
| 1906 | 112 | 1,524 |
| 1907 | 111 | 1,557 |
| 1908 | 112 | 1,641 |
| 1909 | 112 | 1,670 |

## BRASIL

| Años | Billetes del Estado en miles de mil reis | Billetes de los Bancos en miles de mil reis | Total | Extremos del cambio en peniques por cada mil reis |
|---|---|---|---|---|
| 1841..... | 40,199 | 296 | 40,495 | 31½ — 29 |
| 1842..... | 43,689 | 325 | 44,014 | 28¾ — 24¾ |
| 1843..... | 46,520 | 233 | 46,753 | 27 — 24¾ |
| 1844..... | 48,267 | 325 | 48,592 | 25 — 24⅞ |
| 1845..... | 50,379 | 643 | 51,022 | 26¾ — 24⅞ |
| 1846..... | 50,668 | 949 | 51,617 | 28 — 25½ |
| 1847..... | 48,783 | 1,496 | 50,279 | 28¾ — 27 |
| 1848..... | 47,802 | 1,515 | 49,317 | 27¾ — 24½ |
| 1849..... | 47,531 | 1,147 | 48,678 | 28 — 24½ |
| 1850..... | 46,884 | 1,147 | 48,031 | 28 — 26¾ |
| 1851..... | 46,884 | 1,313 | 48,197 | 30½ — 26⅞ |
| 1852..... | 46,884 | 3,631 | 50,515 | 28¼ — 26½ |
| 1853..... | 46,692 | 5,569 | 52,261 | 29¼ — 27¼ |

| Años | Circulación total de billetes de Banco y del Estado en millones de mil reis | De estos son billetes del Estado | Cambio medio en peniques |
|---|---|---|---|
| 1854..... | 62 | 47 | 27 ½ |
| 1855..... | 68 | 47 | 27 ¼ |
| 1856..... | 86 | 46 | 27 ½ |
| 1857..... | 95 | 44 | 25 ⅜ |
| 1858..... | 93 | 42 | 24 9/8 |
| 1859..... | 96 | 41 | 25 9/8 |
| 1860..... | 88 | 38 | 25 ⅞ |
| 1861..... | 78 | 31 | 25 ½ |
| 1862..... | 79 | 33 | 26 ¼ |
| 1863..... | 82 | 31 | 27 |
| 1864..... | 99 | 29 | 26 ¾ |
| 1865..... | 90 | 28 | 25 |
| 1866..... | 112 | 28 | 24 |
| 1867..... | 118 | 43 | 21 ⅞ |
| 1868..... | 125 | 82 | 17 |
| 1869..... | 167 | 127 | 18 13/16 |

BRASIL.—(Continuación)

| Años | Circulación total de billetes de Banco y del Estado | De estos son billetes del Estado | Cambio medio en peniques |
|---|---|---|---|
| 1870.... ..... | 192 | 149 | 22 1/16 |
| 1871..... | 192 | 151 | 24 1/32 |
| 1872..... .... | 182 | 151 | 25 |
| 1873..... | 185 | 149 | 26 3/32 |
| 1874..... | 183 | 149 | 25 25/32 |
| 1875..... | 182 | 149 | 27 7/32 |
| 1876..... | 179 | 149 | 25 11/32 |
| 1877..... | 179 | 149 | 24 9/16 |
| 1878..... | 209 | 181 | 22 15/16 |
| 1879..... | 217 | 189 | 21 ¾ |
| 1880..... | 216 | 189 | 22 3/32 |
| 1881..... | 212 | 188 | 21 29/32 |
| 1882..... | 212 | 188 | 25 5/32 |
| 1883..... | 211 | 188 | 21 9/16 |
| 1884..... | 210 | 188 | 20 9/16 |
| 1885..... | 208 | 187 | 18 9/32 |
| 1886..... | 214 | 194 | 18 11/16 |
| 1887..... | 202 | 184 | 22 7/16 |
| 1888..... | 205 | 189 | 25 ¼ |
| 1889..... ..... | 197 | 179 | 26 7/16 |
| 1890..... | 299 | 171 | 22 9/16 |
| 1891..... | 514 | 171 | 14 29/32 |
| 1892..... | 561 | 168 | 12 1/32 |
| 1893 ..... | 632 | 285 | 11 19/32 |
| 1894..... | 713 | 367 | 10 3/32 |
| 1895..... | 678 | 337 | 9 15/14 |
| 1896..... | 712 | 371 | 9 1/16 |
| 1897..... | 781 | 439 | 7 23/32 |
| 1898..... | 778 | 532 | 7 3/16 |
| 1899..... | 734 | ..... | 7 7/16 |
| 1900..... | 670 | ..... | 9 ½ |
| 1901.... ..... | 680 | ..... | 11 ⅜ |
| 1902..... | 675 | ..... | 11 31/32 |
| 1903..... ..... | 675 | ..... | 12 |
| 1904..... | 674 | ..... | 13 7/32 |
| 1905..... | 669 | ..... | 15 57/64 |
| 1906..... | 664 | ..... | 16 3/64 |

## ARGENTINA

| Años | Emisión total de billetes | Premio del oro |
|---|---|---|
| 1885 | $ 74.820,000 | 37 % |
| 1886 | 89.197,000 | 39 |
| 1887 | 94.070,000 | 35 |
| 1888 | 129.504,000 | 48 |
| 1889 | 163.647,000 | 91 |
| 1890 | 245.100,000 | 151 |
| 1891 | 261.408,000 | 287 |
| 1892 | 281,008,000 | 232 |
| 1893 | 306.743,000 | 224 |
| 1894 | 298.702,000 | 257 |
| 1895 | 296.743,000 | 244 |
| 1896 | 295.165,000 | 196 |

## COLOMBIA

| Años | | Billetes en circulación $ | CAMBIO | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Premio máximo | Premio mínimo |
| | 1886... | 3.115,441 | 44 % | 35 % |
| | 1890... | 12.000,000 | 98 | 88 |
| (Dicbre.) | 1892... | 21.064,317 | 103 | 88 |
| (Mayo) | 1894... | 26.235,606 | 189 | 154 |
| (Novbre.) | 1895... | 31.147,381 | 190 | 142 |
| | 1896... | 30.949,453 | 150 | 135 |
| | 1898... | 34.587,453 | 222 | 157 |
| | 1899... | 50.049,453 | 320 | 218 |
| Guerra civil y enorme incremento anual de las emisiones | | | Mínimum durante el gran período de depreciación: 25,000 % | |
| (Febrero) | 1903... | 638.598,581 | 10,000 % | |
| | 1904... | ..... | 10,000 | |
| | 1905... | 847.216,333 | 10,000 | |

## CHILE (1)

| Años | Billetes bancarios registrados | Billetes fiscales emitidos | Total general de billetes bancarios y Fiscales | Billetes fiscales en depósitos en la Casa de Moneda y retirados de la circulación | Circulación efectiva | Cambio en peniques |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1878 | [2] 14.500,000 | ..... | 14.500,000 | ..... | 14.500,000 | 37 ½ |
| 1879 | 14.204,268 | 12.000,000 | 26.204,268 | ..... | 26.204,268 | 33 |
| 1880 | 14.469,813 | 26.000,000 | 40.469,813 | 8.000,000 | 32.469,813 | 31 |
| 1881 | 12.804,505 | 28.000,000 | 40.804,505 | 9.794,900 | 31.009,605 | 31 |
| 1882 | 11.887,023 | 27.250,000 | 39.137,023 | 9.424,000 | 29.713,023 | 31 ½ |
| 1883 | 12.306,686 | 26.927,966 | 39.234,652 | 10.235,966 | 28.998,686 | 34 ½ |
| 1884 | 12.458,211 | 26.913,297 | 39.371,508 | 10.413,297 | 28.958,211 | 30 ½ |
| 1885 | 13.512,835 | 26.687,916 | 40.200,751 | 10.087,916 | 30.112,835 | 25 ½ |
| 1886 | 16.713,133 | 25.318,223 | 42.031,356 | 9.015,666 | 33.013,690 | 23 ¼ |
| 1887 | 15.407,518 | 24.887,916 | 40.295,434 | 8.415,666 | 31.879,768 | 25 |
| 1888 | 17.671,686 | 23.687,916 | 41.359,602 | 5.287,916 | 36.071,686 | 26 ⅝ |
| 1889 | 17.938,015 | 22.487,916 | 40.425,931 | 2.587,916 | 37.838,015 | 26 |
| 1890 | 18.545,856 | 21.283,916 | 41.303,080 | ..... | 41.303,080 | 23 ¼ |
| 1891 | 20.291,036 | 42.263,424 | 62.554,460 | ..... | 62.554,460 | 18 ⅛ |
| 1892 1.er semestre | 19.313,448 | 31.862,368 | 51.175,816 | ..... | 51.175,816 | 19 |
| 1892 2º „ | 14.279,096 | 31.375,738 | 45.654,834 | ..... | 45.654,834 | 18 |
| 1893 | 17.266,507 | [3] 38.498,033 | 55.764,540 | ..... | 55.764,540 | 14 ¾ |
| 1894 | 21.407,136 | 38.399,596 | 59.806,732 | ..... | 59.806,732 | 12 ½ |

(1) Este cuadro está espresado en *pesos* moneda legal.—(2) Esta cifra está en números redondos.—(3) En esta cifra están incluídos los 8·902,000 de Vales del Tesoro emitidos este año.

CHILE

| Años | Circulación total de billetes del Estado en millones de pesos | Cambio medio en peniques |
|---|---|---|
| 1898 | 50 | 13. |
| 1899 | 50 | 14.5 |
| 1900 | 50 | 16.8 |
| 1901 | 50 | 15.97 |
| 1902 | 50 | 15.19 |
| 1903 | 50 | 16.62 |
| 1904 | 50 | 16.57 |
| 1905 | 80 | 15.63 |
| 1906 | 120 | 14.36 |
| 1907 | 150 | 12.06 |
| 1908 | 150 | 9.62 |
| 1909 | 150 | 10.78 |
| 1910 | 150 | 10.75 |
| 1911 | 150 | 10.50 |

§ 37.—*Estudio de la cuestión*:

a) *Casos de incrementos de las emisiones de billetes que no influyen en el alza del premio del oro.*

La experiencia ha desmentido en muchos casos aquello de que si se incrementa la emisión de billetes se produzca, por esta causa, una depreciación proporcional del papel con relación al oro.

Rusia, por ejemplo, en 1854 con 356 millones de *rublos* papel en circulación tenía un cambio de 94 *copecks* oro por cada *rublo* papel; y tres años más tarde la circulación se había más que doblado, pues alcanzaba en 1857 á 794 millones de *rublos* y el cambio estaba á 86 *copecks* oro. En otros términos, la cantidad de billetes se había elevado de 100 á 223 y el cambio había bajado solamente en la proporción de 100 á 91.7.

En España de 1883 á 1886 la circulación del billete sube de 270 millones de *pesetas* á 526 millones y el premio

del oro tiene apenas un incremento menor aún de medio por ciento.

En el Brasil en 1865 la circulación total de billetes era de 90 millones de *mil reis* y el cambio era de 25 *peniques* por cada *mil reis*. Siete años más tarde ó sea en 1872, el cambio vuelve á valer 25 *peniques* por *mil reis* y la circulación total de billetes está más que doblada. Hasta 1890 la cantidad de billetes aumenta así año á año sin que se observe paralelismo alguno en el movimiento del cambio.

Y no puede alegarse que las necesidades de la circulación hubiera, en estos casos y otros análogos, subido en proporción con las emisiones, pues se trataba de incrementos muy violentos de la cantidad de billetes, como son los casos de Rusia y España, motivados, casi exclusivamente, por razones financieras ó sea para proporcionar recursos al Gobierno.

En el cuadro estadístico de Italia podemos también observar de cómo á los incrementos de las emisiones no han seguido los aumentos del premio del oro.

La historia del papel moneda nos muestra muchos casos de incrementos de las emisiones no seguidas de alzas del oro; *porque los nuevos billetes emitidos se han incorporado en la circulación sin producir directa ni indirectamente una influencia en las cotizaciones del mercado del cambio internacional.*

(b) *Casos en que la cantidad de billetes en circulación no se disminuye y sin embargo el premio del oro disminuye fuertemente.*

Si, como lo veremos en seguida, en muchos períodos de la historia del papel-moneda encontramos una relación de coincidencia entre los incrementos de las emisiones de billetes y las alzas del premio del oro, debemos también constatar, como una experiencia muy generalizada, que la reacción de disminución del premio del oro se ha producido después, sin que haya sido necesario que se disminuya la cantidad de billetes en que se había incrementado antes la circulación.

Los casos de la República Argentina de 1885 á 1899, del Brasil de 1889 á 1905, de Chile de 1904 á 1909 y de los Estados Unidos de 1862 á 1878, nos manifiestan claramente que si el premio del oro ha subido á medida que las emisiones se incrementaban, después ha podido también venir la reacción en el cambio y disminuir el premio del oro, sin que se haya disminuído á la vez la cantidad de billetes emitida. En otras palabras, que el valor en oro de la unidad monetaria de papel ha subido, sin necesidad de disminuir la cantidad de billetes emitida. He aquí el cuadro:

AÑO DE BASE

| País | Año de base | Cambio medio | Monto de la circulación | |
|---|---|---|---|---|
| Argentina (1) | 1885 | 37% | 75 millones | $. |
| Brasil (2) | 1889 | $27^{7/16}$ *d* | 197 ,, | *mil reis.* |
| Chile (4) | 1904 | 17.57 *d* | 50 ,, | $. |
| Estados Unidos (4) (guerra civil) | 1862 | $13^{5/8}$ % | 237 ,, | $. |

MÍNIMA DE LA BAJA

| País | Año de mínima | Cambio medio | Monto de la circulación | |
|---|---|---|---|---|
| Argentina | 1891 | 281 % | 261 millones. | |
| Brasil | 1898 | $7^{3/16}$ *d* | 778 ,, | |
| Chile | 1908 | 9.62 *d* | 150 ,, | |
| Estados Unidos | 1864 | $103^{5/8}$ % | 681 ,, | |

REACCIÓN ULTERIOR DEL CAMBIO

| País | Año | Cambio medio | Monto de la circulación | |
|---|---|---|---|---|
| Argentina | 1899 | 127% | 286 millones | |
| Brasil | 1905 | $15^{57/64}$ *d* | 670 ,, | |
| Chile | 1909 | 10 78 *d* | 150 ,, | |
| Estados Unidos | 1878 | 2.87% | 764 ,, | |

(1) El cambio se expresa por el premio del oro.

(2) El cambio se expresa en *peniques* por cada *mil reis*.

(3) El cambio se expresa en peniques por cada *peso*.

(4) El cambio se expresa en premio del oro.

Se ve claramente de como en estos casos el premio del oro disminuye, sin que disminuya la cantidad de papel moneda en circulación.

Y no se crea que esta reacción del cambio haya podido ser algún fruto especial de la juventud robusta de los países americanos; en los viejos países europeos encontramos también igual fenómeno. En España en el año 1898 se produce la máxima de la depreciación del papel moneda, coincidiendo con los desastres de la guerra americana. El cambio toma después un nivel de más de un 30% de depreciación; y con la paz internacional, la suspensión de las acuñaciones de moneda de plata, etc., etc., *este premio del oro* va disminuyendo poco á poco hasta llegar á ser de 7% en 1910 y esto sin necesidad de disminución de la cantidad de billetes emitida ni retiro de la moneda de plata.

En Italia encontramos que, en varios períodos, la disminución del ajio ó premio del oro coincide con un incremento de la cantidad de billetes circulante, como por ejemplo en 1869, en 1875, en 1879, en 1880 y 1881, en 1897, en 1901, etc., etc. (Véase el cuadro correspondiente).

Además, como lo veremos en el párrafo siguiente, las disminuciones de cantidad de billetes en circulación no se reflejan tampoco directamente en el cambio ó sea no disminuyen proporcionalmente el premio del oro; y aún, después de disminuída la cantidad de billetes en circulación, el premio del oro, á veces, lejos de disminuir ha subido. Esto quiere decir que aún, en ciertos casos, el premio del oro puede aumentar, á pesar de la disminución de la circulación de billetes.

c) *Casos de incrementos de las emisiones que influyen aumentando el premio del oro.*—Pero si los billetes nuevamente emitidos se destinan *directa ó indirectamente* á la compra de oro ó letras de cambio sobre el extranjero, se producirá por este hecho una *tendencia* directa ó indirecta á la depreciación del billete con relación al oro.

Es el caso de que un Gobierno, por ejemplo, emite billetes para comprar oro y hacer pagos al extranjero; este

es un ejemplo de una demanda *directa* de oro creada por la nueva emisión de billetes, y cuya influencia tiende, sin duda, á aumentar el premio en favor del oro.

Puede también producirse de una manera *indirecta* esta influencia que tiende á la depreciación del billete con relación al oro. Desde 1905 á 1908, por ejemplo, el premio del oro aumenta casi gradualmente en Chile hasta llegar más ó menos á 130 por ciento, al paso que la cantidad de billetes va también aumentándose de 50 á 150 millones de pesos. El país pasaba en estos años por uno de aquellos períodos más fantásticos de especulación y abuso del crédito, y las nuevas emisiones de billetes servían admirablemente para alimentar la hoguera de la fiebre especuladora. El Gobierno no necesitaba de los nuevos billetes emitidos para saldar sus gastos; el objeto del aumento de la circulación del billete era únicamente atender á las nuevas necesidades de los negocios. Los billetes emitidos se depositaban en los bancos ó se invertían en bonos, lo cual equivalía á darlos al préstamo al público, para que este los empleara en las mil y mil empresas que día á día se formaban. Como muchas de estas empresas eran constituídas en los países vecinos (minas en Bolivia y empresas agrícolas en la Argentina) y en muchas otras empresas nacionales, como las oficinas de elaboración de salitre, que suponían fuertes compras al extranjero de maquinarias y otras mercaderías, de aquí que ellas contribuían á desequilibrar la balanza de los pagos al extranjero. El gran aumento del premio del oro de 1907 y 1908 coincide con el derrumbamiento de aquella situación de inflación, agravada con la crisis monetaria de los Estados Unidos. Los capitales alemanes invertidos á préstamo en Chile fueron cobrados violentamente en 1907 y 1908; y en esta situación la última emisión de 30 millones de 1907, prestada al público como las anteriores, sirvió en buena parte para que las empresas deudoras al extranjero procuraran pagar con ellas sus deudas. La demanda de letras de cambio se hizo grande y el cambio bajó enormemente, hasta que el premio del oro

alcanzó la enorme cifra de 130 por ciento. Es de advertir que no se trataba de una situación de pánico interna pues no había desconfianza propiamente tal; era una crisis del cambio provocada por las exigencias de pagos al extranjero y á la cual, en parte, contribuyó el aumento de las emisiones de billetes

En el Brasil en el período de 1889 á 1898, y en la Argentina de 1885 á 1891 puede observarse también, como en Chile de 1904 á 1908, que en la gran baja del cambio internacional, el incremento de las emisiones era un factor que había sin duda ejercido su cierta influencia. Estos tres períodos históricos del papel-moneda tienen muchas analogías entre sí.

| | Años | Cambio medio | Cantidad de billetes |
|---|---|---|---|
| Argentina... | 1885 | 37 0/0 (premio del oro) | $ 75.000,000 |
| Brasil.....(1) | 1889 | 27 7/16 *d* (por *mil reis*) | 197.000,000 |
| Chile..... | 1904 | 16.57*d* (por *peso*) | $ 50.000,000 |

| | Años | Cambio medio | Cantidad de billetes |
|---|---|---|---|
| Argentina... | 1891 | 281 0/0 | $ 261.000,000 |
| Brasil..... | 1898 | 7 3/16d | 778.000,000 |
| Chile..... | 1908 | 9.62*d* | 150.000,000 |

En los Estados Unidos desde 1862 á 1864, la cantidad de billetes se incrementa hasta 681 millones de *dollars*, y el premio del oro sube hasta más de 103 por ciento en término medio de todo el año 1864. Es verdad que en este caso tenemos á la par que los aumentos de las emisiones las desconfianzas naturales del estado de guerra de estos años. En España los fuertes incrementos de las emisiones posteriores á 1890 son también acompañados de alzas del premio del oro, pero también se producen en este tiempo acontecimientos que levantan desconfianza. En Rusia la gran depreciación del billete desde 1877 coincide también con la guerra de Turquía y después con años de mala cosecha.

(1) La cantidad de billetes esta en *mil reis*.

Podemos decir que los incrementos de las emisiones pueden actuar ya sea directa ó ya indirectamente en el premio del oro. Los incrementos de las emisiones envuelven un cierto gérmen ó tendencia de desvalorización de la moneda ó sea de alza del nivel de los precios; y este gérmen ó tendencia extiende también su influencia al precio del oro.

*d) Casos de una gran exageración de los incrementos de las emisiones.*—Un incremento de las emisiones de billetes que no produzca ni directa ni indirectamente una influencia en la demanda de oro ó letras de cambio sobre el extranjero no se reflejará sin duda en el cambio internacional. Pero no es posible suponer que pueda incrementarse indefinidamente la cantidad de billetes en circulación sin que, pasado cierto límite de saturación, el alza misma de los precios deje de producir una influencia en el mercado del cambio, ya sea por aumento de las importaciones de mercaderías, ya por exportación de capitales para invertirlos en el extranjero.

*El incremento de la cantidad de moneda lleva envuelta una cierta tendencia desvalorizante, que, cuando se pasa de ciertos límites, se deja sentir en sus efectos.*

El caso de los *assignats* de Francia es uno de los que se citan entre las grandes depreciaciones producidas por los abusos de las emisiones de billetes. La emisión se eleva de 400 millones de francos á 1,500 millones en 1790 y en 1796 llega á más de 45 mil millones de francos. El assignat llegó á no valer más de 1/250 á 1/300 de su valor nominal (1). En este caso de desvalorización hay que tomar también en cuenta, además del factor aumento de las emisiones que, sin duda, tenía una influencia poderosa, el factor de la desconfianza que se producía por la situación irregular del estado de revolución que existía entonces en Francia (2).

(1) *P. Leroy Beaulieu.* Traitè de la Science des Finances.

(2) *Thiers* en su libro sobre la *Revolution française*, refiere que «on recherchait la cause de la dépréciation des assignats, et les moyens de les relever. D'abord, tout en avouant que leur grande quantité était une cause d'avilissement, on cherchait ainsi à prouver qu'elle

En América tenemos el caso de Colombia. En Colombia en 1886 el premio del oro era de 35 por ciento con una circulación inconvertible no superior á tres millones de pesos; 14 años después la circulación aumentaba hasta más de 800 millones de pesos y el premio del oro subía á más de 10,000 por ciento. Tanto en el caso de Colombia, como en el de la revolución francesa interviene también poderosamente el factor de la desconfianza producida por la guerra civil y el correspondiente trastorno del orden económico y político interno. Pero, aún sin tales trastornos, no es posible suponer que se pudiera incrementar á voluntad por el Gobierno, y sin más objeto que el de satisfacer las necesidades de un desórden financiero, las emisiones de billetes inconvertibles, en tan gran proporción, sin influír con esto en la depreciación del billete con relación al oro.

e) *El factor psicológico de la desconfianza y las emisiones de billetes.*—Los incrementos de las emisiones de billetes inconvertibles, cuando no existe el suficiente grado de confianza, suelen también producir un efecto, como se ha llamado, moral ó psicológico de desconfianza, que se refleja en el cambio internacional. El hombre de negocios no en-

---

n'était pas la plus grand, pour se disculper de l'excessive émission. En preuve, on disait qu'au moment de la défection de Dumouriez, du soulèvement de la Vendée, et de la prise de Valenciennes, les assignats, circulant en quantité beancoups moindre qu'après le déblocus de Dun kerque, perdaient *néamoins davantage*; ce qui était vrai, et ce qui prouvait que les défaits et les victoires influaient sur le cours du papier-monnaie; vorité sans doute incontestable».

Según Thiers la causa de la gran depreciación final, se debia al incremento de la emisión; sin embargo, en diversas partes de su obra manifiesta la irregular situación de desconfianza con que circulaban estos *assignats*. En el cap. XI. del Vol. 4 dice: «L'avilissement des assignats ten ait à une foule de causes; leur quantité considerable, l'incertitude de leur gage qui devait disparaitre si la revolution succombait» (se refiere en especial á los bienes del clero). La irregular situación de desconfianza en que circulaban los *assignats* se manifiesta también con las medidas de castigo con que el Gobierno revolucionario se veía obligado á imponer el curso monetario de ellos.

tiende de teorías *cuantitativas* pero sabe muy bien que no es posible hacer funcionar indefinidamente las máquinas litográficas sin producir la depreciación del billete y teme al efecto del abuso de las emisiones. En 1898 en Chile la presentación al Senado de un proyecto de incremento de la emisión, produjo una fuerte alza del premio del oro que desapareció tan pronto como se manifestó la oposición del Gobierno á dicho aumento.

A menudo y especialmente en la historia del papel-moneda americano, encontramos que la política de los aumentos de las emisiones produce un estado de desconfianza que influye poderosamente en la depreciación del billete. El factor psicológico de la desconfianza que á veces se convierte en pánico, como ha sucedido en ciertas situaciones críticas de las guerras, ha sido el causante de las más profundas depreciones del cambio internacional.

En las fluctuaciones del cambio en los Estados Unidos durante el período de 1862 á 1864, en el cual se hicieron los grandes incrementos de las emisiones, puede también observarse que el solo anuncio de cada nueva emisión hace subir el premio del oro (1).

*f*) *En conclusión* podemos decir sobre los efectos de los incrementos de las emisiones de billetes en el tipo del cambio internacional lo siguiente:

El incremento de las emisiones de billetes no es de por sí un factor relacionado directamente con el tipo del cambio internacional; y por este motivo en muchas ocasiones ha

(1) En 11 de Junio de 1862 estando el cambio á $ 96.22 oro por cada $ 100 papel, se anunció una segunda emisión de billetes é inmediatamente el cambio bajó á $ 94.96, llegando el 8 de julio, día en que se votó la ley, el cambio se puso á $ 89.79.

En Diciembre 1.º de 1862 el cambio estaba á $ 76.94 y tres días después baja á $ 74.63, por haberse corrido que el Congreso votaría una nueva emisión. Cuando se desmintió esta noticia, sucedió que el cambio volvió á reaccionar un poco, pues se fijó en $ 76.63; pero después se volvió á producir el descenso por el anuncio de nuevas emisiones. (Véase Mitchell. Hist. of the greenbacks, pág. 199).

podido aumentarse la cantidad de billetes circulante sin que se produzca una baja del cambio.

Pero el incremento de las emisiones puede ejercer una influencia *directa* deprimente del cambio cuando se dedica el nuevo billete á la compra de oro.

Además puede también el incremento de la cantidad de billetes influir *indirectamente* en la demanda de oro y por tanto en el tipo del cambio.

Después de producida una depreciación del papel, la cual ha coincidido con un incremento de las emisiones, la reacción de valorización ó sea de disminución del premio del oro se puede producir sin necesidad de disminuir el incremento anterior de las emisiones de billetes.

En todo caso los incrementos de las emisiones de billetes envuelven un cierto *germen ó tendencia* de desvalorización cuya influencia se extiende también al tipo del cambio internacional; y no es posible suponer que puedan hacerse funcionar indefinidamente las máquinas litográficas sin que el efecto de este *gérmen ó tendencia* se desarrolle y ejerza su influencia de baja en el tipo del cambio, ya sea por la vía directa, ya por la indirecta.

El factor de la desconfianza ha actuado á menudo con motivo de los incrementos de las emisiones, porque el público teme con razón á los peligros que ellas pueden envolver.

El profesor Vieira Santo estudiando esta materia y con su experiencia especial del caso del Brasil, concluye sentando como doctrina general que la cantidad de papel-moneda "no es causa fundamental y directa de las variaciones del cambio; sino que es simplemente una circunstancia ó causa indirecta y secundaria que puede actuar ó dejar de actuar, y actúa perjudicialmente cuando la situación de los créditos ó débitos internacionales es desfavorable al país (1)."

§ 38.—*La disminución de los billetes de la circulación con el objeto de levantar el cambio.*—Partiéndose, por lo re-

(1) O ultimo Relatorio da Fazenda. Río de Janeiro 1902.

gular, de la idea de que existe una relación directa de causa á efecto entre el monto de las emisiones y el valor del papel reflejado en el tipo de cambio, y, por otra parte, con el objeto de preparar las operaciones de conversión del billete, muchas veces se ha recurrido al expediente de ir retirando de la circulación é incinerando gradualmente una buena parte del billete emitido. Esta era la política monetaria á consejada por el *Bullion Report* inglés. Veamos sus resultados en la práctica.

En Chile por ley de 14 de Marzo de 1887 se disponía el retiro de 100.000 $ mensuales de billetes fiscales, hasta reducir la circulación á 18 millones de pesos de cerca de 25 millones á que ascendía á la fecha. Los resultados de esta experiencia no se prestan mucho para el estudio de nuestra cuestión, pues, como había billetes bancarios, sucedió que la disminución de los billetes fiscales fué neutralizada en gran parte con los incrementos de la emisión bancaria, quedando hasta 1890 más ó menos invariable el monto de total de la circulación de billetes.

En la Memoria del Ministerio de Hacienda del año 1889 decía el Ministro al respecto de esta ley de retiro é incineración, después de haber incinerado más de 4 millones de billete fiscales: "Si se incinerasen los 5 millones más que existen en la casa de Moneda, el cambio no se afectaría en lo más mínimo, y, si se incinerara una suma mayor, ó bien los billetes bancarios llenarían el vacío, ó se produciría una gran escasez de monedas, que obligaría á restringir las operaciones bancarias y comerciales."

En 1891 durante nuestra guerra civil el gobierno de Balmaceda emitió 20 millones más de billetes fiscales ó sea dobló la emisión existente á la fecha. En 1892, estando ya todo en paz y tranquilidad, quiso el gobierno retirar de la circulación los 20 millones emitidos durante la revolución, y alcanzó al efecto á retirar 10.500,000 $ más ó menos.

A fines de 1891 la circulación de billetes era:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales | 42.263,424 |
| Billetes bancarios | 20.291,036 |
| | $ 62.554,460 |

En Junio de 1892:—

| | |
|---|---|
| Billenes fiscales | $ 31.862,368 |
| Billetes bancarios | $ 19.313,448 |
| | $ 51.175,816 |

En Diciembre se redujo á:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales | $ 31.375,738 |
| | $ 14.279,096 |
| | $ 45.654,834 |

El cambio había seguido el siguiente curso en el mismo período:

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1891 | Septiembre | 18 | *d.* |
| | Octubre | 21.1/8 | ,, |
| | Diciembre | 21 | ,, |
| 1892 | Febrero | 20 | ,, |
| | Abril | 17.3/8 | ,, |
| | Junio | 16.3/4 | ,, |
| | Agosto | 17 | ,, |
| | Octubre | 20 | ,, |
| | Diciembre | 17.3/4 | ,, |

Como se vé el retiro de billetes ó sea la disminución de la circulación no iba acompañada de una disminución del premio del oro.

A fines de 1892 se dejó sentir, como se decía, una "fuerte contracción monetaria" producida por el retiro de billetes, y, á apesar de la inquebrantable resolución del gobierno de

entonces de ir á la conversión del billete por medio de la disminución de la circulación, no se continuó en el retiro de billetes "pues, como dice la Memoria de Hacienda de 1893, se comprendió que sin producir una contracción monetaria sensible, no era dable cumplir en absoluto la disposición del artículo 1º de la ley" ( se refiere á la ley que disponía el retiro de billetes de la circulación.)

En 1893 la situación de contracción monetaria era tal, que, á apesar de la repugnancia del gobierno por las emisiones, hubo de autorizar una emisión de *vales de tesorería*, verdaderos billetes de curso legal, por la suma de más de 8 millones de pesos.

En el Brasil también se ha recurrido al expediente de disminución la cantidad de billetes en circulación, con el fin de alzar el tipo del cambio internacional. El Dr. Vieira Souto, hombre competente en la materia en su *o ultimo Relatorio da Fazenda* (*Río de Janeiro 1902*) se ocupa de esta cuestión. Recuerda que en 1837 se decretó una incineración de billetes, la que á juicio del financista de esa fecha, Cándido Baptista de Oliveira, produjo una progresiva contracción de la circulación monetaria, de la cual resultaron graves inconvenientes. La circulación del papel se hubo de aumentar en 1840 de 30 á 36 millones para evitar estos inconvenientes. La incineración desde 1838 á 1840 fué al rededor de 13%, y el cambio quedó, sin embargo, fluctuando á los mismos niveles de antes. El Ministro de Hacienda, en 1840, decía que no podría continuarse en la incineración de billetes sin "seguirse á esto una crisis igual á una bancarrota."

En 1841 el Ministro de Hacienda, que no era el mismo del año anterior, decía: "Entretanto la experiencia de casi tres años ha demostrado el poco fruto de las operaciones de incineración de billetes."

Durante la monarquía, dice el Dr. Vieira Souto varios fueron los estadistas que eran partidarios de las incineraciones y muchos los enemigos de ellas "basados en los funestos resultados que siempre producía la incineración."

Ultimamente, después del gran período de incremento de las emisiones (1891–1897) el Gobierno vuelve á adoptar la política de la incineración como medio de levantar el cambio internacional. Dice el Dr. Vieira Souto, que después de iniciada esta operación se comenzó á evidenciar los resultados de la contracción monetaria, que amenazaban producir una crisis comercial por la escasez creciente de numerario.

El cambio reaccionó hacia arriba durante estos años de cierta disminución de la circulación, pero también hay que observar que la situación económica mejoraba notablemente, y subía el precio del café principal artículo de la exportación.

Desde 1899 á 1906 la emisión circulante disminuía más ó menos en razón de 100 á 94; y el cambio subía más ó menos en razón de 100 ó más de 160.

Un billete que se lanza á la circulación en una operación de préstamo ó descuento á corto plazo, puede y acaso debe (§ 60 y 61) ser nuevamente retirado de la circulación al realizarse el pago de la operación, como sucede á menudo con las emisiones de billetes bancarios, cuyo objeto es atender una necesidad de moneda real del mercado. Pero las emisiones de papel-moneda rara vez han tenido esta elasticidad: se lanzan á la circulación y en ella permanecen indefinidamente. De aquí viene el afecto de contracción monetaria que se produce con la disminución de una cantidad de billetes á la cual se han amoldado ya las operaciones de los mercados.

En 1860 en la República Argentina existía una disposición legal según la cual debía dedicarse un 10% de las entradas de exportación é importación á la amortización del billete por medio de la incineración. El 23 de Julio del mismo año el diputado Norberto de la Riesta presenta un proyecto para impedir esta quema y destinar los billetes no incinerados á la construcción de ferrocarriles. El autor del proyecto decía que la incineración de billetes (la quema) "sólo traería la ruina del comercio; que desnivelaría y destruiría todas las operaciones entre acreedores y deudores,

que haría que el que hubiese hipotecado una casa por 100,000 $ quedara arruinado al tiempo de su pago. Veo en el acto de la quema algo más que superfluo, directamente perjudicial al comercio, á todas las operaciones que esten basadas en un valor dado del medio circulante." El proyecto referido para suspender los efectos de la ley de incineración fué aprobado (1). Cuando este proyecto fué al Senado, la comisión informó en contra de él porque estimaba que era faltar á la fe pública el no cumplir la ley vigente y tender á la valorización á la par del billete. El Ministro de Hacienda se manifiesta, sin embargo, enemigo de la incineración, y por lo tanto partidario del proyecto y dice al Senado que si adopta el parecer de la comisión de Hacienda "lanzaría al país en un camino que á mi modo de ver y al del Gobierno importa la ruina de las capitales y de la industria."

En el Japón de 1878 á 1881 la cantidad total de billetes se redujo de 166 millones de *yen* á 153 millones, y la relación de cambio entre el *yen* papel y el *yen* plata que era de 1,099 en 1878, en vez de acercarse á la par, aumenta y llega á 1,696 en 1881 ó sea que el premio del oro aumenta. Cuando después el Gobierno Japonés determinó realizar la conversión de su billete, que había llegado á sufrir una fuerte depreciación, adoptó la política de la contracción monetaria y del alza del cambio hasta la par. El gobierno obtuvo su propósito, pero produciendo también las perjudiciales consecuencias de la restricción: baja de los precios, paralización de los negocios, miseria y falta de trabajo, cobro de deudas y liquidaciones desastrosas de negocios (2).

En los Estados Unidos de América después de la guerra de secesión, es decir, á partir de 1865, encontramos también confirmados los efectos de restricción ó depresión de los negocios, ó sea de crisis que produce la política de la

---

(1) En la sesión de la C. de Diputados de 16 de Oct. de 1899, el diputado L. Luro recuerda este caso.

(2) Véase más adelante § 71.

contracción monetaria con la disminución de la cantidad de billetes circulantes. En la parte final que dedico al fin del papel-moneda, en el capítulo de la Conversión en los Estados Unidos, me refiero con alguna extensión á esto.

Es un hecho confirmado por la experiencia que la sensación de la contracción monetaria ó escasez de circulante en un mercado con papel-moneda depreciado no disminuye el premio del oro. Así, por ejemplo, en las épocas en que se deja sentir gran escasez de billetes, como en 1911 en Chile, no se nota que esta misma escasez produzca disminución del premio del oro.

Las necesidades internas de la circulación no influyen directamente en el premio del oro. Se necesitaría producir una contracción monetaria extrema para que ella pudiera tener repercusión en el cambio internacional, lo que no es una Terapéutica recomendable, ya que, como lo vimos en el párrafo anterior, se puede obtener la disminución del premio del oro sin disminución de la cantidad de papel-moneda en circulación.

§ 39. *Conclusiones sobre el retiro ó incineración de billetes como medio de levantar el cambio internacional.*— La disminución de la cantidad de papel-moneda en circulación, cuando un mercado se ha amoldado ya á la cantidad existente, *tiende* á producir ciertos efectos de restricción ó contracción monetaria, y no tiene una influencia directa ni mucho menos proporcional en el alza del tipo del cambio internacional.

La política de levantar el cambio por la sola influencia de un enrarecimiento de la moneda real, tenderá á producir los efectos graves de una perturbación de la vida de los negocios, y sólo indirectamente podrá tener una influencia posterior en el cambio internacional.

De los recursos de Terapéutica económica y monetaria de que pudiera echarse mano para conseguir el fin de levantar el cambio este sería sin duda uno de los más peligrosos. Si un aumento de las emisiones de billetes ha podido influír en la baja del cambio ó sea en la desvalorización en oro del

billete, el retiro de la circulación de esta misma cantidad de billetes con que se ha incrementado la emisión no produce necesariamente la reacción de valorización del cambio.

Después de un período de disminución del valor en oro del billete (baja del cambio) en que ha intervenido también un aumento fuerte de las emisiones, la reacción posterior de valorización del cambio puede producirse sin necesidad de disminuír nuevamente la cantidad de billetes emitida, como lo demuestra el cuadro de Argentina, Brasil, Chile, Estados Unidos y España.

## CAPITULO IV

### El valor nominal del billete ó sea las promesas de una futura conversión á la par y su influencia en el tipo del cambio internacional.

§ 40. *Influencia de este factor.*—En el § 25 me ocupé ya de este factor y de su influencia en el valor en general del papel-moneda; ahora voy á referirme á su influencia en las cotizaciones del cambio internacional. Hay importantes observaciones que hacer al respecto de esta cuestión.

Desde luego conviene recordar que *la par* del cambio internacional constituye un límite *maximun* del valor en oro del billete, pues si el cambio tiende á subir de la par, más allá del *gold point* de entrada del oro, el oro extranjero tenderá á infiltrarse en la circulación del país con papel-moneda y á circular á la par con el billete, siempre que su circulación no sea prohibida por la ley (1).

Por otra parte, sobre todo al iniciarse el régimen del bi-

(1) En Francia en 1877 llegó aun á pagarse un cierto premio en favor de ciertos billetes de corte pequeño, porque el Banco de Francia rehusaba volver á emitirlos. Pero este premio en favor del billete sólo se concibe como una pequeña diferencia de precio por la comodidad que ofrecía el uso de tales billetes.

llete inconvertible, el valor nominal, constituyendo lo que se llama la *par* del cambio internacional, determina una norma para la relación del valor entre el billete y el oro. La unidad monetaria del régimen de papel tiende á quedar á la misma altura de valor que tenía con el régimen metálico que representa nominalmente. En una situación normal de confianza en favor del billete, el tipo *par* es la base que fija la cotización del cambio. Así, por ejemplo, en los casos de una circulación tan regular del billete inconvertible como el papel-moneda de Francia en 1870, las cotizaciones del cambio internacional se ajustan casi estrictamente á la norma del valor metálico del franco. La *tendencia á la estabilidad*, factor tan principal del valor de la moneda, actúa con especial influencia en mantener el cambio en estos casos (Véase § 44).

Recién se declara la inconversión, el billete que es emitido en reemplazo y representación de la moneda metálica lleva por este hecho envuelta cierta *tendencia* á estabilizar su valor al nivel del valor que tenía la antigua moneda metálica que desaloja. Los precios estipulados en la unidad monetaria nacional, (*peso, franco, libra, dollar, etc.*) tienden á quedar al mismo nivel que tenían cuando circulaba la moneda metálica. Los salarios y sueldos del Estado y de los particulares, los cánones de arrendamiento de bienes inmuebles, el monto de las deudas contraídas anteriormente, las contribuciones públicas y municipales, las tarifas de ferrocarriles y tranvías, y muchos otros precios quedan sin alteración al pasar al régimen del papel-moneda.

Y entre todos estos precios el precio del oro, que es el que marca el nivel del cambio internacional, participa también de esta *tendencia* que se manifiesta, como he dicho, cuando existe una verdadera atmósfera de confianza en favor del papel. Cuando, como muchas veces ha sucedido, no existe este grado necesario de confianza, se debilita también esta tendencia á la mantención de la estabilidad del antiguo nivel de los precios y se inicia el período de inconvertibilidad con la formación de un premio á favor del oro.

Además de lo dicho respecto á esta tendencia á la estabilidad del valor del billete al nivel mismo que mantenía la moneda metálica que representa nominalmente y reemplaza en la circulación, hay también que constatar *que el valor metálico que representa nominalmente el papel moneda constituye una cierta fuerza que tiende á atraer hacia él las cotizaciones del cambio, cuando existe el grado de confianza necesario.* Veamos cómo actúa esta fuerza.

Baja el cambio, ó sea sube el premio del oro y, si existe este grado de *confianza* á que me he referido, el negociante que tiene que intervenir en el mercado del cambio se abstiene ó retrae cuando necesita comprar oro, en la esperanza de que disminuirá pronto esta depreciación del billete; algunos aún tratarán de aprovechar esta situación para ofrecer oro en venta y ganar la diferencia del cambio. Cuando domina este grado de confianza en el Estado y en la situación general del país, y si se trata de una época normal de crédito, algunos que tienen oro ó fondos en el extranjero tratan de aprovechar la ocasión que les ofrece el premio del oro y venden su oro en la esperanza de que este premio del oro ha de ser una cosa pasajera, pues según la opinión más general el cambio ha de volver después á su antiguo nivel. En tales situaciones se oye decir, á menudo, á los hombres que se preocupan de negocios: "qué buena ocasión para traer capitales del extranjero". La sola creencia ó confianza en una futura alza del valor en oro del billete es ya de por sí una palanca psicológica importante que tiende á producir la reacción de valorización. Y no se trata de que el hombre de negocios espere que vaya á realizarse inmediatamente la conversión del billete por el Estado ó Banco emisor, puesto que á menudo sabe muy bien que esto no ha de suceder todavía; se trata, sí, de que confía en que el cambio reaccionará nuevamente hacia la par, porque estima que este es su nivel normal. Todo este conjunto de factores psicológicos y económicos constituye una tendencia á mantener el valor en oro del papel al rededor de la par, como sucedió en el caso del papel moneda francés de 1870, y

como, no con tanta facilidad, pero, sí, muy regularmente, ha marchado el papel-moneda italiano hasta el presente.

La confianza ó creencia en una futura conversión del billete al tipo par, ejerce una cierta influencia de un carácter, por decirlo así, moral ó psicológico, porque ella no se basa en la confianza de una operación á fecha próxima puesto que á menudo, como ha sucedido tantos veces, ni siquiera ha existido una fecha fijada por la ley para volver á la conversión del billete. Una cosa es el valor que inspira un pagaré ó promesa de pago, por la responsabilidad del deudor y por el plazo que se fija para el pago, como sucede por ejemplo con una letra de cambio, y otra cosa distinta es esta fe con que se confía en que el valor del billete de curso forzoso ha de mantenerse á la altura del valor del oro que representa nominalmente y por cuyo valor ha de ser convertible en el futuro. En el caso del billete de curso forzoso el valor de él es un producto de sus funciones monetarias y también recibe esta que llamo influencia moral ó psicológica de la confianza en un futuro reembolso cuya fecha en muchos casos ni siquiera se ha fijado. Si sólo influyera el carácter de pagaré del billete, su valor en oro se fijaría como el de cualquier documento á plazo, es decir, con el descuento correspondiente al plazo de su pago.

El carácter de pagaré ó promesa de pago que envuelve un billete de curso forzoso es de una naturaleza muy especial, por cuanto se contrae la obligación de conversión por una ley, pero por medio de otra ley se puede modificar libremente el compromiso contraído, lo cual significa á veces algo como decir: "pagaré cuando quiera"; y, si se considera la posibilidad de una conversión á tipo de cambio más bajo que la par, podría aún agregarse y "como quiera". Por ley de 31 de Julio de 1898 se fija la fecha de 1° de Enero de 1912 para la conversión del billete de curso forzoso en Chile, ó sea se promete pagarlo en oro á 4 años plazo; por ley de 31 de Diciembre de 1901 se prorroga este plazo hasta el 1.° de Enero de 1910; y, por último, en 1909, se acuerda una nueva prórroga hasta 1914. Se comprende que una promesa de

pago dada en estas condiciones no puede tener una gran influencia, y en el fondo equivale á la no existencia de un plazo fijo. En Diciembre de 1901, es decir, un mes antes del plazo fijado para la primera conversión, á pesar de gozar el Estado chileno de muy buen crédito financiero, era tan poca la confianza en la conversión, que la prima en favor del oro era superior al 15%. En Diciembre de 1904, al vencerse el otro plazo fijado, la prima era también de 10%; y en 1909, siendo también muy favorable las condiciones del crédito financiero del gobierno, la prima en favor del oro fluctuaba al rededor de 70% en el momento en que la ley vigente disponía la vuelta á la conversión del billete, pero nadie tenía confianza en que esta operación se realizaría: todos sabían que el gobierno acordaría una nueva prórroga.

Cuando el cambio internacional ha sufrido fuertes depreciaciones, lo que á menudo coincide con un debilitamiento de la confianza ó creencia en una futura y próxima alza del cambio y conversión del billete, se debilita también esa fuerza que tiende á elevar el tipo del cambio hacia la par. Suelen aún presentarse situaciones de cierto pesimismo que contrasta con el optimismo de otras veces; y así como el optimismo que inspira fe en el alza hacia la par del cambio tiende á producir esta misma valorización en oro del billete, ese pesimismo ó falta de confianza de otras veces tiende, por el contrario, á ahondar la depreciación. Pasada la influencia de las situaciones más ó menos borrascosas que han producido las violentas fluctuaciones de depreciación del billete, se serena el horizonte y el tipo del cambio toma un cierto nivel al rededor del cual se suele desarrollar esa cierta tendencia á la estabilidad que manifiesta la moneda. Así en 1865, pasada la borrasca de la guerra civil de los Estados Unidos, el cambio tiende á quedar en un cierto nivel medio equivalente más ó menos al 50% de premio del oro. En Chile después de las grandes fluctuaciones de baja de 1907 el cambio reacciona para tomar un nivel entre 10 y 12 d por peso que se mantiene varios años. En Inglaterra baja el cambio hasta valer en 1813 más de £ 5 papel por cada on-

za standard de oro y desde 1814 á 1818 fluctúa el precio del oro entre £ 4 y £ 4—10 s. siendo la par £ 3.—17 *s*—6 *d*.—En Inglaterra y en Estados Unidos la política firme del Gobierno hacia la conversión del billete produjo el alza posterior del cambio hacia la par, como lo veremos en seguida.

Cuando se han producido estas grandes y prolongadas depreciaciones del billete, una reacción de alza del cambio hacia la par es sin duda más difícil de producirse, además acarrea de por sí dificultades que perturban el desarrollo de la vida económica; pero, aún en estos casos, una política monetaria firmemente dirigida á inspirar confianza en una no lejana conversión del billete por su valor nominal, es sin duda, un medio eficaz para producir la difícil reacción de una tan grande valorización del billete. Sin duda que se presentan grandes dificultades prácticas para inspirar un tal grado de confianza; pero ellas han solido ser vencidas en varios casos de la historia.

La Terapéutica de las promesas de reembolso, como expediente para disminuir los premios del oro ó sea para alzar el tipo del cambio, es tanto más eficaz cuanto mayor es el grado de confianza que inspiran y cuanto menor es el plazo que se fija para la conversión. Si el Estado ó banco emisor cuenta con los fondos necesarios, claro está que pueden realizar la conversión del billete en cualquier momento; y por lo tanto, es también de toda evidencia que en cualquier momento, si las finanzas del Estado lo permiten, el cambio puede subirse por este medio hasta la par, aunque la depreciación que sufra sea tan profunda como fué la de Colombia. El peligro de semejantes valorizaciones del billete no está tanto en la posibilidad material de realizarlas, cuanto en los grandes trastornos que ellas estan llamadas á producir en el desarrollo de la vida económica y financiera del país.

Ejemplos de alzas violentas del cambio, producidas por la influencia de una política firme del Gobierno en el sentido de realizar á corto plazo la conversión, tenemos varios. En 1894 en Chile, en el mes de Julio y Agosto, el cambio estaba al rededor de 11¾ peniques por peso y el Gobierno en su fir-

me resolución de realizar la conversión, obtuvo del Congreso la ley de 11 de Febrero de 1895 en la cual se determinaba que la conversión comenzaría el 1° de Junio del mismo año 1895 á razón de 18 peniques por peso. En Enero de 1895, poco antes del despacho de la ley, el cambio había subido hasta 13¾: era una situación muy incierta en la cual se dudaba mucho de que el Gobierno pudiera llevar á efecto la ley. Despachada la ley de Febrero, el cambio subió inmediatamente á 16¾ peniques por peso.

Otro tanto sucedió con las medidas que tomó el Japón para realizar la conversión de su billete. En 1882 el cambio había bajado hasta ser la depreciación del papel alrededor de 60%; y en 1884 estaba ya casi á la par.

El caso del alza del cambio internacional de los Estados Unidos á partir de 1864 es también como ya lo recordé, uno de los ejemplos que se cita para demostrar los efectos producidos por una política monetaria firmemente dirigida en el sentido de inspirar confianza en una vuelta á la conversión del billete realizada al valor nominal ó sea á la par. Después de la guerra civil el cambio quedó al nivel más ó menos estable de 40 ó 50% de premio del oro. El Gobierno de 1865, con M. M. Culloch como secretario del tesoro decidió con firme voluntad la política de pasar por sobre todas las dificultades del caso para llegar al fin de convertir el billete por oro á la par y consiguió, inspirando la confianza necesaria, producir la reacción del cambio. Es verdad que se encontró la cooperación de la gran fuerza productiva de este riquísimo país; pero no es menos verdad que este factor no fué el único en producir la reacción de alza, sino que actuó ayudando al factor de la confianza en la política monería del Gobierno.

En el caso de Inglaterra la reacción de alza del cambio internacional después de las grandes depreciaciones de 1813 á 1817, es también otro que puede citarse como típico de una política monetaria del Gobierno firmemente resuelta á ir á la conversión á la par, pasando por sobre las dificultades de la contracción y valorización de la moneda.

Estos dos casos, el de Estados Unidos y de Inglaterra, los trato con más detalles en la última parte dedicada al fin del papel-moneda.

En tales casos los que tienen que comprar oro ó letras de cambio, tratan en cuanto les es posible, de postergar su operación de compra para aprovechar el cambio más alto que ha de venir con la conversión; y en cambio todos los que pueden vender oro ó letras se apresuran á vender para aprovechar el premio del oro del momento. Los que tienen créditos en el extranjero aprovechan la ocasión para especular al cambio sobre la base segura de la operación de conversión que se espera: venden oro ó letras de cambio, aprovechando el premio del oro del día, para recomprarlas después cuando se realize la conversión. Todo esta modificación del mercado de la oferta y demanda de oro produce una rápida disminución del premio del oro, cuando se presentan estas situaciones de una promesa de conversión que inspira confianza, sobre todo cuando el plazo fijado para la conversión es corto. Estas operaciones fomentan especulaciones al cambio que aprovechan, por lo regular, al alto comercio y á los banqueros ó capitalistas extranjeros que traen el oro aprovechando su alto premio y lo retiran del país cuando el premio ha disminuído.

§. 41. *Cuando el cambio se aleja de la par ó sea cuando el premio del oro es fuerte sus oscilaciones son, por lo regular, de mucha mayor intensidad.*—Cuando se pierde la norma de la par que sirve como de un cierto riel para dirigir las cotizaciones del cambio, ó sea cuando se producen depreciaciones graves del billete, las cotizaciones del cambio, que no tienen ya aquella norma directriz, se hacen, por lo regular, más fluctuantes.

En Italia, por ejemplo, donde el curso del cambio se ha mantenido con poca depreciación, en el período de 1892 á 1903, la diferencia entre los *máximums* y los *mínimums* de cada año sólo una vez llega á 10°/₀ en un año de crísis grave como era el de 1893.

| Años | Máximums. | Mínimums |
|---|---|---|
| 1892 | 5.12 | 2.27 |
| 1893 | 15.95 | 4.05 |
| 1894 | 15.70 | 6.25 |
| 1895 | 9.50 | 4.12 |
| 1896 | 12.50 | 4.25 |
| 1897 | 6.42 | 4.20 |
| 1898 | 9.90 | 4.75 |
| 1899 | 8.60 | 5.70 |
| 1900 | 7.42 | 5.35 |
| 1901 | 5.92 | 1.50 |
| 1902 | 2.75 | par |

En cambio, cuando el curso del cambio internacional abandona la norma de la par y camina por la depresión, las fluctuaciones entre las cotizaciones diarias del cambio se hacen mucho mayores. Hé aquí un cuadro del Japón que nos manifiesta las fluctuaciones mensuales del cambio en dos años: uno en que el cambio estaba cerca de la par y otro de gran depresión: (1)

| Años | Enero | Febr. | Marzo | Abril | Mayo | Junio |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1877 | 1,013 | 1,037 | 1,026 | 1,034 | 1,015 | 1,024 |
| 1881 | 1,728 | 1,746 | 1,774 | 1,795 | 1,620 | 1,625 |

| Años | Julio | Agosto | Setbr. | Octubre | Nov. | Dicb. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1877 | 1,034 | 1,052 | 1,053 | 1,043 | 1,037 | 1,030 |
| 1881 | 1,628 | 1,629 | 1,690 | 1,734 | 1,692 | 1,695 |

(1) En este cuadro doy el valor de un *yen* plata en billetes de curso forzoso.

Según este cuadro tenemos en 1881 fluctuaciones de más de 10°/₀ entre Abril y Mayo, al paso que en 1877 la fluctuación máxima alcanza apenas á 4°/₀ de diferencia sobre la mínima.

En España podemos observar igual cosa comparando las fluctuaciones del premio del oro de un año como 1887 con las de 1895.

| Meses | 1887 | | 1895 | |
|---|---|---|---|---|
| | Cambio más alto | Cambio más bajo | Cambio más alto | Cambio más bajo |
| Enero | 0.908 | 0.603 | 10.40 | 10.45 |
| Febrero | 1.832 | 1.010 | 10.90 | 8.40 |
| Marzo | 1.317 | 0 908 | 10.25 | 6.95 |
| Abril | 1.626 | 1.112 | 14.30 | 10.30 |
| Mayo | 1.626 | 1.214 | 14 80 | 12.00 |
| Junio | 1.419 | 1.010 | 17 | 12.60 |
| Julio | 1.010 | 0.704 | 17.75 | 15.10 |
| Agosto | 1.112 | 0 908 | 18 90 | 17 60 |
| Setiembre | 1.112 | 0.806 | 18 10 | 16 45 |
| Octubre | 0.806 | 0.603 | 18.45 | 16.45 |
| Noviembre | 0.806 | 0.603 | 18.75 | 17.90 |
| Diciembre | 0.070 | 0 090 | 22 | 18.25 |
| | 1.832 | 0.603 | 22 | 6.95 |

He querido prescindir en esta comparación del año de guerra de 1898 en el cual el premio del oro más alto llega á 115 y el más bajo á 54.156.

Si observamos la estadística de las fluctuaciones del cambio en los Estados Unidos encontraremos también que la intensidad entre las oscilaciones es mucho mayor en los períodos en que el premio del oro era mayor, como ser por ejemplo de 1862 á 1867, comparado con el período de 1871 á 1876. He aquí el cuadro del precio en papel de 100 pesos oro:

| | Mínima | Máxima |
|---|---|---|
| 1862—1er cuarto ..... | 100½ | 105 |
| 2º „ ..... | 101 | 109½ |
| 3º „ ..... | 108¾ | 124 |
| 4º „ ..... | 122 | 134 |
| 1863—1er cuarto ..... | 133⅝ | 172½ |
| 2º „ ..... | 140½ | 157⅞ |
| 3º „ ..... | 122⅛ | 145 |
| 4º „ ..... | 140⅜ | 156¾ |
| 1864—1er cuarto ..... | 151½ | 169¾ |
| 2º „ ..... | 166¼ | 250 |
| 3º „ ..... | 191 | 285 |
| 4º „ ..... | 189 | 260 |
| 1865—1er cuarto ..... | 148¼ | 233¾ |
| 2º „ ..... | 128⅝ | 153⅝ |
| 3º „ ..... | 138¾ | 146 |
| 4º „ ..... | 144⅛ | 149 |
| 1866—1er cuarto ..... | 125 | 144⅝ |
| 2º „ ..... | 125⅛ | 167¾ |
| 3º „ ..... | 143¼ | 155¾ |
| 4º „ ..... | 141¼ | 154⅜ |
| 1867—1er cuarto ..... | 132 | 140½ |
| 2º „ ..... | 132⅝ | 142 |
| 3º „ ..... | 138 | 146⅜ |
| 4º „ ..... | 133 | 145⅝ |
| 1871—1er cuarto ..... | 110⅛ | 112¼ |
| 2º „ ..... | 110⅛ | 113⅛ |
| 3º „ ..... | 111⅝ | 115⅜ |
| 4º „ ..... | 108⅜ | 115 |
| 1872—1er cuarto ..... | 108½ | 111 |
| 2º „ ..... | 109⅞ | 114¾ |
| 3º „ ..... | 112⅛ | 115⅝ |
| 4º „ ..... | 111⅜ | 115¼ |

| | Mínima | Máxima |
|---|---|---|
| 1873—1er cuarto ..... | 111⅝ | 118½ |
| 2º „ ..... | 115 | 119⅛ |
| 3º „ ..... | 110⅞ | 116⅜ |
| 4º „ ..... | 106⅛ | 112⅝ |
| 1874—1er cuarto ..... | 110⅛ | 113⅝ |
| 2º „ ..... | 110½ | 114⅜ |
| 3º „ ..... | 109 | 110⅞ |
| 4º „ ..... | 109¾ | 112⅜ |
| 1875—1er cuarto ..... | 111¾ | 117 |
| 2º „ ..... | 114 | 117½ |
| 3º „ ..... | 111¾ | 117⅜ |
| 4º „ ..... | 112⅝ | 117⅝ |
| 1876—1er cuarto ..... | 112⅜ | 115 |
| 2º „ ..... | 111⅞ | 113⅞ |
| 3º „ ..... | 109¼ | 112½ |
| 4º „ ..... | 107 | 113¼ |

Refiriéndonos á Chile podemos también comparar dos años, uno de cambio cercano á la par como 1903 y otro de gran depreciación como 1908.

| 1903 | | | 1908 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Enero | 1.º | 7½% premio del oro | Enero | 1.º | 85¾% pr. del oro |
| ,, | 15 | 8 ,, | ,, | 15 | 71¾ ,, |
| Feb. | 2 | 9¼ ,, | Feb. | 1.º | 74½ ,, |
| ,, | 16 | 8.90 ,, | ,, | 15 | 87½ ,, |
| Marz. | 2 | 8¾ ,, | Marz. | 2 | 104¼ ,, |
| ,, | 14 | 7¼ ,, | ,, | 14 | 105¾ ,, |
| Abril | 1.º | 7 ,, | Abril | 1.º | 108⅛ ,, |
| ,, | 15 | 8.20 ,, | ,, | 15 | 101½ ,, |
| Mayo | 1.º | 7.80 ,, | Mayo | 1.º | 105½ ,, |
| ,, | 16 | 8 ,, | ,, | 15 | 104¼ ,, |
| Junio | 1.º | 10 ,, | Junio | 1.º | 117⅛ ,, |
| ,, | 15 | 7.80 ,, | ,, | 15 | 117¼ ,, |
| Julio | 2 | 7½ ,, | Julio | 1.º | 131⅛ ,, |
| ,, | 16 | 7¼ ,, | ,, | 15 | 120¼ ,, |
| Agst. | 1.º | 8 ,, | Agst. | 1.º | 102¼ ,, |
| ,, | 16 | 9½ ,, | ,, | 15 | 77⅛ ,, |
| Setb. | 2 | 9.20 ,, | Setb. | 1.º | 73½ ,, |
| ,, | 16 | 8.80 ,, | ,, | 15 | 78¼ ,, |
| Octb. | 1.º | 8 ,, | Oct. | 1.º | 86⅞ ,, |
| ,, | 15 | 9¼ ,, | ,, | 15 | 77⅛ ,, |
| Novb. | 2 | 8.40 ,, | Nov. | 2 | 80⅛ ,, |
| ,, | 16 | 8 ,, | ,, | 14 | 73½ ,, |
| Dicb. | 1.º | 6½ ,, | Dic. | 1.º | 67¼ ,, |
| ,, | 26 | 7.40 ,, | ,, | 15 | 54⅝ ,, |

En este cuadro podemos notar de cómo en 1903 el *minimum* del premio del oro es 6½ % y el *máximum* 10% ó sea una diferencia de 3½ %. En cambio en 1908 tenemos entre el *máximum* y el *minimum* una diferencia de 77 %!

Igual observación cabe también hacer entre la máxima y la mínima de cada mes.

En estos últimos años nuestro cambio internacional ha tomado un cierto nivel de relativa estabilidad entre 10 y 11 peniques por peso. La convicción muy general de que la vuelta al régimen metálico no podrá realizarse á la par de 18*d*, sinó que se hará á un tipo de cambio determinado según las cotizaciones reales del cambio internacional parece

no ser ajena á esta mantención del nivel de depreciación.

J. P. Colageras en su libro *La politique monetaire du Bresil* refiriéndose á la crisis del cambio de 1891 dice: "La fiscation journalière des cours de l'or n'était plus que le resultat d'un pari, d'un jeu, auquel s'adonnait une classe chaque fois plus nombreuse de speculateurs, permettant pendant la même journée des oscillations de plus de 6% et de plus de 30% en un mois" (1).

En la República Argentina se hizo tan manifiesto el fenómeno al cual yo me refiero que el doctor Terry lo coloca en la categoría de una verdadera ley, cuando dice que "se ha observado este hecho que concierne anotar, que cuanto más depreciado esté el billete, más posibles son las frecuentes oscilaciones (del cambio), y que por el contrario, cuanto menor sea la depreciación más limitadas son las oscilaciones, salvo casos excepcionales" (2).

§ 42. *Casos en que el papel-moneda no ha revestido la forma de un pagaré ó promesa de pago en una determinada moneda metálica.*

a) *Caso de Austria.*—Veamos con más detalles el caso de Austria de que ya hablé (§ 29).

La unidad monetaria del sistema metálico al cual correspondía el papel-moneda de Austria era el *florín*, moneda de plata que contenía 11 1|9 gramos de plata, ó sea:

45 florines=(*Zoll-Pfund*) 500 gr. de plata fina.
90 „ = 1 kilo „ „ „

Al papel-moneda se le cotizaba en el cambio internacional, con relación á la moneda de plata que constituía el valor nominal ó par, con un descuento; ó sea que se pagaba una prima en favor de la plata. He aquí un cuadro del agio ó premio en favor de la plata:

(1) Página 247.
(2) Conferencias monetarias.

| | |
|---|---|
| 1859 | 22.16 % |
| 1860 | 32.32 „ |
| 1861 | 41.25 „ |
| 1862 | 28.07 „ |
| 1863 | 13.79 „ |
| 1864 | 15.72 „ |
| 1865 | 8.32 „ |
| 1866 | 19.76 „ |
| 1867 | 23.95 „ |
| 1868 | 14.43 „ |
| 1869 | 21.02 „ |
| 1870 | 21.89 „ |
| 1871 | 20.38 „ |

Desde 1879, se pronuncia la baja del precio de la plata con relación al oro y sucede que el tipo del cambio del florín austriaco de papel-moneda no baja en relación con la baja del valor de la plata, sino que el premio que había entre el florín de plata y el de papel, comienza á disminuír en la forma siguiente:

| | |
|---|---|
| 1872 | 9.27 % |
| 1873 | 8.14 „ |
| 1874 | 5.25 „ |
| 1875 | 3.40 % |
| 1876 | 4.60 „ |
| 1877 | 9.36 „ |
| 1878 | 3.15 „ |

En 1878, habiendo desaparecido el premio de la plata sobre el papel, comienzan á circular las monedas de platas á la par con los billetes; y se produce una fuerte corriente de entrada de plata para hacerla acuñar en Austria. Alarmado el Gobierno con esta inundación argentífera, en aquella época en que ya se pronunciaba la caída en desgracia del metal blanco, *suspendió la libre acuñación de la plata.*

El sistema monetario quedó reducido en Austria á la cir-

culación de las monedas de plata las cuales quedaron de acuñación limitada (cuyo valor intrínseco era inferior al tipo de cambio en que se cotizaba), á los billetes del Estado que existían á la fecha y á los billetes bancarios. Era un régimen de papel moneda inconvertible, que no correspondía en realidad á ningún sistema monetario; ó sea era un papel-moneda que no representaba nominalmente ningún valor metálico, y por lo tanto que no envolvía promesa alguna de ser convertido algún día por moneda metálica. La suspensión de la libre acuñación de la plata había hecho desaparecer al *padrón de la plata* como sistema monetario, había establecido nuevamente el papel-moneda; pero no había creado un sistema monetario ni de oro ni de plata al cual correspondiera el papel–moneda. El *florín*, no consistía ni en un determinado peso de plata, ni de oro. No había un tipo de cambio que pudiera llamarse la par.

Las monedas metálicas que circulaban con el papel eran de acuñación limitada, como lo son las monedas divisionarias de cobre ó níquel.

Tal era el estado de cosas desde 1879. Desde esta fecha el *florín*, unidad monetaria de un papel-moneda tan especial, ha mantenido su valor de cambio con relación al oro como sigue:

| | Precio de 100 florines oro en papel-moneda |
|---|---|
| 1878 | 117 |
| 1879 | 116 |
| 1880 | 117 |
| 1881 | 117 |
| 1882 | 119 |
| 1883 | 119 |
| 1884 | 121 |
| 1885 | 125 |

La relación entre el *florín* papel–moneda y el antiguo florín plata, continuó en la forma siguiente:

| | Premio del papel-moneda sobre el florín plata |
|---|---|
| 1879 | 3.8 |
| 1880 | 0.66 |
| 1881 | 2.11 |
| 1882 | 0.30 |
| 1883 | 2.45 |
| 1884 | 0.71 |
| 1885 | 3.49 |
| 1886 | 11.00 |
| 1887 | 12.87 |
| 1888 | 21.36 |
| 1889 | 25.55 |
| 1890 | 13.67 |
| 1891 | 20.87 |

Sucedió, por lo tanto, en Austria con el *florín* de plata algo así como si aquí en Chile, siendo el *peso oro* de 18*d* el tipo nominal ó par del peso billete, se suprimiese esta disposición y el cambio en vez de bajar llegará á valer más de 18*d* por *peso*, por ejemplo, 20*d*.

Esta situación tan *anómala* á juicio de algunos hombres de estudio que se había creado el *florín* de papel-moneda, por aquello de que al suspenderse la libre acuñación de la plata el dicho *florín* de papel-moneda no correspondía ya á ninguna moneda metálica, no produjo desconfianza alguna en el mercado del cambio. Más aún, puede decirse que casi no fué notada por los hombres de negocio. Es muy interesante al respecto la observación siguiente de Ludwyg Félix: "Al mismo tiempo que los sabios se esforzaban en profundizar la teoría del valor y en hacer el diagnóstico correspondiente, se perdían en una multitud de opiniones personales y contradictorias, terminando á menudo por paralogizarse. Al mismo tiempo probablemente la masa ignoraba esta condición anormal del florín, y lo recibía cotizándolo como antes, de tal manera que la llamada anomalía sólo

era puesta en relieve algún tiempo después por los hombres de estudios".

El mismo escritor contaba en seguida que en la Bolsa de Viena habló con algunos agentes de cambio de primera clase, y que quedaron algunos de ellos asombrados al escucharle hablar de la llamada anomalía, lo que para ellos era algo nuevo (1). Si en torno de estas medidas del Gobierno, de la suspensión de la libre acuñación de la plata y de la creación de una moneda de oro á la cual correspondiera el billete, se hubiera producido no una discusión fría de hombres de estudio, sino una alarma de la bolsa y de los centros de negocios, el resultado hubiera sido, sin duda, muy distinto. Por esto he dicho ya varias veces que el carácter de pagaré del billete ó sea el carácter con que se le reviste de subrogado temporal de una moneda metálica, ha servido como de *medio ó expediente* para producir este grado de confianza necesario á la circulación de la moneda; cuando por cualquier motivo un pueblo no necesita de este expediente para atribuír el valor que acostumbra al billete, bien puede suceder lo que pasó en Austria y mantenerse el cambio por las solas fuerzas de la oferta y la demanda de oro, y por la influencia de la tendencia á la estabilidad del valor de la moneda, cuando el nivel del cambio se encuentra consolidado por la costumbre desde hace algún tiempo.

Algunos economistas como el profesor Laughlin explican lo sucedido en Austria diciendo que las medidas tomadas por el gobierno desde 1879, aunque no consistieron en la adopción del padrón de oro, indicaban sin embargo el propósito de adoptarlo en el futuro. "The practical determination to adopt gold as the standard in which the notes wouldd be redeemed, if ever, in the future, was the fact which tied the value of the paper to the gold standard" (2). Pero de esta opinión lo que puede haber de verdad es que indudablemente nunca pensó el público que el gobierno

(1) *Eteocle Lorini*. La questione della valuta in Autria-Ungheria. Torino 1893.

(2) *The principles of money*,

austriaco fuera á rebajar el valor comercial en oro que se pagaba por el florín al hacer su conversión por oro, pues si tal hubiera sospechado claro está que no se habría producido el grado de confianza que siempre se notó; pero lo más probable es que la opinión general no entrara á analizar la cuestión de la futura operación de conversión y que continuara en el mantenmiento tranquilo de las cotizaciones del cambio existente, merced al tranquilo ejercicio de las funciones monetarias del billete.

Por otra parte suponiendo que el público de la bolsa y de los negocios de oro se hubiera preocupado mucho de la política que en el futuro seguiría el Gobierno austriaco en materia de conversión del billete, si hubiera tenido la previsión profética del desarrollo del futuro de la política monetaria austriaca, habría sabido que en un futuro lejano, ó sea más de diez años después, se crearía una moneda de oro, cuyo contenido metálico de oro ó sea cuyo valor se determinaría por el valor mismo del cambio internacional del florín de papel-moneda. En tales condiciones no creo que pueda afirmarse que hayan sido las promesas de reembolso ó conversión del papel moneda, las que mantenían un tipo de cambio; más bien podría decirse que el tipo de la futura moneda de oro iba á ser la resultante del valor de cambio en oro que mantuviera el papel en el desarrollo de sus funciones monetarias. Sin que esto signifique desconocer la influencia de la confianza que tenía el público de que el gobierno jamás pensaría en rebajar el valor en oro que tenía el billete, al hacer su conversión por metálico.

El caso de Austria, que hemos visto, es en realidad un tipo bien claro de un papel-moneda que no revestía carácter alguno de subrogado de una determinada moneda metálica. Como dice K. Menger, el florín de papel-moneda tenía solamente "einen Verkehrswert, welcher durch den inneren Wert keiner existierenden effectiven Münze dargestellt wird."

"El padrón monetario austriaco no era ya de hecho el de plata. No había en realidad más que un padrón de cré-

dito (Creditwährung) cuyo valor en el cambio internacional, dependía sólo de la balanza de los pagos internacionales de la monarquía Austro-Húngara y cuyo valor en los precios de los productos nacionales, seguía el curso de los diferentes factores que determinan los precios" (1).

*b*) *Caso de Rusia.*—Veamos ahora el caso de Rusia. La unidad monetaria era el *rublo* de plata de 20 gramos de peso y ley de 0.900, permitiéndose la circulación de monedas de oro en la proporción entre ambos metales 1:15,4958. En el hecho, sólo podría circular la moneda de plata que era la de menor valor. El cambio internacional y el precio de la plata siguieron las fluctuaciones siguientes:

| | Precio medio de la plata en el mercado de Londres | Valor del rublo papel en copecks oro |
|---|---|---|
| 1885 | 48.5/8 | 63.34 |
| 1886 | 45.2/3 | 66.66 |
| 1887 | 44.11/19 | 55.68 |
| 1888 | 42.7/8 | 59.45 |
| 1889 | 42.11/26 | 65.88 |
| 1890 | 47.96 | 72.57 |
| 1891 | 44.3/4 | 66.76 |
| 1892 | 39,1/2 | 63.05 |
| 1893 | 35.02 | 65.27 |

En 1893 se precipita la gran baja del precio de la plata o que induce al Gobierno ruso á prohibir la libre acuñación de ella, medida que tomó el 16 de Julio de este mismo año, prohibiendo además la importación de monedas extranjeras de plata, con excepción de las chinas, de las cuales se observaba que volvían siempre á su país de origen.

(1) *Dr. Alexander Spitzmüller* — Die Österreich — Ungarische Währungsreform — Wein 1902.

El cambio siguió el curso siguiente:

| | Valor del rublo papel en copecks oro | Precio de la plata en Londres |
|---|---|---|
| 1893 | 65.27 | 35.02 |
| 1894 | 67.02 | 28.15/16 |
| 1895 | 67.05 | 29.13/16 |
| 1896 | 66.66 | 30.13/16 |

Esto significaba que la supresión de la unidad monetaria metálica de plata, dejó al sistema monetario convertido en un verdadero papel-moneda, como el austriaco, el cual no correspondía á ninguna unidad monetaria metálica ni de plata ni de oro; y á pesar de ello el curso del cambio léjos de bajar subió; o sea en otros términos que tan pronto como se desligó al billete ruso de su relación con la plata, esta siguió bajando, á la par que el billete ó subía ó se mantenía estable con relación al oro.

Es verdad que en este caso de Rusia, más que en el que ya vimos de Austria, ha debido tener en el curso del cambio una influencia moral aquello de las expectativas de una conversión del billete por una moneda de oro, por que en realidad el gobierno ruso trataba de manifestar con notoriedad su propósito en este sentido. El *Messager officiel* del mes de Agosto de 1893 decía entre otras cosas lo siguiente al respecto: "Il est á noter que le gouvernement s'est efforcé, par une série de mesures de donner au rouble crédit une certaine valeur en or; ainsi la perception des droits de douane en or, introduite l'année 1877, l'emission d'émprunts "en roubles-or", la circulation des billets de credit garantie par un fonds en or, enfin, la frappe de la monnaie d'or, de préférence à celle d'argent, et l'absence du métal blanc dans la circulation ont suffissantment habitué le public à chercher une corrélation naturelle entre l'or et les bi-

llets de credit" (1). Y todavía más, en 1887 el Ministerio de Hacienda, de acuerdo con el comité de finanzas, había ya fijado una relación entre la moneda de oro y la de papel como norma de la política monetaria del gobierno en el futuro. Para mas detalle véase § 78.

c) *Caso de la República Argentina.*—En 1826, en la República Argentina, al iniciarse el papel-moneda, la ley determinaba que "el Banco comenzaría á pagar sus billetes en moneda que la ley designaría oportunamente. Dos meses antes del término designado para esa conversión, se reglaría por el Congreso la forma en que ella debía hacerse. El Ministro de Hacienda explicaba la razón y el alcance de esas disposiciones".

"Era necesario establecer ó enunciar que las notas del Banco serían pagadas un día, desde que ellas no habían de constituír permanentemente la única moneda nacional. El público recibía esos billetes á condición de que se pagarían en efectivo: ¿en qué especie; de qué peso; de qué materia; con qué tipo y ley? No podía saberse, hasta que no se sancionase la ley de la moneda nacional. "Esta ley, decía " el Ministro, será el término positivo de la ignorancia en " que estamos; porque no tenemos hasta ahora ninguna " moneda propiamente nacional. No es la Española, ni la " que con las mismas bases corre con el signo de la patria, " porque no existe ninguna ley que la haya creado".

"El Ministro de Hacienda trazaba en seguida este cuadro de la vida colonial bajo el punto de vista del régimen financiero. "Por derecho no tenemos ninguna moneda y de " hecho no hay, de las que antes circulaban, la cantidad " necesaria para entretener las transacciones y el giro re- " gular de los negocios. Más claro, la ley no ha creado " ninguna moneda, y las que se conocían no nos convie- " nen ....."(1)

Como diez y siete *pesos* representaban la *onza* de oro de

(1) *Le marché financier p. A. Raffalovich (1893-94).*

(1) (*Agustín de Vedia* — El Banco Nacional — Buenos Aires, 1890)

la ley española, para evitar que se continuara creyendo que el *peso* papel-moneda correspondía á esta relación, agregaba el Ministro de Hacienda: "Aseguramos que se pagará una onza de la ley que el Congreso diere á las onzas, cuando se establezca la ley de la moneda, con arreglo á los principios constitutivos de una moneda verdaderamente nacional. Esto es lo justo y lo único que se puede exigir".

A continuación el mismo Ministro, y como para aclarar más su pensamiento, suponía el caso de que un billete de un peso no representara después, al dictarse la ley que creara la moneda de oro futura, sino una parte del valor de un peso español y preguntaba "quién tendría motivo de quejarse si la ley diese al peso nacional un valor intrínseco correspondiente á las siete octavas partes del *peso* español".

Como se ve, no se puede dar una declaración más clara de que el nuevo billete inconvertible no correspondía á moneda metálica alguna de tipo determinado: la antigua moneda española adoptada en el hecho hasta ese momento quedaba completamente desautorizada por el Gobierno.

He aquí las cotizaciones medias anuales del precio de la onza de oro ó sea del cambio durante este tiempo:

| | |
|---|---|
| 1826 | $ 30 |
| 1827 | „ 56½ |
| 1828 | „ 50 |

El estado de desconfianza que reinaba entonces, la poca solidez y crédito que inspiraban las instituciones, las guerras, etc., no podían constituir un ambiente favorable á la circulación del papel-moneda; pero es un hecho que este papel-moneda argentino no fué, por lo menos, repudiado, como lo había sido el del Perú de 1815 y 1822, á pesar de no corresponder á una moneda metálica determinada.

*d) Conclusión.*—Por lo tanto, si el valor nominal del papel-moneda y la confianza en un futuro reembolso á la par ha sido en muchas ocasiones un factor que ha tenido una

cierta influencia en las cotizaciones del tipo del cambio internacional, no ha sido, sin embargo, una condición *sine qua non* de la valorización en oro del papel. Son las funciones monetarias mismas del papel-moneda la fuente capital de su valor y por lo tanto la base principal que mantiene las cotizaciones del cambio internacional.

Es del todo evidente que en condiciones normales de *confianza* podría mantenerse la circulación monetaria de un billete declarado eternamente inconvertible. Es verdad, que en la realidad práctica el propio caracter de pagaré ó promesa de un futuro reembolso ha servido como medio para inspirar este grado de confianza necesario para la buena circulación del billete, pero también es verdad que no repugna el que se establezca esta confianza en medio de una eterna inconvertibilidad, siempre que la atmósfera psicológica no fuera desfavorable al papel-moneda.

## CAPITULO V

### Otros factores de las cotizaciones del tipo del cambio internacional

§ 43. *La especulación y el cambio.*—Las fluctuaciones del tipo del cambio internacional, como toda fluctuación de precio, pueden servir y á menudo sirven de base para operaciones de especulación; es decir, para aprovechar las diferencias de las cotizaciones del cambio como medio de obtener una ganancia.

Las fluctuaciones del cambio inducen á veces á los hombres de negocios comerciales ó industriales, que están sometidos, por el giro mismo de sus negocios, á sufrir las influencias variables de las alzas y bajas del cambio, á tratar de disponer sus operaciones de compras y ventas de oro de manera de defenderse contra pérdidas y aún de obtener de

ellas utilidades si es posible. Así por ejemplo, el que debe hacer un pago de oro al extranjero y cree que dentro de poco tiempo ha de producirse una disminución del premio del oro tratará de postergar su operación de compra de oro; ó bien, en ciertos casos, contratará un crédito en moneda de oro para pagar con él su deuda y evitar así tener que comprar el oro al alto precio del día. Si un empresario ó comerciante tiene productos de exportación para entregar dentro de algunos meses y cree que ha de producirse para entonces una disminución del premio del oro, podrá, á menudo, vender inmediatamente oro (ó letras de cambio) para entregarlo en la fecha en que ha de exportar sus mercaderías; así, puede aprovechar el alto precio que tiene el oro en este momento. Si, por la inversa, se teme una depreciación mayor del billete ó sea una alza del precio del oro, el que necesita comprar dentro de algún tiempo oro podrá avanzar su operación comprando el oro (ó letras de cambio) inmediatamente. El exportador de productos que espera un aumento del premio del oro podrá postergar la venta del oro en espera de mejor precio.

Esta clase de operaciones que pueden resultar favorables si las previsiones se confirman y adversas sí, por el contrario, no se realizan, constituyen una especulación porque se juega al cambio, corriendo el riesgo de perder; pero son especulaciones en que el hombre de negocios entra, no tanto por el juego en sí mismo, cuanto por evitar las pérdidas que pueden ocasionarle las fluctuaciones del cambio. Esta clase de operaciones no perturba el mercado del cambio; por el contrario, tienen cierto efecto regulador.

Las operaciones que más propiamente constituyen una especulación al cambio son aquellas que se hacen independientemente del giro regular de los negocios y que tienen por único objeto el especular sobre una diferencia del cambio que se prevee debe producirse en cierta época, ó sea el obtener una ganancia con la dicha diferencia. Por ejemplo, el que compra oro en previsión de una alza del precio del oro para liquidar una diferencia de ganancia, ó el que con el mismo

objeto vende oro en previsión de una baja del precio del oro para recomprarlo después á más bajo precio.

Si la especulación al cambio se hiciera como el juego á la ruleta, ó como cualquier otra apuesta, es decir, sin que la propia especulación influencie en nada la cotización misma del cambio, así como las apuestas en un Casino no influyen en el punto en que ha de caer la ruleta, no dedicaríamos estas páginas á su estudio ya que tratamos de los factores de las fluctuaciones del cambio. Pero la forma más general de las especulaciones, puede producir de por sí cierta influencia en las cotizaciones del cambio como que al realizarlas se realizan ofertas ó demandas de oro ó letras de cambio. El que especula al alza del premio del oro ó bien compra oro ó letras de cambio con los capitales en papel-moneda de que dispone y en tal caso produce una demanda de oro; ó bien compra para plazos futuros constituyendo también una demanda para las fechas en que compra. Para realizar su diferencia de ganancia, si la tiene, vende el oro comprado, con lo cual, en el momento de venderlo, produce una oferta por igual cantidad. El que especula á la baja del premio del oro vende oro ó letras de cambio, sea propias ó prestadas, produciendo una oferta, y si especula para el futuro vende también para las fechas futuras produciendo también una oferta; y para realizar su diferencia de ganancia, si la tiene, tiene que recomprar el oro ó letras de cambio vendidas, con lo cual produce una demanda por igual cantidad.

La especulación producida en el giro ordinario de los negocios, es decir, aquella consistente en tratar de aprovechar las mejores ocasiones de alza ó baja del cambio para realizar compras ó ventas de letras que de todos modos hay que realizar, tiene en cierta manera un efecto regulador del cambio. Así, por ejemplo, en los momentos en que no hay letras de cambio ofrecidas y por esto sube el premio del oro, el especulador les ofrece, avanzando la época de su giro, para aprovechar el buen precio y con esto tiende á la regulación. Con los capitales disponibles ó con el

crédito, en épocas normales, muchos individuos ó casas de comercio ó sociedades bancarias, pueden distribuír sus compras ó ventas de letras, prescindiendo del momento mismo en que deben exportar un producto ó cobrar una deuda al extranjero. Aún este efecto puede producirse con las operaciones de mera especulación, como ser aquellas que significan vender letras con el cambio bajo para volver á recuperarlas con cambio más alto. Estas operaciones que pueden resultar convenientes ó nó á los intereses de las personas que las realizan, en el fondo no tienen un efecto alarmante en las cotizaciones del cambio y aún lo tienen en cierto sentido de regulación como lo he indicado.

Cuando las operaciones de mera especulación son muy fuertes en cierto sentido de oferta ó demanda de letras, pueden producir de por sí efectos sensibles en las cotizaciones del cambio, es decir, efectos que están distantes de ser los que corresponden al natural movimiento de la oferta ó demanda de letras normal. Estas operaciones exigen sin embargo muy fuertes capitales y en los mercados de alguna importancia, pocos son los que se arriesgan á combinar sus operaciones en alzas ó bajas producidas artificialmente por la fuerza misma del juego.

Lo normal es que el especulador dirija sus operaciones en previsión de la marcha de los acontecimientos del futuro según su apreciación; es decir, que especule á la baja cuando, dadas las circunstancias que prevee, espera que se produzca una baja del cambio y, por la inversa, cuando espera un alza. Cuando se trata de especulaciones en muy pequeña escala con relación al monto de las operaciones de cambio de un mercado, la influencia de la oferta ó demanda de letras que ellas ocasionan poco influyen en las cotizaciones; pero cuando se trata de especulaciones importantes ó de muchas especulaciones en el mismo sentido, las cotizaciones del cambio se afectan por la influencia de la oferta ó demanda de letras que ellas producen. Voy á ilustrar esto con un caso práctico de alguna importancia que tuve ocasión de conocer aquí en Chile. En 1907, habiendo

bajado el cambio á 12½*d* más ó menos y siendo la par 18*d* dominaba en muchos círculos de comerciantes y especuladores la idea de una futura alza del cambio. Se corría que el Gobierno se esforzaba por nivelar la demanda de letras y aún producir un alza del cambio por medio de ventas de letras, que provendrían de un fuerte empréstito propuesto ya como proyecto de ley en el Congreso, ó de la traída de los fondos que el Gobierno tenía depositados en Europa. Además se gestionaban negociaciones importantes de préstamos de capitales en el extranjero y de ventas de algunas empresas nacionales por fuertes sumas. En esta situación, y queriendo aprovechar el bajo cambio, algunas instituciones de importancia se lanzaron con excesiva y no muy justificada confianza á realizar ventas de letras de cambio para las diferentes malas de fines del año de 1907, y para 1908. El efecto de estas ventas realizadas por instituciones de crédito importantes ó á lo menos por intermedio de ellas, fué el de una fuerte oferta de letras con que el mercado contaba para el curso de más de un año. El Congreso había en realidad aprobado un empréstito de 3.000,000 £.; pero el Ejecutivo no lo contrató sino en parte, de tal manera que por el mes de Octubre ya se disipaban las ilusiones del público sobre actuación del Gobierno en el alza del cambio. Por el contrario el incremento de los gastos fiscales en el extranjero impidió que el Gobierno vendiera letras de las producidas por el impuesto de exportación del salitre. Por otra parte en esos mismos momentos (3.er trimestre de 1907) la crisis americana con su repercusión en Europa cerraba las puertas del crédito extranjero y desvanecía la esperanza en los negocios iniciados que deberían haber producido letras de cambio. En esta difícil situación del mercado de cambio, la especulación de los vendedores de letras había impedido que se produjiera la baja del cambio hasta Octubre; pero en este mes ya comenzó á notarse que las tales ventas de letras eran lo que se llamaba un *descubierto*, es decir que los vendedores de ellas no las tenían y, por lo tanto, debían verse forzados á recurrir al mer-

cado para *cubrirse* los días de vencimiento. Se produce entonces un incremento de la demanda: por una parte la fuerte demanda ordinaria del desequilibrio de las deudas con el extranjero de que he hablado (§ 32) y por la otra la demanda de los mismos que *cubrían* sus operaciones de ventas en *descubierto*. El cambio baja rápidamento de 12*d*, á 11, á 10, 9, y á 8*d*. por peso y sobrevienen las quiebras consiguientes de los que se encuentran en la imposibilidad de cumplir sus compromisos. Esta especulación tuvo pues como efecto en el cambio el retardar un tiempo el descenso y producirlo después con mayor violencia. Si las circunstancias esperadas por los especuladores, como ser ofertas de letras fiscales en fuertes sumas, venta de empresas mineras y salitreras, préstamos en el extranjero, aumento de la exportación, etc. se hubieran realizado, la especulación no habría tenido otro efecto que el de regular un tanto el cambio con la anticipación de la oferta de letras. Si la situación real de 1908 se hubiera previsto de antemano, es decir si manifestado el peligro de descenso del cambio (alza del premio del oro) el grueso de las especulaciones se hubiera dirigido en sentido de esta alza del premio del oro ella se habría anticipado algunos meses con la especulación á la baja del cambio.

El público, que juzga á menudo un tanto superficialmente, atribuía á los *bajistas* una gran influencia en la depresión del cambio; pero en realidad los que especulaban á la baja del cambio ó sea al alza del premio del oro, favorecidos por las circunstancias de cobros de fondos extranjeros y demás que se reunieron á fines de 1907, realizaron una ganancia producida por el curso de los acontecimientos del mercado de cambio en su parte capital.

Por lo regular el público atribuye á la especulación un efecto superior al que ella produce en realidad en el cambio internacional. "Los grandes sindicatos tan mentados, dice un escritor argentino, el señor Terry, son impotentes para mantener una alza ó baja permanente y duradera, ante los factores mismos del país y las condiciones del mercado" y

agrega "está probado que el juego no afecta en condiciones permanentes la mayor depreciación del papel". En el tiempo á que se refiere el escritor argentino (1889-1890) el Gobierno trató de prohibir toda especulación prohibiendo la compra ó venta de oro en bolsa y las operaciones á plazo, sin que las medidas produjieran efecto alguno, pues el premio del oro que era de 158 por ciento en Marzo de 1889 subía á 223 por ciento en Diciembre del mismo año.

En la mayor parte de los casos de especulación al cambio, la operación misma puede al principio tender á producir un cierto efecto sobre la cotización misma del cambio, pero al realizarse la diferencia de ganancia ó pérdida final, se produce un efecto de neutralización del efecto producido anteriormente.

Los que con ventas de oro á plazo hacen disminuír el premio del oro, en el momento de recomprar su oro para recubrir su operación con la demanda, neutralizan el efecto de la oferta antes hecha. Por la inversa, los que con compras de oro á plazo tienden á hacer subir el premio del oro, con las ventas que después tendrán que hacer, neutralizarán después la demanda anterior. A esto se refiere el *Jornal do Commercio* del Brasil, cuando hablando al respecto en 1897 dice: "La especulación ha sido activa á principios de año, bajo la influencia de las negociaciones efectuadas sobre los mercados extranjeros: empréstito de Minas-Geraes, del Ferrocarril Central, etc. Pero no podemos considerar á la especulación como un factor en el mercado del cambio durante el período de los 12 meses, porque el especulador que compra letras de cambio tendrá por la fuerza, que revenderlas cuando le sea exigido el pago; y el que vende letras de cambio en *descubierto* tendrá también que recomprarlas cuando los compradores de ellas exijan las letras".

"La especulación, sin embargo, puede talvez, influenciar el curso del cambio en un momento dado, pero ella influencia poco ó nada el curso general del mercado en un período largo de tiempo".

En los mercados del cambio, por lo regular, no es cosa

fácil el que un especulador domine la oferta ó la demanda de letras, como suele á veces hacerse con los precios de otros productos y valores bursátiles más susceptibles de ser dominados por las maniobras de los capitalistas especuladores. En ciertos momentos de desarrollo del crédito y especialmente propicio para las especulaciones, suelen realizarse con éxito especulaciones manejadas con fuertes capitales que levantan el precio del valor sobre el cual se especula; á veces también, cuando el mercado está predispuesto para la baja, con ofertas fuertes se puede producir la baja de los precios; pero también estas operaciones resultan á veces un fracaso para el que la realiza. Tratándose del cambio no es tan fácil encontrar capitalistas tan fuertes y tan aventureros que se lancen en operaciones de mera especulación con el propósito de dominar á su antojo las cotizaciones. Los que tal hicieran, sin atender á las condiciones del mercado, serían en realidad demasiado atrevidos y en la práctica no se encuentran por lo regular aventureros capaces de reunir tan fuertes capitales. Lo repito, el especulador consciente dirige sus operaciones atendiendo al desarrollo que prevee de las condiciones del mercado del cambio; y las modificaciones á las cotizaciones del cambio originadas por la especulación misma, no significan por lo regular más que modificaciones parciales de la curva de las cotizaciones, debidas á la influencia de los demás factores.

Aquello de la prohibición de las operaciones de cambio en las bolsas y sobre todo de las operaciones á plazo, como medida para suprimir las fluctuaciones, es contraproducente, como se ha observado en la práctica. Además, si se consiguiera matar, con estas medidas, las operaciones de mera especulación, en cambio se mataría también con ellas las operaciones de compras ó ventas de oro á plazo, ligadas á los negocios mismos como un medio de evitar pérdidas por las fluctuaciones del cambio.

Es práctica común en el comercio y en los negocios relacionados con la moneda de oro, esto de cubrir las operacio-

nes para evitar las pérdidas ocasionadas por las fluctuaciones imprevistas del cambio. El comerciante que vende en papel moneda á plazo, puede comprar oro á plazo para cubrir su operación contra los riesgos de una baja del cambio. El que toma á préstamo oro para venderlo en seguida y convertirlo en papel-moneda, puede recomprar á plazo su oro para asegurar un tipo de cambio. El que va á recibir oro dentro de algún plazo y quiere asegurar un cambio para disponer desde luego del papel correspondiente, puede vender á plazo su oro. Estas y otras variadas combinaciones de ventas y compras de letras á plazo significan una facilidad para el giro ordinario de los negocios en sus relaciones con el oro, y el tratar de suprimirlos es dificultar la acción individual, perturbando las relaciones del intercambio.

No es, pues, posible condenar como meras operaciones de juego ó especulación á estas compras y ventas de oro á plazo; ellas pueden también constituír el medio obligado para que el comerciante más serio opere, evitando los azares de las fluctuaciones imprevistas del cambio.

§ 44. *La tendencia á la estabilidad del valor de la moneda y su influencia en el cambio internacional.*—Obsérvase en los precios en general cierta tendencia de mantención de los niveles, y por esto se ha dicho que la moneda goza de una tendencia á la estabilidad de su valor (1). En la formación de los precios del mercado de hoy se tiene como base ó punto de partida los precios de ayer. El que necesita comprar ó vender algún producto ó algún valor de los que se cotizan en bolsa, va al mercado llevando por lo regular, como norma las cotizaciones del día anterior, y si no hay circunstancias que modifiquen la operación, el precio de hoy quedará más ó menos al nivel del de ayer. Por otra parte la relativa estabilidad del nivel de los salarios y sueldos públicos y privados, de los cánones de arrendamientos de las habitaciones, de las contribuciones públicas, de las

(1) F. v. Wiesser.

tarifas en los medios de comunicación y de transporte, de ciertos artículos como los periódicos, el gas alumbrado la luz eléctrica, etc., etc., contribuyen á asegurar á la moneda esta también relativa estabilidad con que se mantiene por algún tiempo su valor.

Tratando ahora de la relación de precio entre papel-moneda y la moneda metálica que sirve de medio de pago internacional, ó sea tratándose del cambio internacional, podemos observar también de como esta *tendencia á la estabilidad* manifiesta también su cierta influencia.

En el curso normal de un papel-moneda como el de Francia en 1870, ó el de Italia, el tipo del cambio internacional se mantiene con pequeñas fluctuaciones al rededor de la par; y en esta mantención del nivel del cambio tiene también su influencia esta llamada tendencia á la estabilidad.

En los casos como el de Rusia y Austria, en que no había propiamente un valor par del billete, porque no había una moneda de oro á la cual correspondiera nominalmente el billete, esta tendencia á la estabilidad ha manifestado su influencia con tanto más claridad cuanto más ha faltado la norma ó pauta que marca al cambio el valor nominal de él. Los que intervienen en las cotizaciones del cambio llevan en su mente la idea de este tipo de cambio que se considera como el normal. El comprador de oro entra al mercado dispuesto á pagar por el oro el precio que marca este tipo del cambio que ha sido también más ó menos el tipo de los días anteriores; y los vendedores de oro, entran también al mercado con la misma idea. En las situaciones normales de la oferta y la demanda, las cotizaciones se producen, pues, manteniéndose al nivel mismo existente anteriormente. Y el nivel del cambio de hoy servirá también, de esta misma manera para influír en que el de mañana se mantenga igualmente á la misma altura. Para las operaciones de cambio á plazo se toma también, por lo regular, por base el cambio del presente. De esta manera las cotizaciones del cambio en el mercado, con la publicidad que á ellas se da

en todo el país, va constituyendo de por sí esta especie de tendencia á la estabilidad á que me refiero.

Cuando el tipo de cambio se mantiene en los alrededores de la par, la influencia de la tendencia á la estabilidad se combina con la influencia del valor nominal del billete de que ya hablé (§ 40).

En las épocas de fluctuaciones violentas del cambio se pierde á menudo esta tendencia á la estabilidad: los negociantes al cambio pierden el rumbo y norma que les marcaba el nivel normal del cambio. Esto mismo contribuye á que desaparezca la influencia reguladora de aquellos factores. Habiendo el premio del oro subido 20 ó 30% ó más, y habiéndose mantenido la depreciacion, los hombres de negocios de cambio, pierden en todo ó parte aquella fe en una próxima reacción hacia la par; y, á consecuencia de las fluctuaciones que día á día se producen, pierden también la idea de la estabilidad ó mantención del nivel del cambio. Las últimas cotizaciones de la bolsa del cambio, sirven siempre como de una base para apreciar las cotizaciones que han de realizarse en el día; pero los compradores y vendedores que han presenciado tanta fluctuación en los días anteriores entran al mercado con el ánimo dispuesto á la continuación de las fluctuaciones, ó sea entran á comprar ó vender, estando más desorientados respecto al rumbo futuro del cambio. En tales situaciones suelen producirse fluctuaciones más ó menos violentas en el sólo espacio de un día.

Si el cambio permanece algún tiempo á un cierto nivel de depreciación, la tendencia á la estabilidad se consolida nuevamente; pero en este caso, como el tipo par legal del cambio está á gran distancia del tipo real de él en el cual se produce cierto nivel de estabilidad, ó sea como no coinciden las influencias de ambos factores (el carácter de subrogado de cierto tipo de moneda metálica y la tendencia á la estabilidad) es más difícil mantener la fijeza del cambio por la sola influencia de la tendencia á la estabilidad.

En Chile, después de la gran crisis de nuestro cambio que

llevó la prima del oro á más de 100% en 1908, vino la reacción y el cambio ha tomado durante varios años cierto nivel de estabilidad al rededor de 10 y 11 d por peso. Los sueldos y los salarios se han amoldado á este nivel de depreciación del cambio internacional; la tendencia á la estabilidad ha actuado claramente en la mantención de este nivel de cambio entre 10 y 11 d por peso. Con la misma facilidad con que se ha mantenido este nivel, se habría también mantenido el nivel al rededor de la par de 18 *d.*, durante estos años, si no se hubieran producido las depreciaciones anteriores. El equilibrio del mercado se ha producido al rededor de este tipo, y como ya se ha generalizado la idea de que la conversión no se hará á un tipo de cambio superior á 12 *d*, esto ha influído también en la estabilidad de la baja.

En general puede, pues, decirse que la tendencia á la estabilidad del valor de la moneda ejerce también su influencia en las cotizaciones del tipo del cambio internacional.

45. *Diferentes cotizaciones del cambio en diversos puntos de un mismo Estado con papel moneda.*—Adolfo Wagner en su estudio sobre el papel moneda ruso (*Die russische Papierwährung-Riga* 1868) obsevaba que las cotizaciones del cambio internacional ó sea el agio ó premio de la moneda metálica sobre el papel moneda, pueden variar de un punto á otro en un país de gran territorio, cuando los medios de comunicación y de transportes son deficientes. El buen servicio de correos y de telégrafos y las facilidades que dan los ferrocarriles permiten que los diversos mercados de un país, en los cuales se producen cotizaciones entre el metal noble y el papel, se pongan en contacto y se produzca una *tendencia* á la igualación del precio de la moneda metálica; pero cuando no existen estas facilidades de las comunicaciones y transportes, como sucedía antes en Rusia, incluyendo en ella á la Siberia, la tendencia á la nivelación encuentra tanto mayores dificultades cuanto mayor es el aislamiento de los diferentes mercados. "Se debe conjeturar, dice Wagner, con cierta seguridad que el alza

del premio de la moneda metálica del verano de 1866 en Rusia, no dejó sentir sus efectos en muchas regiones de la Siberia y aún talvez en algunas partes de la Rusia Europea; allí donde, á consecuencia de la falta de comunicaciones, la noticia del estallido de la guerra alemana y de su rápido fin, no pudo llevar los efectos de las violentas fluctuaciones que sufrió á consecuencia de esto el cambio en Rusia."

Aquí en América hemos podido constatar también este fenómeno con más precisión que en la antigua Rusia, en el antiguo Brasil. En efecto este país, á consecuencia de su extensa costa y de su gran territorio, ha podido tener, no sólo diversas regiones separadas las unas de las otras por las dificultades de las comunicaciones y de los transportes como la Rusia, sinó que cada región ha podido tener *su mercado del cambio en el litoral.* "Vista la falta de comunicaciones fáciles y normales entre los diversos puntos, dice Calogeras (1), lo cual impedía la nivelación del cambio, la consecuencia era la evolución casi independiente de los mercados del litoral en sus relaciones monetarias con el extranjero". He aquí el cuadro estadístico al respecto (2).

---

(1) *La politique Monetaire du Brasil.* Río de Janeiro 1910.

(2) Cambio en *peniques.* La par de 1.000 reis eran 67½ peniques.

| AÑOS | Rio | Bahía | Pernambuco | Maranhão |
|---|---|---|---|---|
| 1822..... | 47 —51 | 53 —56½ | | 54—60 |
| 1823..... | 48 —53½ | 52 —54 „ | | 54—59 |
| 1824..... | 47 —49 | 50 —54 „ | | 55 -56½ |
| 1825..... | 47 —56½ | 50½—61 | 53 1 6 | 53—58 |
| 1826..... | 41 —54 | 45 —62 | 55 | 48—53 |
| 1827..... | 31 —40 | 36 —49 | 50 4 7 | 48—54 |
| 1828..... | 28½—34 | 37 —45 | 51 1 2 | 42—50½ |
| 1829..... | 22 —28 | 32 —40½ | 50 7 8 | 40—50 |
| 1830..... | 21½—24¾ | 26 —33 „ | 51 7 8 | 39—48½ |
| 1831..... | 20 „—29 | 30 —33 | 51 5 6 | 34—54 |
| 1832..... | 28¾—44½ | 32 —33 | 41 1 6 | 36 -54 |
| 1833..... | 32¼—41 „ | 30 —33 | 38 1 6 | 39—53 |
| 1834..... | 36¾—40 „ | 28 —30 | 37 5 12 | 29—53 |
| 1835..... | 37 —41 „ | 25 —33 | 32 1 2 | 30—43½ |

Este fenómeno ha tendido á desaparecer á consecuencia de las vías de comunicación y de transporte modernas y muy en especial del telégrafo, que permite al comerciante en cambio y á los bancos, comunicar inmediatamente las cotizaciones de un punto á otro.

En otros países americanos como en la República Argentina no tenemos igual fenómeno á pesar de ser un país grande en territorio y de haber tenido papel-moneda antes del progreso de las vías de comunicación y de transporte modernas, porque Buenos Aires era el mercado central y capital de las operaciones de cambio. Pero sucedía que en provincia las cotizaciones del oro y de la plata en barras ó amonedada no siempre marchaban de acuerdo con las de Buenos Aires. Así por ejemplo, en Mendoza siempre había su relación de cambio con Chile que tenía moneda metálica. Y el tipo á que se ajustaban estos cambios en Mendoza en-

tre la moneda chilena y el peso argentino, no siempre correspondía al del mercado del cambio en Buenos Aires.

En cuanto al papel-moneda de Chile, el es de orígen más reciente (1878) y por lo tanto el país contaba ya con el telégrafo, y los Ferrocarriles se iniciaban en su desarrollo. No hubo, pues, razón para que tuvieramos que observar en nuestro papel-moneda, esto de las diferencias de cotizaciones del cambio en diversos puntos del país.

Con la perfección de las vías de comunicación modernas, como sucede con el telégrafo, las cotizaciones del cambio internacional tienden á unificarse ó sea á tomar un nivel para todo el país. El mercado del cambio se centraliza en ciertos puntos de mayor intensidad comercial y allí se fijan las cotizaciones. En el período del papel-moneda de los Estados Unidos durante la guerra de secesión y después hasta 1879, el Mercado del cambio se centralizó en Nueva York, y las cotizaciones de él se comunicaban por telégrafo á todas las demás ciudades, y en todas partes se aceptaban estas cotizaciones como normas reguladoras, del precio del oro (1). En Chile, el Mercado del cambio se ha centralizado en Valparaíso desde donde las cotizaciones del oro y de las letras sobre Londres se distribuyen por telégrafo y por correo á todas las demás partes del país. En la República Argentina el Mercado de Buenos Aires desempeña igual papel de director de la orquesta de las fluctuaciones del cambio.

## CAPITULO VI

### Efectos de las fluctuaciones del cambio internacional en el nivel de los precios

§ 46. *El cambio y los precios de los productos al por mayor.—a) Mercaderías de importación.*—Al referirnos á las mercaderías de importación debemos distinguir con A. Wag-

(1) *Mitchell. Hist. of. the greenbackes* pág. 185.

ner, aquellas que necesariamente tienen que venir del extranjero por no producirse en el país, y aquellas que se internan en competencia con la mercadería de producción nacional.

El primer grupo ó sea aquel que viene exclusivamente del extranjero, cuyos productos hay que comprarlos y pagarlos, por lo regular, en la moneda metálica de curso internacional (hoy el oro), está directamente influenciado en sus precios por las fluctuaciones del cambio internacional. A este grupo pertenecen, por ejemplo, para las zonas templadas y frías como la mayor parte de Chile y Argentina, los productos tropicales como el café, el té, el arroz, el algodón, etc.; y los que en Europa suelen llamarse productos coloniales. Para los países poco industriales, como los de la América latina al presente, pertenecen también á este grupo casi todos los artículos de maquinaria. El efecto que produce una fluctuación del cambio en estos precios no siempre es, sin embargo, absolutamente proporcional, ni siempre se produce inmediatamente, pues suele notarse, como lo observa Wagner en el caso de la Rusia que cuando hay en el mercado grandes *stock* de estas mercaderías, los precios de ellas no suben proporcialmente al premio del oro. Pero todo esto no constituye sino insignificantes diferencias de intensidad ó de espacio de tiempo entre la causa y el efecto, *y en general puede sentarse que los precios de estas mercaderías y productos están directamente influenciados por las oscilaciones del cambio.*

El segundo grupo es el de las mercaderías de importación, que vienen al país á venderse en competencia con las mercaderías nacionales similares. En este caso el premio del oro ó baja del cambio actúa como una especie de derecho protector de la mercadería nacional. *Permite que la industria nacional venda á precios un tanto más bajos que los que corresponderían al aumento del premio del oro, pues los costos de producción nacional no fluctúan proporcionalmente con el cambio.* Este efecto protector de las bajas del cambio se hace sentir con más intensidad al prin-

cipio, es decir recien se produce la baja, cuando el nivel de los precios internos en general no se ha inflado con la prolongación de la baja del cambio ó sea cuando los salarios y otros costos de producción aún no han subido. Por lo tanto, los precios de este grupo de mercaderías siguen con menos exactitud que el otro, las fluctuaciones del premio del oro.

*b) Mercaderías de exportación.*—Las mercaderías de exportación tienen también precios directamente afectados por el premio del oro ó sea por las fluctuaciones del cambio. El comerciante exportador de productos al por mayor compra en papel moneda al productor ó comerciante en el país, y vende su mercadería en el extranjero en oro. Por lo regular, para hacerse de fondos gira letras de cambio sobre su corresponsal en el extranjero y vende estas letras en papel moneda al tipo del cambio del día. Cuando el cambio baja, el exportador obtiene más papel por sus letras y podrá ofrecer también por lo tanto, un mayor precio en papel por su producto. La competencia de los demás exportadores lo llevará á ofrecer los precios más altos que pueda para sus compras en el país. Esto hace que en el mercado al por mayor de los productos de exportación se dejen sentir directamente las oscilaciones del cambio. Se ha notado también que las bajas del cambio actúan como una especie de estímulo á la exportación, debido al mayor precio que se puede sacar por el producto vendiéndolo en oro al extranjero.

*c) Mercaderías de producción y consumo nacional.*—En cuanto á los productos que no son de importación, ni tampoco de exportación, no existe esta influencia directa del cambio; algunos de estos productos pueden sustraerse casi por completo á toda relación directa con el cambio, como ha sucedido en la República Argentina y en Chile con el vino que es una mercadería nacional protegida por el derecho aduanero. Otros productos tienen en sus precios relaciones más ó menos importantes con el premio del oro, como ser, por ejemplo, la influencia de ciertas materias pri-

mas ó auxiliares que son de importación y que intervienen en la fabricación de tales productos. Hay otros productos nacionales que aunque no sean propiamente de exportación ni de importación pueden tener cierta relación con el comercio exterior por cuanto sirven de sustitutos de otros productos ó bien pueden ser sustituidos por otros; así, por ejemplo, cuando sube el cambio ó sea cuando baja el premio del oro uno de estos artículos aún cuando no sea de internación, baja de precio por efecto de la competencia que pueda hacerle algún otro artículo similar que se importe para sustituirlo. Por último hay muchos productos que aunque no sean comunmente del comercio de internación ó exportación, pueden hacerse aptos para este comercio según sea el precio de ellos.

Por lo tanto, la influencia que ejerce en los precios el movimiento del cambio internacional *tiende á* extenderse con mayor ó menor intensidad por los demás grupos de mercaderías sustraidas por lo regular del comercio exterior. Empleo la palabra *tendencia*, que en estos casos envuelve especial precisión, porque en la realidad práctica se encuentran muchas veces obstáculos que impiden que se produzcan estos movimientos de precios.

Cuando la baja del cambio va acompañada de un incremento de las emisiones de papel moneda, el alza de los precios internos, ó sea de estos precios que no son propiamente de importación ó exportación, se facilita especialmente porque se auna la influencia de ambos factores. Como lo sabemos, la baja del cambio no se puede confundir en un sólo fenómeno con los incrementos de las emisiones de billetes, á pesar de las relaciones que hay entre ambos fenómenos; puede haber bajas sin aumento de las emisiones y, por la inversa, aumento de las emisiones sin baja del cambio; por lo tanto es exacto hablar de la influencia combinada de ambos factores.

Los períodos de grandes bajas del cambio, como el de los Estados Unidos de 1864, del Brasil de 1898, de la Argentina de 1891, de Chile de 1908 y el muy extremo de Colom-

bia de 1901 que es parecido al de los *assignats* de la revolución francesa, han sido también períodos de grandes incrementos de las cantidades de billetes en circulación, *por lo tanto el efecto deprimente que de por sí produce la sola baja del cambio ha sido eficazmente compañado del efecto de tendencia desvalorizante de los incrementos de las emisiones.*

Dados los medios de comunicación y de transporte de los pueblos modernos, el comercio exterior extiende su influencia directa ó indirecta en el nivel de casi todos los precios. En la práctica estos medios de comunicación y de transporte de que dispone el comercio varían según los países y los continentes; así los pueblos de la América latina, y en especial los de la costa del Pacífico (Perú, Bolivia y Chile), han tenido hasta el presente comunicaciones más largas y difíciles con los mercados europeos y aún con los de los países vecinos, lo cual ha impedido á menudo esta especie de nivelación de los precios, debida al comercio exterior. El monto del derecho aduanero proteccionista ó prohibitivo, como suele existir á veces, es también un factor importante al respecto.

Estudiando la estadística de los precios al por mayor de 92 mercaderías, divididas en 10 grupos, en los Estados Unidos, se ve que después de producirse la gran baja del cambio de 1862 á 1864, nueve de los grupos de mercaderías tienen movimiento claro de alza en los precios; unos grupos suben más y otros grupos suben ménos, pero todos siguen el movimiento de ascenso del premio del oro. Se nota también que el premio del oro sube con mayor rapidez que el precio de la mayor parte de estos 10 grupos de mercaderías; sólo dos de estos grupos suben con mayor rapidez que el oro (1). En seguida, cuando después de 1864 se produce en

---

(1) Hay que notar en esta crisis del cambio de los Estados Unidos que el precio del algodón subió en el mercado mundial enormemente á consecuencia de la guerra en los Estados Unidos. Es especialmente

los Estados Unidos la baja del premio del oro, se nota por la inversa que el premio del oro baja más rápidamente que el precio medio de ocho de los diez grupos de mercaderías, los cuales también bajan después, pero en menor proporción. En otros términos, se nota que cuando baja el premio del oro, bajan, pero más lentamente, los precios de las mercaderías al por mayor.

La observación de las estadísticas á que me refiero en los Estados Unidos muestran que en general los precios de la mayor parte de las mercaderías producidas y consumidas en el país mismo subieron, siguiendo el movimiento de las de exportación y de importación; pero para juzgar debidamente de este caso conviene recordar que los años de gran alza del premio del oro fueron los años de la guerra civil, lo que de por sí era causal de perturbaciones económicas.

Respecto á España, he observado las estadísticas publicadas en el interesante trabajo sobre "el problema de las subsistencias", del profesor Bernis, de la Universidad de Salamanca. Tomando los precios de 13 artículos alimenticios (patatas, trigo, pan, arroz, garbanzos, judías, carne de vaca, id. de carnero, id. de cerdo, bacalao, arroz, sal y café,) desde 1891, y comparándolos con el movimiento del cambio, se observa el alza media de ellos siguiendo el alza media del precio del oro desde 1891 á 1898. El alza extraordinaria del premio del oro del año de guerra de 1898 fué tan fuerte como *pasajera*, y no alcanzó por esto á influenciar mayormente en el nivel medio de los precios. Después de 1903 el premio del oro empieza á disminuír, y, sin embargo, no disminuyen proporcionalmente los precios de los 13 productos apuntados, lo cual se ha debido en buena parte al alza mundial de los precios durante este período de tiempo.

En resúmen puede decirse, generalizando, que un movimiento de los precios de las mercaderías de exportación é

---

interesante al respecto de este movimiento de los precios durante el régimen de papel-moneda el libro de *W. C. Mitchell: Gold, prices and wages under the greemback standard.*

importación tiende en seguida á extenderse á los precios de las mercaderías relacionadas indirectamente con la exportación ó importación, y que esta *tendencia* se extiende en seguida al nivel general de los precios. Esta tendencia será mucho más eficaz en su influencia de alza del nivel general de los precios si á la vez hay grandes incrementos de las emisiones de papel-moneda. Además, la influencia de esta tendencia será tanto mayor cuanto mayor sea la intensidad de la oscilación del cambio internacional y cuanto mas larga haya sido su duración. Además será factor importante en la materia la mayor ó menor facilidad de comunicaciones comerciales del país con los mercados estranjeros y la importancia de su comercio exterior. Un país en el cual el pueblo viva (se alimente y vista) de producción meramente nacional y tenga pocas relaciones de comercio exterior, el premio del oro tendrá menor importancia é influencia en el nivel general de los precios.

Cuando se trata de fluctuaciones de corta duración que ora son de baja y ora de alza del cambio, como á menudo ha sucedido en el papel-moneda, el movimiento de los precios no alcanza á generalizarse. Así sucedió en Chile en 1898, en que la baja del cambio hasta tener el oro con 50% de premio no afectó á la mayor parte de los productos nacionales de consumo interno, como ser el vino, la leche, los quesos, los porotos, etc.

§ 47. *El cambio y los precios de mercaderías al por menor.*—Se ha observado que los precios de las mercaderías al por menor no son tan sensibles para las fluctuaciones del cambio como los precios de las mercaderías al por mayor. Cuando se produce un alza fuerte y prolongada del premio del oro que eleva el nivel general de los precios al por mayor, el alza correspondiente á los precios al por menor viene en seguida, pero más lentamente que la de los precios al por mayor. Cuando después se produce nuevamente una baja también pronunciada y persistente del premio del oro, el nivel de los precios adquiridos por las mercaderías al por menor manifiesta su tendencia á la estabilidad, ó sea su

fuerza conservadora de persistencia, demorando más que las mercaderías al por mayor en bajar.

Wesley C. Mitchell, observando este fenómeno en las estadísticas de los precios de los Estados Unidos durante su período de papel-moneda, lo explica con varias causales generales. Primero porque el comerciante al por menor no sigue de cerca las fluctuaciones del mercado del cambio y no es tan competente en la materia como el colega del alto comercio; y segundo porque hace sus compras de mercaderías en papel-moneda al comerciante al por mayor, de tal manera que cuando se produce posteriormente una baja del precio de las mercaderías al por mayor, el comerciante al por menor no puede seguirla en sus precios de venta sin perder plata. Por la inversa, cuando se produce una alza del precio de las mercaderías al por mayor, el comerciante al por menor puede seguir vendiendo algún tiempo á los precios antiguos, puesto que tiene cierto *stock* de mercaderías comprado ya á esos precios más bajos.

Además, el comerciante al por menor tiene cierto género de gastos ó costos que no se alteran tan fácilmente, ni con las fluctuaciones del cambio, ni tampoco con las de los precios de mercaderías al por mayor, como ser el arrendamiento de su almacén, las contribuciones que paga y el interés del capital empleado en el negocio. Por consiguiente, al producirse, por ejemplo, una baja en el precio de las mercaderías al por mayor, aunque el comerciante al por menor compre sus mercaderías á este precio más bajo, no podrá reducir *proporcionalmente* el precio de venta al por menor sin perjudicarse por lo que respecta á aquellos costos que permanecen invariables.

Por otra parte, hay ciertas mercaderías que no son aptas para un comercio exterior al por mayor, y por lo tanto es difícil que á ellas llegue la influencia del cambio internacional. Cuando no se ha abierto jamás el mercado exterior para ciertos productos nacionales, no es fácil el exportarlos en un momento dado para aprovechar una baja del cambio. El comerciante exportador teme á las dificultades

de introducir en mercados extranjeros un producto no conocido en ellos, como ha sucedido á veces con nuestro pasto aprensado, nuestros vinos ó nuestro *charqui*, producto de consumo netamente nacional. Hay otros productos que no se prestan para un comercio de alguna importancia por su poca producción nacional, y por este motivo no llaman tampoco la atención de los comerciantes exportadores.

Como lo he dicho, la tendencia á la estabilidad actúa como elemento conservador de los precios, especialmente al por menor. La costumbre de pagar un cierto precio por un determinado artículo, ó por un determinado servicio, es, á menudo, una fuerza respetable de conservación. En Chile hemos palpado casos como el del precio de los periódicos, que según antigua costumbre el público y el vendedor de periódicos ha mantenido al mismo nivel de 5 centavos desde que el cambio estaba sobre 40 *d*, hasta que bajó de 18 *d*. Sólo posteriormente y en vista de la imposibilidad de mantener el precio de cinco centavos se pudo vencer las resistencias y subir á 10 centavos. Y este caso es tanto más digno de ser notado, cuanto que el papel de imprenta ha sido, durante todo este tiempo, mercadería de importación en Chile. Otro tanto puede observarse de otros precios, como ser el de las tarifas de tranvías, que la resistencia popular, llevada hasta la forma de movimientos de protesta, ha mantenido en iguales condiciones desde el cambio de 46 *d* hasta el de menos de 18 *d* por peso.

§ 48.—*Las fluctuaciones del cambio y los salarios.*—*a*) *Las alzas del premio del oro y sus efectos en los salarios* —Se ha observado que las bajas del cambio o sea las alzas del premio de oro no introducen paralelas modificaciones de alza de los salarios de los obreros, de los sueldos de los empleados, ya sean públicos (del Estado ó Municipio) ó de la industria privada, de los cánones de arrendamientos de las habitacioes y de otras fuentes de rentas fijas para ciertas clases sociales. Se verifica una baja del cambio y estos precios ya nombrados permanecen, en los primeros tiempos, inalterables, lo que produce un perjuicio á las clases sociales

que perciben estas entradas, perjuicio tanto mayor cuanto mayor sea la necesidad que tenga el pueblo de consumir artículos de importación.

Varias fuerzas tienden á mantener el nivel de estos precios de salarios, sueldos y otras rentas. Por una parte el elemento de la costumbre es, como se sabe, un elemento muy conservador de los precios en su nivel existente. Por otra parte hay la resistencia de los empresarios á consentir aumentos en los salarios, sobre todo cuando se teme que pueda después sobrevenir una alza en el tipo del cambio. Por lo que hace á los sueldos de los empleados públicos, son conocidas las dificultades que se presentan para modificarlos, sobre todo cuando son ellos sueldos fijados por leyes de efectos permanentes (1). Por estas causales, se explica el hecho constatado muy bien por la experiencia de que el nivel de los salarios y sueldos, no sube cuando baja el cambio, sino que permanece algún tiempo en su nivel anterior. Solamente después de transcurrido algún tiempo va produciéndose la influencia de aumento en el salario y en los sueldos.

De aquí proviene que cuando sobrevienen bajas transitorias ó pasajeras del cambio, ellas no se reflejan casi nada en los precios de los salarios.

Las interesantes publicaciones estadísticas respecto al movimiento de precios en los Estados Unidos, durante el papel-moneda, nos proporcionan material muy interesante al respecto. La obra que en otras partes he citado de Mr. W. C. Mitchell, contiene un gran material de estas estadísticas. Haciendo un estudio comparativo del movimiento de los salarios ó sea del precio del trabajo, con el movimiento del precio del oro ó sea del cambio, se llega á las siguientes conclusiones. El precio del oro sube rápidamente desde 1862 y llega á su máximum en 1864; en cambio, las

(1) El empleado público está en peores condiciones, por lo regular, que el obrero para hacerse aumentar sus sueldos. Ha habido sueldos públicos en Chile que fijados con cambio alrededor de 40 *d*, sólo han sido aumentados con cambio inferior á 18 *d*, muchos años después. El obrero tiene más medios para exigir el aumento de su salario.

curvas que representan el movimiento de los diferentes precios del trabajo, suben también, pero menos rápidamente que el precio del oro. El alza del premio del oro ha sido manifiestamente mayor que el alza de la mayor parte de los salarios durante todo este período en que el premio del oro aumenta rápidamente.

En seguida, cuando después de 1864 el premio del oro disminuye, los salarios continúan, sin embargo, aumentando y en seguida se mantienen á este nivel. En otros términos, cuando el premio del oro sube, los salarios suben después, pero en proporción inferior; y cuando, en seguida, el premio del oro baja, el nivel de los salarios permanece algún tiempo al nivel de altura que había alcanzado, y baja en seguida en 1873, año en que se deja sentir una gran crisis, á la cual no era ajena el alza misma del valor de la moneda.

En seguida, como complemento de estas estadísticas y gráficos, vienen otras estadísticas y gráficos relativas á los Estados del Este, en las cuales se hace un estudio comparativo entre el movimiento de alza de los salarios debida al alza del premio del oro y el movimiento de aumento del costo de la vida (*cost of living*). Resulta de estos datos que desde 1861 á 1864 el premio del oro sube, que en este mismo período, como ya lo observé, los salarios han tenido también un movimiento de alza, *pero el aumento de los salarios es menor que el aumento del costo de la vida*. Por consiguiente, como dice el mismo Mitchell "nearly nine-tenths of the wage-earners for whom we have data in a worse position than they had held in 1860. In 1862 the situation became a trifle worse and id did not improve materially until 1866". Luego, pues, el alza violenta del premio del oro desde 1862 á 1864 perjudicó á los obreros del Este, á los cuales se refiere esta estadística.

Viene en seguida desde 1865 hacia adelante el alza del cambio, ó sea, la disminución del premio del oro y los salarios, como vimos, no bajaron hasta la crisis de 1873.

"El efecto de las emisiones de papel-moneda en el traba-

jo (1), ha sido tema de muchas investigaciones. Los salarios no subieron en armonía con las demás cosas"... "Durante el período de inflación y amoldación á un nivel más alto de los precios, los salarios fueron los más tardíos en subir, en medio de la alza de precios de todas las mercaderías más importantes. Es incuestionable que los trabajadores fueron de los que más sufrieron con la expansión de la circulación de papel".

Igual observación que ésta hecha en Estados Unidos, aunque no comprobada con tan buenos materiales estadísticos, encontramos que se ha hecho en los períodos de baja del cambio y depreciación del billete en otras partes. J. P. Calogeras, cita del *Jornal do Commercio de Rio do Janeiro* un cálculo de las utilidades de los productores de mercaderías exportables con las bajas del cambio internacional; y observa que la ganancia mayor del productor es una expoliación de los trabajadores que se produce por la disminucion del salario *real* (2).

En los casos de papel-moneda europeo se han hecho también observaciones análogas (3). En España, observando las estadísticas publicadas por Bernis ("El problema de las

---

(1) *Investigation relative to the causes of the general Depression in Labor. House Mis. Doc. No. 29.45 Cong. third session-Financial hist. of the U. S. by A. Bolles paj. 155*

(2) J. P. Calogeras. *La politique monetaire du Brasil.*

(3) «I prezzi dei servizi, cioè i salari, gli onorari, gli stipendi, si sottraggono più lungamente che i prezzi delle merci agli effetti degli aumenti e delle diminuzioni dell'aggio; e ciò accade per le ragioni stesse che li rendono assai più lente a sentire l'azione di tutte le altre infinite cagioni, che hanno influenza sui prezy». (*Relazione de la Commissione d'Inchiesta italiana*).

Thiers, dice refiriéndose á la época de los *assignats* franceses, «le peuple ouvrier toujours obligé d'ofrir ses services, de les donner à qui veut les accepter, ne sachant pas se concerter pour faire augmenter les salaires du double, du triple, a mesure que les assignats diminuaient dans la même proportion ne recevait qu'une partie de ce qui lui était nécessaire pour obtenir en échange les objets de ses besoins». *Hist. de la revolution.* Vol. 4, pág. 330.

subsistencias"), encontramos también que después del alza de los precios de las mercaderías alimenticias que se acentúa en 1895, viene el alza del salario desde 1897. Es interesante el cuadro siguiente sobre la marcha del salario en España, desde 1891. En él se demuestra que el salario no ha subido en proporción del precio del oro ni tampoco en la proporción del alza de los medios de subsistencia, lo cual ha sido, sin duda, causa de malestar de las clases trabajadoras sobre todo en comparación con la marcha del salario en Alemania é Inglaterra. Véase el cuadro de la pájina 207.

En los países ó regiones donde el obrero consume muchos artículos importados ó de los que han subido de precio con la baja del cambio, resulta en general perjudicado. En los países ó regiones, como los campos del interior de la República Argentina y en los del centro y sur de Chile, donde el trabajador agrícola produce gran parte de lo que necesita para vivir, la repercusión del cambio en el costo de la vida es mucho menor. Esto se nota en la vida de nuestro *inquilino* de los campos y del *gaucho* de la República Argentina. En cambio en nuestras regiones salitreras y mineras del norte, como en las industriales de Europa, el obrero consume una cuota importante de artículos importados y por lo tanto le afectan más directamente las alzas y bajas del cambio. En el Brasil también se ha hecho notar la diferencia de condiciones que tienen al respecto el trabajador de las plantaciones de café y el de los gomales (caoutchuc): aquellos tienen á su alcance ciertos medios de alimentación producidos por ellos mismos, al paso que estos tendrían que importar del extranjero casi todos sus medios de subsistencia, por este motivo para el que trabaja en el caoutchuc el alza del cambio representaba inmediatamente un aumento del poder adquisitivo de su salario (J. P. Calogeras).

*Generalizando podemos, pues, decir que cuando han sobrevenido bajas del cambio, ó sea alzas del premio del oro, el alza de los salarios no se ha producido inmediatamente,*

| Años | Índice del salario | | | Índice de los artículos alimenticios | | | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Inglaterra | Alemania | España | Inglaterra | Alemania | España | |
| 1891 | 91.1 | 84.8 | 81.1 | 112 | 118 | 87.9 | 6.7 |
| 1892 | 89.3 | 84.3 | 81.1 | 107 | 107 | 91.9 | 15.3 |
| 1893 | 89.5 | 84.8 | 81.1 | 105 | 105 | 90.5 | 18.9 |
| 1894 | 88.7 | 84.9 | 81.1 | 97 | 97 | 85.5 | 19.6 |
| 1895 | 88.2 | 85.9 | 82.3 | 95 | 95 | 86. | 14.6 |
| 1896 | 89.2 | 88.5 | 82.3 | 90 | 93 | 91.7 | 26.7 |
| 1897 | 90.1 | 90.9 | 82.3 | 96 | 90 | 95.3 | 29.6 |
| 1898 | 92.6 | 94.4 | 85.7 | 99 | 94 | 97.5 | 54.2 |
| 1899 | 91.1 | 96.8 | 85.7 | 96 | 98 | 99.5 | 24.6 |
| 1900 | 100 | 100 | 93.2 | 101 | 103 | 98.3 | 29.5 |

*sino un tanto después y, por lo regular, en una proporción menor.*

Por lo general, mientras han durado los movimientos de bajas del cambio, la condición de vida de los obreros se ha hecho más estrecha. Esta repercusión del cambio en el salario ha variado según sean los artículos que consume el obrero; si estos son de importación en su mayor parte, la repercusión ha sido más inmediata,

En todo caso puede decirse que el perjuicio del asalariado no ha sido proporcional á la alza del premio del oro ó sea á la baja del cambio internacional, porque el alza de los precios que componen las costas de la vida no es tampoco proporcional á la baja del cambio. Ya he observado de cómo muchos de estos precios, como el de tarifas de tranvías, diarios, etc., etc., poseen una gran fuerza de estabilidad, por este motivo el alza de los jornales en proporción con la baja del cambio, sería en tales casos, especialmente favorable á los obreros.

*b) Las bajas del premio del oro y los salarios.*—Cuando, por la inversa, se producen alzas en el valor de cambio del billete los asalariados se benefician con ellas porque el nivel de los salarios, con su tendencia á la estabilidad, permanece como estaba. Esta es una de las razones del mal estado en que se sienten las industrias, especialmente las de productos de exportación, cuando á consecuencia del alza del valor de cambio del billete se produce un cierto estado de crísis.

En los Estados Unidos el premio del oro desde 1862 hasta 1864 sube á su máximum, en seguida declina rápidamente en 1865; en los cuatro años siguientes toma el nivel medio de 140 ó sea de 40% de premio del oro. En 1870 el premio del oro baja á un nivel de 13%, se mantiene más ó menos al rededor de él hasta 1876 y desaparece por completo en 1878. Mientras tanto los salarios durante los años primeros hasta 1864 aumentan también, pero menos rápidamente que el premio del oro; y continúan aumentando después de 1865 á pesar de la disminución del premio del

oro. Sólo desde 1872 hacia adelante se observa la declinación de los salarios; especialmente esta declinación es más sensible desde 1873 año de aguda crísis. Véase el cuadro gráfico de W. C. Mitchell (*Gold, prices and Wages* pág. 230).

Cuando la valorización del billete ó sea el alza del cambio es tal que produzca las perturbaciones de una crísis en el desarrollo de la vida económica del país, la paralización de las industrias perjudica grandemente á los obreros que se encuentran sin trabajo. Por este motivo, no puede decirse en general que toda alza de cambio sea conveniente á los obreros. La situación del obrero en Chile fué peor en el período de 1895 á 1897 (años en que circuló el oro en medio de la crísis y la paralización de los negocios), que en casi todos los demás años de papel moneda depreciado que vinieron después de 1904. En estos casos de valorización de la moneda, como cuando se trata del aumento de los salarios, hay un límite de valorización más allá del cual se comprometen los intereses mismos de la producción: no se trata ya de una mera cuestión de *repartición* ó distribución de bienes, sinó también de una cuestión que afecta á la *producción* misma de ello.

En España desde 1904 se acentúa una baja del premio del oro ó sea una alza del cambio, y sin embargo, el nivel medio de los salarios no baja; pero esta mantención del nivel del salario, á pesar del alza del cambio, se ha debido, probablemente, á la mantención del alza de los precios como efecto del alza mundial de ellos, durante este último período de años. Por esta razón la agricultura no ha tenido que sufrir una baja de precios como consecuencia del alza del cambio.

§ 49. *La generalización del alza del nivel de los precios y el aumento de la cantidad de billetes en circulación.*—Hemos visto que las alzas del premio del oro ó sea las bajas del cambio internacional ejercitan una influencia que tiende á elevar el nivel general de los precios. Este movimiento de alza de los precios empieza por las mercaderías de importación y exportación y va extendiéndose después con ma-

yor ó menor rapidez, según las circunstancias, á los demás precios. A pesar de esta generalización de la tendencia de alza del nivel de los precios hay algunos precios que tienen mucha fuerza de estabilidad y ó no suben ó suben en pequeña proporción.

Cuando las alzas de precios se generalizan, la cantidad de monedas que necesita un mercado aumenta por este capítulo, pues lo que antes se satisfacía con 100 unidades monetarias (pesos, dollars, etc.) en billetes, con el alza de los precios requiere 130, ó 150 unidades. Aquí en Chile hemos podido palpar este fenómeno desde 1904. La cantidad total de billetes circulantes era únicamente de 50 millones de pesos en billetes del Estado. Se produce una alza de precios en medio de un gran desarrollo de los negocios, que se inicia estando el cambio con una depreciación de 7% más ó menos. Los Bancos sienten la necesidad de aumentar el circulante, pues había verdadera escasez de billetes al finalizar el año 1904. En vez de recurrirse á algún procedimiento como el de la caja de conversión que hubiera realizado cierto grado de *elasticidad* de la cantidad de billetes en circulación, manteniendo á la vez la estabilidad del cambio internacional, se optó por un aumento de la emisión de 30 millones. Desde 1905 el cambio empieza á bajar ó sea el premio del oro á subir y el nivel general de los precios continúa su movimiento de ascenso. En Mayo de 1906 el Congreso vota otra emisión de 40 millones más sin que hubiera existido necesidad alguna fiscal: sólo se trataba de las exigencias internas de la circulación en medio de una época de especulación, de prosperidad y de alza del nivel de los precios. En 1907 el premio del oro aumenta más aún y el nivel de los precios continúa su movimiento de ascenso: en Agosto el Congreso por mayoría, contra la voluntad del Ejecutivo, acuerda una nueva emisión de 30 millones de pesos. Desde 1907 hacia adelante el alza del premio del oro continúa hasta su máximun en 1908 para reaccionar después, pero permaneciendo de 1907 á 1912 á nivel mucho más altos que los anteriores á 1907. El alza del nivel de

los precios se acentúa. Los costos de la vida aumentan notablemente; los salarios suben, y también los sueldos. En los sueldos de los empleados públicos se hace necesario un alza general, porque los empleados no pueden vivir con el sueldo de que gozan. En estas condiciones de aumento del nivel de los precios llegamos á 1912 en que los Bancos se quejan nuevamente de escasez de circulante y piden se les dé el derecho de emitir. Así el aumento de los precios ha necesitado como condición de existencia un aumento de la cantidad de billetes. Hoy en 1912, si se pretendiera hacer marchar la circulación con los mismos 50 millones con que marchaba en 1904, la contracción monetaria sería tal que se produciría una verdadera catástrofe.

En ciertos períodos de otros países en que se ha producido también un alza más ó menos general de los precios, con una alza de premio del oro, la cantidad de billetes ha sido también aumentada paralelamente.

| | | Aumento de la cantidad de billetes en circulación. |
|---|---|---|
| Estados Unidos | de 1862 á 1866 | de 237 á 730 millones de *dollars*. |
| Brasil..... | » 1889 » 1905 | » 200 » 669 » » *mil reis*. |
| Argentina..... | » 1885 » 1899 | » 75 » 286 » » *pesos*. |

En estos períodos de la historia del papel-moneda tenemos una alza del nivel general de los precios con una alza también del premio del oro y tenemos también el aumento de la cantidad de billetes. *La generalización del alza del nivel de los precios encuentra en el aumento de las emisiones un medio favorable.*

## CAPITULO VII

### Otros efectos económicos de las fluctuaciones del cambio

§ 50. *Desaparición de la moneda metálica.*—Al establecerse la circulación del billete inconvertible en reemplazo de la moneda metálica, lo que regularmente sucede en una situación algún tanto crítica, se establece generalmente un premio mayor ó menor en favor de la moneda metálica, la que se encuentra desalojada de la circulación por el papel-moneda de curso forzoso. En los primeros tiempos muchos poseedores de moneda metálica tienden á servirse de ella como medio de atesoramiento, pero pronto, si el curso forzoso continúa, no teniendo esta moneda metálica un empleo monetario en el país, se la va vendiendo para la exportación, y pronto concluye ella por abandonar casi del todo al país con papel-moneda. Cuando el cambio está depreciado no puede existir una circulación mixta de la moneda metálica y del billete de curso forzoso: el billete monopoliza las funciones de moneda real, si es moneda legal para todos los pagos. Esta es una ley observada en todos los países y que corresponde al fenómeno llamado de la ley Gresham.

En Chile al presente y en el período de 1878 á 1895, en los mercados monetarios no se han visto más que las monedas metálicas de países extranjeros, especialmente las inglesas, las cuales se venden especialmente á los viajeros que salen del país, y se compran, por los comerciantes en este ramo del cambio de monedas, á los viajeros que vienen del extranjero. Todas las demás relaciones de pago provenientes del comercio internacional y del movimiento de capitales se verifican con letras de cambio.

Suele también suceder que se emplee á las monedas de oro en ciertas clases de pagos, en un país con papel-mone-

da depreciado. En este caso puede producirse una especie de circulación paralela de billetes inconvertibles y de oro amonedado; pero sin que ambas monedas (la de oro y la de papel) tengan ninguna relación fija de cambio. Puede citarse como ejemplo el caso en que la ley establece el pago de ciertos derechos en oro amonedado. Nuestra ley de emisión de papel-moneda de 1898 disponía que los derechos de internación y almacenaje se pagarían en la moneda de oro nacional ó en libras esterlinas (1). De aquí resultó que existiendo el billete inconvertible como la moneda de curso legal para casi todos los contratos y pagos, era esta moneda la dominante; pero á la vez, ya que la ley exigía ciertos pagos de impuestos en la moneda de oro, el mercado monetario mantenía siempre un pequeño stock de oro amonedado destinado especialmente á estos pagos (2). Nueve años después se derogó esta disposición legal y con esta medida el oro chileno amonedado ha vuelto á desaparecer completamente. Todos los contratos á oro que se llevan á efecto en el país ó se pagan en letras de cambio ó bien en su equivalente en moneda corriente al tipo del cambio del día; por lo tanto, no se emplea la moneda de oro en su función de medio de cambio, sino en la de norma ó medio de avaluación.

§ 51. *El interés del dinero en el régimen del papel-mone-*

(1) Las leyes de 1895 que crearon el sistema monetario del *peso* oro de 18d. dieron también curso legal á la libra esterlina.

(2) El legislador de 1898, al disponer esta medida, pretendió dejar en el país el oro amonedado, pensando que así sería más fácil volver á la circulación metálica en el futuro. El Gobierno recibía el oro amonedado de los pagos de estos derechos, y para proveer nuevamente al mercado de la moneda de oro, remataba en subasta pública el oro así recibido, con lo cual volvía éste nuevamente al mercado. Era este un ocioso y más bien inconveniente círculo vicioso de la moneda metálica que ningún buen efecto producía en la circulación del billete. Se comprende que un Gobierno cobre en oro ó buenas letras de cambio cierta parte de sus impuestos destinada á servir deudas externas, como lo hacemos nosotros con el impuesto de exportación del salitre, pero este no era el caso de la circulación de oro á que me refiero.

*da.*—El Ministro italino Magliani, en la relación con que acompaña el proyecto de ley presentado en 1880 para la abolición del curso forzoso, observa, entre otras cosas, que los grandes bancos de emisión italianos habían mantenido un interés para el descuento, superior al interés que en igual fecha habían cobrado los demás grandes bancos de los Estados de Europa donde no había papel-moneda.

He aquí un cuadro en el cual se toma el término medio de todo un período de años de 1866 á 1879.

| BANCOS ITALIANOS | Tipo del descuento |
|---|---|
| Banco Nacional del Reino | 4.99 % |
| ,, ,, de Toscana | 5.19 ,, |
| ,, Toscano de Crédito | 5.07 ,, |
| ,, de Nápoles | 5.09 ,, |
| ,, Sicilia | 4.75 ,, |
| ,, Romano | 4.94 ,, |

| BANCOS DE OTROS PAÍSES | Tipo del descuento |
|---|---|
| Banco de Inglaterra | 3.27 % |
| ,, de Francia | 3.71 ,, |
| ,, Nacional Austriaco | 4.75 ,, |
| ,, de Prusia | 4.36 ,, |
| ,, Nacional de Bélgica | 3.43 ,, |
| ,, de los Países Bajos | 3.15 ,, |

En este cuadro se ve que la taza del descuento fué mucho menor en los grandes Bancos Europeos que en los Italianos; y se ve también que entre estos bancos europeos el de Austria es el que ha cobrado la taza mayor del descuento, y Austria estaba también en el régimen del papel-moneda en esta época.

Explicando este fenómeno dice el Ministro Magliani, en

el citado informe, que si no "se puede decir rigurosamente que los bancos italianos hayan cobrado un premio ó seguro (*un premio di assicurazione*) por las fluctuaciones posibles del agio, es sin embargo cierto que el régimen artificial del curso forzoso, impidiendo á los Bancos alargar su circulación, los impulsaba á tratar de obtener el mayor provecho posible en el descuento."

A esto quiero observar yo, por mi parte, que no son propiamente los capitalistas ni los bancos nacionales, en un país con papel-moneda, los que cobran propiamente una prima del oro, como lo reconoce el Ministro italiano; pero, con el peligro de las fluctuaciones del cambio, el capital extranjero no viene al país á aprovechar el alza del interés del dinero, como acude á los demás países en los cuales circula la moneda metálica.

El autor italiano C. Supino (*Il mercato monetario internazionale*) observa también que es una característica del papel-moneda la mayor elevación del interés del descuento, y aduce en comprobación los casos de Rusia, España y Austria en comparación con los de los demás países con circulación metálica, y también el caso de papel moneda de Francia de 1870 á 1877 en comparación con los demás años en los cuales existía el régimen metálico.

La tendencia á la nivelación del interés encuentra, pues, un cierto obstáculo en el papel moneda. Desgraciamente ni en Chile, ni otras repúblicas de América, tenemos estadísticas seguras respecto al tipo del interés del dinero; pero nos bastará recordar que aquí ha sido corriente el tipo de 8 y 9 °/o durante largo tiempo en los descuentos y préstamos bancarios (en ciertas ocasiones se ha cobrado más aún), para comprender que no nos sustraemos tampoco de la regla observada para Italia. Nos bastará recordar también que de nuestros bonos de la Caja de Crédito Hipotecario los que se han hecho representando un crédito en oro se cotizan en mucho mejores condiciones de precio que los bonos de la misma institución que representan un crédito en papel-moneda. Aquellos son del 5°/o y estos del 6, 7 y 8°/o. Los

del 5% en oro se han cotizado más ó menos en igual condición que los del 6% á papel. La causa de esta diferencia no es otra que los bonos á oro han encontrado comprador en los mercados europeos y los á papel nó.

Observa también el citado documento italiano que en los bancos italianos ha habido menos variaciones de la taza del interés que en los demás bancos europeos. "E questa minore mobilitá del saggio degli sconti deve attribuirssi specialmente alla minore sensibilitá del mercato che dal corso forzoso deriva". Los cuadros que siguen dan las variaciones anuales del tipo del descuento en el período de 1866 á 1879.

| BANCOS ITALIANOS | Número de variaciones | Máximo | Mínimo |
|---|---|---|---|
| Banco Nacional del Reino | 4 | 6 | 4 |
| Banco Nacional de Toscana | 3 | 6 | 5 |
| Banco Toscano de Crédito | 1 | 6 | 5 |
| Banco Romano | 2 | 6 | 4½ |
| Banco de Nápoles | 6 | 7 | 4½ |
| Banco de Sicilia | 7 | 5½ | 4 |

| BANCOS DE OTROS PAÍSES | Número de variaciones | Máximo | Mínimo |
|---|---|---|---|
| Banco de Inglaterra | 131 | 10 | 2 |
| Banco de Francia | 22 | 7 | 2 |
| Banco Nacional Austriaco | 14 | 6½ | 4 |
| Banco de Prusia | 54 | 9 | 3 |
| Banco Nacional de Bélgica | 83 | 7 | 2½ |
| Banco de los Países Bajos | 58 | 7 | 2½ |

Las pocas variaciones que se notan en el Banco de Francia se explican por el papel-moneda de 1870 á 1877, y por igual causa las de Austria.

C. Supino constata también igual fenómeno de la inmobilidad del tipo del descuento en los países con papel-moneda, citando el caso de España que mantiene el tipo oficial de 6% desde 1874 á 1877 y el 4% desde 1886 á 1891. En Rusia el 6% se mantuvo firme desde 1877 á 1885, y lo mismo en Austria é Italia (1).

En resumen tenemos, pues, que según estas observaciones, el interés del descuento es superior en los países con papel moneda y, además, que el tipo de este interés es muy poco variable en estos mismos países.

§ 52. *Efectos que se producen en los contratos de crédito con las bajas del cambio.*—Todos los acreedores de ciertas sumas expresadas en unidades monetarias, en el momento de declararse el curso forzoso, se encuentran perjudicados con la desvalorización del papel-moneda. Así, por ejemplo, sucede al acreedor de cierta suma de dinero dada á préstamo, al arrendador de un bien con contrato á largo plazo y al empleado ó rentista que tiene una renta fija en unidades monetarias. La pérdida que realmente sufre el acreedor en estos casos no es proporcional á la prima del oro, ó sea, á la baja del cambio internacional, como lo observa Ad. Wagner (2), por cuanto los precios en el interior del país con papel-moneda no suben proporcionalmente á la prima del oro; pierde, pues, por lo regular, una cantidad menor que la expresada por la baja del cambio. Sube, por ejemplo, un 20% el premio del oro, pero como la moneda no se ha desvalorizado totalmente en igual 20%, pues muchos precios permanecen sin alteración y otros no han subido más de un 10%, de aquí resulta que el acreedor ó el rentista no puede considerarse perjudicado exactamente en un 20%.

---

(1) *Il Mercato Monetario. Milano, 1910.*

(2) *Carta-moneta di Stato.* Volumen IV, del *Manuale di Economia Pol. Gustavo Schönberg* (traduc. italiana).

De entre estas clases de personas que se perjudican con las bajas del cambio en sus contratos de crédito, los *acreedores* propiamente tales, es decir, aquellos cuyo crédito proviene de una cantidad de dinero prestada, son los que sufren un daño más irreparable, ó sea, un daño que sólo es reparable con el alza del cambio. Las demás clases, como ser los que tienen rentas permanentes del arrendamiento de bienes inmuebles y los que tienen contratos de trabajo, pueden, vencidos sus contratos, exigir una mejora de las condiciones La inversión de un capital en bonos hipotecarios, ú otros títulos de renta, es una forma muy generalizada de constitución de un patrimonio, y es de las que más se perjudica con las bajas del cambio; y en general con toda desvalorización del papel-moneda. Estos efectos son especialmente perjudiciales para los que viven en el extranjero y deben, por lo tanto, convertir en oro sus rentas estipuladas en papel depreciado.

Por otra parte, la desvalorización del papel moneda que se produce con la baja del cambio internacional disminuye el estímulo del ahorro constituído en monedas ó créditos expresados en moneda; y aún en ciertos casos puede fomentar la salida de capitales del país en busca de otros mercados con moneda más estable. En Europa donde los países y por tanto los diversos mercados están tan próximos y comunicados los unos con los otros (por ejemplo los de España e Italia con Francia ó Alemania), este movimiento de exportación de capitales es relativamente fácil.

El capital extranjero no gusta de ir á invertirse á los países en que se producen bajas del cambio, ó que por lo menos hay el peligro de ellas, como regularmente acontece en el régimen del papel-moneda. Por este motivo, aunque la remuneración de interés que puede sacar por lo regular el capital en Chile, ya sea en las inversiones de bonos hipotecarios, ya en otras, haya sido casi el doble de la que se paga en Europa, no ha sido esto suficiente aliciente para atraer al capital europeo temeroso de las fluctuaciones del cambio. Esto contribuye á impedir que funcione esa

tendencia á la nivelación de los intereses del dinero entre los diferentes mercados, y á permitir que el mercado con papel-moneda mantenga tipos mucho más altos de interés sin por esto atraer los capitales de los mercados del oro. Este efecto se ha notado no sólo en los países americanos, en los cuales la borrascosa vida de su papel-moneda ha servido de especial ahuyentador del capital europeo, sino también en los países europeos con papel-moneda, como la España, y también á menudo la Italia y el Austria, países en los cuales la vida del curso forzoso ha sido, como sabemos, bastante regular (1). Por esta razón, el capital extranjero ha venido á los países americanos con papel-moneda, más en forma de inversión en empresas industriales de producción, de transporte y de comercio, que en la de compra de títulos ó valores nacionales expresados en papel-moneda.

El deudor se ha encontrado, por la inversa, favorecido con las bajas del cambio, siempre que á consecuencia de estas bajas hayan aumentado sus entradas, como sucede por ejemplo á los industriales que exportan sus productos. Si el deudor no incrementa sus rentas con la baja, como acontece al que recibe una renta fija en papel-moneda, á una empresa como por ejemplo la de transporte, que cobra sus tarifas de igual manera, etc., no se beneficia de la baja. Es un error pensar que todo deudor se beneficia con la baja del cambio y desvalorización del papel; sólo se beneficia cuando por esta causa aumentan sus entradas.

---

(1) El Ministro de Italia Magliani, en el preámbulo del proyecto de ley de abolición del curso forzoso de 15 de Noviembre de 1880, decía: «Deplorevoli furono poi gli effetti recati dal corso forzoso per ciò che riflette il *crédito internazionale*. Prima del corso forzoso, era costume di molti capitalisti inglesi e francesi di tenere cambiali italiane nei loro portafoglio; li allettava a ciò il saggio degli sconti, anche allora piú elevato in Italia ..... tale consuetudine cessó quasi intieramente, non *piacendo ai capitalisti esteri di correre l'alea de la posibili mutazioni* dell'aggio». Otro tanto sucedió también con los títulos de renta italianos.

§ 53. *Efectos especiales de la baja del cambio en la industria y producción nacional.* La experiencia de los países con papel-moneda nos manifiesta que ciertos grupos de industriales, especialmente los de las industrias de exportación, se consideran beneficiados en sus intereses con las bajas del cambio internacional. Por este motivo, se ha asegurado á menudo que el papel-moneda ejerce cierta influencia de protección á la industria nacional, cierto fomento de la actividad industrial.

Los productores de artículos de exportación, como en especial los salitreros y mineros de Chile, los agricultores argentinos y los cafeteros brasileños y colombianos, cuando se produce una baja del cambio al vender sus productos, obtienen, por consecuencia de la baja misma del cambio, un mayor precio en moneda nacional por sus productos; y como los costos de producción por lo que se refiere al salario de operarios y materias primas ó auxiliares nacionales, no incrementan en la proporción de la baja del cambio, de aquí es que el beneficio neto del empresario se encuentre en realidad aumentado.

La baja del cambio en el Brasil desde 1889, en que estaba á 27 *d* hasta 1894 que bajó más ó menos á 10 *d*, hizo que el precio del café subiera de 6 *mil reis* (los 15 kilos) á más de 16 *mil reis* en el mismo corto espacio de tiempo, siendo así que el precio del café en el mercado europeo se mantuvo en este mismo espacio de tiempo con poca alteración. Cuando, como aconteció desde 1895 á 1898, bajó fuertemente el café en Europa, la también fuerte baja del cambio en el Brasil disminuyó eficazmente el perjuicio de los productores de café brasileros. En Colombia sucedía otro tanto á los productores de café, cuando se produjo la gran baja del cambio. Algo análogo aconteció aquí en Chile á los salitreros cuando se pronuncia en 1907 y 1908 la fuerte baja del precio del salitre en Europa, de la cual pudieron, en parte, defenderse los industriales con la fuerte baja del cambio de esos mismos años.

Por otra parte, la baja del cambio produce también para

el mercado nacional una especie de protección á la industria nacional contra la competencia extranjera; constituye un obstáculo á la importación. El agricultor chileno se ha encontrado de este modo protegido en varias ocasiones contra las importaciones del ganado argentino.

En los países europeos ha podido también constatarse análogos efectos. Así, por ejemplo, dice la *Relazione della Commissione d'Inchiesta parlamentare sul corso forzoso in Italia* de 1868: "Non puó revocarsi in dubbio che il corso forzoso abbia exercitato dapprincipio rispetto alle industrie un' azione protettrice, poiché da un lato i prezzi dei prodotti nazionale e di quelli specialmente che sono destinati alla esportazione o che si trovano sul mercato nostro in concorrenza con prodotti simili stranieri, si accrescevano celeremente e pressoché immediatamente nell'intera proporzione dell'aggio, e d'altro canto rimasero invece per qualche tempo inalterate molte fra le spese di produzione, come generalmente i salari, non di rado le imposte e, per non pochi industriali, le pigoni stipulate e gli interessi dei capitali presi a prestito avanti il corso forzato; da ciò un aumento dei profiti per gli industriali nostri e la possibilitá in molti casi di fare una piu vittoriosa concorrenza ai produttori esteri, sia sui loro mercati sia sui nostri".

Los industriales deudores ven aligerarse, con la baja del cambio, el peso de sus deudas, á la vez que aumenta el valor de sus industrias, como sucede tan amenudo con la agricultura. Esto suele impulsar, en ciertos períodos favorables al desarrollo del crédito, el espíritu de empresa y producir el efecto de un estimulante de la actividad industrial. Por este motivo nacen y se mantienen durante el régimen del papel esas corrientes de opinión favorables al régimen fiduciario y enemigos de la circulación metálica: los *papeleros* como se han llamado entre nosotros, los *inflacionistas* etc. En cambio los deudores al extranjero, ya sea por mercaderías importadas ó por cualquier otro capítulo, se encuentran gravemente perjudicados por las bajas del cambio, por-

que ven aumentada su deuda en proporción á la baja del cambio.

Estas ventajas que obtienen esta clase de industriales con las bajas del cambio se dejan sentir con mayor fuerza en los primeros tiempos de la depreciación. Cuando el nivel del cambio se estabiliza á cierta altura durante algun tiempo, por lo regular, los precios internos y los salarios van también paulatinamente sufriendo la influencia de la baja del cambio, lo cual hace que las ventajas que obtenía el productor con la baja del cambio tiendan á disminuír á medida que se prolonga la estabilidad del nivel del cambio. Si, en estas condiciones, como veremos después, sobreviene una alza del cambio ó sea una valorización á oro del billete, después de haber durado la baja algún tiempo, los perjuicios que sufre esta misma clase de industriales se hacen sentir con suma intensidad, tornándose la situación de protección en que antes se encontrara la industria, en otra tanto más crítica cuanto mayor sea el alza producida.

La misma *Relazione della Commissione d'Inchiesta* italiana, que acabo de citar, continúa al respecto: "Ma é agevole dimostrare come questa condizione favorevole alle industrie non abbia potuto durare lungamente. E invero, i salari di pressoche tutte le industrie furono, dopo un tempo piú o meno lungo dalla introduzione del corso forzato, aumentati; né vi ha dubbio che nella fissazione dai nuovi saggi siasi tenuto conto, consciamente o no, della gravezza dell'aggio; anche le imposte furono quasi tutte, dal 1886, sensibilmente aumentate; vennero man mano a scadenza gran parte degli affitti e dei mutui stipulati avanti il corso forzato, e nelle nuove stipulazioni di pigioni e di interessi si tenne conto certamente dell'aggio perchió, quand'anche l'aggio si fosse mantenuto invariavilmente ai limiti elevati raggiunti ai primi tempi del corso forzato, sarebbero venute meno a poco a poco le ragioni di maggiori profitti e le condizioni favorevoli di concorrenza coll'estero, che il primo manifestarsi dell'aggio aveva creato alle nostre industrie."

.....

"Ogni aumento dell'aggio esercita dapprincipio un'azione protettrice rispetto alle industrie; ma ove l'aumento duri, questa azione viene attenuandosi, finche, dopo un certo tempo, cessa; ed ogni diminuzione danneggia in sul principio le industrie, acorda una specie di premio alle industrie straniere in confronto alle nostre; ma se la diminuzione é durevole, il danno per la industrie nostree il favore per quelle estere vengono a poco a poco scemando e cessano poi intieramente".

Esta clase de efectos del papel-moneda, de protección á ciertas industrias con la baja del cambio, en la forma descrita, se deja sentir en todos los países que han pasado por este régimen monetario.

Hay otras industrias que no son de exportación, y las cuales no se sienten favorecidas con las bajas del cambio, sobre todo aquellas que tienen que comprar ciertas materias primas ó auxiliares en el extranjero. El Vinicultor chileno y el Argentino no se han sentido favorecidos con las bajas del cambio. Estas industrias cuyas entradas están expresadas en moneda corriente ó cuyos productos no suben de precio en la baja del cambio, como ser las de los Ferro-carriles y la de la vinicultura en la Argentina y Chile, pierden por lo regular, con las bajas del cambio. En el Brasil donde los Ferro-carriles tenían que hacer fuertes gastos en oro se encontraban muy directamente perjudicados por la baja; otro tanto ha pasado en Chile, á pesar de comprarse la mayor parte del combustible de los Ferro-carriles en el país mismo. En España la situación de las Compañias ferrocarrileras llegó á ser muy crítica con la baja del cambio que se acentuó desde 1891, siendo el factor principal de este malestar la deuda en oro que ellas tenían. (1)

§ 54. *Efectos especiales del alza del cambio (disminución*

(1) El cambio había descendido estando en 1905 al rededor de 30 °/₀ de premio. Las utilidades de las compañias ferrocarrileras habían aumentado, pero como debían al rededor de 1,700 millones de pesetas

*del premio del oro*).—Las alzas del cambio que vienen á raíz de una baja que ha sido fugaz y pasajera no alcanzan á perturbar la vida de la industria, por cuanto los precios internos no han alcanzado á elevarse á consecuencia de la baja. Así, aquí en Chile pudimos sufrir en el año 1898 fuertes bajas del cambio que elevaron la prima del oro hasta casi 50% durante un poco tiempo, y esta prima pudo disminuir y desaparecer casi por completo al iniciarse el año 1900 sin levantar protestas de la agricultura ni de la industria minera. Otro tanto había sucedido en las violentas bajas que se produjeron durante la guerra de 1879 á raíz de las cuales sobrevino una reacción de alza. Cuando la baja del cambio, á raíz de la cual viene el alza, se ha producido, por ejemplo, en la mitad del año agrícola, el agricultor no ha podido ni siquiera gozar de los beneficios de la baja para la venta de sus cosechas, y por lo tanto, no podrá quejarse de perjuicios con el alza.

En cambio toda alza del cambio ó disminución del premio del oro que viene á raíz de una baja que ha dejado sentir sus favores á ciertas industrias, viene á hacer cesar estos favores y por lo tanto es mal recibida por los industriales.

Si la baja del cambio ó disminución del premio del oro ha durado algún tiempo, para que á ella hayan podido amoldarse los precios y los salarios, entonces los efectos del alza que viene después, son tanto más graves para las industrias afectadas, cuanto más prolongada haya sido la baja y cuanto más profundo haya sido su nivel.

La baja de los precios de los productos de exportación producida por la disminución del premio del oro no va acompañada de una baja de los costos de la producción, pues los salarios, cánones de arrendamientos, y muchos otros precios internos permanecen inalterables, y por lo

---

oro, cada 10 °/₀ de premio del cambio suponía 170 millones de pérdida para las compañías. (Véase *Gil y Pablos. La moneda y los cambios*, parte II, Cap. XII).

tanto el beneficio neto de los empresarios se encuentra tanto más disminuído cuanto mayor es el alza del cambio.

La industria nacional se encuentra en estas condiciones, en muy mala situación para competir con la extranjera. El alza del cambio sirve como de aliciente á la importación de mercaderías extranjeras.

Este proceso de perturbación de la vida industrial puede asumir los caracteres de una verdadera crisis, con su correspondiente languidecimiento de la vida industrial y comercial, con las quiebras y la paralización general de los negocios.

La historia del papel moneda nos señala varias experiencias de estas alzas del valor en oro del billete ó sea de estas alzas del cambio internacional venidas después de un período más ó menos prolongado de baja del cambio, y que producen estos efectos de depresión de los valores y de malestar en los negocios á que acabo de referirme. El caso de los Estados Unidos á partir de 1866 hasta 1878 es uno de estos ejemplos; el precio del oro que había llegado hasta su máximun de 285 por 100 en 1864, empieza á disminuir, toma en seguida un nivel medio entre 135 y 145 por 100 hasta el año 1870, y pasa á subir hasta la par en 1878. A pesar de que la gran depreciación del billete no fué muy prolongada, bastó, sin embargo, para que el alza posterior se hiciera bastante sentir con sus efectos de restricción y perturbación de la vida económica. (Véase parte final § 70 y 71).

En el Japón con motivo del alza del cambio al realizarse las operaciones de conversión de 1886 se producen iguales efectos.

En Chile con ocasión de las leyes de conversión de 1895 tuvimos ocasión de palpar también los efectos de perturbación de los negocios, de baja de los precios, de languidecimiento de la vida industrial, en una palabra de crisis, que produjo la política de restricción y alza del cambio internacional. En el capítulo de la conversión del papel-moneda encontrará el lector más detalles sobre este caso.

En otros países en los cuales se han producido estas depresiones profundas y prolongadas del tipo del cambio internacional, como en la República Argentina, cuando el movimiento de la baja ha cesado y se torna por la inversa en alza, la fuerza de los intereses productores afectados ha sido tal, como lo veremos al tratar de las conversiones en la parte final, que ha impuesto la solución de detener el alza con la caja de conversión.

Impedir estas perturbaciones de la vida económica es lo que ha inducido principalmente al procedimiento de disminuir el tipo de la moneda metálica al volver al régimen de la convertibilidad.

Los obreros, y empleados que reciben salarios ó sueldos fijos se encuentran favorecidos con la disminución del premio del oro mientras tanto que ella no afecta la prosperidad industrial, de tal manera que se encuentre forzada á reducir el monto de los salarios. Los acreedores gozan también de los beneficios del alza; pero corren también el peligro de que las perturbaciones de la situación crítica que se produce para la vida industrial afecten la solvencia de los deudores. En general puede decirse que los efectos de las crísis, la paralización económica, y el languidecimiento general, afecta por manera refleja los intereses de la mayoría: el comerciante se queja de no poder vender sus productos, el obrero y el empleado de no encontrar ocupación para su actividad y el profesional tiene que soportar una menor remuneración de sus servicios.

Los comerciantes que tienen créditos á su favor expresados en moneda nacional, por ventas de mercaderías importadas se encuentran favorecidos por el alza del valor en oro de la moneda mientras ella no afecta la prosperidad de la vida económica. Las bajas los perjudican por la inversa por igual capítulo.

Débese también notar que los movimientos de disminución del premio del oro que se producen después de algún período de depreciación del cambio un tanto prolongada, no vienen á remediar los daños causados por la baja, no

sirven para volver las cosas á un estado de justicia. Los que se han perjudicado con la baja no son, por lo regular, los que se benefician después con el alza; por el contrario, si la baja ha durado algún tiempo, los beneficios del alza pueden recaer muchas veces sobre los mismos que se han beneficiado con la baja y no con los que con ella perdieron. Por ejemplo el que aprovecha las altos precios de la baja del cambio para vender valores, y en seguida, aprovecha del alza del cambio para volver á recomprar los mismos valores á un precio más bajo. En general, puede decirse que los tenedores de capitales en moneda y los acreedores del período de valorización del billete no son por lo regular los mismos que antes se perjudicaron con la desvalorización.

Además conviene observar que estos efectos de perturbación ó crísis se producen con el alza del cambio, cuando ella determina una baja de precios que perturba la vida industrial. Si la disminución del premio del oro, coincidiera con una alza de los precios de los productos industriales de exportación de un país, la valorización á oro del billete se neutralizaría en gran parte con el alza de los precios de los mercaderías cuyos precios habrían subido, y el nivel de los precios no se habría perturbado. De esta manera en una región como la salitrera, y minera del Norte de Chile, podría la industria soportar bien una alza del cambio ó sea una disminución del premio del oro, si á la vez se produjiera una alza del precio del salitre y del cobre.

En España desde 1904 se viene acentuando una disminución del premio del oro que no ha ocasionado bajas paralelas en los precios de las mercaderías principales á consecuencia del alza general de los precios en este período de tiempo. El índice de los productos de alimentación comparado entre Francia, España y Alemania desde 1901 es: (1)

---

(1) Cuadro formado, por lo que respecta á los precios de los artículos alimenticios, con datos del trabajo del profesor Bermis de la Universidad de Salamanca, «El problema de las subsistencias» (concurso de la Sociedad de Higiene).

| AÑOS | Alemania | Francia | España | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|
| 1901..... | 101 | 100 | 100 | 38% |
| 1902..... | 98 | 90 | 101.4 | 36 „ |
| 1903..... | 96 | 100 | 102.1 | 35 „ |
| 1904..... | 96 | 98 | 107.3 | 38 „ |
| 1905..... | 96 | 105 | 108.7 | 31 „ |
| 1906..... | 102 | 104 | 104.9 | 13 „ |
| 1907..... | 108 | 109 | 103.1 | 12 „ |
| 1908... ..... | 108 | 109 | 105. | 13 „ |

En estas condiciones se vé, pues, que la agricultura no ha podido verse lastimada con la valorización en oro del papel-moneda.

§ 55. *Efectos del movimiento en conjunto de las fluctuaciones de alzas y bajas del cambio internacional.*— Si las bajas del cambio producen tales efectos perjudicando á ciertas clases sociales y beneficiando á otras, y si, por la inversa, el alza produce efectos casi diametralmente opuestos, se comprende perfectamente que el movimiento alternativo de bajas y de alzas introduzca una verdadera perturbación de la vida económica de un país, por el cambio contínuo de sus condiciones y resulte en general perjudicial á todos.

Dadas las relaciones de comercio más ó menos estrechas, pero siempre importantes, que ligan á los pueblos del mundo civilizado, se comprenderá muy claramente la trascendencia que tienen siempre estas fluctuaciones del cambio internacional. Se produce un estado de inseguridad muy inconveniente para las relaciones de crédito.

El hombre de empresas, el industrial y comerciante, no solamente tiene que luchar contra todas las dificultades que rodean siempre el ejercicio de una industria, sino que

se encuentra con el elemento de perturbación que significan las fluctuaciones del cambio internacional, fluctuaciones que muchas veces pueden modificar profundamente las condiciones de vida de la empresa.

Los industriales que compran su materia prima al extranjero y venden su producto en el país, así como los comerciantes que importan su mercadería del extranjero se encuentran continuamente amenazados por las fluctuaciones del cambio. Supóngase, por ejemplo, un pequeño comerciante de segunda mano que instala en un pueblo un almacén, comprando mercaderías importadas con un capital de $ 20,000, al cambio de 12 *d.* Calcula, según los precios corrientes, poder vender su mercadería ganando, digamos un 25%, ó sea venderla en $ 25.000. Sube el cambio á 14 *d* después de instalado y al momento de realizar sus ventas, y esto le impide vender sus mercaderías en $ 25.000, pues el precio de tales mercaderías bajó en plaza á consecuencia de la competencia, y la utilidad desaparece.

Los que venden sus mercaderías á un precio determinado en papel, contando con tener en este precio una parte de utilidad y aplicar el saldo al pago de las mercaderías compradas en oro, si sobreviene, por la inversa, una baja del cambio por ejemplo de 14 *d* á 12 *d* por peso, se encontrarán con que la utilidad ha desaparecido y que aún puede traducirse en pérdida. Casi nunca los negocios comerciales se hacen simultáneamente, con la compra y la venta de las mercaderías, sino que media cierto espacio de tiempo, en el transcurso del cual puede producirse una alteración de la base del cambio. A menudo los que compran en oro al contado venden al crédito en papel y vice-versa los que compran al crédito en oro venden al contado en papel y van así encadenando sucesivamente sus operaciones. Estos que son los casos más comunes en la vida del comercio llevan siempre envuelto el gran riesgo de las alteraciones del cambio. El que compra al contado en oro y vende á crédito en papel sabe cuánto ha de recibir en papel, pero no sabe cuánta potencia adquisitiva en oro ha de tener

esta suma de papel que va á recibir; el que vende al contado en papel habiendo comprado á crédito en oro no tiene tampoco seguridad alguna respecto al cambio que ha de tener en el momento del vencimiento de su compra. El que compra y vende al crédito corre también el mismo riesgo.

En los casos, tan frecuentes en la industria, de tener que realizarse en el extranjero compras en grandes cantidades de una cierta materia prima, como sucede por ejemplo con nuestras refinerías de azúcar que compran al Perú el azúcar de caña, como las ventas de la mercadería elaborada se hacen muchas veces al por menor, resulta muy difícil, por no decir imposible, mantener el equilibrio necesario para obtener una utilidad. Una alza, por ejemplo, en el tipo del cambio que encuentre al industrial nacional con un fuerte stock de materia prima comprada al cambio de 10 *d*, que le ha costado digamos $ 300.000 papel, y sobre la cual espera realizar una utilidad neta de un 5%, si el cambio sube á 12 *d*, como el precio de la mercadería elaborada bajará por efecto de la competencia de otras fábricas que hayan comprado su materia prima á los mismos 12 *d*, resultará que nuestro industrial no podrá vender su mercadería al precio que pensaba y se verá forzado no sólo á perder su utilidad calculada sino también algo más.

"Ne sachant pas en quel sens les taux varieront, le commerce se voit obligé à réduire ses achats pour ne pas avoir sur le bras, d'un moment à l'autre, de vastes, *stocks* dévalorisés par une hausse subite, d'ou une première cause d'élévation du prix de revient. Pour ne pas souffrir de perte, les intermédiaires entre le producteur et le consommateur se voient bien forcés à augmenter les marges, qui doivent payer les frais normaux de l'échange, les benéfices raisonnables du négociant... L'ensemble de ces motifs produisent la restriction de la consoumation, le renchérissement du côut de la vie" observa Calogeras respecto al Brasil.

Todo este movimiento de fluctuaciones es profundamente perturbador de las condiciones de la vida comercial, sobre todo cuando la intensidad de ellas pasa ciertos límites.

Las relaciones de crédito con el extranjero se dificultan enormemente con los riesgos de las oscilaciones del cambio internacional. Un banco que recibe depósitos á oro del extranjero, al colocarlos á préstamo en papel moneda, entra en las vías de una verdadera especulación ó juego de azar por la cual se dificulta el aprovechamiento del capital extranjero.

Pero si todos estos inconvenientes que se refieren al capital nacional en sus relaciones con el extranjero son perturbadores de la vida comercial é industrial, todavía están más expuestos á estos peligros provenientes de las fluctuaciones del cambio, los capitales extranjeros establecidos en el país, y aún también los nacionales que se mantienen expresados en oro. En los países con papel-moneda y en especial en Brasil, la República Argentina y Chile múltiples empresas industriales y comerciales han tenido su capital expresado en oro (libras esterlinas, francos, etc.) y llevan también su contabilidad en oro, aunque todos sus negocios en el país se realizan en realidad por el intermedio del billete. La moneda extranjera de oro sirve como de *norma de avaluación ó medida de valores*, y no como un instrumento material *intermediario de los cambios*. Las empresas de transportes como ser de Ferrocarriles y Tranvías, que se encuentran en estas condiciones, pueden tener cierta regularidad en sus entradas que se cobran en moneda corriente, pero están completamente sometidas al agio del cambio; y por esto han conseguido á veces hacer tarifas variables con relación á las variaciones del tipo del cambio internacional.

El alto comercio, la gran industria y las casas Bancarias que cuentan, por lo regular, con crédito y capitales de importancia, y que son manejados por gente más ó menos experimentada en estas materias de cambio, se valen á menudo de las compras y ventas de oro ó letras de cambio á plazo para cubrir sus operaciones de los riesgos de las fluctuaciones del cambio. Se vende, por ejemplo, cierta cantidad de mercaderías pagadera en papel-moneda á un plazo

dado y, para asegurar en cambio, se compra oro ó letras de cambio para esa misma fecha. De esta manera se asegura la operación contra los riesgos del cambio ó sea, como se dice en el comercio, "se cubre" la operación. De igual manera puédese también convertir en papel-moneda una cierta suma de oro y darla á préstamo por un plazo dado "cubriendo" la operación por la compra de oro á plazo. De la misma manera se puede, por la inversa, convertir á oro una cierta suma de papel-moneda durante algún tiempo determinado, asegurando el tipo de cambio para el final de dicho tiempo por medio de ventas de oro ó letras de cambio entregables en esa época. Todo esto constituye un cierto arte de operar en cambio que conoce bien el alto comercio extranjero en un país con papel-moneda. De esta manera se evitan en buena parte los perjuicios de las fluctuaciones del cambio; pero no se crea que sea cosa tan sencilla el poder cubrir en buenas condiciones toda operación. Por otra parte, esta clase de operaciones sólo es accesible á ciertos grupos de comerciantes que gozan de un crédito especial y pueden operar en el mercado del cambio. Las casas de comercio de segunda mano y las al pormenor, así como también los comerciantes é industriales de más modesta esfera, por lo regular, ni siquiera conocen este género de operaciones de cambio y aunque lo conocieran no les sería dable valerse de ellas y deben, pues, resignarse á sufrir las malas consecuencias de las oscilaciones del cambio.

Y no sólo se encuentran perturbados por las fluctuaciones del cambio los negocios relacionados más directamente con el comercio exterior y con los capitales extranjeros, sino que también las industrias nacionales cuyos precios de productos y cuyos costos de producción tienen relaciones directas ó indirectas con el cambio internacional. El agricultor y el industrial se encuentran continuamente perturbados con los peligros de los grandes movimientos del cambio internacional. Hoy en Chile, en 1912, estando el cambio á 11 d. por peso, el que hace, por ejemplo, un contrato de arrendamiento á largo plazo, tiene sobre su contrato pen-

piente una espada de Damocles: si el cambio sube hasta la par (18 d. por peso) se encontrará pagando un precio muchísimo mayor que el actual, y por la inversa, una posterior y mayor baja del cambio le permitiría pagar un canon de arrendamiento menor. De esta manera se pierde la base de solidez requerida para establecer cierto grado de confianza y todo negocio envuelve una especulación al cambio internacional.

El doctor Terry, observando esta misma situación en la República Argentina en 1899, dice: "Los negocios á crédito participan del azar porque no se sabe, ni calcular se puede, si el dinero que se entrega será igual en su poder adquisitivo que aquel que se reciba".

"Pocos son los que se atreven á correr los peligros de la valorización y desvalorización de 50, de 100 y de 200 puntos".

"En conclusión puede decirse que las bajas dél cambio internacional pueden favorecer algunos intereses y perjudicar á otros, y las alzas, por su parte, pueden producir también el beneficio de algunas clases con el perjuicio de otras, en cambio del movimiento combinado de alzas y bajas, ó sea de las oscilaciones en conjunto del cambio internacional, puede decirse que perjudica en general á todos". El peligro de las fluctuaciones pende continuamente como espada de Damocles sobre la cabeza de todas las clases, y todos están interesados en evitarlos porque nadie está libre de no ser víctima de ellas.

¿Las oscilaciones del cambio internacional han constituído la deficiencia capital del sistema del papel-moneda, la razón de por qué todos los países que lo han adoptado por algún tiempo, no han perdido jamás el propósito de salir de él para entrar nuevamente al régimen metálico de curso internacional. Siempre existe un cierto grado de incertidumbre derivado de la inestabilidad de las cotizaciones del cambio internacional.

Sólo en un país completamente aislado de los demás, una especie de gran China aislada entre sus murallas, sin comercio exterior, podría resultar que las fluctuaciones del valor

en oro del papel fueran más ó menos indiferentes, ó sea, no afectasen gravemente los intereses económicos. Un tal país no necesitaría de la moneda de curso internacional; pero esto no es ni ha sido el caso regular en los países de Europa y América, á que se refiere este estudio.

§ 56.—*Efectos de inflación producidos en los períodos de incremento de las emisiones y alza del premio del oro.*— ¿Cuáles han sido las características de estos períodos de la historia del papel-moneda en que ha dominado la política llamada *inflacionista*, que tiende al alza del nivel general de los precios, en medio del incremento de las emisiones y de la baja del cambio internacional? Tomaré como base de estudio para esta cuestión los períodos siguientes: el caso de Chile en 1904 á 1912; el caso de la República Argentina de 1885 á 1891; el del Brasil de 1889 á 1900 y el de los Estados Unidos de 1862 á 1868.

En todos estos casos, con rara uniformidad, tenemos un fuerte incremento de las emisiones de billetes como puede verse en los cuadros del § 36 y en la letra (b) del § 37. Además, como puede verse en los mismos cuadros, tenemos en estos cuatro casos una alza bien pronunciada de premio del oro; y también una alza más ó menos generalizada del nivel de los precios, como ya también lo hice notar.

En estos casos encontramos también un período más ó menos largo de especulación y desarrollo del crédito hasta el abuso, período en el cual se produce una gran exitación de la actividad formadora de empresas industriales de diversas clases, período de inflacionismo en que suben los precios de muchos valores, en que domina un espíritu de optimismo para juzgar el porvenir de las empresas y el desenvolvimiento de los negocios, y en que el espíritu de especulación adquiere proporciones extraordinarias. El movimiento de juego por especulación se concentra especialmente en cierta clase de valores privilegiados en el movimiento bursátil; y después de los éxitos de los primeros afortunados, el círculo de los participantes en esta clase de operaciones aumenta de día en día. La fiebre bursátil llega

á veces á extremos de verdadera locura. Se cuenta de Buenos Aires que se lanzó una sociedad anónima para la construcción de un ferrocarril, uno de cuyos extremos llevaba el nombre de un punto ó pueblo que ni siquiera existía en la realidad, lo que no fué obstáculo para la colocación del capital social y aún para el premio que adquirieran en bolsa las acciones. En Chile en 1905 y 1906, en medio de una fiebre análoga, día á día se lanzan al mercado nuevas sociedades anónimas, de las cuales la mayor parte se cotizan con premio en el momento de nacer: los suscriptores de acciones, por lo regular, no se daban ni siquiera la pena de preguntar en qué consistía la empresa en formación. En el Brasil, según dice un escritor brasileño, llega el delirio especulativo hasta el punto de no encontrarse ya nombres que dar á las sociedades que se formaban. En Colombia, dice un escritor nacional, "el espíritu de especulación se desarrolló de manera desconocida antes y no hubo necesidad que no fuera esplotada..... Se produjo una actividad violenta en ciertos negocios, sobre todo en los comprendidos por sociedades anónimas. Organizábanse éstas todos los días con grandes capitales nominales y no era raro el caso que las acciones tuvieran grandes primas antes de firmada la escritura social".

Este movimiento máximo del inflacionismo toma caracteres muy parecidos en los períodos de 1904 á 1906 inclusive aquí en Chile, de 1889 á 1892 en el Brasil y de 1885 á 1888 en la República Argentina. En los tres períodos se desarrolla al máximum el abuso del crédito con el espíritu de especulación, y en los tres la política del incremento de las emisiones de billetes actúa como leña que se echa á la hoguera, para mantener y elevar el grado de intensidad de este movimiento de efervescencia.

Las emisiones de billetes tienden tanto más á fomentar este efecto inflacionista cuanto más directamente se las destine á la compra de los valores sobre los cuales se especula. Los incrementos de las emisiones de billetes del Estado de Chile de 1904 á 1907 se destinaron á prestarlos al público ya fuera

por medio de depósito de los bancos, ya por medio de la compra de bonos hipotecarios. Los bancos que recibían estos fuertes depósitos se apresuraban á prestarlos al público y éste los empleaba en gran parte en las empresas creadas al calor de la fiebre especulativa. La autorización de emitir billetes que se dió á los bancos en 1890 en el Brasil, debiendo éstos depositar como garantía obligaciones del tesoro que ganaban intereses, tiende también á producir efectos análogos.

Después de este primer período de exitación en que el desarrollo del espíritu de empresa y de especulación se lleva hasta el extremo de la exageración, y en que el incremento de las emisiones y la baja del cambio internacional sirven de estimulantes en este movimiento de inflación, viene el *krac* de la crisis que se precipita. El optimismo de ayer se torna en pesimismo. Se produce entonces el máximum de la depreciación del billete con relación al oro, viene el *krac* de la crisis del cambio que en Chile tuvo lugar en 1908, en el Brasil en 1898 y en la República Argentina en 1891.

Cuando la crisis se precipita, las nuevas emisiones de billetes no tienen ya la virtud de resucitar el movimiento de la efervescencia bursátil como antes, viene la paralización, la baja de los valores, la contracción de las operaciones de crédito, y se inicia la evolución de liquidación de los negocios de todo aquel período anterior. En estos momentos, la baja del cambio ó sea la desvalorización del billete favorece el desenvolvimiento de las operaciones de liquidación, aliviando el fardo de las deudas que en los años anteriores habían tomado un desarrollo excesivo en alas del abuso del crédito. La política del incremento de las emisiones ayuda también en este sentido; pero no tiene de por sí la virtud de hacer revivir el optimismo y la fiebre especulativa de antes. La desconfianza y el pesimismo pasa á dominar en los negocios, en vista del fracaso de las empresas que tantas ilusiones habían despertado.

Liquidada la crisis, lo que se facilita como he observado, con la política inflacionista misma, viene en seguida la

reacción del resurgimiento de los negocios. Se ha pasado por los extremos de una gran montaña rusa y al través de ellos se opera el desenvolvimiento de la vida económica del país.

En los Estados Unidos, en su período de papel-moneda de 1862 á 1879, durante los primeros años (hasta 1865), tenemos baja del cambio internacional é incrementos de las emisiones. A pesar de que este período de años fué perturbado por la guerra de secesión, encontramos, sin embargo, también como característica el desarrollo de este espíritu de especulación que observamos en análogos períodos de Chile, Brasil y Argentina (1). En la obra de W. Mitchell (*History of the Greembacks*), dedicada precisamente al estudio del primer período del papel-moneda de los Estados Unidos, al período de inflación hasta 1865, especialmente en el capítulo IX, se pone de manifiesto estas características. Los que ven alzar el valor de sus propiedades y el monto de sus rentas, los que con facilidad han podido pagar sus deudas, los que han sido felices en las especulaciones, etc., suelen convertirse en grandes admiradores del régimen del papel,

---

(1) The last effet of inflating the circulation was to be noticed here was to stimulate speculation. To Popés benediction.

«Blest paper credit! Last and best supply,
To lend corruption lighter wings to fly.»

speculators could hearttily respond even though a lighter wing wa given to corruption.

.....

Speculation was stimulated in part, by the sudden increase of wealth, and especially by the sudden creation of a class of rich men, gobernement contractors, and the like. The speculation which brocke out in gold, and raged with stupendous fury, spread like a prairie fire to stocks and other things. The rapid fortunes that were made by the bold pioneers in speculation «stimulated the cupidity of the whole community». (*A. Bolles. The Financial hist. of the U. S.* Vol. II, p. 157).

y en partidarios de sus efectos inflacionistas. Los pequeños rentistas, los empleados y las clases obreras cuyos salarios en moneda han incrementado un cincuenta por ciento mientras que los costos de la vida se han duplicado, no se sienten tan bien, como los industriales, comerciantes y especuladores que se han beneficiado con el alza de los precios.

En los Estados Unidos la política de valorización de la moneda (§ 70) desarrollada después del período de depreciación del papel, tendía á producir una situación crítica. En Argentina, Brasil y Chile la baja del cambio facilitó la liquidación de las locuras del período de inflación.

§ 57. *Efectos de restricción producidos en los períodos de alza del cambio y valorización de la moneda comparados con los de la inflación de los períodos de baja del cambio.*— Otras son las características de los períodos de alza ó valorización del billete que vienen después de haber pasado largos años con un cambio depreciado. El alza del valor de la moneda con su consiguiente baja de precios, si asume proporciones un tanto fuertes, tiende á producir el estado de paralización y de languidecimiento de la vida económica que se llama crisis.

La vida industrial entra en un período de grandes dificultades: los salarios y otros costos de producción que han subido con los cambios bajos, tienden á permanecer en su nivel y, como los precios de venta de los productos bajan, resulta para el industrial un período de dificultades que á veces no encuentra otro desenlace que el de la quiebra. Cuando el producto industrial no es de exportación, con el alza del cambio, el industrial se encuentra también á menudo forzado á bajar sus precios por efectos de la competencia extranjera.

Las liquidaciones y ventas forzadas llevan al descenso de los precios de los diferentes valores mobiliarios é inmobiliarios.

Todos estos efectos de paralización y perturbación de la vida industrial y del desenvolvimiento de los negocios, asumen caracteres tanto más graves cuanto más pronunciado

sea el movimiento de alza del cambio y baja de los precios.

Estas situaciones se producen con las alzas del cambio que vienen después de un período de depreciación del billete ó sea de baja del cambio; y son tanto más graves cuanto mayor haya sido la intensidad de la baja anterior del cambio y también cuanto más tiempo haya durado ella. Las reacciones de alza del cambio, si vienen después de una fluctuación anterior de baja de corta duración, no producen efectos muy perturbadores. Así, por ejemplo, en Chile, de 1898 (Agosto) á Enero de 1899, el premio del oro sube de cero á 50%, y desde esta época el premio del oro disminuye hasta llegar en Junio de 1900 á 3%, sin que se produjera perturbación sensible de la vida económica. Esto proviene de que las bajas del cambio, cuando son de corta duración, no alcanzan á generalizar el alza del nivel de los precios y, por lo tanto, cuando después de ellas se produce nuevamente la reacción de alza del cambio, como en Chile en 1900, no hay tampoco con ella un descenso más ó menos general del nivel de los precios, y por lo tanto, no hay perturbaciones. Por el contrario, en tales casos estas alzas del cambio son recibidas con satisfacción por la mayoría de la opinión. En general, puede decirse que para que el alza del cambio produzca un efecto realmente crítico en el desarrollo económico, se requiere que con esta alza del cambio se produzca un descenso más ó menos general del nivel de los precios, ó sea una valorización de la moneda, como sucedió en Chile despues de 1895 ó en Estados Unidos desde 1866 hasta 1879.

La gran diferencia que hay entre los efectos de una gran baja del cambio, como las de los casos que he citado en los párrafos anteriores, y los efectos de una gran alza del cambio que viniera en seguida, es que en la baja se oyen las quejas de los que, en nombre de la justicia, piden aumentos de sus sueldos y salarios, lo cual encuentra el remedio en el aumento mismo de ellos; al paso que en la alza se produce una situación de perturbación paralizadora de la produc.

ción, que hace languidecer gravemente la vida económica. La baja, lejos de afectar á la *producción*, la fomenta y sus inconvenientes son de *repartición*. El alza afecta á la *producción* además de afectar á la *repartición* misma. Los inconvenientes de la baja que afectan á la repartición ó distribución de las riquezas, dicen relación á los *salarios* y otras rentas análogas y á los *capitales* que se dan á préstamo; ó sea que ellas hieren al obrero ó al acreedor.

De estos inconvenientes de la baja del cambio, el de los *salarios*, *sueldos* y otras rentas análogas tiene el fácil remedio del alza de los precios; sólo el acreedor no tiene Terapéutica para su mal. Los inconvenientes de la valorización de la moneda que afectan á la producción no encuentran remedio hacedero en la práctica. Los que han imaginado que el proceso de amoldación de los precios se ha podido hacer para el alza como para la baja, desconocen las condiciones de la vida económica real. La amoldación de baja de los precios, á consecuencia de una fuerte alza del valor de la moneda, sólo se hace lentamente y después de haber pasado largos años en el languidecimiento y paralización de una crisis que no sólo ha afectado al empresario, sino que también ha podido causar el hambre á millares de obreros desocupados.

Veamos por ejemplo nuestra crisis de 1895 de la cual fué uno de los factores el alza del valor de nuestro *peso* provocada por las operaciones de conversión de esa fecha. Desde fines de 1892 el cambio venía de baja ó sea de alza del premio del oro: en 1893 estaba á 15¾ *d* por peso y terminaba el año á 12⅝ *d*; en 1894 el cambio había llegado á menos de 12 *d* y la conversión de 1895 se decretó en estas condiciones á 18 *d* produciendo así una violenta alza. En la parte final al tratar de las operaciones de conversión de Chile, describimos los caracteres de la muy aguda crisis de entonces. Comparándola con la crisis de alza del premio del oro ó sea de baja del cambio de 1908, encontramos que en la de 1895 el alza del interés del dinero fué mucho mayor; además la crisis de 1895 abarcó la propiedad

agrícola en su depreciación y la de 1908 sólo atacó á las bolsas de comercio y á los valores mobiliarios. En la crisis de 1895 hubo una oferta de trabajo de parte de los operarios, que no podían encontrar ocupacion á causa de la paralización de la vida industrial, y en varias ocasiones hubo de recurrirse á la construcción de obras públicas para dar trabajo á los desocupados; en 1908, jamás se produjo semejante estagnamiento. En 1908 sólo cayó un Banco por haber comprometido imprudentemente sus capitales y depósitos en empresas industriales atrevidas, en 1895 de seis grandes bancos que había cayeron cuatro víctimas de la crisis. Es verdad que en la crisis de 1895 no todo era imputable á la reforma monetaria, pero es también igual verdad que en la de 1908 la baja del cambio no fué causa sino efecto. En otros términos el alza del premio del oro no era de por sí causa de la crisis, sino un efecto de ellas. Hay muchas épocas de alzas del premio del oro, como el de 1878 á 1890 en Chile, en la cual el cambio bajó de 42 *d* á 20 *d* sin que se registren los caracteres de una situación crítica económica ó financiera. En cambio una alza que doble el valor de la unidad monetaria y que venga después de un largo período de baja es de por sí una causante de crisis.

El cambio ha podido bajar produciendo todos los perjuicios que se quiera, pero, pudiendo estos perjuicios soportarse, en el Brasil de 27 á 6 *d*, en Chile de 18 á 8 *d*, en la Argentina de la par hasta un premio de 240 °|₀; y en Colombia de la par hasta más allá de 10,000 por 100; pero la historia no nos muestra en ningún período un alza que pudiera alcanzar semejantes proporciones, habiendo el país soportado sus efectos. En otros términos así como ha sido posible la baja á la mitad ó al cuarto del valor en oro de la moneda ó hasta llegar solamente al 1°|₀ de su valor en estos países, puédese sentar, por la inversa, que no se habría encontrado igual facilidad para que el país hubiera podido soportar que se triplicara ó quintuplicara el valor en oro de su unidad monetaria.

En Argentina se establece la caja de conversión en 1899

precisamente para evitar los perjuicios de la valorización de la moneda. Colombia pudo soportar los perjuicios de una baja del cambio de la par á 25,000 por 100, como el que deslizándose por un despeñadero y soportando los golpes llega hasta la falda de la montaña; pero sólo á costa de sacrificios mucho mayores se podría comprender que el país, después de haber pasado largos años con cambio de 10,000 por 100, como quedó en seguida, hubiera podido levantar nuevamente hasta la par el valor de su unidad monetaria. Es más fácil, como he dicho, despeñarse que trepar.

El hecho sobre el cual llamo la atención ha sido el fundamento ó razón que ha llevado á la rebaja del valor de la unidad monetaria al realizar las operaciones de conversión, en los países en que el cambio ha permanecido durante largos años á un nivel de depreciación como ha sucedido en la Arjentina, Brasil y Colombia, y como sucederá mañana en Chile.

Si se comparan los efectos característicos de la vida económica en los Estados Unidos del período de 1862 á 1865 que fué el de la inflación y alza del premio del oro, con el que siguió después hasta la conversión de 1879 que fué de valorización de la moneda y en ocasiones de disminución de la cantidad de billetes en circulación, á primera vista se observa que á pesar de los perjuicios inherentes á la guerra civil, el período de inflación se desliza sin producir las situaciones de crisis que se produjeron después, en el período de valorización. A pesar de la excepcional potencia productiva que brindaba la naturaleza á este gran país ¡el alza del valor de la moneda dejó sentir sus efectos perturbadores. Algo análogo sucedió en Inglaterra al prepararse las operaciones de conversión del papel-moneda como también lo veremos con detalle en la parte final. La conversión de papel-moneda en el Japón en 1886, produjo también una valorización de la moneda seguida de los característicos efectos críticos á que me he referido.

Estos efectos de paralización ó Perturbación de la vida

económica, ó sea de crisis, producidos por la valorización en oro del papel-moneda, se han dejado sentir cuando con ellos se produce una baja de precios que perturbe la vida industrial. Además, en la intensidad de la crisis producida han influído á veces otros factores como ser, malas cosechas de la agricultura, baja de los precios de los productos de exportación, etc., etc., los cuales de por sí son causales de malestar. Por la inversa, la intervención de otros factores favorables, como ser por ejemplo un gran desarrollo de la producción y un alza de los precios de los productos, tenderán á neutralizar los efectos perturbadores de la valorización del billete, y á permitir que se mantengan los niveles de los salarios sin perjuicio de la industria misma.

El alza del cambio internacional ó disminución del premio del oro ha sido, pues, un factor que ha *tendido* á producir tales efectos, ó sea una fuerza que ha producido una *tendencia* á ellos, sin que por esto se pueda concluir que toda alza del cambio ha debido ser necesariamente seguida de semejante estado de crisis.

A veces, por la intervención de otros factores, estos efectos no se producen en la realidad práctica. Así, por ejemplo, si en estos últimos años, que los precios de los productos agrícolas y demás precios en general han subido bastante, se hubiera levantado un tanto el valor en oro del *peso* nacional argentino, es muy probable que esta alza no hubiera dejado sentir efectos de contracción monetaria porque no se habría producido una baja de precios. Más bien se habría neutralizado un tanto el alza general de los precios, con el alza paralela del valor de la unidad monetaria. Por estas razones empleamos la palabra *tendencia*.

En cuanto al efecto producido por la disminución de la cantidad de billetes de circulación, ó sea de la política restrictiva de las incineraciones de billetes me refiero á lo que ya dije antes (§ 38).

## CAPITULO VIII

### La estabilidad del cambio internacional en el régimen del papel-moneda

§ 58. *¿Cómo se puede conseguir la estabilidad del cambio con el papel moneda?*—Entre los países que tienen un mismo sistema monetario de base metálica de libre acuñación, como ser hoy el padrón de oro, la relación de valor de las unidades monetarias de ellos se establece según sea el contenido metálico de cada unidad monetaria. Entre dos países en estas condiciones, el cambio internacional se mantiene siempre al rededor del tipo *par*, de una manera, por decirlo así, automática. Sube más allá de cierto límite el premio en Francia, por ejemplo, en favor de la moneda inglesa, en el mercado del cambio internacional, entonces se comienza á exportar la moneda de oro francesa á Inglaterra, y viceversa, se importa á Francia la moneda inglesa cuando el cambio se hace favorable á la moneda francesa. De esta manera, las fluctuaciones del cambio internacional, entre países con circulación del mismo metal, no pueden pasar más allá del límite marcado por los gastos de envío de la moneda metálica de un país al otro.

Cuando la exportación de la moneda metálica de un país se hace un tanto duradera y alarmante, se adoptan ciertas medidas tendentes á detener la corriente de exportación. De estas medidas, la más importante es el alza del tipo del descuento, ó sea el alza del interés del dinero que sirve de atracción al metal extranjero y que restringe la emisión de billetes de banco. La fuerza de atracción al oro extranjero, ó lo que es lo mismo, la fuerza de retención del oro nacional, se hace tanto más intensa cuanto mayor es la escasez de moneda que se deja sentir en el país; y de esta manera resulta que nunca queda un país desprovisto absolutamente de su circulante.

Entre dos países que tengan papel-moneda, sólo puede establecerse la estabilidad automática del cambio internacional, haciendo que recíprocamente los billetes de uno de estos países tengan curso legal en el otro. De esta manera, el billete de un país podrá pasar al otro y servir en él como medio de pago, en la relación de cambio que adoptara la ley. Así, por ejemplo, bastaría que la ley inglesa y la alemana dieran curso legal respectivamente al billete inconvertible de cada uno de estos países en la relación de 20 marcos por cada libra esterlina, para que el papel-moneda alemán no pudiera sufrir fluctuaciones de cambio con relación á la moneda inglesa. Ampliando este sistema, se tendría que llegar al papel-moneda internacional, para que así todos los países del mundo civilizado pudieran gozar de los beneficios de la estabilidad del cambio internacional dentro del régimen del papel-moneda. Si el billete papel-moneda de Chile, tuviera curso legal en Inglaterra, Francia, etc., y á la vez el billete de estos países tuviera también curso legal en Chile, los movimientos de exportación é importación del numerario regularían automáticamente el cambio internacional, manteniéndolo al rededor de la par. Sólo, pues, un papel-moneda de curso internacional podría permitir realizar la estabilidad del tipo del cambio internacional dentro del régimen de la inconversión absoluta.

Entre dos países con papel-moneda de curso meramente nacional, es decir, que los billetes del uno no tengan curso legal en el otro, como sucede en la realidad práctica, no hay base alguna de estabilidad automática del cambio internacional.

Entre dos países, uno de los cuales tenga papel-moneda y el otro la moneda metálica, como ser, por ejemplo, el oro, no hay tampoco base de estabilidad automática del cambio internacional. El tipo par del cambio sólo marca un límite máximo á la valorización del billete con relación al oro, pues el billete en ningún caso podría valer más que la moneda de oro que representa nominalmente, pues antes que esto sucediera, circularía la moneda metálica ya que su

circulación no sería prohibida; pero las alzas del premio del oro no tienen tope máximo alguno. Este es el caso práctico de los países con papel-moneda, que se han encontrado frente á los países con circulación metálica de oro ó plata, y hoy especialmente frente al sistema dominante en el mundo del padrón de oro. En el mercado del cambio internacional, el precio del oro, como el de las demás mercaderías, ha estado sujeto á las contínuas fluctuaciones; y, por lo regular, la acción del Estado no se ha dejado sentir en estas cotizaciones, sino que ellas han sido el producto del libre juego de la oferta y la demanda con la influencia especial de los factores á que he hecho referencia en los capítulos II, III, IV y V de esta Parte II.

¿Qué sería necesario hacer para regular las cotizaciones del cambio internacional?

Así como para regular el precio de una mercadería bastaría ofrecer en venta esta mercadería á un precio fijo y demandarla también en compra al mismo precio, así también en un país con papel moneda, para regular el cambio internacional que no es otra cosa que el precio del oro, bastaría *que se ofreciera siempre oro en venta y en compra á un tipo de cambio fijo.*

De esta manera podría mantenerse una circulación monetaria de papel moneda para todas las funciones monetarias en el interior del territorio nacional y con una relación de cambio fijo para los pagos internacionales. Es verdad que un tal sistema no constituye propiamente un papel-moneda inconvertible como lo es generalmente el papel-moneda, sino que un billete convertible; pero con la particularidad de ser *convertible, no para los efectos de la circulación interna, sino para los efectos del cambio internacional.*

Como se trata de la conversión del billete para los solos efectos del cambio internacional, puédese hacer esta conversión dando letras de cambio sobre las principales plazas comerciales del extranjero, al que desee convertir sus billetes, sin necesidad de darle oro amonedado. En el interior del país

no circularía más que el billete y la moneda divisionaria de acuñación limitada, ya sea de plata, de niquel, de cobre ó de cualquier otra substancia: el oro sólo lo necesitarían los viajeros para los efectos de pagar pasajes de ferrocarriles y de hacer otros pagos análogos en los países de moneda de oro por los cuales fueran á pasar.

El sistema consistiría, pues, en disponer de un cierto *stock* de oro en algún centro financiero importante del extranjero, como ser Londres, y vender letras de cambio sobre él, á trueque del billete nacional. Se puede pedir, como precio del oro, la relación que marque el tipo par del cambio, ó sea, el valor nominal del billete, más una pequeña prima que puede considerarse como equivalente á los costos de la exportación de la moneda metálica. Así, por ejemplo, en Chile, siendo la par del cambio 18 *d* por *peso*, se podrían vender las letras sobre Londres, digamos, á 17¾. El Gobierno y el banco que hiciera estas operaciones recibiría y guardaría el billete, para procurar de esta manera que la contracción monetaria misma que se dejaría sentir en el país, y el alza consiguiente del interés, restableciera el equilibrio y produjera la contra corriente de llevar oro para obtener en cambio de él billetes. Con el oro así recibido se incrementaría el fondo de estas operaciones de conversión.

Charles Conant, refiriéndose á la política monetaria de los países americanos, estima que bastaría un *stock* ó reserva de oro igual al 30 ó 40 por ciento del monto de la circulación de billetes y monedas de plata, para mantener por este sistema el cambio al rededor de la par. (*The correct. Method of Monetary reform in Latin América*)

Este sistema puede funcionar muy regularmente en las épocas normales. En las situaciones críticas del mercado del cambio, sobre todo en las épocas de desconfianzas es, sin duda, tanto más difícil de mantenerlo cuanto menor sea el *stock* de oro que se tenga para hacer frente á la tempestad del cambio. Pero de este defecto adolece también el sistema monetario llamado del padrón de oro, puesto que en un momento de desconfianza, en una crisis monetaria de pánico,

como por ejemplo la de los Estados Unidos en 1907, los billetes de banco se llevan al canje por metálico y se retiran los depósitos bancarios, lo que hace también peligrar sériamente la mantención del régimen metálico. Recuérdense que estas crisis monetarias han sido á veces las generadoras del régimen del papel moneda, como sucedió en Chile en 1898. La vida monetaria, así como la bancaria, descansa al respecto en la probabilidad práctica que hay de que no han de producirse estas situaciones anormales de desconfianza. Pero siempre existe, como una espada de Damocles pendiente sobre el sistema monetario y sobre los bancos, la posibilidad de una de estas crisis.

En conclusión podemos decir que con un cierto fondo en oro, puede un país con papel-moneda mantener la estabilidad del tipo del cambio. Fijar el monto de este fondo no es posible: en una situación favorable del mercado del cambio no se requiere fondo alguno en oro, como sucedió en los primeros tiempos de las cajas de conversión del Brasil y la Argentina. Para las situaciones desfavorables del mercado del cambio el fondo en oro deberá ser tanto mayor cuanto más intenso sea el desequilibrio. Existe al respecto mucha analogía entre este caso y el caso de los Bancos respecto al monto del encaje metálico que ellos deben mantener para asegurar la conversión de sus billetes y la devolución de sus depósitos: no hay regla fija que determine cuál ha de ser en todo caso la proporción entre la caja metálica y el monto de la circulación de billetes.

En un régimen de papel moneda absolutamente inconvertible, ni en moneda de oro, ni en letras de cambio, como ha sido el caso práctico de la mayor parte de los casos históricos del curso forzoso, no hay estabilidad del cambio internacional. Solo la conversión del billete, permite mantener las cotizaciones del cambio.

559. *Algunas experiencias al respecto.*—El caso de Austria después de las reformas monetarias de 1892 es tal vez el más interesante al respecto. Las leyes de esta fecha, como podrá verse en el capítulo especial dedicado á las operacio-

nes de conversión en la parte final de este libro, crearon una unidad monetaria de oro llamada *corona* con el siguiente contenido metálico de oro:

3,280 coronas=1 kilo grano de oro fino.

Este tipo *par* correspondía á la relación de 119 *Gulden* de la antigua moneda de oro por cada 10 *Libras esterlinas*.

La ley creó esta moneda de oro, pero no estableció la conversión del billete por ella, sinó que continuó siendo la moneda del curso legal el billete del Banco Austro-Húngaro, como antes de la ley de 1892; de tal manera que legalmente hablando el régimen continuaba siendo de papel-moneda inconvertible. Pero á pesar de ser éste el régimen legal, el Banco emisor de billetes ha constituído un sistema de operaciones de cambio tendente á mantener la estabilidad de éste al rededor de la par ó sea al rededor de la relación de 119 *Gulden* por 10 £.

El Banco Austro Húngaro tiene un fuerte fondo en oro en sus cajas y en Inglaterra El Gobierno deposita en el banco el oro que se le paga por derechos de aduana y por los Ferrocarriles (1). Cuando el curso del cambio tiende á ser favorable (por ejemplo cuando está á 118 *Gulden* por cada 10 £) el Banco compra letras de cambio sobre Londres para aumentar su *stock* de oro. Cuando el curso del cambio tiende á convertirse en desfavorable (por ejemplo cuando puede cotizarse el oro á 120 *Gulden* por cada £ 10) el Banco vende su oro á la *par* (119 Gulden por £ 10) para tratar así de mantener la estabilidad. Estas operaciones no siempre dejan utilidad al Banco, pues no siempre es posible comprar el oro más barato para venderlo más caro; á veces dejan pérdidas (2). El objeto que el Banco persigue con estas operaciones de cambio no es el de especular para obtener ga-

---

(1) *W. Federn.* La Banque Austro-Hungroise (Revue Economique Int. Junio 1910).

(2) *Knapp.* Staatliche Theorie des Geldes, pág. 250.

nancias, sino el de desempeñar la gran función pública de mantener la estabilidad del tipo del cambio internacional al rededor de la par aún cuando esto se consiga á costa de ciertos sacrificios de pérdida, que vienen á disminuir la ganancia total de las demás operaciones bancarias. Esta política del banco ha tenido pleno éxito hasta la fecha; el cambio se ha mantenido al rededor de la par. He aquí las pequeñas fluctuaciones á veces positivas y á veces negativas que ha tenido el cambio:

| | | |
|---|---|---|
| 1900 +0.8 | 1903 −0.2 | 1906 +0.082 |
| 1901 −0.1 | 1904 −0.2 | 1907 +0.155 |
| 1902 −0.1 | 1905 +0.005 | 1908 −0.16 |

Como se ve las fluctuaciones del cambio en la moneda austriaca son más ó menos análogas á las que tienen los países con circulación de moneda de oro.

Si se presentaran situaciones de un desequilibrio del mercado del cambio mayor en intensidad y más prolongado, como ser, por ejemplo, en el caso de desconfianzas, el banco se encontraría también en situación difícil para mantener sin grandes pérdidas el tipo del cambio, y probablemente habría que recurrir al empréstito externo ó á la ayuda del Estado para obtener el oro necesario. Los países de circulación metálica no están tampoco libre de estas corridas, como lo prueba la última crisis monetaria de los Estados Unidos en 1907.

Otro ejemplo que se cita al respecto es el de Rusia cuando el Ministro de Witte se propuso desde 1893 mantener la estabilidad del cambio internacional estando todavía el país en el régimen de papel moneda. A parte de otras medidas contra la especulación que no tuvieron, según parece, resultados muy efectivos, el Gobierno acordó emplear un cierto fondo de oro en proporcionar letras de cambio sobre el extranjero á todo el que las necesitara, al tipo de cambio que se adoptó para hacer después la conversión del billete. El Banco del Estado por su parte hacía también el cambio

del papel por oro. Para matar la especulación en la Bolsa de Berlin, el Gobierno ruso decidió mantener fija en este mercado, la relación de cambio de 2.16 *marcos* por cada *rublo* ruso. Para este fin el Gobierno ruso se entendió con un importante banco alemán y puso á su disposición fondos, dándole la orden de que mientras el *rublo* ruso se cotizare en Berlin más bajo de 2.16 *marcos* la casa bancaria debería convertir al que le presentara cada rublo á 2.16 *marcos*. Cuando el *rublo* se cotizara en Berlin más alto de 2.16 *marcos*: el banco debería dar rublos á 2.16 *marcos*. La operación en Rusia y en Berlin dió resultados y el cambio se mantuvo inalterable. Los especuladores del mercado alemán fueron completamente vencidos por las medidas del Gobierno ruso (1).

El funcionamiento de las cajas de conversión de la República Argentina y del Brasil, especialmente en los primeros años de estas instituciones, son también una experiencia respecto á la posibilidad práctica de mantener la estabilidad del cambio internacional en un país con papel moneda. Estas cajas se instalaron en circunstancias favorables para el cambio internacional, como lo veremos en el capítulo especial de la parte final; y, sin necesidad de contar con un fondo de conversión en oro, iniciaron sus operaciones, que consistieron más bien en emisión de nuevos billetes contra oro que se traía del extranjero. El empleo monetario del billete continuó en ambos países, después de la caja de conversión, como cuando se estaba en pleno régimen de papel inconvertible: todo el mundo acostumbrado al billete continuaba con él sus transacciones monetarias. Sólo para efecto de los pagos internacionales ha funcionado el canje por oro. Al final de 1907 y en 1908 la gran crisis de pánico monetario de los Estados Unidos de América con su repercusión en Europa, tornó la balanza del mercado del cambio en sentido desfavorable al Brasil, y, á pesar de estar la

(1) *Eteocle Lorini*. La reforme monêtaire de la Rusie. París 1898. *Knapp*. Staatliche Theorie des Geldes.

caja de conversión recién instalada y de contar con pocos recursos para mantenerse en una situación difícil, resistió la tempestad con la exportación de una parte del oro que le había entrado el año 1906 y 1907 en su primer tiempo. La caja de conversión argentina, en igual fecha, era ya una institución más potente por la proporción de su caja en oro con la cantidad total de billetes, y pasó la borrasca con facilidad.

Y no solamente estos casos son demostrativos al respecto, sinó también otros de países cuya circulación monetaria consiste en moneda de plata de acuñación limitada y moneda divisionaria de cobre ó niquel y billetes de banco, y que á pesar de no tener oro en circulación, para los usos monetarios internos, tienen, sin embargo, el padrón de oro. Es el caso, por ejemplo, del Uruguay. El oro en estos casos como en el de las cajas de conversión sirve principalmente para los pagos internacionales. El régimen del padrón de oro en el interior sólo se manifiesta en la estabilidad del cambio internacional. Estos casos que no son de papel-moneda, ó sea que no son de billetes inconvertibles propiamente tal, como los de las cajas de conversión, manifiestan, sin embargo, la posibilidad práctica de realizar una circulación de papel-moneda con cambio estable como es el caso de Austria y Rusia que he citado.

Todo caso de papel moneda en el cual la ley declare convertible por oro el billete pasa á no ser papel-moneda propiamente tal, pues le falta el requisito de la inenversión. El caso citado de Austria es muy típico, porque no estando el Banco obligado á convertir el billete, lo convierte, sin embargo, voluntariamente. En todo caso solo hay fijeza del cambio con conversión del billete á moneda metálica, ya sea esta conversión voluntaria, como en Austria y como lo fué en Rusia, ó ya sea obligatoria como lo es hoy en la República Argentina.

## CAPITULO IX

### La regulación de la cantidad de papel-moneda á las necesidades de la circulación.

§ 60. *La amoldación de la cantidad de monedas á las necesidades de la circulación en general para el régimen metálico.* —La cantidad de monedas que necesita un mercado para la conveniente realización de las operaciones de la circulación, no es una cifra fija é invariable, sino que varía según varíen las operaciones que exigen el empleo de la moneda. Se ha llamado *elasticidad* del sistema monetario á la cualidad que tiene éste de aumentar ó disminuir la cantidad de monedas, para amoldarse á las variables exigencias de la circulación.

La cuestión de resolver cuál es la cantidad de monedas (sean estas metálicas ó de papel) que necesita un mercado en un momento dado, para satisfacer las necesidades de la circulación, es una cuestión de gran interés para la ciencia monetaria. Según la antigua teoría llamada cuantitativa los aumentos de la cantidad de monedas más allá de este límite de las necesidades de la circulación, producirían directamente una disminución proporcional del valor de la moneda, ó lo que es lo mismo, una alza proporcional del nivel de los precios. La ciencia moderna no acepta esta teoría; pero queda siempre en pie un germen de ella, porque los incrementos de la cantidad de moneda circulante llevan envuelto cierto germen ó tendencia de desvalorización, como que no sería posible, pretender hacer funcionar las máquinas litográficas para emitir sin límite los billetes inconvertibles sin producir su desvalorización, como en el caso de Colombia y en el de los asignados de Francia; ni sería tampoco posible, en el régimen de oro, que el valor de este metal resistiera el descubrimiento de la piedra filosofal de la Edad Media.

¿Cómo averiguar la cantidad de monedas que necesita un mercado para su movimiento circulatorio?

Se puede tomar como punto de partida á un mercado tal ó cual que tenga una determinada cantidad de monedas en circulación, y á la cual cantidad de monedas se han amoldado las necesidades de la circulación. Dada esta cantidad de monedas el problema consistiría en averiguar qué norma de aumento ó disminución de ella se puede adoptar, para ir en el futuro manteniendo el mismo equilibrio ó sea la misma relación entre la cantidad de monedas y las exigencias de la circulación. En un artículo que publiqué en la *Revue Economique internationale de Bruxelles* (mes de octubre de 1911) estudié esta interesante cuestión. No debe tratarse de producir nuevos impulsos circulatorios con las nuevas cantidades de monedas ofrecidas al mercado, sino que concretarse á dar á la moneda el rol de riel sobre el cual se deslice el movimiento circulatorio que proviene del comercio y de la industria en sus diversas manifestaciones.

Hay más bien un interés económico-social en ahorrar la cantidad de monedas que necesita el mercado, en disminuirla cuanto se pueda, siempre que no se perjudique el verdadero movimiento circulatorio que viene de los productos ó mercaderías mismas que se ofrecen al comercio.

Si la moneda es bajo el aspecto privado de los intereses de cada individuo, *un medio de adquirir bienes, bajo el aspecto social, es un medio de compensar los cambios de bienes y servicios* que componen el movimiento general de la circulación.

La moneda es, por lo tanto, un medio ó instrumento que debe ponerse solamente á la disposición de los que lo necesiten en el movimiento circulatorio de los bienes, ó sea de los que tienen operaciones que realizar en este movimiento. Bajo el punto de vista de nuestros intereses privados, todos necesitamos monedas, pues todos queremos adquirir bienes; pero bajo el punto de vista de los intereses económicos sociales sólo necesitan monedas los que, teniendo operacio-

nes de circulación de bienes ó de servicios que realizar, buscan la moneda como *medio de realizarlas.*

Hay un verdadero interés económico-social en que no falte á un mercado la moneda necesaria; y también en no aumentar las cantidades de moneda circulante sino en la medida necesaria para facilitar las operaciones del mercado. Este es el motivo por el cual se ha encomiado tanto á las instituciones bancarias, á los *Clearing House* y á toda institución que permita el ahorro de monedas, ó sea que permita realizar operaciones por valor de muchos millones con pocos millones de moneda. Suprimid los bancos de un mercado, veréis de cómo con la cantidad de monedas en circulación no se podría realizar ni la mitad de las operaciones que se realizan por intermedio de los bancos. Los bancos ahorran el empleo de la moneda y desempeñan con esto un gran papel económico-social.

A primera vista podrá pensarse que este papel de los bancos de ahorrar monedas tiene su importancia ó sea su razón de ser en el hecho de la rareza ó dificultad de adquisición de los metales nobles. El oro es muy escaso y convendría ahorrarlo. Sin embargo, no es ésta la razón, pues en un país con papel-moneda, el Estado puede aumentar la cantidad de billetes á voluntad, y parecería un contrasentido enomiar el papel de los bancos porque ahorran el uso de una moneda cuya producción puede ser aumentada á voluntad por el Estado. Cuando una máquina ó invento ahorra el empleo del carbón ó del aceite lubricante, por ejemplo, decimos que es un invento económico porque ahorra á la sociedad el carbón ó aceite, cuya producción cuesta esfuerzos y cuya existencia es limitada. El ahorro de monedas que realizan los bancos no está en igual caso, pues cuando se trata del régimen del papel-moneda, el Banco emisor ó el Estado pueden incrementar á voluntad la cantidad de billetes. ¿Cuál es el objeto del ahorro de monedas en un régimen en el cual nada cuesta aumentar cuanto se quiera su cantidad? La importancia del ahorro de monedas en un tal régimen, proviene de que, como he ob-

servado, hay un verdadero interés económico social en no aumentar la cantidad de monedas más allá de las necesidades de la circulación en un momento dado.

Si la moneda fuera un bien económico como cualquiera otro, digamos, por ejemplo, como el pan ó la carne, todo incremento en la producción de este bien, toda disminución de sus costos de producción sería un acontecimiento altamente benéfico bajo el punto de vista de los intereses sociales, ó sea, bajo el aspecto económico-social. Para la sociedad, bajo este punto de vista, ojalá volvieran los tiempos del *maná* que caía del cielo, según nos refiere el Génesis; ojalá que las piedras se convirtieran en pan. Esto podría perjudicar los intereses privados de los actuales productores de trigo ó pan, como los primeros ferrocarriles perjudicaron á los propietarios de carruajes viajeros y como los primeros vapores perjudicaron á los antiguos veleros; pero, á pesar de estos pequeños inconvenientes de un carácter económico-privado, todo invento tendente á disminuír los costos de producción de una mercadería, ó sea, tendente á incrementar á voluntad su cantidad, no podrá menos de ser considerado como altamente económico social, lo que equivale á decir altamente benéfico á la sociedad bajo el punto de vista económico.

Mientras tanto, el descubrimiento de la piedra filosofal que permitiera producir el oro á voluntad, como las máquinas litográficas pueden producir los billetes del papel-moneda, no tendría otro resultado al respeecto que el de convertir al oro en una substancia inútil para las funciones monetarias, como fueron inútiles y perjudiciales los *asignados* franceses y cualquier otro papel en cuya emisión no se hayan puesto estrechos límites.

El interés económico-social exige que sólo se incrementen las cantidades de monedas, en lo que sea necesario á las facilidades del movimiento circulatorio de los bienes ó productos. Bajo el punto de vista de los intereses económico-privados de una persona, la facultad de emitir billetes inconvertibles es una preciosa facultad, así como lo

es el encuentro de una gran mina de oro, pero bajo el punto de vista económico-social, sólo hay interés en dotar á los mercados de la moneda necesaria para su movimiento circulatorio.

¿Cómo se provee de monedas en la práctica un mercado? En el régimen metálico hay dos factores en lo que se ha llamado la *elasticidad* de la circulación. Estos dos factores de la elasticidad han sido los medios de incremento ó disminución de la cantidad de monedas de un mercado en un momento dado. El primero de éstos ha sido el entrar y salir del metal noble (hoy especialmente el oro), ó sea, su importación y exportación. El segundo de estos factores de elasticidad del sistema monetario ha sido la emisión de billetes de banco. El juego combinado de estos dos factores produce la amoldación de la cantidad de monedas á las necesidades de la circulación en cada mercado con régimen monetario metálico.

De estos dos factores de la elasticidad del sistema monetario, el primero de ellos, el movimiento de entradas y salidas de los metales nobles recibe la influencia de la producción de estos metales, la cual no depende de la acción del Estado. La marcha que siga la producción del oro dependerá de los nuevos descubrimientos de yacimientos auríferos que se descubran y de los progresos de la Metalurgia. Sólo el segundo de estos factores, la emisión de billetes de banco, es susceptible de ser regulado á voluntad según las normas que para ello se adopten.

El sistema del billete de banco, en el régimen de la moneda metálica, es un medio precioso de amoldación de la cantidad de monedas á las necesidades del mercado, es un instrumento de elasticidad muy interesante en su funcionamiento. El peligro de tener que convertir á la vista el billete emitido, lo mueve á ser prudente en las emisiones, lo cual está muy de acuerdo con la conveniencia económico-social de no aumentar la cantidad de moneda sino en lo que sea estrictamente necesario. Por otra parte el

banquero estudia los negocios para los cuales se le pide dinero prestado, y prefiere, por lo regular, aquellos documentos que corresponden en realidad á una operación real, como ser, por ejemplo, las letras de un comerciante que vende productos pagaderos á corto plazo. La operación del descuento bancario se refiere por lo regular á *documentos á corto plazo*, lo cual está especialmente dentro de la naturaleza de las operaciones de emisión de billetes de banco. Un documento á largo plazo no es propio para el descuento bancario con emisión de billetes.

Veamos ahora como se realiza la *elasticidad* necesaria para amoldar la cantidad de billetes á las exigencias del mercado en el régimen del papel-moneda ó sea del billete inconvertible.

§ 61. *La regulación de la cantidad de monedas á las necesidades de la circulación en el régimen del papel moneda.*—El papel moneda de curso legal ó forzoso, como comunmente se le ha llamado, ha revestido la forma ó bien de billete del Estado ó bien de billete de Banco ó bien de ambas clases de billetes en combinación. El billete bancario ha sido á la vez de dos clases, ó bien ha sido el billete de un sólo gran Banco del Estado ó privilegiado ó bien el billete emitido por diversos bancos á los cuales se les ha concedido el derecho de inconversión y curso legal de sus billetes.

Además de los billetes que han gozado del carácter de papel moneda de curso legal ha habido también el billete bancario, sin carácter de curso legal sino como billete convertible á la vista por el billete de curso legal. En este caso el papel-moneda de curso legal, sea este billete de Banco ó del Estado, hace las veces de la moneda metálica de curso legal ó sea de la moneda de oro en el sistema del padrón de oro, pues así como en este sistema hay billete de banco convertible en moneda de oro, así también en el papel moneda ha habido billete de banco convertible en papel-moneda.

Voy á ocuparme á continuación de estas diversas clases de billetes por separado.

a) *Billetes del Estado.*—El papel moneda de curso legal ha consistido á veces exclusivamente en el billete del Estado, como ha sido el caso de Chile desde 1898 hasta el presente (1912), y también en ciertos períodos del papel-moneda en el Brasil como ser de 1829 á 1853 y de 1866 á 1889.

En otros casos ha existido el billete del Estado en combinación con el billete de banco, ya sea que este haya gozado del carácter de curso legal ó que sea convertible en el billete del Estado. Es el caso de Chile desde 1879 á 1895, el caso de los Estados Unidos, el caso del Brasil en algunos períodos de su papel-moneda, el caso de Austria y de Italia.

Bajo el punto de vista de la elasticidad del sistema monetario puede decirse que un papel-moneda compuesto única y exclusivamente de billetes del Estado está en desventajosa condición para amoldarse á las exigencias variables de la circulación. No hay una base ó norma objetiva para graduar según ella las emisiones á las necesidades del mercado; se procede por apreciaciones arbitrarias. A menudo sucede que son las operaciones del mercado los que deben amoldarse á la cantidad de billetes en circulación y no la cantidad de billetes en circulación á las operaciones del mercado.

Podemos al respecto citar como caso típico el de Chile desde 1898 hasta el presente. Este es el caso de un papel-moneda fiscal ó del Estado emitido, no por necesidades financieras, no por apuros del Gobierno, sino para atender las necesidades de los bancos y de la circulación en general. Ya hemos visto los orígenes de este caso de papel-moneda (§ 13). Estando los bancos en una situación crítica de pánico, se autorizó primeramente una moratoria y se emitió en seguida papel-moneda fiscal. Cuando se trató de fijar la cantidad de papel-moneda que debía emitirse, se acordó la cifra de 50 millones de *pesos*. Con igual razón se habría podido acordar la cifra de 70 millones, ó cualquiera otra al rededor, pues se trataba únicamente de una apre-

ciación prudencial. Tres años antes en 1895, cuando se inició la corversión del papel-moneda, la cantidad total de billetes en circulación era de $ 59.493,000. Como continuaba el país pasando por un período de crisis aguda, de abatimiento de los negocios y de baja de precios, esta cantidad de 50 millones en billetes del Estado, que era el único billete en circulación, fué suficiente para el desenvolvimiento de los negocios que acababan de atravesar un período con moneda de oro mantenida en medio de la desconfianza y de la crisis. Desde 1898 á 1904 no hubo más moneda, á parte de la de vellón, que estos 50 millones de pesos en billetes del Estado. La crisis fué liquidándose poco á poco, la situación internacional que había inspirado desconfianzas, se hacía muy tranquila. Tras de la liquidación de la crisis empieza á producirse un gran movimiento de resurgimiento de los negocios y de alza de valores bursátiles. En 1904 estando el cambio internacional con pequeña depreciación, comienza á dejarse sentir una falta de monedas para dar á los negocios el desarrollo que tomaban. En vez de irse á la conversión ó caja de conversión, y ante el clamareo de los Bancos que se quejaban de falta de monedas, de disminución de sus cajas, el Gobierno, sin tener necesidad financiera alguna y con el sólo fin de atender á las exigencias de la circulación monetaria, acordó aumentar la emisión de billetes fiscales en 30 millones de pesos, con lo cual la circulación total de billetes quedaba fijada en 80 millones. Esta nueva cifra de 30 millones era tan arbitraria como lo había sido la de 50 millones en 1898. Con igual razón pudo haberse dicho 20 ó 40 millones en vez de 30. A estos 30 millones de billetes de reciente emisión se les invirtió en su mayor parte en compra de bonos hipotecarios, ó sea en darlos á préstamo al público, con lo cual se excitaba más la fiebre especulativa que se desarrollaba en los negocios de bolsa. A fines de abril de 1906 los bancos empiezan á quejarse nuevamente de falta de circulante. Se nota una disminución de las cajas que empieza á alarmar á algunas de nuestras más fuertes instituciones de crédito. Se

llega aún á correr el rumor de que los bancos se encuentran en el caso de cerrar sus puertas si no se incrementase la emisión. Los billetes en caja en todos los bancos según resúmen del Ministerio de Hacienda eran:

| | |
|---|---|
| En 31 de Enero de 1906..... | $ 34.335,219 |
| „ 28 de Febrero de 1906..... | 25.735,428 |
| „ 31 de Mayo de 1906..... | 22.228,408 |

¿Cómo remediar á esta falta de *elasticidad* de la circulación de los billetes del Estado? Como el premio del oro era ahora en 1906 considerable, no era posible pensar como pudo pensarse en 1904, en una *caja de conversión* ó en *la conversión del billete*. Además, como el país pasaba por un período de fiebre especulativa muy intenso, la opinión reclamaba facilidades para seguir adelante en el alza de valores. De aquí vino que en este mismo año 1906 el Congreso acuerda un nuevo incremento de la cantidad de billetes de 40 millones de pesos, con lo cual la circulación total quedaba en 120 millones. El Gobierno depositó la mayor parte de estos fondos en los Bancos, y de esta manera ponía mejor el fuego ó la hoguera de la inflación que en varias ocasiones había amenazado decaer.

En 1907 en presencia de la crisis que se manifiesta, y sin necesidades fiscales, como en los casos anteriores, el Congreso acuerda una nueva emisión de 30 millones de pesos en billetes fiscales. En todo este período de tiempo se ha producido una fuerte alza de los precios, de salarios, sueldos, propiedades rústicas y urbanas, etc., etc., y el premio del oro también ha subido bastante desde 1904. Hoy en 1912 se ha producido un evamente la crisis monetaria. Los bancos han suspendido sus operaciones de préstamos y descuentos y se han presentado al Gobierno pidiendo se remedie la situación. La presión ha sido tal que á pesar de haberse manifestado la voluntad del Congreso de no aceptarse nuevos incrementos de las emisiones se ha apro-

bado la llamada *caja de emisión* que no es sino una facultad de emisión de billetes bancarios.

Sean cuáles sean las circunstancias que en todos estos casos hayan intervenido, queda en pie, como una consecuencia bien clara, que la regulación de billetes por el Estado á las necesidades de la circulación se ha hecho en una forma arbitraria. Se ha procedido por apreciaciones que no han podido tener sino la base del criterio ó modo de pensar de los hombres de Estado.

Esta periodicidad de las crisis monetarias que se deja sentir en Chile en 1904, 1906, 1907 y 1912, habiendo todas ellas sido remediadas con aumentos arbitrarios de las emisiones que han tendido á producir una situación de inflación, se ha observado también en otros países. Cada crisis remediada con las nuevas emisiones engendra la crisis siguientes y exige en seguida más billetes, así como sucede á los morfinamos que provocan sus crisis con el narcótico y encuentran también en él su alivio.

A. Wagner recordando esas crisis de crédito en las cuales se deja sentir una gran escasez de moneda y refiriéndose á los países que, como en el caso de Rusia que él estudiaba en 1868, tienen papel-moneda, observa lo siguiente: "En tales circunstancias no se presentan sino dos caminos. O bien se aumenta nuevamente la cantidad de papel-moneda ó bien se deja que poco á poco se vaya amoldando la circulación á la falta de monedas con sus consecuentes influencias de paralización de los negocios y de la baja de los precios. El primero de estos caminos ayuda indirectamente, pero ayuda solamente en una forma pasajera"...

En seguida observa de cómo el alivio que se siente con la nueva emisión de billetes es pasajero, pues al poco tiempo vuelven á producirse los mismos fenómenos de paralización en el crédito y el mismo clamoreo, la misma falta de monedas que se había dejado sentir antes. Todo esto infla los precios y aleja de la posibilidad de volver al régimen metálico. Vuelta á producir esta situación de crisis monetaria, al poco tiempo el remedio tendrá que ser despues un nuevo

aumento en las emisiones .y así se continúa hacia adelante, con crisis monetarias periódicas y con sus consiguientes incrementos de las emisiones (1).

El autor colombiano Antonio J. Iregui, recuerda también esta sed de emisiones del *inflacionismo*, que continuamente siente que el *d nero escasea* y pide que se emita más papel.

En los Estados Unidos en el papel-moneda de la guerra de secesión, no sólo hubo además del billete del Estado billete bancario sinó que también había ciertos bonos del Estado que ganaban interés, los cuales podían ser empleados ó como inversión de capitales ó como monedas según las conveniencias del tenedor de ellos. Según Mitchell (2), el sistema monetario de entonces, así combinado con los billetes bancarios y con estos bonos que ganaban interés, era muy satisfactorio por su elasticidad.

*b) Billetes emitidos por un Banco del Estado ó privilegiado con el carácter de moneda de curso legal.*—Este sistema de emisión de billetes de banco con el carácter de papel moneda de curso legal, ha constituído un monopolio en favor de una gran institución bancaria, ya sea esta Banco del Estado propiamente tal ó solamente Banco privilegiado.

En los países en los cuales han existido estas grandes instituciones bancarias, ligadas especialmente al Estado, y rodeadas de un suficiente grado de crédito para inspirar la confianza necesaria, como lo vimos (Parte I), el papel moneda se ha incorporado, por lo regular, á los billetes de estas instituciones bancarias, los cuales billetes dejan de ser convertibles á la vista y pasan á tomar el carácter de moneda de curso legal. Es el caso del papel moneda de Inglaterra (1797-1821); el caso de Francia con motivo de la guerra con Alemania (1870-1877); el caso del Banco del Brasil hasta 1836 y después de 1853 á 1857 y del Banco de la República del Brasil de 1892 á 1896. En la República Argen-

(1) *Die russische Papierwährung*, pág. 73.

(2) History of the greenbaks, pág. 209.

tina el papel moneda ha revestido siempre de preferencia la forma de billete de un banco privilegiado, como lo fué el Banco Nacional de 1828 á 1867, el Banco de la Provincia de 1876 á 1883 y el Banco Nacional después.

El Estado influye en la dirección del Banco y en su política monetaria; casi puede decirse que es el Estado mismo el que emite por intermedio del Banco privilegiado. El monto de las emisiones de billetes se regula por las necesidades monetarias del mercado, como ser por los préstamos y operaciones de descuento; también según las necesidades financieras.

Bajo el punto de vista de la elasticidad de la moneda para amoldarse á las variables exigencias del mercado monetario, una institución bancaria seria é inteligentemente dirigida con el propósito de satisfacer los intereses públicos, como ha sido el Banco de Inglaterra, el de Francia, el Austro-Húngaro, etc., ha podido prestar valiosos servicios al Estado durante el régimen del papel moneda; y también en las operaciones para volver al régimen de la conversión metálica.

Cuando en 1810 el comité inglés del "*Bullion report*", trataba de averiguar si la cantidad de billetes emitida por el Banco de Inglaterra era ó nó excesiva, llamó á declarar á Mr. Whitmore, que fué Gobernador del Banco, el cual dijo: "The criterion by which I judge of the exact poportion to be maintained between the occasions of the public, and the issues of the Bank, is by avoiding as much as possible to discount what does not appear to be legitimate mercantile paper". De esta manera declaraba Mr. Whitmore que la norma del Banco para sus emisiones estaba en el descuento de los documentos que aparecían como una legítima operación de negocios comerciales ó industriales. A continuación declaró Mr. Pearse Gobernador á la sazón del Banco y refiriéndose á la manera en que se emitían los billetes, por medio del descuento de documentos dijo que de esta manera no podía haber temor de un exceso de billetes pues sólo se emitían los que el público mismo iba nece-

sitando para el desarrollo de sus operaciones de comercio "The amount of the Bank notes in circulation as being controlled by the occasions of the public, for internal purposes" y agregaba: "from the manner in which the issue of Bank notes is controlled, the public will never call for more than is absolutely necessary for their wants". Ambos, Mr. Whitmore y M. Pearse, estuvieron contestes en que el Banco no aceptaba al descuento todo documento que se le llevaba, sinó que los examinaba y emitía los billetes necesarios no teniendo en vista su propio interés sino el interés público.

La comisión informante de dicho documento observaba, por su parte, que habiendo cesado la conversión del billete del banco, dejaba ya de funcionar aquel mecanismo que aseguraba que el billete emitido no estuviera en exceso en la circulación. Si el billete estaba en exceso se le llevaría al banco para canjearlo por metálico, y para precaverse de esto el Banco sería siempre muy cuidadoso de su emisión. Con el billete inconvertible el Banco no tenía sobre sí amenaza alguna por el exceso de billetes emitidos. Esta observación del comité tiene su importancia; pero á ella respondía el Banco, por boca de sus gerentes, que al *estudiar los documentos para descontar y emitir billetes no tenía en vista sus propios intereses privados ó sea sus propias ganancias sino el interés público.* Yo quiero llamar la atención hacia esta circunstancia que es muy importante. Si el banco emisor de billetes inconvertibles y de curso legal, sólo persigue sus ganancias privadas, existe, sin duda, el peligro de un exceso en las emisiones porque no tiene sobre sí la espada de Damocles del peligro de tener que convertir sus billetes por metálico; *por este motivo sólo un banco manejado inteligentemente, teniendo en vista el interés público de atender únicamente aquellos préstamos que correspondan á operaciones reales del mercado y á corto plazo,* como lo son, por ejemplo, los documentos comerciales, sólo un banco en estas condiciones puede gozar del privilegio

de emitir billetes inconvertibles sin limitación de un *máximum* fijado por la ley.

La administración de un tal banco procura ahorrar en cuanto sea posible la emisión de billetes, ó sea procura atenerse á las verdaderas exigencias de las operaciones reales del mercado. Si un banco privado cuyo objeto es únicamente procurarse ganancias, tiene la facultad de emitir billetes inconvertibles de curso legal, se corre el peligro del abuso de las emisiones de billetes, pues el interés privado de esta clase de instituciones los impulsa al incremento de ellas. No sucede así con un gran Banco del Estado ó privilegiado. En el caso, por ejemplo, de la inconversión del billete del Banco de Francia en 1870, la ley de 29 de Diciembre de 1871 fijó el límite máximo de la emisión de billetes en 2.800 millones de francos y la ley de 15 de Julio de 1872 en 3.200 millones, pero el banco no llegó jamás á alcanzar este límite máximum, pues el máximum de la emisión de 1872 fué de 2.678 millones.

El peligro para estos grandes Bancos privilegiados ó del Estado de exceder en sus emisiones las necesidades de la circulación, ha estado en los préstamos al Estado con ocasión de situaciones financieras difíciles como ser por ejemplo en casos de guerra.

No está demás repetir aquí que la regulación de la cantidad de billetes á las necesidades del mercado no significa que el cambio internacional no pueda sufrir las fluctuaciones que por desgracia sufre á menudo en el régimen del papel moneda. La amoldación de la cantidad de billetes á las necesidades internas del mercado, como se realiza por medio del billete bancario, no produce la estabilidad del nivel del cambio (1).

A veces sucede que además del billete de este Banco privilegiado existe el billete del Estado, teniendo ambos el ca-

---

(1) De este documento inglés llamado el *bullion report* me ocupo en la Parte II § 35.

rácter de papel-moneda de curso legal. Este ha sido el caso del Brasil en donde además de los billetes bancarios ha existido también el papel-moneda del Estado. En estos casos la elasticidad de la circulación de billetes puede conseguirse por medio del Banco emisor.

c) *Billetes emitidos por diversos bancos con el carácter de papel-moneda de curso legal.*—A veces el papel-moneda ha consistido únicamente en el billete de los diversos bancos particulares con derecho de emitir que hay en el país, los cuales por la fuerza de la ley toman el carácter de inconvertibles y de moneda de curso legal. Es el caso que vimos en el Perú en 1875 y es también el caso de Chile de 1878. Al monto de la emisión de billetes autorizada se le fija un límite máximo, ó se la hace garantir en alguna forma especial que no permita emitir el billete á voluntad, pues de otra manera se correría el grave peligro de que los diversos bancos, como que son instituciones particulares que persiguen una ganancia privada, abusaran del derecho de emitir.

En Chile en 1878, el monto de la circulación de billetes de banco, antes de la ley de inconversión era $ 8.300.000, repartidos entre los diversos bancos de emisión entonces existentes. Según la ley vigente, esta suma podría elevarse hasta el límite máximo del 150% del capital bancario, y siendo el capital total de todos los bancos igual á $ 19 millones en números redondos, el máximum de la emisión de billetes convertibles á la vista en metálico, podía llegar á más de 28 millones. La ley de inconversión y curso forzoso de 1878, dió el carácter de papel-moneda inconvertible y de curso forzoso á 15 millones de pesos en billetes bancarios, distribuídos entre los 11 bancos existentes, más ó menos á proporción de su capital. Este privilegio duraba hasta el 31 de Mayo de 1880. Pero la ley les dejaba siempre el derecho de emitir hasta 28 millones como antes, en billetes, pero de estos billetes sólo tendrían curso legal los 15 millones, autorizados por la ley, los demás serían bi-

lletes convertibles en aquellos. Los billetes de curso legal llevarían un timbre especial que los diferenciaba. Además la ley de 1878, exigía á los bancos un depósito en arcas fiscales de cédulas ó bonos hipotecarios por un valor equivalente al monto de su emisión de billetes inconvertibles. El Estado era fiador ante el público de la vuelta al régimen de conversión del billete bancario en el plazo fijado por la ley. En 1879, con motivo de la guerra, se emitió el billete fiscal ó sea del Estado que circuló un tiempo en combinación con el bancario que también era de curso legal, y que en seguida pasó á ser el único billete de curso lagal.

El caso del Perú de 1875 tiene mucha analogía con este de Chile de 1878, como puede verse en la Parte I (§ 11).

En el Brasil funcionaban diversos bancos particulares desde 1836 hasta 1853, que emitían *vales* que servían como de billetes, convertibles en el papel moneda del tesoro que entonces circulaba como moneda de curso legal. En 1853 se centralizó la emisión en el Banco del Brasil, tercera institución privilegiada creada con este nonbre. En 1857 se concedió nuevamente por el Gobierno el derecho de emitir á diversas otras instituciones bancarias, á pesar de estar vigente el privilegio de monopolio acordado en 1853 al Banco do Brazil. En 1866 se volvió á suprimir todo derecho de emitir á los Bancos y la circulación monetaria quedó reducida á los billetes del Estado hasta 1889, año en que se aprobó nuevamente una ley de autorización de emisión bancaria, y vino en seguida el cambio de Gobierno, ó sea la República.

En 17 Enero de 1890 un decreto con fuerza de ley permitió á los bancos del Brazil emitir billetes contra garantía de bonos (*apolices*) y los billetes emitidos tendrían curso legal. Poco después se permitió la emisión bancaria sobre la base de una garantía no ya de *apolices* ó títulos de deuda sino con un depósito en oro equivalente á la mitad de la emisión de billetes; así, por ejemplo, con 25.000 *contos* en especie se podía emitir 50.000 *contos* en billetes. Ambos sistemas, el de emisión con garantía de bonos y el de emisión con ga-

rantía de un 50% en oro quedaron en vigencia. Durante este primer período de la República no había estabilidad alguna en la política financiera y monetaria; pero puédese sí notar como característica de esta, que dominaba un espíritu inflacionista en las emisiones de billetes bancarios. En 1889 la cantidad total de billetes era de 197 millones de *mil reis*, siendo de estos 179 millones del Estado; en 1891, la circulación total era de más de 500 millones, siendo todo el incremento de billetes de banco. El cambio internacional que en 1889 fluctuaba alrededor de 27d por *mil reis* ó sea á la par, en 1881, al terminar el año, estaba alrededor de 11d por *mil reis*.

*a) Casos en que el billete de Banco no tiene curso legal sino que es convertible en el papel-moneda de curso legal.*—El billete de Banco, que jurídicamente hablando es una orden de pago pagadera en la moneda legal, que el Banco gira sobre sus propias cajas á la vista y al portador, ha sido una institución, como sabemos, existente en casi todos los países con sistema monetario metálico, que en el curso de su vida han pasado por el papel moneda. Cuando el billete que constituye el papel-moneda de curso legal es billete del Estado, como fué el caso de los Estados Unidos en 1862, ó es el billete de un Banco privilegiado como fué el caso de Inglaterra, los billetes bancarios existentes suelen continuar como antes siendo órdenes de pago pagaderas en la moneda legal que en el caso del papel moneda es el billete de curso legal sea este del Estado ó de algún Banco privilegiado. Bajo el aspecto jurídico el billete de Banco que en el régimen metálico era una orden ó mandato de pago en la moneda metálica, en el régimen del papel no varía de naturaleza, pues continúa siendo un mandato de pago pagadera en la moneda legal que es ahora papel moneda.

En los Estados Unidos en 1862 al aproximarse la crisis tras la cual vino el papel-moneda, había, como de costumbre, billetes de Banco, pagaderos en la moneda metálica. Después de la ley que autorizó el papel moneda (*legal ten der act*) estos billetes quedaron como pagaderos en el bi-

llete del Estado (*treasury notes*) declarado de curso legal por la ley. Si como se ve el régimen del papel-moneda no alteraba el aspecto jurídico del billete de Banco en los Estados Unidos, en cambio no parece tan claro que no alterase su naturaleza económica monetaria. El Senador Sherman decía al tratarse de la ley sobre bancos de emisión de 1863 (1): "Después de suspendido el pago en especies, el poder de emitir billetes de banco es lo mismo que el poder de fabricar la moneda. Si vosotros dais á un individuo ó corporación el poder de emplear sus vales ó billetes como moneda en circunstancias en que no está obligado por la necesidad de pagarlos en oro ó plata, vosotros le dais practicamente el poder de fabricar moneda". En realidad parece que el público que entre el billete de banco y la moneda metálica hace una distinción bastante marcada, no la hace tanto entre el billete de banco y el papel-moneda de curso legal, y esto permite á los bancos aumentar sus emisiones de billetes sin temor á las exigencias de conversión. Para el público no hay diferencia bien marcada entre el billete de banco que no es de curso legal y el que es de curso legal, sobre todo cuando el Gobierno mismo acepta en pago de contribuciones y demás pagos públicos y municipales al billete bancario. Si en el régimen de la moneda metálica, el billete de banco (bajo el punto de vista económico) es algo más que un mero mandato de pago, como lo es el cheque, es algo más que un mero subrogado de la moneda metálica, pues participa también de las funciones monetarias de la moneda metálica, en el régimen del papel moneda este carácter monetario del billete de banco se acentúa más aún, ó sea se deblita más su carácter de mero subrogado de crédito de la moneda de curso legal. Por este motivo un régimen liberal de facultad de emitir á los bancos particulares, es especialmente peligroos en el régimen del papel-moneda.

En los Estados Unidos, en 1863, se modificó la ley de emisión de billetes de banco siendo las siguientes sus principales disposiciones: Cinco ó más personas pueden fundar una asociación bancaria, depositando $ 50.000 y más en bonos

del Gobierno, y adquiere el derecho de emitir billetes por el 90% del valor de los bonos depositados. Estos billetes eran admisibles en pago de toda deuda al Gobierno, excepción hecha de los derechos de importación. Los bancos debían pagar al Gobierno una contribución de 1/2% semestral del monto de su circulación de billetes y depósitos y debían convertir sus billetes por la moneda legal en el local de su emisión. Se fijaba también un límite máximo de $ 300 millones al monto total de la emisión de billetes bancarios. Se establecía una oficina pública especial para fiscalizar el cumplimiento de la ley.

En Chile, según hemos visto en el párrafo anterior, en 1878 se declaró la inconversión y curso forzoso de los billetes de los bancos existentes hasta el 1º de Mayo de 1880. En 1879 vino la guerra del Pacífico y se emitió para atender los gastos del Gobierno el billete fiscal como moneda de curso legal. En 1880, cuando cesó el plazo para la inconversión del billete bancario quedó éste circulando, bajo el imperio de la ley de bancos vigente, como billetes convertibles á la vista en la moneda legal, que en esa época era el billete fiscal. O sea que desde 1880 hacia adelante hasta las leyes de conversión de 1895, la moneda de curso legal fué el billete fiscal, y á la vez circuló el billete bancario como convertible en la moneda legal. Débese advertir también que al billete bancario se le había dado el privilegio de admisión en arcas fiscales, lo cual, como ya lo observé antes, lo asemejaba más aún al billete fiscal, en la realidad económica de sus funciones, aún cuando bajo el aspecto jurídico sólo era moneda legal el billete fiscal.

En Inglaterra, durante la época de la inconversión de los billetes del Banco de Inglaterra, la moneda legal (legal-tender) fué el billete de este banco; pero además circulaban los billetes de otras instituciones bancarias los cuales eran convertibles en el billete del Banco de Inglaterra.

---

(1) Bolles - Financial History of the U. S., pág. 210.

---

# PARTE III

## FIN DEL PAPEL-MONEDA

### CAPITULO I

#### CLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES DE CONVERSIÓN QUE DAN FIN AL PAPEL MONEDA

§ 62. *¿Qué llamamos fin del papel-moneda?*—Uno de los caracteres históricos, como ya lo hemos visto, en el sistema monetario del papel-moneda, es aquello de haber sido siempre considerado como un régimen transitorio como una especie de paréntesis más ó menos prolongados, intercalada en la circulación de la moneda metálica. El fin del papel moneda es la terminación de este régimen monetario y la vuelta á la moneda metálica, de valor intrínseco, ó sea de acuñación libre é ilimitada.

Como en el régimen del papel-moneda propiamente tal, el billete es inconvertible por el que lo emite, sea este un Banco ó sea el Estado, por este motivo al régimen de las Cajas de Conversión de Argentina y de Brasil que constituye un sistema de papel-moneda convertible, ó sea de papel-moneda con estabilidad de cambio internacional, lo coloco en esta parte en que se trata del fin del papel-moneda.

La conversión pone fin al régimen llamado de la inconvertibilidad del billete.

En la presente parte me ocuparé de clasificar y exponer las operaciones de conversión de los principales casos de papel moneda que recuerda la historia.

§ 63. *Móviles que determinan á dar fin al papel moneda.* —Las cualidades monetarias de los metales nobles les han asegurado, desde los más remotos tiempos, un rol preponderante en los usos monetarios. Sus preciosas cualidades químicas y físicas los han hecho muy aptos para la fabricación de monedas y de objetos de adornos. Agréguese á esto la rareza ó dificultad de adquisición ó sea la relativa escaséz en que ellos han estado á la disposición del hombre, y se comprenderá sobradamente el gran valor que se les ha atribuído.

La fácil transportabilidad de que ellos han gozado, á consecuencia de su gran valor en poco peso y volumen, los ha hecho especialmente aptos para ser transportados en el comercio entre pueblo y pueblo. Esta cualidad ha sido especialmente preciosa en el comercio de la antigüedad, cuando los medios de comunicación y de transporte eran muy primitivos, como sucedía con las caravanas de mulas y camellos ó con los bajeles de madera que servían para atravesar los mares.

Además sus mismas cualidades químicas y físicas los han hecho especialmente aptos para la fabricación de monedas. Se han prestado para constituir la moneda nacional de cada Estado, y á la vez para servir de moneda internacional. Acuñado el metal con el sello de un Estado ha constituído la moneda legal dentro de un territorio; exportado al extranjero ha podido cambiar de sello y constituir la moneda de otro Estado. Preciosa cualidad que ha asegurado á los metales nobles el predominio monetario,

Atendiendo á las necesidades de la circulación monetaria interna de cada pueblo, la moneda nacional que tiene el carácter de curso legal, como lo es por el ejemplo el papel-moneda, es del todo satisfactoria. Si los diversos Estados hubieran vivido en una absoluta separación económica, cada uno de ellos habría adoptado su moneda especial, y no habría existido el problema de los cambios internacionales.

Pero en la realidad práctica las necesidades del comercio no se han circunscrito á los límites del territorio nacional

de cada Estado, sino que, por el contrario, se han manifestado muy principalmente en las relaciones entre pueblo y pueblo. La diversidad de la producción de las diferentes zonas, impulsa al comercio entre las regiones tropicales, las templadas y las frías. Los países mineros surten de metales á los que no lo son, y los industriales y manufactureros envían sus mercaderías á los diferentes mercados del mundo. *Pues bien, las exigencias de estas relaciones de comercio entre pueblo y pueblo han constituído una fuerza que ha actuado en el sentido de la moneda internacional, ó sea de la moneda que puede servir como medio de cambio y pago común entre diversos pueblos. Y esta misma fuerza es la que ha asegurado el triunfo monetario de los metales nobles como sustancia monetaria.*

El oro y la plata han constituído desde los más remotos tiempos la substancia monetaria de los principales pueblos que recuerda la historia. El bimetalismo ó sistema de estos dos metales, ha imperado como régimen monetario internacional durante largos siglos. El que tenía monedas de plata ó de oro, podía con ellas pagar deudas en el extranjero pues ambos metales gozaban de igual rango monetario en la proporción correspondiente. Durante mucho tiempo, por ejemplo, un gramo de oro ó 15 gramos de plata, han sido perfectamente equivalente en las funciones monetarias. Si se hubiera realizado el acuerdo, entre todas las naciones, del bimetalismo internacional, este régimen monetario habría continuado imperando.

Si los diversos pueblos hubieran tenido cada uno una moneda de curso meramente nacional, como lo es el papel-moneda, las relaciones de los pagos internacionales se habrían dificultado grandemente con la complicación de las fluctuaciones de la relación de valor entre la moneda de los diversos países. Así como se han hecho convenciones y negociaciones internacionales para la adopción de un sistema general de pesos y medidas, como lo es el sistema métrico que ha venido á terminar con la anarquía de los diversos sistemas de pesos y medidas de cada país, así como se hacen es-

fuerzos en pro de una lengua universal como sucede con el movimiento Esperantista, así se habrían también hecho esfuerzos para terminar con la complicación de los diversos sistemas monetarios por medio de la adopción de la moneda universal. Felizmente la fuerza misma de las necesidades económicas, esta poderosísima palanca del progreso de las instituciones económico-social, se ha encargado al través del desarrollo histórico de los pueblos, de impulsarlos silenciosa y activamente hacia la moneda de curso internacional, constituída por el predominio monetario de los metales nobles.

De esta misma manera se ha impuesto la reforma monetaria hacia el padrón de oro moderno y el abandono del antiguo bimetalismo, después de la adopción de este sistema por la Inglaterra á principios del siglo XIX. La Inglaterra era en esa época una gran potencia económica y comercial, de tal manera que su resolución en favor del oro fué el inició del predominio monetario de este metal. Si Inglaterra hubiera adoptado el padrón de la plata en vez del de oro, las reformas posteriores en favor del oro no se habrían, sin duda, producido como se produjieron. Como Inglaterra era una gran potencia económica y como el bimetalismo no pudo llegar á un acuerdo internacional, la reforma monetaria fué operándose en favor del oro cuyo predominio se manifestó desde su adopción por Inglaterra. El Imperio Alemán, después de 1870, adopta el padrón del oro siguiendo el ejemplo de Inglaterra, con la cual mantenía importantes relaciones económicas. La Unión Latina sigue después igual evolución, y á medida que aumenta el número de Estados que adoptan el oro, aumenta también la fuerza que impulsa á los demás Estados que aún tenían plata, ó papel, á seguir la misma evolución hacia el oro. Los países que tenían la moneda de plata, como restos del antiguo bimetalismo, se han apresurado á adoptar la de oro, para gozar de las ventajas de la estabilidad del cambio internacional. Al presente el predominio del oro es absoluto.

Los países que tienen el padrón de oro no pueden sufrir fluctuaciones de su cambio internacional, sino dentro de los estrechos límites de los gastos de remisión de la moneda de un país á otro; porque la moneda de oro de un país puede pasar la frontera nacional y llegar á otro país de padrón de oro á convertirse en la moneda nacional, merced á la libre acuñación de la moneda. De esta manera el franco francés puede, con sólo los gastos de remisión de la moneda y á veces con un pequeño impuesto de acuñación, puede convertirse en el marco alemán ó en la libra esterlina de la Inglaterra. El oro ha venido de esta manera á constituir la moneda de curso internacional, lo cual le ha dado una superioridad incontestable sobre las otras monedas de plata ó de papel.

*Esta fuerza silenciosa y constante que ha actuado en favor de la moneda de curso internacional, esta misma fuerza que ha obligado a los países que conservaban el antiguo bimetalismo á plegarse á las reformas del padrón de oro, es la que ha actuado en el régimen monetario del papel moneda en el sentido de tender á ponerle fin, como medio de conseguir la estabilidad del cambio internacional.* Cuando las fluctuaciones del cambio han sido muy exageradas, como tantas veces ha acontecido en el régimen del papel-moneda, la fuerza que impulsaba á abandonarla ha sido de tanta mayor intensidad cuanto mayores han sido los perjuicios producidos por tal estado de cosas.

Aún en países en que el papel-moneda ha tenido un curso muy regular y normal como en Austria é Italia, se ha dejado sentir esta deficiencia del billete inconvertible.

En la parte II, (capítulo VI y VII) hemos manifestado los efectos de las fluctuaciones del cambio internacional y ellos explican bien el deseo de salir del régimen de la inconversión, para conseguir la estabilidad del cambio internacional.

Y lo que manifiesta también que la razón capital del abandono del régimen de la inconversión para pasar á adoptar la base metálica ha sido esta necesidad de la mo-

neda internacional, es que muchos países han mantenido su papel moneda ó sus monedas de plata de acuñación limitada, para atender todas las necesidades de la circulación nacional, y han adoptado la conversión al oro sólo como medio de atender á los pagos internacionales, ó sea como medio de mantener con estabilidad, el tipo del cambio internacional. Esto prueba una vez más que para las necesidades monetarias nacionales, la moneda local, ya sea de papel ó de metal, que goza del carácter de curso legal, es plenamente suficiente. En estos casos la conversión del billete ó de la plata puede perfectamente ser hecha en buenas letras de cambio sobre el extranjero y esto basta para mantener con estabilidad el cambio internacional, en condiciones normales de confianza. Es el caso de Austria después de sus reformas monetarias de 1892, y, en gran parte también, el caso de las cajas de conversión de Argentina y del Brasil. En el Uruguay no circula una moneda de oro nacional á pesar de tener el país el padrón de oro; para los efectos de la conversión del billete se usa la moneda de oro extranjero ó la letra de cambio, cuando se solicita el canje. Para atender á las necesidades de los pagos internacionales basta la estabilidad del cambio internacional. "*Der feste Kurs als letze Ziel*," como dice Knapp.

Además de esta causal relativa al cambio internacional, en ciertos casos, ha actuado también en favor de la adopción de la moneda metálica (hoy el oro) la mayor confianza que ha inspirado esta moneda cuyo valor ha podido tener raíces psicológicas más profundas en el pueblo. Se ha considerado á la moneda metálica como de valor intrínseco por su materia, y, por lo tanto, como libre de toda acción desvalorizante de la política monetaria. En cambio al papel inconvertible se le ha considerado como una moneda cuyo valor ha dependido en gran parte del Gobierno ó Banco emisor, sobre todo en los casos de grandes emisiones y de desvalorizaciones del billete. A menudo encontramos la expresión de "moneda honrada" ó de "moneda natural" al referirse á la metálica, como para significar que el billete

inconvertible envuelve un cierto carácter de poca honradez política, ó que es una institución que pugna con la naturaleza de la moneda. En todo caso estas son manifestaciones de la opinión adversa que se ha formado contra el papel-moneda, especialmente en los casos de depreciación del billete.

En la parte II de este estudio (§ 58) manifesté que dentro del régimen del papel-moneda ó sea del billete totalmente inconvertible, la manera de poder realizar la estabilidad del cambio internacional sería el establecimiento de un papel-moneda de curso internacional. Supongamos, aun que sea poniéndonos en el terreno fantástico de una novela de Julio Verne, que las cuatro ó seis primeras potencias del mundo económico adoptaran un papel-moneda de curso legal en todas ellas. Los demás países, interesados en gozar también de la estabilidad del cambio internacional, tendrían gran interés en formar parte de esta unión monetaria, y la reforma podría llegar á convertirse en universal, así como después de la adopción del padrón del oro por Inglaterra y Alemania hubieron de seguir por igual camino los demás países del mundo civilizado. ¿Llegará esto á realizarse algún día en el supuesto del abandono del padrón de oro moderno? Sin pretender invadir el terreno á los profetas, podemos contentarnos con manifestar únicamente que esto que hoy es tan ajeno á la realidad de los hechos, no sería económicamente un imposible.

§ 64. *Clasificación de las operaciones de conversión.*— El restablecimiento del régimen monetario metálico se ha realizado por dos grandes vías, y sea de dos maneras principales, la una regular ó normal y la otra irregular ó sea anormal.

I). *Vía normal ó regular* es el restablecimiento del régimen monetario metálico por la *conversión* en moneda metálica del billete; ó sea la supresión del carácter de *inconvertible* que mantiene el billete mientras dura el régimen del papel-moneda. En las operaciones de conversión de esta vía normal, la misma unidad monetaria (peso, libra, franco,

etc.), que en el régimen del papel sólo estaba incorporada al billete inconvertible, pasa á incorporarse á la moneda metálica ó al billete convertible en moneda metálica.

II) *La vía anormal ó irregular* es la vuelta de hecho á la moneda metálica no por la *conversión* del billete, sino por el abandono de éste y la adopción en su lugar de la moneda metálica. Es la *desmonetización* del billete inconvertible, en medio de su desvalorización, y la adopción de una moneda metálica en su reemplazo.

La unidad monetaria (peso, libra, franco, etc.) que estaba incorporada al billete papel-moneda, perece en medio de la desvalorización. El que se queda con billetes en su poder no obtiene por ellos sino el insignificante valor al que ha solido retirarlos el Gobierno de la circulación.

La moneda metálica que viene después, á raíz de la ruina del papel-moneda, puede representar cualquier otra unidad monetaria, pues la antigua ya murió con el papel desvalorizado. Esto quiere decir que la unidad monetaria incorporada antes al billete inconvertible no pasa á incorporarse después á la moneda metálica, si nó que muere con la desvalorización del billete, restableciéndose después otra unidad monetaria incorporada á la nueva moneda metálica. Así por ejemplo, siendo el *peso* la unidad monetaria del fenecido régimen de papel-moneda, la nueva unidad monetaria metálica puede tener otro nombre, por ejemplo *libra*, y tener cualquier contenido ó peso de metal fino.

Es el caso de los billetes del sistema Law y de los *assignats* de Francia, del papel-moneda del Perú, etc., que veremos después con más detalles.

---

A su vez, atendiendo al tipo de la moneda metálica que se adopta en las operaciones de conversión, la que llamo vía normal ó regular de las operaciones de restablecimiento

del régimen metálico, se subdivide en otros dos grupos, como sigue:

*A*) Conversiones del billete á la par, ó sea aquellas operaciones en las cuales el billete pasa á ser convertido ó convertible en la misma moneda metálica que representa nominalmente el billete, la que por lo regular es la misma moneda metálica que existía antes del régimen del billete inconvertible. Al hácerse la operación de conversión no hay rebaja alguna del valor de la moneda metálica. La promesa de reembolso que representa en cierta manera el billete se cumple extrictamente por el Gobierno. Es el caso de las operaciones de conversión de Inglaterra, Estados Unidos, Francia en 1877, etc., etc.

*B*) Conversiones del billete no por la moneda metálica que representaba el tipo par si nó por una nueva moneda metálica. No se vuelve á adoptar para la unidad monetaria metálica el mismo valor ó contenido metálico que tenía la moneda metálica que desalojó y representó nominalmente el papel-moneda; si nó que se adopta un contenido metálico inferior, que esté en relación con las cotizaciones reales del cambio internacional. No se cumple extrictamente la promesa de reembolso que envuelve en cierta manera el billete. Es por ejemplo, el caso de Chile 1895, ó el de la República Argentina en su Caja de Conversión.

---

Ahora, si atendemos á otro aspecto, podemos también distinguir otras dos clases de operaciones de conversión de las que pertenecen á la vía normal ó regular á saber:

*a*) Conversiones que significan el restablecimiento completo de la circulación monetaria de la moneda metálica acuñada, con ó sin combinación del billete bancario, como ha sucedido en Inglaterra, Estados Unidos, Francia, Rusia, Chile en 1895, etc.

*b*) Conversiones que mantienen el billete y la moneda de acuñación limitada, como base exclusiva de la circula-

ción monetaria interna de un país, y que proporcionan la moneda metálica de curso internacional, solo para los efectos de dar estabilidad al tipo del cambio internacional. Este es el caso de Austria desde las leyes de conversión de 1892 hasta la fecha, y el de las cajas de conversión de la República Argentina y del Brasil.

He aquí un esquema de esta clasificación:

Fin del papel moneda inconvertible.
- I) Vía normal ó regular de la vuelta al régimen metálico.
  - A) Conversión a) Restablecimiento completo del régimen metálico.
  - B) Conversiones á un tipo de cambio distinto de la par. b) Circulación del billete con cambio fijo.
- II) Vía anormal ó irregular del restablecimiento de la moneda metálica (Desmonetización del papel moneda).

§ *65. Restablecimiento completo del régimen metálico ó papel moneda con cambio estable.*—He dicho, al hacer la clasificación de las operaciones de conversión, que ellas pueden tener por objeto el establecimiento de la circulación de la moneda metálica de acuñación libre en vez del antiguo papel-moneda inconvertible, ó bien la mantención del billete sólo ó acompañado con otras monedas de acuñación limitada como las de plata, niquel, etc., y el establecimiento de un sistema de conversión del billete por la moneda metálica de curso internacional para los solos efectos de mantener un cambio internacional fijo.

Al grupo primero corresponden las operaciones de conversión como las de Inglaterra, Estados Unidos, Francia en 1878, Rusia y Japón. Este último país hizo su conversión

á moneda de plata y ha pasado después al padrón de oro. En el sistema monetario del padrón de oro, las funciones monetarias en el interior del país se desempeñan no solamente por la moneda de oro de libre acuñación que forma la base del sistema sino también por el billete bancario, por la moneda de plata de acuñación limitada y por la moneda de niquel y cobre divisionaria. En realidad, pues, no es un sistema monetario en el cual circule exclusivamente la moneda de oro acuñada, sino en combinación con las demás monedas de curso n..ramente nacional. La moneda de oro sirve de base del sistema, principalmente para los efectos de mantener la fijeza del cambio internacional. Para los efectos de las necesidades internas de la circulación monetaria en un país, tan bueno es el billete como el oro y aún en muchos casos es preferible el billete por su fácil transportabilidad, y por la comodidad que presta para pagos de valores mayores, así como para pagos menores son preferibles las monedas divisionarias de plata, niquel ó cobre. Ambas monedas, la de oro, que sirve de base del sistema y las de billetes, plata ó cobre, circulan en combinación en el interior del país.

Las operaciones de conversión pueden tener también por objeto, no el establecimiento de la circulación material de la moneda metálica, como en el caso anterior, sino únicamente el asegurar la estabilidad del cambio internacional, manteniendo la misma circulación antigua de papel y demas monedas metálicas de acuñación limitada, como ser las de plata, cobre, etc. Es el caso que ha sucedido, como lo veremos después con detalles, en Austria después de las leyes de 1892, y con las cajas de Conversión de la República Argentina y del Brasil.

En este segundo sistema las necesidades de los pagos en el interior del país se satisfacen exclusivamente con la moneda nacional de papel, y con las de plata, niquel ó cobre, que acompañan al billete en la circulación. No circula la moneda de oro acuñada. El oro permanece depositado sirviendo únicamente para el fin de mantener la estabilidad

del cambio internacional. El billete sólo se canjea por oro para los efectos de realizar pagos en el extranjero.

En los párrafos 58 y 59 tratamos de la posibilidad de mantener la estabilidad en el cambio internacional y esta materia tiene relación con la presente. En el párrafo 96 estudio los efectos de las cajas de conversión bajo el punto de vista de la elasticidad del circulante. Me bastará agregar aquí que una circulación de papel con cambio estable, como es el caso de Austria, satisface las exigencias de la elasticidad para amoldarse á las necesidades variables de la circulación y también las exigencias de la estabilidad del cambio internacional. Es por lo tanto completamente satisfactorio bajo estos dos puntos de vistas capitales.

La Rusia, sin embargo, en sus operaciones de conversión no quiso limitarse, como lo hizo el Austria, á la circulación del billete con cambio fijo. El Ministro de Witte en su memoria elevada al Emperador (1) dice que "considère comme très important pour l'avenir de la reforme que la momaie metallique circulle réellement. S'il n' en est pas ainsi et que la presque totalité de l'or du pay reste inmobilisée dans les caisses de la Banque et du Trésor, toute exportation un peu notable de métal se fait inmédiatement sentir a la Banque et aux caisses d'Etat. Le public, habitué à employer comme instrument des échanges les billets de crédit, n'est guère porté à prêter attention aux changements survenus dans la situation du marché monétaire et, comme le prouve l' expérience, accueille avee mé fiánce, avee hostilité même, les mesures, nécessaires en pareille circonstance, qui sont prises pour resserrer l'escompte et les avances. Au contraire, si la monnaie d'or forme une importante fraction de la circulation monétaire du pays, les sorties de métal jaune n' affectent pas seulement les caves de la Banque, mais aussi le marché. La rareté du medium circulant est ressentie tont d'abord par le public; celui ci prend de luil

(1) L' achèvement et l' aplication de la reforme monetaire de la Russie, por R. Ledos de Beaufort. París 1899.

même des mesures en conséquence, tâchant autant que possible de diminuer ses dé penses et d'augmenter la productivité de son travail, et fait ainsi le premier pas pour rêtablir l'equilibre de la balance des paiements. Il devient ainsi bien plus facile au gouvernement d'assurer la stabilité monétaire". Más adelante agrega el mismo Ministro Witte: "Néamoins, l'experience des ces deux dernières annèes montre que le public, accoutumé de longue date à l'usage exlusif du papier–monnaie, le garde de preference, et que l'or et l'argent, à peine sortis des caisses de l'Etat, tendent à y rentrer". En seguida propone, como medida tendente á impulsar el empleo efectivo del oro amonedado en los pagos, la supresión de los billetes de corte menor.

Pero, sean cuales sean las apreciaciones que se hagan al respecto, bajo otros puntos de vistas, lo cierto es que bajo el punto de vista de la *estabilidad* del cambio internacional y bajo el punto de vista de la *elasticidad* de la circulación, el sistema de Austria es tan satisfactorio como el de la circulación real del oro amonedado.

§ *66. Cantidad de moneda metálica y otras circunstancias necesarias para realizar las operaciones de conversión.*— Cuando un país se encuentra en una situación económica próspera, y, sobre todo, cuando domina un espíritu de *confianza*, la vuelta al régimen de conversión del billete ha podido realizarse necesitándose únicamente un *stock* relativamente pequeño de moneda metálica. El billete que es un espléndido instrumento monetario dentro del país en el cual circula, y que, cuando es convertible, se perfecciona mucho más, puede continuar circulando después de iniciadas las operaciones de conversión, tan bien como circulaba antes de ellas. Subrayo la palabra confianza, porque ella constituye una condición especial para que, al iniciarse la conversión del billete, el público continúe sirviéndose de él de preferencia á la moneda metálica. Veamos los antecedentes prácticos al respecto.

Las cajas de conversión de la República Argentina y de Brasil iniciaron sus operaciones sin contar con un fondo

propio de conversión, de tal manera que hubieron de funcionar más bien como *cajas de emisión*. Sus cajas se abrieron al público para recibir el oro que les venía del público emitiendo en cambio sus billetes. En tales condiciones, si hubiera sobrevenido un movimiento de desconfianza, ó una demanda un tanto fuerte de oro para el mercado de cambio, la caja de conversión no habría podido detener la baja del cambio por no contar con un fondo de conversión. A los pocos años después, merced á la prosperidad siempre creciente de ambos países, el oro que vino del extranjero engrosó el fondo de conversión y las cajas llegaron á ser suficientemente potentes para asegurar la estabilidad del cambio internacional, aún en el caso de un movimiento de canje del billete por oro.

En los Estados Unidos en las operaciones de conversión de 1879, había dos clases de billetes, los del Estado que eran el papel-moneda de curso legal cuya conversión corría de cuenta del Gobierno y los de los bancos que deberían ser convertidos por los diversos bancos emisores. Los billetes del Estado en circulación al iniciarse la conversión eran $ 346.681.016, y el fondo de conversión del Gobierno era de $ 157.960.193 en oro y $ 50.078.620 en plata. Los billetes de banco en circulación en igual fecha (noviembre 1°) eran $ 337.181.418 y el oro que tenían en caja era sólo $ 42.173.731 (en octubre 2). En los momentos de realizarse la conversión, reinaba gran confianza en la seguridad y estabilidad absoluta del futuro régimen metálico. El año agrícola había sido excepcionalmente favorable. Iniciadas las operaciones de conversión, los billetes del Estado lejos de ser presentados al canje por oro eran preferidos por el público y otro tanto sucedió con el billete de banco (1).

El Banco de Inglaterra, cuando volvió á la conversión

---

(1)—"Since the day of resumptión the Treasury note and the notional-bank note have been generally preferred in business transactions to coin itself".

*(Report oi the comptroller of the currency 1879.)*

de sus billetes en 1821, tenía en metálico £ 11.233.000, siendo la emisión de billetes de £ 20.295.000.—La operación se hizo en una situación de confianza; y el estado económico del país era próspero, á pesar de la crisis de valorización de la moneda que se produjo en Inglaterra como en los Estados Unidos.

En cambio cuando las operaciones de conversión del billete se realizan en una situación en que no reina el suficiente grado de *confianza*, es necesario que el fondo de conversión sea muy fuerte para resistir al canje de los billetes por metálico. Si se produce en los momentos de la conversión, una fuerte demanda de oro ó sea si el mercado de cambio es desfavorable, se necesitaría igualmente una reserva poderosa de oro. Este es el caso de nuestras operaciones de conversión de 1895, que se llevaron á efecto en una situación bastante desfavorable de desconfianza. El cambio internacional subió artificialmente por efecto de la proximidad de la conversión de 11 d por peso y á 17¾ d en menos de un año de tiempo. La cantidad de billetes en circulación era en total de $ 59.493.300; y el Gobierno, para hacer frente al canje de billetes y para mantener la situación de la reforma ayudando á los bancos hubo de procurarse recurso por cerca de 80 millones de pesos. Véase el capítulo de estas operaciones de conversión en Chile; en él explico con detalles esta situación.

En 1848 el Banco de Austria con una reserva metálica igual al tercio de la emisión de billetes, tuvo que suspender el canje de sus billetes y en Diciembre de 1858 volvió á iniciar la conversión, pero pronto se produjeron complicaciones políticas y en abril de 1859 volvió á suspender el canje de los billetes (1). En 1862, cuado se trataba nuevamente de renovar el canje de los billetes, el economista alemán Ad. Wagner aconsejaba formar un fondo de conversión de 400 millones de florines, para una circulación de billetes de 426 millones.

---

(1) *Moneta e corso forzoso—Carlo F. Ferraris. Milano* 1879.

Las operaciones de conversión de Italia de 1883 se llevaron á efecto contando el Gobierno con un *stock* de moneda metálica mayor que la cantidad de billetes del Estado en circulación, y teniendo los bancos un canje metálico mayor que el tercio de la emisión. La operación se realizó en condiciones regulares; el público tenía confianza en el billete y no lo presentaba al canje. — La situación posterior siguió sin embargo, desarrollándose en forma inconveniente, la balanza comercial siguió desfavorable, vino la desastrosa espedición al Africa, etc. El *stock* de oro fué disminuyendo y en 1890 el premio del oro vuelve á producirse. En la página 288 doi el cuadro del movimiento del metálico y del papel en estos años.

De lo dicho se deduce con claridad que no es posible fijar una regla respecto al monto del *stock* de moneda metálica que sea necesaria para reanudar la conversión del billete. Esto depende de las condiciones en que se lleven adelante las operaciones de conversión. En medio de una situación de confianza y de prosperidad económica, con balanza económica favorable en el mercado del cambio, bastará un *stock* pequeñísimo y aun podría operarse sin necesidad de *stock* metálico alguno, puesto que el oro vendría del extranjero como sucedió en Argentina y Brasil; pero lo normal ha sido la exigencia de un *stock* metálico para poder evitar desde el principio, nuevas alzas del premio del oro. En cambio, cuando las operaciones de conversión se realizan en una cierta situación de desconfianza ó de desequilibrio del mercado del cambio, se necesita que el fondo de conversión sea muy fuerte para poder hacer frente al canje de billetes.

Como ya lo dije antes, dar una regla fija é invariable al respecto de la cantidad de moneda metálica necesaria para emprender las operaciones de conversión sería tan absurdo como dar al banquero una regla que le fije matemáticamente la proporción que debe haber siempre entre el monto de su caja metálica y el monto de sus billetes y depósitos.

| AÑOS | STOCK METÁLICO | | | CIRCULACIÓN DE PAPEL | | TOTAL | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Del Gobierno | Caja de los Bancos | | Del Estado | De los Bancos | | |
| | | Total | Oro | | | | |
| Abril 1883..... | 728 | 319 | 220 | 718 | 794 | 1.512 | —0.85 |
| Junio 1883..... | 578 | | | | | | |
| 1884..... | 443 | 371 | 305 | 611 | 899 | 1.410 | par |
| 1885..... | 275 | 339 | 281 | 493 | 948 | 1.441 | +0.38 |
| 1886..... | 291 | 344 | 301 | 447 | 1.032 | 1.479 | +0.19 |
| 1887..... | 261 | 379 | 314 | 395 | 1.079 | 1.471 | +0.82 |
| 1888..... | 168 | 435 | 354 | 346 | 1.075 | 1.421 | +0.98 |
| 1889..... | 160 | 439 | 358 | 344 | 1.114 | 1.458 | +0.67 |
| 1890..... | 157 | 409 | 354 | 342 | 1.126 | 1.468 | +1.15 |
| 1891..... | 159 | 442 | 371 | 342 | 1.122 | 1.464 | +2.05 |

De aquí viene la importancia de elegir una circunstancia apropiada del mercado del cambio y del estado general del crédito y de la confianza para realizar las operaciones de conversión del billete. La elección del momento oportuno es en estos casos importante para que el tránsito de un régimen á otro se realice sin inconvenientes ni peligros de fracasos. Una situación internacional peligrosa es, por ejemplo, una grave amenaza por las desconfianzas que puede despertar, como sucedió en Chile en 1898. El peligro de la guerra contra la República Argentina llegó á un momento agudo; se corrió que vendría la ruptura de hostilidades y que volveríamos al régimen del papel-moneda, y esto preparó el terreno para la corrida que se dió á los bancos, cuyo resultado fué la vuelta al régimen del papel-moneda. (§ 13). En general puede decirse que la *situación política* ha sido un punto interesante que ha tenido que ser contemplado al emprenderse las operaciones de conversión. Las perturbaciones de la política interna, como ha sucedido en tanta ocasión de la historia americana, han sido á veces escollos tanto ó más graves que las perturbaciones provinientes de la política internacional.

La *situación financiera* ha sido también un aspecto, por lo regular, muy capital que ha intervenido en esto de la calificación de las circunstancias para llevar á efecto la conversión del papel-moneda. Cuando el billete ha sido emitido por el Estado y es él mismo el que realiza la conversión, la operación de la conversión es en sí, en gran parte, netamente financiera. Cuando el emisor es un banco del Estado ó privilegiado, las relaciones de este con el gobierno han sido un factor muy importante que ha tenido que ser tomado en cuenta. No solamente en el caso de bancos privilegiados sinó también en el caso de bancos libres, las relaciones de estos con la situación financiera y con el gobierno, son también un factor importante, como puede observarse en la crisis de 1878 que trajo el papel-moneda bancario en Chile y en la de 1875 del Perú (§ 11 y 12).

Por último la *situación económica* en general ha sido

también un aspecto muy importante que se ha contemplado en estos casos. Principalmente cuando las operaciones de conversión han determinado una alza del valor de la moneda, la situación de prosperidad económica ha sido una condición para soportar los efectos de la valorización, como sucedió en Inglaterra y en los Estados Unidos. Una época de crisis es un momento muy poco oportuno para realizar estas operaciones. Un momento de grave desequilibrio en la balanza de los cambios internacionales (como aconteció en Chile á fines de 1907 y principio de 1908) significaría un obstáculo tanto más grave cuanto mayor haya sido la intensidad del desequilibrio. La situación del *mercado monetario en general*, las facilidades de crédito para empréstitos externos, etc., ha sido también un factor en la apreciación de la oportunidad de las conversiones. Cuando la reforma se hace sin alterar las condiciones del mercado del cambio internacional, se evita con esto la mayor parte del efecto perturbador que pueden tener las conversiones, y se hace más fácil encontrar una situación oportuna para ella.

Todo este conjunto de condiciones han intervenido ó puede intervenir en la elección de las circunstancias para volver al régimen monetario metálico.

Muchas veces en los países con papel-moneda, se ha generalizado la idea de que el régimen metálico sólo puede mantenerse en determinadas condiciones de riqueza ó de equilibrio en el mercado del cambio internacional. Se ha presentado al régimen del papel-moneda como la condición obligada de los países pobres ó de balanza comercial desequilibrada. Esta teoría es exagerada y no está comprobada por la realidad histórica. Países pobres y muy pobres han vivido con el régimen monetario del oro y de la plata y, en cambio, países ricos y muy ricos, han pasado por el papel-moneda. Chile, hasta 1878, fué una de las Repúblicas más pobres y modestas de la América y mantuvo desde la época colonial la moneda metálica del antiguo bimetalismo. En cambio, á partir de la guerra del Pacífico de 1879 (en que

la República incrementó considerablemente su riqueza bajo el punto de vista financiero con los derechos de exportación del salitre y también bajo el punto de vista de la riqueza nacional en general), el país ha vivido siempre bajo el imperio del papel–moneda, con la sola excepción del corto período de 1895 á 1898.

Ha sido una característica de los tiempos modernos el desarrollo del empleo monetario de los billetes en el interior de cada país. En tiempos antiguos sólo se pagaba en oro ó plata. Hoy los pagos en el interior del país, aún en el régimen monetario del oro, se realizan en gran parte en billetes de banco ó en la moneda divisionaria de plata, níquel ó cobre. Este desarrollo del empleo del billete se ha observado en Europa y también se ha verificado en América. En el Uruguay hay régimen de oro y no hay, sin embargo, moneda nacional de oro, ni se necesita, pues los pagos en el interior del país se hacen muy bien en la moneda de plata y en el billete. El oro sirve principalmente para los efectos de los pagos internacionales. Esta condición facilita más el problema de la salida del régimen del papel-moneda inconvertible y el paso al régimen de la conversión del billete, pues este paso se puede hacer sin privar al país de sus monedas de papel, plata ó níquel, á los cuales se ha acostumbrado el público. El caso de Austria ha sido muy demostrativo al respecto (§ 59, 81, 82). El oro va convirtiéndose principalmente en el medio de relacionar los sistemas monetarios de los diversos países, ó sea, de llegar á la moneda de curso internacional.

## CAPITULO II

### Conversiones a la par

§ 67. *Generalidades sobre estas operaciones y casos de Grecia, Francia é Italia.* —Hemos dicho que las conversiones á la par son esas en que el billete se convierte por la

misma moneda metálica que representa nominalmente, es decir, por la misma moneda metálica que existía antes del régimen del billete inconvertible. Como esta operación significa el cumplimiento extricto de la promesa de reembolso que envuelve el billete, como significa que la moneda metálica en la cual se incorpora la unidad monetaria permanece la misma antes y después del paréntesis del papel moneda, es, por consiguiente, la operación de conversión que ha sido considerada siempre como la más normal, la más correcta, la más de acuerdo con las buenas prácticas monetarias.

Se ha considerado que la fe pública ha estado ligada á las promesas de un futuro reembolso hechas por el Gobierno y que por este motivo era necesario cumplir estas promesas aunque para ello se haya requerido vencer dificultades, y entrar en sacrificios.

Pertenecen á este género de operaciones de conversión las de Inglaterra al poner fin á su período de papel moneda de 1797 á 1821; las de los Estados Unidos en el período de papel de 1862 á 1879; las de Francia en el corto período de inconvertibilidad de 1848 á 1850 y después en el período más largo de 1870 á 1878.

También pertenece á esta clase de conversiones el restablecimiento de la conversión del billete bancario en Chile después del corto período de inconversión de 1865, durante la guerra con España. La conversión del papel moneda en el Japón en 1886 se hizo también á la par en la moneda de plata que representaba nominalmente el billete. Dedicaré capítulo especial á las principales de estas operaciones.

Grecia ha acordado también en 1910 volver al régimen de convertibilidad del billete bancario, al tipo par, del cambio internacional. La inconversión del billete en Grecia se ha producido cuatro veces desde su independencia. En 1848 y en 1868, se produjo la inconversión por un corto período de tiempo. En 1877, con motivo de la crisis provocada por la guerra ruso-turca vino nuevamente el papel-moneda. En 1885 se volvió al régimen de la conversión á la par, pero pronto fracazó esta operación y se cayó nuevamente

en el papel-moneda ó sea en el billete de banco inconvertible. El premio del oro, como puede verse en las Estadísticas del § 36, alcanzó en 1895 á 80 por ciento y descendió después hasta ser sólo de 3 por ciento en 1909; lo cual preparaba bien el camino para la conversión á la par (1).

De estas conversiones á la par la que ha presentado menos dificultades es la del caso de Francia en 1877. Puede decirse de ella con propiedad que se hizo por si sola. El *stock* de oro del banco de Francia fué aumentando progresivamente: en Febrero de 1875 era de 1.486,399 francos, siendo la circulación de billetes de 2.575,866.800 francos.—Apesar de no haberse decretado la conversión por la ley, el banco pagaba en oro al que lo pedía desde el 2° semestre de 1874. En 1877, en 15 de Marzo la caja metálica alcanza á 2.211,848.000 francos siendo la circulación de billetes de 2.561,000.000 francos. El banco comenzó á retirar ciertos billetes de corte pequeño por que se prestaban á ser falsificados, y además como pagaba un impuesto de 1 p. 1000 por el monto de su circulación en billetes tenía interés en no aumentarla y procuraba pagar en oro. Por estos motivos aún llegó á pagarse una pequeña prima en favor de los billetes que el Banco se negaba á emitir. El 1° de Enero de 1878 cesó, ante la ley, el curso forzoso de los billetes del banco de Francia, cuando ya habían pasado más de tres años en esta conversión voluntaria (2).

Las operaciones de conversión de Italia (3) llevadas á efecto de 1881 á 1883 pertenecen también á este grupo, pues fueron realizadas á la par. A fines de 1880 el Gobierno envía el proyecto de conversión al parlamento.

El movimiento del cambio internacional había sido el siguiente en el último período de años:

---

(1) *Raphael Georges Levy. Banques d'Emission.* París. *1911.*

(2) *Paul Leroy Beaulieu.—Traite de la science des finances.*

(3) Die Aufhebung des Zwangseurses in Königreiche Italien. (Exposición hecha sobre publicaciones oficiales por el Gobierno de Austria, Viena 1892).—*E. Kochier.* La circulation fiduciaire et les crises du change en Italie et en Espagne.

| Años | Máximum | Mínimum | Premio medio del oro |
|---|---|---|---|
| 1873 | 17.65 % | 11.10% | 13.05% |
| 1874 | 16.85 | 9.50 | 12.22 |
| 1875 | 10.80 | 6.40 | 8.36 |
| 1876 | 9.65 | 7.25 | 8.45 |
| 1877 | 13 75 | 7.65 | 9.68 |
| 1878 | 11.00 | 7.90 | 9.50 |
| 1879 | 14.80 | 9.00 | 11.20 |
| 1880 | 13.05 | 2.15 | 9.49 |
| 1881 | 3.10 | 0.35 | 1.88 |

El papel-moneda por cuenta del Estado alcanzaba á 940 millones de liras y el billete bancario á 732 millones. La ley del 7 de Abril de 1881 determinó la vuelta al régimen metálico y acordó un empréstito externo de 644 millones de *liras* ó sea *francos*, puesto que Italia formaba parte de la Unión latina. Se destinarían de estos 644 millones, 600 al retiro de los billetes que corrían por cuenta del Estado, y los otros 44 millones serían para pagar al Banco Nacional un préstamo en oro. El *stock* de moneda metálica existente en Italia, antes del empréstito se calculaba en 519 millones de los cuales 209 millones eran de oro. Agregada esta suma al producto del empréstito se tendrá un total de moneda metálica de 519 + 644=1,163 millones. La operación del empréstito se realizó satisfactoriamente; y un decreto de 1º de Marzo de 1883, dispuso que á partir del 12 de Abril se iniciaba el nuevo régimen de conversión del billete, que ponía término al curso forzoso. El cambio estaba tan cerca de la par al realizarse esta operación, y reinaba tanta confianza, que el cambio de régimen no se hizo sentir: los tenedores de billetes no se apresuraron á exigir oro, sino que continuaron usando, como antes, el billete. Pocos años después, se volvió á la inconversión, como lo explicamos ya (§ 7 y 66).

## CAPITULO III

### Las operacionfs de conversión en inglaterra (1

§ 68. *Breves antecedentes históricos.*—En la parte primera expuse los orígenes del papel-moneda inglés en 1797.

En 1802, habiendo cesado la guerra, se promovió la cuestión de la vuelta al régimen metálico, pero como el cambio estaba bajo, es decir, con un premio fuerte en favor del oro, se estimó que no era la circunstancia para emprender la reforma.

En 1806 Napoleón declaró el bloqueo de la costa de Inglaterra y siguió el estado de guerra. El precio del oro se mantuvo desde 1802 hasta 1810, como puede verse en el cuadro de la parte II, al rededor de 4 £ papel por la onza *standard* de oro, siendo la par 3 £ 17 *s* 10½ *d.*

En 1810 el premio del oro aumenta. Se nombró entonces por la Cámara de los Comunes una comisión para informar sobre las causas del alza del premio del oro; y de aquí salió el informe tan conocido con el título de "the bullion report".

El "bullion report" es especialmente famoso porque, como ya lo vimos al tratar de la influencia de la cantidad de billetes en el tipo del cambio internacional, se basa en la teoría llamada *cuantitativa*, según la cual el nivel de los precios sube á proporción de los incrementos de la cantidad de moneda en circulación. En consecuencia, "una alza general de todos los precios, una alza en el precio del oro y una baja del cambio internacional, tendrá que ser el efecto de una excesiva cantidad de medio circulante en un país que tiene una moneda no exportable ó no convertible á voluntad en moneda metálica exportable" (§ 1 *The bullion report*).

---

(1) *Andréades.* History of the Bank of England. London.—*Sumner.* The English Banck restriction (*A hist. of American currency New York*).—*Leroy Beaulieu P.* Traité de la science de finances. — *Flores Estrada.* Curso de Economía Política.

Los hombres prácticos que se llamaron a declarar sus opiniones ante la comisión informante manifestaron, por lo regular, otras ideas respecto á la causa de la baja del cambio. Así, por ejemplo, Mr. Whitmore el último Gobernador del Banco de Inglaterra, opinaba que la cantidad de billetes emitida por el Banco nada tenía que hacer con la baja del cambio. Mr. Pearse que era á la sazón Gobernador del Banco opinaba de igual manera; y agregaba que no había exceso de billetes, pues el Banco sólo los emitía para atender las necesidades del descuento comercial. Otros atribuían el fenómeno de la baja del cambio al estado desfavorable de la balanza de pagos con el extranjero, el estado de guerra, etc. El "bullion report" se ocupa de todas estas opiniones y trata de demostrar que la causal capital debe buscarse en la cantidad de billetes emitida por el Banco.

La conclusión á que llega el famoso informe á que me refiero es en resúmen la siguiente: El exceso de emisión de billetes habría causado su depreciación con relación á la moneda metálica; "y vuestro comité es de opinión, que no hay otro medio sano, seguro y constantemente adecuado para evitar un exceso de billetes, ya sea este exceso ocasional ó permanente, que el de la conversión de este billete en moneda metálica" (*the convertibility of all such paper into specie*) (*Repor.* § IV). Por consiguiente el único camino que debería adoptarse sería el de llevar á efecto esta conversión, la cual podría llegar á realizarse con un manejo discreto de las operaciones del Banco. El comité estimaba que, terminada la guerra, antes de dos años podían subsanarse las dificultades que existían para hacer cesar el estado de inconversión.

La Cámara de los Comunes discutió el "bullion report" y no aceptó sus conclusiones.

La circulación de billetes de banco en millones de libras esterlinas y el movimiento del cambio siguió como lo indica el cuadro siguiente:

| AÑOS | Banco de Inglaterra | Otros Bancos | Total de billetes | Oro por onza |
|---|---|---|---|---|
| | | | | £ s. d. |
| 1810 | 22.5 | 21.3 | 43.9 | 4 10 0 |
| 1811 | 23.2 | 20.9 | 44.2 | 4 4 6 |
| 1812 | 23.2 | 20.0 | 43.2 | 4 15 6 |
| 1813 | 24.0 | 22.3 | 46.3 | 5 1 0 |
| 1814 | 26.9 | 21.6 | 48.5 | 5 4 0 |
| 1815 | 26.8 | 20.3 | 47.2 | 4 13 6 |
| 1816 | 26.5 | 15.5 | 42.0 | 4 13 6 |
| 1817 | 28.2 | 15.8 | 44.1 | 4 0 0 |
| 1818 | 27.2 | 20.0 | 47.2 | 4 0 0 |

§ 69. *Operaciones de conversión desde 1819.*—El año 1818 había sido de crisis y ocurrieron numerosas quiebras. En 1819 ambas ramas del Parlamento nombraron un comité para el estudio de la cuestión conversión del papel-moneda. Si en 1810 las doctrinas del "bullion report" no encontraron acojida en el Parlamento, en 1819 se había producido una reacción muy favorable á este orden de ideas de que la cantidad de billetes era la causa de la depreciación y de que era necesario ir cuanto antes á la conversión del billete. La opinión del economista Ricardo tuvo en esto gran influencia. Se aprobó en este mismo año 1819, la ley de conversión, cuyas disposiciones principales fueron las siguientes:

I. La inconvertibilidad del billete del Banco de Inglaterra debería cesar el 1° de Mayo de 1823.

Mientras tanto se tomaban las siguientes disposiciones transitorias:

*a*) De Febrero 1° á Octubre 1° de 1820 el Banco pagaría los billetes que se le presentaran al canje en la razón de 4 £ 1 s. por cada onza.

*b*) Desde Octubre 1.° de 1820 á Marzo 1.° de 1821, la proporción para el canje sería de 3 £ 19 s. 6 d.

*c*) Desde Mayo 1° de 1821 á Mayo 1° de 1823 el canje se

haría en la proporción de £ 3. 17 s. 10½ d; y se haría en oro en barras y no amonedado.

II. Se declara libre el comercio de metal en barras y amonedado.

III. Además una ley del 6 de Julio del mismo año 1819, prohibió al Banco de Inglaterra hacer avances de dinero al Gobierno sin autorización del Parlamento.

Se disponía este pago en barras de oro para evitar el uso de la moneda acuñada de oro, pues se deseaba alzar el tipo del cambio hasta la par sin que el banco estuviera forzado á dar moneda metálica acuñada. "No coin is used, but generally business is done by transfers on the Bank's books of credits thus made. When payments out of the Bank are demanded, they are made in ingots, weighed, assayed, and stamped" (Sumner). Solo á partir del 1.º de Mayo de 1823 se convertiría libremente el billete por moneda metálica.

El cambio que durante más de dos años (1813-1814) se había mantenido más bajo aún de £ 5 papel por onza de oro, hasta 1819 (mes de febrero) había subido á £ 4. 1 s. 6 d. y la nueva ley determinaba que continuara subiendo hasta la par, es decir, hasta valer la onza de oro £ 3. 17 s. 10½ d. En este espacio de tiempo el cambio subía de más de 25%.

Por otra parte la política de las emisiones bancarias á partir de 1819 fué de restricción ó sea de disminución de la cantidad de billetes:

| AÑOS | Billetes del Banco de Inglaterra en millones de £ | Precio del oro por onza |
|---|---|---|
| | | £ s. d. |
| Febrero 1819..... | 25.1 | 4 1 6 |
| 1820..... | 23.4 | 3 19 11 |
| 1821..... | 23.8 | 3 17 10½ |
| 1822..... | 18.6 | ..... |
| 1823..... | 18.5 | ..... |

Se pronuncia en 1819 una baja acentuada de los precios (1). En estas condiciones de restricción monetaria y valorización tan pronunciada de la moneda, no es raro que se produjeran varios trastornos en la vida industrial y especialmente en la agricultura. El economista español Flores Estrada que escribía en 1828 en Londres la primera edición de su curso de Economía Política recuerda que muchos de los colonos agrícolas habían contratado sus arrendamientos de tierras "en un tiempo en que el papel moneda estaba de baja y con arreglo á esta baja también, se habían establecido las contribuciones. Los colonos, por la depreciación de la moneda circulante no habían tenido dificultad en obligarse á pagar por sus arriendos, durante cierto número de años, una cantidad de numerario proporcionada al valor nominal del papel-moneda. Mientras este tuvo un valor menor del que representaba, los colonos pudieron pagar los arriendos, porque vendían los productos en cambio de una cantidad mayor de papel de la que habrían recibido si este tuviese todo su valor nominal; pero cuando después de la paz, el banco retiró de la circulación una gran parte de sus billetes, el valor de estos aumentó y el precio de las otras mercaderías bajó." En estas condiciones el arrendatario no podía seguir satisfaciendo sus compromisos. "Los impuestos y los sueldos que se habían fijado en una moneda depreciada más de un veinte por ciento se pagaron en una moneda que había recobrado su valor".

---

(1) En un diagrama publicado en la obra de Sumner, para la línea de los precios se ha tomado los siguientes productos: cenizas, cerdas, café, cochinilla, cobre, algodon, lino, cáñamo, *hops*, plomo, indigo, aceite, mantequilla, carne de buey, arroz, salitre, seda en rama, canela, pimienta, ron, azucar, sebo, alquitran, te, madera de construcción, estaño, tabaco, lana y trigo.—La línea de los precios marcha con cierto paralelismo con la del precio del oro ó sea del cambio internacional: sube desde 1808, llega á su máximun en 1814 y desciende después. En 1818 y 1819 hay descenso muy acentuado de los precios. En 1817 se nota en el diagrama una alza repentina de los precios debida al precio del aceite; pero después sigue pronunciándose la baja general.

"Todo esto tuvo por resultado causar la bancarrota de los colonos, extender la miseria en el país y hacer sufrir á la agricultura pérdidas muy considerables".

Los años 1819-1822 fueron para la agricultura de cosecha abundante (Sumner) pero el bajo precio de los granos produjo la situación de crisis en que se encontraron los agricultores.

El Banco de Inglaterra con la autorización legal necesaria comenzó la conversión de su billete en moneda acuñada en Mayo 1° de 1821, es decir antes de la fecha prescrita por la de 1819, la cual disponía que de Mayo de 1821 á Mayo de 1823 no se lanzara moneda acuñada á la circulación sinó que si se pedía oro se le diera en barras ó lingotes. Na hubo corrida (*run*) al Banco, es decir que los tenedores de billetes tuvieron confianza. El banco pudo realizar la operacion de la conversión teniendo una reserva metálica de 11.2 millones de libras esterlinas, en los momentos en que su emisión de billetes era superior á 20 millones de libras.

La reforma monetaria había encontrado oposición en buena parte de la opinión de los hombres de prácticos de negocios, que temían que ella viniera á traer una crisis de contracción monetaria (Sumner). Después de puesta en vigencia la ley de 1819 hubo también muchas protestas por el estado de crisis en que se encontraba el país (1).

En Inglaterra, como en los Estados Unidos en 1879, se realizó la conversión del billete á la par ó sea por su valor nominal, después de algunos años de depreciación del billete y produciéndose con la valorización de la moneda una baja de precios y un consiguiente estado de contracción y de crisis. Las riquezas de ambos países y el estado de prosperidad y progreso que por esa época tenían, les ayudó á vencer las dificultades que encontraron en este camino.

---

(1) «In 1822 Mr. Western led an assault upon Peel's bill as the cause of the distress, and the resumption then went though its last and severest peril. It is true that the proposition of. Mr. Western for á committee of inquiry into the action of the bill was negatived, but it appeared that there were some active and influential men who

## CAPITULO IV

### Las operaciones de conversión en Estados Unidos (1)

§ 70. *Breves antecedentes históricos.*—Como lo vimos en la parte I, en 1862, en medio de la guerra de secesión se inicia este período de papel-moneda en los Estados Unidos.

Durante los primeros años, es decir, hasta 1865, el premio del oro va aumentando año á año hasta llegar á su máximum en 1864 en que 100 pesos oro llegaron á valer 285 pesos papel. Durante este mismo primer período vemos también que la emisión de billetes del Estado se lleva á su máximum; y los bancos aumentan también su emisión de billetes, acogiéndose á la ley de 1863, que les permitía emitir billetes con garantías de bonos del Estado (2). Además, en estos primeros años se produce un marcado movimiento de alza general de los precios. En la interesante obra estadística del Sr. Wesley C. Mitchell se manifiesta este movimiento de precios en cuadros gráficos que presentan el fenómeno con toda claridad. Por lo demás, el movimiento de alza de los precios en este tiempo fue tan visible y general que, sin necesidad de estadísticas, dejan de él constancia casi

---

wanted to return to paper, and others who thought á great mistake had been made in not accepting the depreciatión and reducing the standard and they were supported by a clamorous party suffering under distress». (Sumner).

(1) *Albert S. Bolles.* Financial history of the U. S, New York, 1886.—*William G. Sumner.* A history of American Currency, New York.—Report of the comptroller of the currency 1879.—Statistics for the U, S. (National Monetary comission) Washington 1910.—*Wesley C. Mitchell.* Gold, prices and wages under the greenback Standard Berkeley 1908.

(2) Las disposiciones de esta ley de emisión bancaria las encontrará el lector en la Parte II, § 61.

todos los historiadores que tratan la materia: "That prices had risen to some extent was a familiar fact" (Bolles). Constatan también los historiadores en este período un desarrollo del espíritu de especulación.

Terminada la guerra de secesión, que había sido la causa de esta situación monetaria de la República, se presentó la grave cuestión de la política monetaria para el futuro. El cambio internacional, después de las grandes depreciaciones de 1864, queda más ó menos al nivel de 40 ó 50% de premio del oro. El Gobierno de 1865, siendo Mr. Mc. Culloch secretario de tesoro, decidió la política de la contracción monetaria ó sea de la disminución de la cantidad de billetes circulantes, como medio de llegar cuanto antes al tipo par del cambio, para realizar la vuelta á la circulación de la moneda primitiva de oro. Era más ó menos la política aconsejada por "*the bullion report*" del parlamento inglés en 1810.

Esta política de contracción monetaria y de alza del tipo del cambio presentaba ya en 1865 todas las dificultades que nacían de los intereses que desde los cuatro años anteriores venían ligándose más y más á la alza de los precios. Todos estos intereses se levantaban en son de resistencia y formaban una contra corriente que tenía que luchar con la política gubernamental.

En la página 303 doy un cuadro del movimiento de los billetes del Estado y bancarios y del premio del oro:

| Año | Premio del oro | Billetes divisionarios (Fractional paper currency) | State Bank Note | Billetes del Estado | Billetes de Banco | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1864 | 103⅝ | 22.894,877 | 179.157,717 | $ 447.300,203 | 31.235 270 | 680 588 067 |
| 1865 | 44¼ | 25 005,829 | 142.919,638 | 431 066,428 | 146.137,860 | 745 129,755 |
| 1866 | 44½ | 27.570,877 | 19.996,163 | 400.780.306 | 281.479,908 | 729 327,254 |
| 1867 | 33 | 28 307,524 | 4.484,112 | 371.783,597 | 298,625,379 | 703 200,612 |
| 1868 | 33¼ | 32.626,952 | 3.163 771 | 356 000,000 | 299.762,855 | 691.553.578 |
| 1869 | 35 | 32.114.637 | 2.558,874 | 355.935,194 | 299.742,475 | 690.351,180 |
| 1870 | 20 | 39 878,684 | 2.222,793 | 356.000,000 | 299.766,984 | 697.868,461 |
| 1871 | 10 | 40.582,875 | 1.968,058 | 356.000 000 | 318 261,241 | 716.812 174 |
| 1872 | 9½ | 40 855,835 | 1 700 935 | 357.500,000 | 337.664,795 | 737.721 565 |
| 1873 | 12 | 44 799,365 | 1.379,184 | 356 000,000 | 347.267,061 | 749 445,610 |
| 1874 | 10¼ | 45 881.296 | 1 162,453 | 382 000,000 | 351 981,032 | 781 024,781 |
| 1875 | 12½ | 42.129,424 | 964 497 | 375.771,580 | 354.408,008 | 773 273 509 |
| 1876 | 12¾ | 34.446,595 | 1,047,335 | 369.772,284 | 332.998.336 | 765.683,284 |
| 1877 | 7 | 20 403,137 | ..... | 359.764,332 | 317.048,872 | 738 053.847 |
| 1878 | 2.87 | 16.547,769 | ..... | 346.681,016 | 324.514,284 | 764 790,976 |

En 1865 (mes de Diciembre) el Congreso aprobó una ley autorizando una disminución de 10.000,000 pesos de billetes del Estado en los seis siguientes meses y 4.000,000 de pesos por mes hacia adelante. Como los bancos podían aumentar su emisión hasta 300 millones de dollars, según hemos visto, cuando comenzó la contracción del billete del Estado, comenzó también á incrementar el billete bancario; pero, en conjunto, la cantidad total de billetes circulante disminuyó desde 1865 hasta 1873.

A fines de 1866 y en 1867 la baja de los precios se pronuncia con mucho mayor intensidad y el premio del oro continúa disminuyendo. La resistencia de las clases perjudicadas se hace cada día más obstinada en contra de esta política de contracción monetaria. Los deudores sienten aumentar el peso de sus compromisos en forma alarmante y los agricultores sufren con la disminución del precio de venta de sus productos.

En 1868 la situación de contracción monetaria se había agravado más y más. "De todas partes del país, dice Bolles, llegaban al Congreso quejas por la depresión y paralización de los negocios, y la mayor parte de los que sufrían estaban convencidos que la causa de todo era la contracción monetaria."

En 1870 se autorizó á los bancos para aumentar su emisión de billetes hasta en 54 millones más (1). En 1873 el malestar aumenta á un estado agudo, los precios conti-

---

(1) «In October of that year (1870) Mr. Boutwell, who had succeded Mr. Mc Culloch at the opening of President Grant's administration, issued $ 1.500,000 legal tender notes to relieve a stringency in Wall street» ..... «The next year, issued a larger amount $ 4.637,256» .....

«Hardly had Mr. Boutwell retired when a financial cyclone struck the country. Prices suddenly wet down, great houses failed, Wall street raged like a maelstrom. The new secretary was besougth to come to the rescue. He did so, issuing more legal-tender notes in payment of bonds purchased». *Bolles.*—Financial hist. of the U. S.

núan bajando, casas fuertes se declaran en quiebra, llegándose hasta el pánico en el mercado de Nueva York. El Congreso elevó la facultad de emitir *greenbacks* hasta 400 millones de *dollars;* pero el Presidente firme en la política de ir cuanto antes á la conversión del billete por la vía de la *contracción* ó, por lo menos, impidiendo la *inflacción*, vetó el proyecto de ley.

Los economistas han sido á menudo muy severos para tratar á los *inflacionistas*, á los cuales á veces se les ha considerado como una corriente inmoral de la opinión económica. Sin embargo, lo cierto es que en todo país de papel moneda, en que el cambio haya pasado algunos años con un fuerte premio del oro, una alza posterior del cambio para volver nuevamente á la par, es ya de por sí causa de perturbaciones económicas y de las injusticias provenientes del enriquecimiento inmerecido de personas que nada habían perdido con la depreciación anterior del billete. Por otra parte, la política de la contracción del billete, ó sea, de la disminución de la cantidad de billetes circulantes, era también causal de malestar en los negocios especialmente de los grandes centros bancarios. Al tratar de los efectos de las disminuciones de las emisiones de billetes (§ 38) ya vimos de cómo este fenómeno de malestar de la contracción ó restricción monetaria se produce como consecuencia del retiro de billetes de la circulación.

Charles A. Conan dice: "One of the principles of monetary science which has been well established by recent experience is that resumption of gold payments should take place at or near the gold value of the local currency at the time of resumption and should not undertake to raise the local currency to a gold value long discorded in actual escerience simply because such value may represent that of the monetary unit under some former conditions. The United States adopted the latter policy in the resumption of specie payments on January 1, 1879, but did so at the expence of many years of business depression resulting from the continnous fall in the money value in gold at the

time of the conversion". (*The correct method of monetary reform in Latin America. Private circulation*).

La verdad es que se necesitó de la colosal potencia productora, ó sea del desarrollo económico de aquel pueblo único en la historia del mundo por la riqueza de sus fuentes naturales de producción, se necesitó de todo esto para que la política del alza del valor de la moneda y de la contracción monetaria no produjera efectos más graves. Basta recordar que en el censo de 1860 contaba el país con sólo 31.443,321 habitantes y cuando terminó el curso forzoso en 1879, la población era ya de 48 866,000. En 1860 no había más que 49,000 kilómetros de líneas de ferrocarril, en 1879 había ya más de 86,000 kilómetros. Desde 1860 hasta 1879 el movimiento de exportación é importación del comercio exterior pasa de 680 á 1,278 millones de *dollars*.

§ 71. *Las operaciones de conversión desde 1875.*—La ley de 14 de Enero de 1875 dispuso que á partir del 1.º de Enero de 1879, se convertiría "en moneda de los Estados Unidos los billetes aún no pagados (*legal tender notes then oustanding*) á su presentación á las oficinas del tesoro público de los Estados Unidos en la ciudad de Nueva York y en sumas no inferior á 5 dollars" (1).

Cuando se dictaba esta ley de conversión reinaba un estado de depresión industrial y en general de malestar económico. La agricultura estaba muy cargada de deudas; y las quiebras de establecimientos mercantiles ó industriales de los tres años anteriores alcanzaban á sumas mayores de 500 millones de dollars. Felizmente los años que siguieron fueron muy prósperos para la agricultura por los grandes rendimientos de la producción, y la balanza del comercio internacional marcó un exceso de las exportaciones sobre las importaciones muy superior al de 1876.

---

(1) En esta parte sigo como norma de mi narración el *report of the comptroller of the currency de 1879*, publicación oficial muy clara é interesante.

La prosperidad siempre creciente de este rico país permitió de esta manera llevar adelante la reforma monetaria, iniciada en tan graves circunstancias.

| Años | Importaciones | Exportaciones | (En millones de dollars) |
|---|---|---|---|
| — | — | — | — |
| 1875 | 503 | 510 | |
| 1876 | 427 | 591 | |
| 1877 | 480 | 620 | |
| 1878 | 431 | 737 | |
| 1879 | 514 | 765 | |
| 1880 | 697 | 890 | |

De acuerdo con la autorización de la ley, el Gobierno iba preparando sus reservas de moneda metálica para el día de la conversión del billete. En 1877 el gobierno vendió 75 millones de dollars en bonos de la deuda pública, y en 1878 vendió 50 millones más, y el producto de estas ventas lo dedicó al fondo de conversión el cual alcanzaba en 1879, el día de iniciar los pagos en oro, á $ 135.382,639 oro y á $ 32.476,095 plata. Esta cantidad de oro alcanzaba apenas á constituir el 40% de los billetes del Estado que á la fecha estaban en circulación.

Los bancos ayudaron eficazmente la política de conversión del Gobierno, cuando llegó el momento de iniciar los pagos en oro. Desde luego declararon los bancos que aceptaban el billete del Estado en pago de toda obligación tal como si este billete fuera una moneda de oro legal. Los bancos, según dice el mismo *informe oficial* que aquí he citado, tenían en sus cajas á la fecha de la conversión más de un tercio de los billetes del tesoro y como tenían tal confianza en la firmeza de la política del Gobierno, no presentaron estos billetes al canje en contra de oro sino que los guardaron en sus cajas como si fueran oro amonedado. Por su parte el pueblo que tenía en sus manos más de 300 millones de *dollars* en billetes de banco, que según la ley estaban garantidos con un depósito de bonos en arcas fiscales,

no se presentó á las cajas bancarias á exigir el canje de sus billetes, sino que continuó prefiriendo mantener el billete en circulación. La operación se realizaba, pues, en un momento de gran confianza. Esto permitió que el fondo de conversión en oro que había constituido el Gobierno no solamente no disminuyera, sino que por el contrario aumentó con las nuevas reservas destinadas á este objeto: en Noviembre de 1879 llegaba este fondo de conversión á más de 170 millones de *dollars*.

Y no solamente quedaron en circulación los billetes bancarios, sino que también quedaron los billetes del Estado, pues el público los prefería al uso de la moneda metálica. Desde 1879 la circulación monetaria de los Estados Unidos era mixta, pues se componía de la moneda metálica y de los billetes tanto del Estado (*greenbacks*) como de los bancos (*National bank notes*). El sistema monetario metálico era el padrón de oro.

De esta manera la riqueza excepcional de este país, su agricultura dilatada en tan extensas y ricas regiones, sus minas y su industria, permitieron el paso y consolidaron la reforma monetaria, que durante largos años hizo pasar al país por un estado de perjudicial malestar y depresión.

## CAPITULO V

### Operaciones de conversión en el Japón

§ 72. *Breves antecedentes históricos.*—El empleo monetario del billete inconvertible viene desde muy antiguos tiempos (1). En los tiempos del feudalismo se empleaban billetes especiales que circulaban en cada territorio feudal y hubo también billetes emitidos por particulares. El papel-

(1) Según las informaciones contenidas en la *History of Japanese Paper Currency* por M. Takaki, publicado en 1903 en los *Johns Hopkins University Studies* (Baltimore), los cuales me sirven de guía principal en esta exposición, el papel-moneda japonés

moneda del Gobierno cuya circulación se extiende por todo el imperio viene desde la restauración, en 1868. En el § 27 he expuesto las dificultades con que el nuevo Gobierno tenía que luchar para implantar el nuevo sistema monetario central en un país que acaban de salir del régimen feudal en que había vivido

La circulación general del papel-moneda japonés desde 1868 se componía de seis clases de billetes, pero todas ellas eran billetes del Estado. Estos billetes pueden clasificarse en dos clases: aquellos que se emitían para saldar déficits temporarios de la Hacienda Pública, los cuales no constituían un incremento á firme de la circulación, y aquellos otros billetes destinados á permanecer en la circulación constituyendo una deuda permanente del Gobierno.

El sistema monetario metálico al cual correspondía este papel moneda había sido en un principio el bimetálico de oro y plata. Pero en el hecho parece que casi siempre dominó el padrón de la plata. En 1869 fué decretado el padrón de plata. "En 1871 el padrón de la plata fué sin embargo, derogado para dejar el de oro, lo cual sólo sirvió para la exportación de las monedas de plata que quedaban en el país y para dejar la circulación con el sólo papel-inconvertible. La legislación monetaria del período siguiente manifiesta una fluctuación ó falta de fijeza que adoptaba ya un sistema ya otro, hasta el año 1886, en el cual se hizo la conversión en la moneda de plata" (1).

La unidad monetaria de plata era el *yen* de 26.95 gramos, de ley de 9/10 y cuyo valor par era de 5.39 francos, adoptando entre la plata y el oro la relación de 1:15½.

He aquí algunas estadísticas del papel moneda japonés;

---

viene desde 1335; pero es en su historia primitiva muy desconoçida. En la China, el uso del billete con el carácter de papel moneda viene desde principios del siglo IX (*Chinese Paper-Money, by H. A. Ramsden. Yokohama*).

(1) *Dr. Alexander Spitzmüller. Die Osterreichisch-Ungarische Währungs reforme.* Pág. 82. Japan.

## MONTO TOTAL DE LA CIRCULACION EN YENS

| Año | Billetes de los temporales para saldar déficits | Billetes permanentes | Billetes de Banco | TOTALES | Relación de cambio entre el yen de plata y el de papel |
|---|---|---|---|---|---|
| 1877..... | 11.961.000 | 93.835.000 | 12.352.000 | 119.149.000 | 1.033 |
| 1878..... | 19.618.000 | 119.800.000 | 26.279.000 | 165.697.000 | 1.099 |
| 1879..... | 16.118.000 | 114.190.000 | 34.046.000 | 164.354.000 | 1.212 |
| 1880..... | 16.528.000 | 108.412.000 | 34.426.000 | 159.366.000 | 1.477 |
| 1881..... | 13.000.000 | 105.905.000 | 34.396.000 | 153.302.000 | 1.696 |

| Año | Importaciones | Exportaciones | Importación de metales nobles | Exportación de metales nobles |
|---|---|---|---|---|
| 1877.... | 27.420.000 | 23.384.000 | 2.173.000 | 9.441.000 |
| 1878.... | 32.874.000 | 25.988.000 | 2.189.000 | 8.328.000 |
| 1879.... | 32.953.000 | 28.175.000 | 3.134.000 | 12.778.000 |
| 1880.... | 36.626.000 | 18.395.000 | 3.638.000 | 13.222.000 |
| 1881.... | 31.191.000 | 31.058.000 | 1.856.000 | 7.490.000 |

*Precio del arroz* (producto de principal consumo en Japón).

| | |
|---|---|
| 1877 | 5.15 |
| 1878 | 6.20 |
| 1879 | 8.21 |
| 1880 | 10.13 |
| 1881 | 10.48 |

§ 73. *Operaciones de conversión de billete.*—El Gobierno se preocupaba de tomar medidas tendentes á preparar la conversión del billete. Con diversas reformas en el régimen financiero se logró en 1883 evitar toda emisión de aquella clase de billetes emitidos para saldar déficits de la Hacienda pública; y se convirtió los billetes antes emitidos por este capítulo.

En 1879 con el objeto de hacer cesar la depreciación del billete con relación á la plata, el Gobierno, autorizó á dos Bancos de Tokio para hacer ventas de plata tomada del fondo de reserva metálico. Estas ventas hacían bajar el premio de la plata, pero después volvía este á subir. En vista del poco éxito de esta medida de la venta de plata, el Gobierno decidió perseguir su propósito de valorización y conversión del billete por medio del retiro de

billetes ó sea por medio de la disminución de la cantidad circulante de ellos.

Como puede verse en el cuadro de la circulación de billetes, desde 1879 disminuye un tanto la cantidad de billetes circulante pero no disminuye el premio de la plata, sinó que por el contrario aumenta en forma alarmante hasta 1881. En esta fecha el Gobierno decidió proceder con más energía en su política de disminuir la cantidad de billetes circulantes y de aumentar á la vez los fondos de conversión. Para cumplir este propósito el Gobierno estableció el Banco Central del Japón en 1882 que correspondía también á la idea de completar la reforma centralizadora que había dado fin al pasado régimen del feudalismo. Según las propias palabras del conde Matsukata (1). "La circulación del billete es como la de la sangre que parte del corazón. El Banco Central es el corazón de la circulación monetaria de un país, y sin él, las finanzas del Estado no pueden ser bien administradas".

En 1885 el Gobierno decretó que el papel-moneda sería gradualmente convertido en moneda de plata desde Junio de 1886 por medio del Banco.

Desde 1882 el Gobierno había desarrollado firmemente la política de contracción de la circulación de billetes. A fines de 1884 el cambio internacional se encontraba al rededor de la par y en 1886, el billete y la plata circulaban conjuntamente. Pero esta política de contracción monetaria y de alza del valor de la moneda no podía menos de causar los graves perjuicios que siempre ha producido en la marcha de los negocios. "Los precios cayeron tan violentamente como habían subido, la desolación y la miseria se extendió por todo el país y millones de habitantes que se encontraban en el camino de la riqueza cayeron en la más triste pobreza, mientras por todas partes el cobro violento de los créditos exigía la liquidación de las deudas" (2).

---

(1) Memoria de Marzo de 1882 citada por M. Takaki.

(2) Consular Report of the U. S. citado por Takaki.

La firme política del Gobierno logró alcanzar la circulación del billete á la par y dar término á la inconversión; pero la operación, llevada a efecto después de un período de baja del cambio de más de cuatro años (desde 1879 inclusive hasta 1883), en el cual el premio de la moneda de plata había llegado hasta cerca de 80% en 1881, produjo todos los efectos de una crisis.

## CAPÍTULO VI

### Conversiones á un tipo de cambio distinto de la par

§ 74. *Generalidades.*—Cuando el billete inconvertible ha sufrido una depreciación de consideración con relación á la moneda metálica que marca el tipo de la par, y cuando esta depreciación á durado algún tiempo más ó menos largo, la realización de la conversión del billete á la par, ha presentado dificultades tanto mayores cuanto mayor y más duradera haya sido la depreciación del billete.

Una depreciación del billete con relación á la moneda metálica de curso internacional cuando es profunda y prolongada, como lo vimos en la parte II (§ 46, 47 y 48) tiende á producir un movimiento de alza general de los precios. Primero y directamente están influenciados los precios de las mercaderías de importación y de las de exportación, y después el alza de los precios tiende á generalizarse á las demás mercaderías, á los salarios y á los valores inmobiliarios. Se necesitaría que un país viviera independientemente del resto del mundo para que la depreciación de su moneda con relación á la moneda internacional pudiera ser un fenómeno sin importancia y sin influencia en el nivel de los precios. No ha sido este el caso del papel-moneda de los países de Europa y América y del Japón en su último período de inconvertibilidad.

Tras de una larga y profunda depreciación del billete con relación á la moneda metálica (hoy al oro) y sobre todo

cuando ella ha sido acompañada de grandes incrementos de las emisiones de billetes, el nivel general de los precios sube, la vida industrial se amolda á estas condiciones de los precios, y se amolda también á ellas la vida financiera del Estado.

Si para realizar las operaciones de conversión se hace necesario volver al antiguo valor en metálico del billete, y si este movimiento ascendente del tipo del cambio internacional produce, con la valorización en oro del billete, un descenso del nivel de los precios, se trastornan las condiciones de la vida industrial y se producen situaciones de crisis tanto más intensas cuanto mayor sea el descenso de los precios. La vuelta al régimen de la moneda metálica se realiza en medio de la depresión y paralización de los negocios, en medio del trastorno producido por la valorización misma de la moneda.

Los industriales cuyos productos bajan de precio, como acontece primeramente con las industrias de exportación, se encuentran en situación aflictiva, porque los costos de la producción, como ser los sueldos y salarios, los intereses de las deudas etc. no bajan proporcionalmente, y por lo tanto el producto neto disminuye tanto más cuanto mayor sea la baja del precio de venta de los productos.

En los Estados Unidos de América, esa aglomeración de pueblos de tan ricas condiciones naturales, cuando desde 1865 hasta 1879 se produce el movimiento ascendente del cambio internacional, se produce también una situación de malestar, de paralización de los negocios, de restricción del crédito, de contracción monetaria etc. Los agricultores se quejan de la baja de los precios de los productos; y los deudores del peso creciente de sus deudas. Ya hemos visto de como también análogos efectos críticos se repiten en el caso de la conversión del papel-moneda Inglés de 1821; y en la del papel-moneda Japonés de 1886. En la República Argentina, como lo veremos en seguida, el establecimiento de la caja de conversión de 1899 tuvo en buena parte por objeto detener el alza del cambio ó sea la valorización á oro

del billete. En nuestra crisis de 1895 correspondió, como también lo veremos, una buena parte de la responsabilidad al alza del valor de la moneda que produjo la operación de conversión. Los detalles relativos á estos casos los trato por separado en los párrafos correspondientes.

Estas dificultades alcanzan también á la Hacienda Pública que sufre á menudo la influencia del estado crítico de la industria. Si, con el alza del nivel de los precios del período anterior, ha sucedido que el Estado ha tenido que alzar también los sueldos á los empleados públicos y al ejército y marina, la valorización posterior de la moneda sería un gravamen mayor para la Hacienda Pública si no se disminuyen nuevamente estos sueldos. Además el mayor valor en oro del billete supone una mayor carga financiera para la realización de las operaciones de conversión.

Para salvar estas dificultades y poder gozar de los beneficios de la estabilidad del cambio internacional por medio de la conversión del billete, ciertos países han dado fin al régimen de la inconversión adoptando un nuevo tipo de cambio, ó sea una nueva moneda metálica, cuya adopción no signifique un trastorno de alza del cambio internacional, sinó que sea más bien una continuación del nivel medio de depreciación existente. Las grandes depreciaciones del billete en el papel-moneda americano, han encontrado en este método la única puerta de salida práctica para volver nuevamente al régimen de la conversión. Es el caso de las Cajas de conversión de la República Argentina y del Brasil; y el caso de Colombia que después de haber tenido una relación hasta de 25.000 por 100, entre el oro y el papel, ha elegido el nivel de 10.000 por 100 para realizar la estabilidad del cambio. Y este será también, sin duda, el método que seguramente tendrá que adoptar Chile para salir de su actual régimen de inconvertibilidad.

Ciertos países que al adoptar el régimen del papel-moneda tenían el sistema metálico bimetálico (oro y plata), al volver nuevamente al régimen metálico después de largos años de billete de curso forzoso, han adoptado el régimen

del oro dominante á la sazón en el resto del mundo civilizado. En estos casos no se ha podido conservar la misma moneda de oro del bimetalismo, á consecuencia de que por la baja del valor de la plata esta moneda de oro resultaría demasiado alta de valor, y se ha impuesto la adopción de otro tipo de moneda de oro que esté en más equivalencia con el valor en oro de la moneda de plata. Es el caso de las reformas monetarias de Chile cuando la conversión de 1895. Volver al antiguo régimen *peso* oro que existía en el sistema bimetálico no se podría, porque el cambio internacional había estado muy depreciado durante largos años; y porque el *peso* de plata de 25 gramos que antes correspondía al *peso* oro de 48 peniques, ahora en 1895 no valía ni siquiera 25 peniques: era pues, necesario crear un nuevo peso oro. Este es también, en cierta manera, el caso de las operaciones de conversión en Rusia. En Austria existía anteriormente el sistema de la plata el cual se derogó después en pleno régimen de papel-moneda quedando el billete sin corresponder á moneda metálica alguna. Cuando se volvió á la conversión se creó una moneda especial de oro, cuyo tipo se fijó de acuerdo con las cotizaciones reales del cambio internacional en los últimos años. Véanse después en detalle ambos casos el de Rusia y Austria.

§ 75. *Las conversiones á un tipo de cambio inferior á la par consideradas bajo el punto de vista de la justicia.* —Mientras mayor ha sido el tiempo que ha permanecido el cambio á un nivel bajo, ó sea mientras más ha durado el alza del premio del oro y mientras mayor ha sido también el nivel de esta alza del premio del oro, mayor ha sido, á la vez, la influencia ejercida en la generalización del alza del nivel de los precios, como ya lo vimos. (§ 46 á 49). Por consiguiente, mientras más tiempo ha durado esta situación de depreciación del billete, mayor ha sido la suma de los intereses privados que se han ido ligando á este estado de cosas.

Cuando la depreciación del billete ha sido poco profunda ó ha durado pocos años, una vuelta al tipo par ha perjudi-

cado á pocos individuos ó sea ha sacrificado una fracción realmente pequeña de intereses económico-privados. Pero la vuelta al tipo par, después de largos años de duración de la depreciación, significa la generalización de los perjuicios producidos por el trastorno de los precios.

Hay que tener en cuenta, cuando se trata de períodos largos de depreciación, que las personas cuyos intereses se han perjudicado con la depreciación de la moneda, aquellos que han sido víctimas de la *injusticia* de la baja, al producirse nuevamente el alza, al incrementarse el valor de la moneda, despues de tanto tiempo, no recuperan lo que antes perdieron. Los acreedores que vieron disminuído el valor de su crédito, con la depreciacion han sido en su mayor parte pagados con la moneda depreciada, de tal manera que la nueva valorización de la moneda no les restablece en su antigua situación porque cuando ella se verifica no son ya acreedores, como lo eran antes. Los acreedores del momento de la valorización de la moneda no son los mismos, en su mayor parte, que perdieron antes con la desvalorización. Por el contrario, la mayor parte de los acreedores del día de la conversión han constituído sus créditos dando á préstamo la moneda despreciada, de tal manera que al producirse la nueva valorización se encuentran beneficiados con una ganancia inmerecida; y no puede invocarse la *justicia* para darles esta ganancia. Muchos de estos acreedores obtuvieron, por ejemplo, su dinero vendiendo bienes mobiliarios ó inmobiliarios al alto precio de los tiempos de la depreciación de la moneda; en cambio muchos de los que antes fueron acreedores, al recibir el pago de sus créditos en moneda despreciada adquirieron bienes mobiliarios ó inmobiliarios á los altos precios de la época de la depreciación de la moneda, ó se convirtieron entonces en deudores y, por consiguiente, lejos de beneficiarse con la nueva valorización de la moneda se encuentran con ella perjudicados nuevamente.

Los obreros y los empleados que se encuentran perjudicados con la depreciación, no conservan derecho positivo

alguno que les permita recuperar, con la valorización de la moneda, lo que antes habían perdido con la desvalorización. Los beneficios que muchos obreros pueden tener después con el alza del valor de la moneda, no indemnizan las pérdidas de los que antes se perjudicaron. Además, como el nivel del salario ha subido con la desvalorización de la moneda, el beneficio obtenido después con la nueva valorización no es tan justo, puesto que el nivel del salario era tal debido á la depreciación de la moneda. Lo que antes perdieron perdido queda. Y todavía esta ganancia puede convertirse en pérdida posterior si, como á veces acontece, los efectos de crisis que produce en la industria la valorización de la moneda, traen, como consecuencias, bajas posteriores de los salarios y disminución de la demanda de brazos para la industria.

Por estas razones dice el profesor G. Schmoler: "Si la depreciación del papel-moneda ha sido fuerte y de larga duración, al volverse á la circulación metálica ó al canjear el billete depreciado por otro (como en Rusia) no deberá tratarse de volver al antiguo valor nominal de la moneda depreciada. Esto produciría una gran revolución de los precios, y produciría, con el alza *del papel, grandes utilidades á personas que no tendrían derecho alguno para ello; el alza del cambio no aprovecharía á los que antes habían perdido con la baja*" (1).

El profesor Lexis dice también al respecto: "Si el régimen del papel moneda ha durado poco tiempo y si la baja del cambio ha quedado reducida á límites moderados, como 10 y 15%, la conversión deberá hacerse por el valor nominal primitivo, pues los deudores no sufrirían ningún gravamen importante y los precios internos del país no sufrirían alteración sensible".

"Si, por el contrario, la baja del cambio internacional ha durado largo tiempo, en tal caso, los precios se han

(1) Principes d'Ec. Politique traduc. Paris 1906. Vol. III. página 405.

amoldado á esta disminución del valor de la moneda; y *sería una injusta carga para los deudores y una inmerecida ganancia para los acreedores si la conversión se hiciera en el antiguo valor nominal*" (1).

Rafael G. Levy llega también á una conclusión parecida (2).

Se ve, pues, que las razones de justicia no pugnan con el procedimiento de las conversiones hechas adoptando un nuevo tipo de moneda metálica que esté más ó menos en relación con las cotizaciones reales del cambio internacional, cuando la baja del cambio ha durado un tiempo largo y el nivel de los precios se ha amoldado á ella. Es la desvalorización del billete, producida con el alza del premio del oro, la que viene á herir intereses y estas heridas no se remedian ya con volver nuevamente á la valorización.

§ 76. *Las conversiones á un tipo de cambio inferior á la par y el cumplimiento de las promesas de reembolso hechas por el Gobierno.*—Como sabemos, el papel moneda ha revestido, por lo regular, un cierto carácter de pagaré ó promesa de reembolso que hace el Gobierno de convertirlo por la moneda metálica que representa. El papel-moneda ha tenido, históricamente hablando, el carácter de una subrogación temporal de la moneda metálica. Se ha considerado que la fe pública está comprometida en esta promesa de futuro reembolso del papel y, por lo tanto, que la honradez de los procedimientos del Estado exige el cumplimiento de ella.

Pero conviene recordar que el carácter de pagaré, que ha envuelto el billete inconvertible, ha tenido sus características jurídicas especiales, No ha sido como una deuda cualquiera del Estado, de esas cuyo cumplimiento ha podido ser exigido ante los tribunales de Justicia, sino que una deuda muy especial, puesto que se generaba con una ley y

(1) Handwörterbuch von. Conrad.—Papier geld.

(2) Methode a suivre pour passer du Cours forcé aux payéments es spèces. (Revue internationale du commerce etc. Setiembre, 1911.)

se modificaba con otra ley. Un pagaré un tanto unilateral, pues, el deudor se reservaba el derecho de prolongar los plazos del pago á su voluntad; y, aún, en muchas ocasiones ni siquiera fijaba plazos para pagar.

En realidad, el papel-moneda ha revestido un doble carácter al respecto: Si es verdad que bajo el punto de vista histórico el billete ha sido una especie de pagaré ó promesa de futuro reembolso en moneda metálica, bajo el punto de vista económico puro, es, en realidad, el objeto material en el cual se incorpora la unidad monetaria, es la moneda de curso legal que sirve de medio de cambio y de norma deavaluación, mientras dura el régimen de la inconversión. Si por aquel su carácter de pagaré, el Estado se ha encontrado compulsado á convertir al billete por la moneda metálica á la par, en cambio, por este su carácter económico monetario se ha encontrado compulsado á no alterar gravemente el valor adquirido por la unidad monetaria.

Como el carácter que se atribuía al billete inconvertible en los primeros tiempos de la historia del papel-moneda era únicamente el de promesa de reembolso en metálico hecha por el Gobierno, era explicable que todos los hombres honrados, todos los que velaban por el cumplimiento de los deberes públicos, se inclinaran ante él, y pidiesen que se respetase este carácter del billete por sobre toda otra consideración. Así, salvo los casos de vergonzosas bancarrotas, como los billetes del sistema Law ó de los *assignats*, al realizarse la conversión del billete, venciendo toda resistencia, se procuraba hacer esta conversión al tipo de la par. La Inglaterra, y más aún los Estados Unidos, habían tenido que hacer sufrir al país todos los efectos restrictivos de la valorización del billete, venida después de los períodos de baja del cambio internacional, por hacer honor á la palabra empeñada, por cumplir con la promesa del Gobierno.

Pero la naturaleza de las cosas en el andar de la historia fué manifestando el otro carácter del billete inconvertible, el carácter de moneda legal, ó sea de medio de cambio y de

medio de avaluación (medida de valores) que tenía también el papel-moneda. Aún más, la fuerza de los acontecimientos vino á manifestar que este segundo carácter del billete inconvertible es el principal, es el dominante que en él debe considerarse. El papel-moneda de Austria, en los últimos tiempos vino á proporcionar un caso de un billete inconvertible que ni siquiera envolvía promesa de reembolso alguna por metálico, que era solamente un papel-moneda (§ 49); y la ciencia europea, estudiando este caso, así como también el de Rusia, pudo llegar á conocer más á fondo la naturaleza del papel-moneda y los deberes del Gobierno al realizar la conversión que establece la moneda metálica.

En el caso de la Argentina en 1899, después de una fuerte y prolongada depreciación del cambio internacional, se hacía imposible volver nuevamente al tipo de la par, sin producir graves trastornos en el desarrollo económico de esta floreciente República. La naturaleza de las cosas venía á poner en pugna los dos caracteres del billete: el carácter de pagaré y el de moneda de curso legal. Atendiendo al carácter de pagaré la conversión debía hacerse por el *peso* oro de 5 francos, y pasando por sobre las lágrimas de la crisis: *fiat justitia pereat mundus*. La fuerza de los intereses que iban á ser sacrificados sirvió de resistencia á esta política: la naturaleza de las cosas venció los perjuicios de la teoría y se estableció la llamada caja de conversión que adoptó el tipo de 0.44 del peso oro para realizar el canje del billete.

Las leyes de conversión de Chile de 1895 contienen al respecto una disposición muy curiosa. En su artículo 2º dispone la ley citada que en una determinada fecha de 1897 se canjearía el billete del Estado por "el valor equivalente al peso de 25 gramos de plata y 9 décimos de fino, con la moneda de oro establecida por la ley". La lei establecía como moneda de oro el *peso* de 18 peniques, el cual no correspondía al valor del *peso* plata del antiguo sistema metálico que representaba nominalmente el billete. El valor de este peso plata era mayor, pues valía entonces,

digamos algo más de 20 peniques. La conversión, tal cual se hizo á 18 *d* por peso, en 1895, no era, pues, una conversión hecha á la par, pues el *peso* plata que representaba el billete valía á la fecha más de 18 *d*; pero para salvar los escrúpulos del cumplimiento de la promesa de reembolso se había dispuesto que en 1897, el que aún tuviera billetes del Estado sin haberlos canjeado antes por la moneda de 18 *d*, podía canjearlos por el equivalente al *peso* plata de 25 gramos y recibir la suma correspondiente, como ser, por ejemplo $ 1.10 de 18*d*. Además la ley contenía la disposición siguiente:

"En esta misma fecha se liquidarán las obligaciones del Estado de origen anterior á esta ley, reduciendo su valor nominal, computado en pesos de 25 gramos y 9 décimos de fino, á la moneda establecida por esta ley, y con ella se continuará haciendo su servicio.

"El pago y liquidación á que se refieren los dos incisos precedentes sólo tendrá lugar en caso que el valor del peso de plata de 25 gramos y nueve décimos de fino, tenga en la misma fecha un valor superior á 18 peniques, aplicándose en caso contrario lo dispuesto en los artículos 1º y 16 de la presente ley."

Según esta disposición los acreedores del Estado gozarían también del privilegio de que se les comparta su crédito en el equivalente á la moneda de plata de 25 gramos, si este era *mayor* que 18*d*.

Curiosa manera de entender la justicia del cumplimiento de las promesas de reembolso del billete, creando un privilegio para los tenedores de billetes en una época determinada, y para los acreedores del Estado. En cambio los acreedores particulares que en sus contratos se habían servido de la unidad monetaria legal del *peso* papel moneda de curso forzoso, estos no gozaban de igual privilegio, pues para ellos el *peso* era solo de 18*d*. Esta era una rara anomalía con que se pretendía salvar los escrúpulos que se tenían del cumplimiento de las promesas de reembolso.

En resumen podemos, pues, concluir que cuando el ca-

rácter monetario del billete (el carácter de medio de cambio y pago y de medio ó norma de avaluación) ha estado en pugna con el cumplimiento de las promesas de reembolso ó sea con el carácter de pagaré del billete, siendo aquel más importante que este, ha primado sobre él; y esto explica suficientemente las operaciones de conversión que han tenido que realizarse á un tipo de cambio inferior á la par.

§ 76. *¿Cómo se ha determinado el tipo de la nueva moneda metálica que se adopta para hacer la conversión?*— Cuando se ha tratado de determinar el tipo de la nueva moneda metálica que ha de adoptarse para realizar el canje del billete y poner término al régimen de la inconversión, se ha suscitado una cuestión de aquellas en que no hay, por lo regular, unanimidad en torno de una solución. ¿Cuál es el tipo de cambio que consulta mejor las razones de justicia en la distribución de los bienes, y las razones de las conveniencias económicas de evitar todo transtorno con la reforma?

No es esta una cuestion que haya podido, por lo regular, resolverse con un criterio absoluto, sino con un criterio relativo y que, por lo tanto, ha dado origen á diversas soluciones que se han propuesto en los diferentes casos que la historia nos señala al respecto.

En la fijación del nuevo tipo de la moneda metálica se ha procurado, por lo regular, no modificar el estado de cosas existente, ó sea elegir un tipo de cambio que no produzca transtorno alguno en el desarrollo de la vida económica del país. Además de esta consideración ha obrado también la de elegir una relación de valor que facilite las operaciones monetarias; por ejemplo, en Rusia se elige la relación que se adoptó por corresponder á la relación de 1 rublo oro=1½ rublos papel: una fracción más ó menos nada habría pecado contra la consideración primera, pero no habría producido una relación tan fácil y redonda como la de 1 á 1½.

Veamos el caso de las operaciones de conversión del Austria en 1892. El Gobierno en su proyecto de ley tomó

un término medio del cambio desde 1879. He aquí las cifras del cambio de Austria sobre Londres según las cotizaciones de la Bolsa de Viena: (1)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1879 | 117.30 | 1886 | 126.01 |
| 1880 | 117.83 | 1887 | 126.61 |
| 1881 | 117.83 | 1888 | 124.22 |
| 1882 | 119.60 | 1889 | 119.55 |
| 1883 | 120.— | 1890 | 116.05 |
| 1884 | 121.89 | 1891 | 116.80 |
| 1885 | 124.92 | ..... | ..... |

El término medio de todo este período, según estas cotizaciones de la Bolsa es, 120.66. El proyecto del Gobierno fijaba el cambio de 120.087. El distinguido economista K. Menger, en la discusión habida sobre la fijación de este tipo de la nueva moneda de oro, encontraba que el tipo propuesto por el Gobierno era un cambio demasiado alto es decir, una moneda de oro demasiado pesada. Menger estimaba preferible haber tomado el término medio del cambio desde 1884 hasta 1891, con lo cual el tipo de cambio adoptado habría sido de 122.01; ó sea que la moneda de oro habría tenido como 2% menos de peso. Según el proyecto del Gobierno, con el cambio á la vista sobre Londres de 120.087, la nueva moneda de oro debería equivaler á 2.100271 francos; tomando el término medio desde 1884, como lo deseaba Menger, la nueva moneda de oro sólo valdría 2,064 francos. Aún agregaba el mismo profesor Menger que si por la razón de redondear mejor el tipo monetario (*eine Abrundung der Relationsziffer*) hubiera sido conveniente salirse de estas cifras, habría sido preferible adoptar el valor de 2 francos 5 céntimos para la nueva moneda de oro. La relación de cambio elegida por el Gobierno para la conversión del billete era, pues, para Men-

(1) El cambio está expresado por el valor en papel de 100 *Gulden* de la antigua moneda de oro.

ger, inconveniente por lo elevada, ó sea por que significaba una valorización excesiva de la moneda (1). Como puede verse en el cuadro que damos del premio del oro, este había disminuido bastante desde 1889, y el tipo monetario propuesto por el Gobierno, que Menger reputaba muy elevada era, sin embargo, más bajo que el que había correspondido al del cambio de los últimos años.

Otros, por la inversa, consideraban que el tipo elegido por el Gobierno era muy bajo y que debía adoptarse una moneda de mayor valor en oro. Otros se manifertaron partidarios de adoptar el tipo del cambio que hubiera en el momento de realizarse la conversión (*Tages cours*) (2). Otros aún, á pesar de no existir propiamente en Austria una moneda metálica á la cual correspondiera el papel-moneda, como lo he explicado (§ 49), decían que debía adoptarse la moneda equivalente á 2.50 francos. valor primitivo en oro que le estaba asignado el florin de plata. Estos eran los que se fundaban en la teoría del cumplimiento de las promesas de reembolso al cual estaría ligado el honor de la Monarquía.

Cuando se preparaban las operaciones de conversión en Rusia se presentó la misma cuestión. Después de las discusiones de estilo el Gobierno adoptó el tipo de 66⅔ *kopecks* oro por un *rublo* billete. Este tipo, según el Ministro Witte, tenía la siguiente justificación: 1° no modificaba el estado de cosas existente, 2° estaba en armonía con las fuerzas económicas del pasado y 3° establecía una relación cómoda entre la nueva y la antigua moneda (esto correspondía á establecer la relación de 1 rublo oro por 1½ rublos papel). El mismo Ministro Witte decía al respecto: "No es posible decir con una precisión matemática y absoluta que este tipo de 66⅔, y no el de 65 ó el de 68, represente el *nec plus*

(1) Véase *Der Ubergangzur Goldwährung*. Von prof. *K. Menger Wien und Leipzig*, 1892.

(2) Eteocle Lorini. — La questione della voluta in Austria —Ungheria., pág. 30.

*ultra*, sea el único tipo perfecto." El Gobierno se inclinó al tipo de 66⅔ especialmente por la 3ª de las razones ante dicha, es decir, porque correspondía á una relación más facil entre la moneda de oro y la de papel, (1 rublo oro=1½ rublos papel). Según las otras dos primeras razones, lo mismo habría podido adoptarse el de 65 ó el de 68 como lo dice el mismo Ministro.

Al establecerse la caja de conversión de la República Argentina de 1899 se presenta esta misma cuestión y con mayores dificultades aún por haber sufrido el papel-moneda argentino oscilaciones muy fuertes de baja en los años anteriores, y por realizarse la operación en los momentos en que se pronunciaba una alza del cambio ó sea una valorización muy pronunciada de la moneda.

El premio del oro había sido el siguiente: (1)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1885 | 137 | 1892 | 332 |
| 1886 | 139 | 1893 | 324 |
| 1887 | 135 | 1894 | 357 |
| 1888 | 148 | 1895 | 344 |
| 1889 | 191 | 1896 | 296 |
| 1890 | 251 | 1897 | 290 |
| 1891 | 387 | 1898 | 256 |

El término medio de todo este período despreciando fracciones, es de 263.

El tipo de cambio propuesto por el Gobierno para la Caja de Conversión era de 44 centavos del peso oro, lo cual equivalía á 227 pesos papel por cada 100 pesos oro.

El Ministro de Hacienda decía al respecto en su mensaje al Congreso cuando la discusión de la ley:

"El Poder Ejecutivo al fijar la relación de 44 centavos oro por cada peso nacional ha tenido en vista diversas consideraciones de justicia y equidad."

.....

"El tipo ideal sería aquel que conciliase todos los intere-

(1) Valor en papel-moneda de 100 $ oro.

ses; pero esto es imposible, porque en esta materia los intereses están en contradicción unos con otros. El interés de los consumidores es opuesto al de los productores, el de los acreedores al de los deudores, el de un gremio es contrario á otro gremio y así."

"No se podía tomar como base del tipo de conversión el término medio de las cotizaciones bursátiles durante un largo período, como se hizo en Rusia, porque habiendo sido muy altas las cotizaciones (fuertes premios del oro) durante el período de tiempo más vinculado á la situación actual, resulta un tipo muy elevado (un premio del oro muy alto) que vendría á herir grandes intereses creados posteriormente."

"A fin de no causar mayores perturbaciones y de contemplar los más legítimos y valiosos intereses, se ha buscado un tipo de transacción, que se acerque á los precios que han servido de base á las obligaciones vigentes..."

Esta ley fué muy discutida en la opinión, habiendo muchos que la criticaron. El Dr Terry que fué Ministro y profesor de finanzas en la Facultad de Derecho, se manifestaba partidario de que el Gobierno cumpliera sus promesas de reembolso, ó sea que volviera al peso oro. Pero como comprendía muy bien el Dr. Terry los graves trastornos que podía acarrear esta política; proponía que desde luego se adoptase para la Caja de Conversión el tipo de 200 "pero con autorización expresa á fin de que el Poder Ejecutivo, pueda bajar ese tipo á medida que la situación de la plaza y del país lo permita (1)."

La verdad es que el tipo elegido por el Gobierno no descansaba en una base indiscutible, sino que era una transacción propuesta por la opinión del Gobierno y un tanto prudencial y antojadizamente, pues ni siquiera consultaba la necesidad de redondear mejor el tipo de la nueva moneda en sus relaciones con las monedas extranjeras.

La verdad es también que en estos casos toda solución

---

(1) *Conferencias Monetarias.* Buenos Aires. 1899.

que se adopte envuelve algo de antojadizo ó prudencial. En tales casos se adopta una base que *prudencialmente* corresponda al propósito perseguido de salir de la inconversión sin producir los trastornos de una crisis, y que satisfaga mejor el propósito de contemplar á los deudores y acreedores. Dentro de este criterio que mejor redondee la relación de valor de la nueva moneda con alguna de las principales monedas extranjeras, ha sido preferido.

A menudo no hay una razón determinante en favor de exclusión de un tipo; pero en todo caso hay que elegir alguno aunque sea un tanto arbitrariamente.

Igual discusión tuvo lugar en el Brasil cuando la Caja de conversión de 1906. El proyecto del Gobierno adoptó el tipo de 15 d. por cada *mil reis* siendo la par 27 d. Había, sin embargo, una corriente partidaria del tipo de 12 d. El Dr. Vieira Souto (prof. de Economía Política y finanzas) estudiando á la fecha esta cuestión se declaraba enemigo del tipo de 12 d. porque "semelhante acto seria un esbulho, um robo, uma requintada immoralidade (1)." En cambio el mismo Dr. Vieira Sonto proponía el tipo de 16 d. por *mil reis* y declaraba que este estaría de acuerdo con la más "escrupulosa moralidade."

## CAPITULO VII

### Las operaciones de conversión en Rusia (2)

§ 78.—La unidad monetaria de Rusia era el rublo de plata de 20 gramos de peso y de ley de 0.900, permitiéndose la circulación de las monedas de oro en la proporción entre ambos metales de 1 : 15.4958. En el hecho sólo podía circular la plata que era la moneda de menor valor.

En vista de las fluctuaciones del tipo del cambio, y aten-

(1) Caixa de Conversao. Río de Janeiro. 1906, pág. 16.

(2) La reforme monetaire de la Russie (*monographie faite par ordre du ministere d'Italie*) *par E. Lorini*, traduction de *R. Le-*

diendo á la necesidad de llegar algún día á la adopción del padrón monetario del oro, que imperaba entonces en Europa, el Gobierno ruso había dirigido su política á la conversión del billete por el oro. El ministro Vichnegradsky (1887–92) manifiesta continuar la política de sus predecesores en el sentido de preparar el camino para la conversión en oro, no reduciendo la circulación del billete sinó que aumentando el fondo de conversión en oro. Los nuevos incrementos de la circulación de billetes que necesitara el mercado irían acompañados de un depósito equivalente en oro. En 1887 de acuerdo con esta política el Ministro acordó que debía adoptarse la relación de 1 y medio *rublo* papel por 1 *rublo* de oro ó sea que la política del Gobierno debía tender á producir la estabilidad al rededor de este tipo, que estaba en consonancia con las cotizaciones reales del cambio internacional, y por lo tanto no produciría un trastorno en los negocios como sucedería si se alzara el valor del *rublo* oro.

El Ministro de Witte que vino en seguida continuó en la política de su predecesor procurando, á toda costa, mantener con cierta estabilidad el cambio al rededor del nivel ya marcado de 1 rublo oro por 1 y medio rublos papel. En 1893, en vista de la gran baja del precio de la plata y de acuerdo con su política en favor del oro, prohibió extrictamente la libre acuñación de monedas de plata y prohibió también la importación de las monedas de plata extranjeras, quedando así el papel–moneda en Rusia en situación parecida á la que tuvo ante igual medida el papel–moneda de Austria: no correspondía por la ley á ninguna moneda metálica determinada, pues la ley no sancionaba aún defi-

---

*dos de Beaufort.* Paris 1898.—L'achèvement et l'application de la reforme monetaire de la Russie par *R. Ledos de Beaufort.* Paris 1889.—Die Osterreichisch-Ungarische Währungsneform von *A. Spitzmüller.* Wien und Leipsig 1912 (*cap. V.*)—L'abolition du cours force en Russie et en Autriche par *Paul Cahen. Questions monetaires.*) Paris 1905.—*Arthur Raffalovich.* Le marché financier.

nitivamente la conversión por oro en la proporción acordada por el Gobierno de 1 R. oro por 1 y medio R. papel. En 1897, creyó llegado el momento de confirmar con la fuerza de la ley toda esta política monetaria y se dictó el *úkase* de 8 de Agosto que vino á establecer las bases de la conversión confirmando la ya elegida norma de 1 rublo oro por 1 y medio rublos papel. Según la expresión del propio Ministro esta relación no modificaba el estado de cosas existente; estaba en armonía con las fuerzas económicas del pasado y significaba una base cómoda y simple entre el antiguo *rublo* de papel y el nuevo de oro (1). Era esta operación la mera continuación del estado de cosas existente, puesto que el tipo de la moneda de oro elegida estaba en consonancia con las cotizaciones reales del cambio en el último período de más de 10 años. Después de 1893 la plata continuó su baja de precio, pero el cambio se mantuvo á su nivel anterior.

La moneda de oro llamada *imperial* era antes de 10 rublos, ahora con la reforma, esta misma pieza pasaba á valer 15 rublos, haciéndose sellar piezas que llevaban la inscripción de 15 R. (úkase de 3 de Enero de 1897).

En el mismo año 1897 el Banco de Rusia iniciaba la conversión del billete. Para establecer la circulación de los billetes del Banco sobre base sólida, se acordó que la emisión sólo se haría con sujeción á las necesidades estrictas del mercado monetario. El excedente de billetes sobre la suma de 600 millones de R., debería en adelante ser siempre garantido, por lo menos, por igual valor en oro, ó sea, por cada rublo billete emitido, la caja en oro debería aumentar también en un rublo. Respecto á los primeros 600 millones de billetes, el encaje en oro debería ser igual por lo menos á 300 millones.

La Rusia entraba en el régimen del padrón de oro, deján-

---

(1) Esta relación equivalía á 1 R. papel = 66 2/3 *Kopecks* oro = 2/3 R. oro = 2,627 Francos = 2.16 marcos.

dose la plata circunscrita al rol de moneda divisionaria. Se determinó que el monto de la moneda de plata acuñada no debería pasar de una suma en rublos igual al triple de la población del imperio; y se fijó en 25 rublos el máximum del poder liberatorio de las monedas de plata.

El Gobierno ruso no sólo se satisfizo con volver á la conversión del billete, y dar así estabilidad al cambio internacional, sino que trató y logró conseguirlo que circulasen las monedas de oro, para lo cual hubo de vencerse la costumbre tan arraigada de emplear exclusivamente el billete que tenía el pueblo ruso. Para esto, entre otras medidas, como ser el cobro de ciertos derechos en oro, fué disponiéndose la disminución gradual y paulatina del billete de corte pequeño á medida que el pueblo iba acostumbrándose al uso del oro.

He aquí un cuadro del movimiento de la circulación de billetes y oro:

| Fin del año | MILLONES DE RUBLOS | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Oro | | Total del oro | Billetes | |
| | En el Banco Imperial | En circulación | | En el Banco Imperial | En circulación |
| 1896.... | 1,206 | 37.5 | 1,243 | 139.7 | 981.6 |
| 1897.... | 1,315 | 155 | 1,470 | 69 | 930 |
| 1898.... | 1,146 | 445 | 1,591 | 41.8 | 683.2 |
| 1899.... | 927 | 639.4 | 1,566 | 112.7 | 517.3 |
| 1900.... | 807.8 | 684.5 | 1,492 | 77.7 | 552.3 |
| 1901.... | 830.1 (1) | 694.9 (2) | 1,525 (3) | 71.6 (4) | 558.4 (5) |

La columna (1) es formada por apreciación, y por lo tanto, no tiene la exactitud matemática de las otras columnas.

Este cuadro muestra que á pesar de la disminución del encaje de oro del Banco, la conversión del billete aparece completamente asegurada por la relación entre la caja metálica y el monto de la circulación de billetes; y además, por el incremento paulatino del *stock* de oro en manos de particulares en la circulación.

La firme voluntad del Gobierno ruso de consolidar el régimen del padrón de oro, la prudencia con que ha ido tomando sus diferentes medidas tendientes á este fin, han asegurado la realización de una operación tan trascendental como ésta, en muy buenas condiciones de seguridad y sin producir trastornos en el desarrollo económico del Imperio. La influencia de unos cuantos Ministros de Hacienda que persiguieron la misma política por el espacio de cerca de 20 años, se ha podido dejar sentir mejor en un Gobierno absolutista como el ruso, que en los Gobiernos parlamentarios tan cambiantes como el nuestro, en los cuales no se concebiría semejante unidad de rumbos, en tan largo espacio de tiempo.

Además, el Imperio ruso ha pasado todo este tiempo por un período de un gran desarrollo y progreso económico: los ferrocarriles han desarrollado el comercio y la industria en el vasto territorio del Imperio y la protección á la industria nacional ha desarrollado la producción industrial.

## CAPITULO VIII

### Las operaciones de conversión en Austria

§ 79. *Operaciones de conversión de 1811 y de 1816* (1). —En los primeros períodos del papel-moneda de Austria se

(1) *Cahen P.* L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche. *W. Sumner.* Austrian paper money (A Hist. of the American Currency). *P. Leroy Beaulieu.* Traité de la sciencie des finances.

produjieron fuertes depreciaciones del billete. He aquí un cuadro del movimiento del precio del oro y de la cantidad de billetes en circulación desde 1796.

| Años | Precio en papel de 100 florines plata | Circulación en millones de florines |
|---|---|---|
| 1796 | 100,25 | 46.8 |
| 1797 | 102 | 74.2 |
| 1798 | 101 | 91.9 |
| 1799 | 107 | 141 |
| 1800 | 115 | 200.9 |
| 1801 | 116 | 262 |
| 1802 | 120 | 337.2 |
| 1803 | 133 | 339.2 |
| 1804 | 135 | 337.6 |
| 1805 | 146 | 377.1 |
| 1806 | 175 | 449.8 |
| 1807 | 202 | 487.6 |
| 1808 | 222 | 524.2 |
| 1809 | 315 | 650.9 |
| 1810 | 552 | 995 |
| 1811 | 833 | 1.061 |

La depreciación llegó hasta cotizarse los 100 florines plata en 1,200 florines papel.

Habiéndose llegado á esta gran depreciación del billete con relación á la moneda metálica, el Gobierno acordó por decreto de 20 de Febrero de 1811, reemplazar el billete circulante por otro billete (Einlösungsscheine), sobre la base de 5 florines de los antiguos billetes por 1 florín de los nuevos. A estos nuevos billetes se les declaraba garantidos por el valor de los bienes eclesiásticos. Fué, pues, una conversión de billetes inconvertibles por otros billetes inconvertibles, como se había hecho en Francia en tiempo de los *assi-*

*gnats* y en ciertos casos de los Estados Unidos en el período colonial.

En 1812 el estado de guerra se produjo nuevamente, la confianza no se restableció y el nuevo billete siguió también depreciándose. He aquí el cuadro del movimiento del cambio y la circulación de billetes:

| | Precio en papel-moneda de 100 florines plata | Circulación en millones de florines |
|---|---|---|
| 1812..... | 137 | 212.1 |
| 1813..... | 183 | 295.6 |
| 1814..... | 228 | 457.6 |
| 1815..... | 351 | 610.1 |
| 1816..... | 328 | 638.7 |
| 1817..... | 333 | 428.7 |

En 1816 se fundó el Banco Nacional de Austria y se procuró, por medio de él, ir retirando de la circulación los billetes del Estado, para dejar en su lugar sólo los billetes de banco, los cuales serían convertibles en moneda metálica. Parte del capital subscrito por los accionistas del nuevo banco se dedicó al retiro de billetes.

Para hacer la conversión del billete que, como hemos visto, en 1815 y 1816 estaba depreciado en una proporción mayor que de 300 á 100, se acordó adoptar como base la proporción de 250 florines papel por 100 florines plata. Como se ve, si en 1811 el florín había perdido 4/5 de su valor metálico, en 1816 se le rebajaba todavía de un 60% más.

El banco ofreció al público convertir el billete dándole por cada 140 florines solamente 40 en billetes convertibles y los otros 100 florines en una obligación que ganaría el 1% de interés. "Ainsi, on espérait à la fois assainir la circulation, dont on réduisait le montant, et introduire une monnaie capable d'inspirer confiance". (P. Cahen).

Iniciado el canje, los portadores de billetes se presentaron al Banco exigiendo moneda metálica. Se produjo una corrida ó *run* que trajo por consecuencia la suspensión de la conversión del billete bancario. No existía el grado de confianza indispensable en estos casos para mantener la circulación del papel bancario. Sólo algunos años más tarde se pudo volver á la conversión del billete, para recomenzar nuevamente el curso forzoso en 1848.

§ 80. *Las leyes de conversión de 1892* (1).—Ya hemos visto cuál era la situación especial del papel-moneda de Austria (§ 42) desde 1879, época de la suspensión de la libre acuñación de la plata; era un billete inconvertible que no correspondía á ninguna moneda metálica determinada.

Respecto á la marcha del cambio internacional, el lector podrá ver los datos necesarios en las respectivas estadísticas que aquí hemos dado.

Cuando se trató de salir del papel-moneda, lo primero que se hizo fué adoptar la resolución de establecer el padrón de oro, sistema monetario que venía imponiéndose en Europa con fuerza irresistible desde 1871 especialmente.

En 1891, cuando el Gobierno preparaba la vuelta al régimen del oro, se planteó la cuestión del tipo de la nueva moneda, ó sea, del contenido de metal fino de ella, punto del cual dependería el valor de ella en el cambio internacional. Dominó al respecto la idea de tomar un término medio del cambio durante todo el último período desde 1879

---

(1) *Carl Menger.* Der Ubergang zur Goldwährung. Wien und Leipzig, 1892. *Eteocle Lorini.* La questione della valuta in Austria Ungheria. Torino, 1893.—*Dr. Alex. Spitzmüller.* Die Osterreichisch-ungarisch Währungs-reform Wien u. Leipzig, 1902.—*Paul Cahen-*L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche (Questions monetaires. París, 1905). — Denkschrift über das Papiergeldwesen der Osterreichisch ungarischen Monarchie. (Finanz-Ministerium) Wien, 1892. —Statistische Tabellen zur Währungs Frage. (Finanz-Ministerium). Wien, 1892. *Knapp* Staatliche Theorie les Geldes. Leipzig, 1905.

á 1891 (*Durchschnitte cours*), ó sea, del período en el cual, por la suspensión de la libre acuñación de la plata, no existía moneda metálica á la cual correspondiera el billete inconvertible. Después de las discusiones inevitables del caso en torno de las diversas ideas emitidas al respecto, se aprobó la lei de 2 de Agosto de 1892, Núm. 126, que creó como unidad monetaria á la *corona* de oro, en vez del antiguo *florín*. Según esta ley, un *florín* pasaba á valer dos *coronas:*

3280 coronas=1 kilogramo de oro fino
1640 florines =1 " " " "
1 corona =1.050 135 francos
1 florín =2.100 271 "

Hay en esto un hecho que aparece como extraño y necesita una explicación especial. Me refiero al cambio de nombre y aún de tipo de unidad monetaria. ¿Por qué se abandonaba el *florín* ó *Gulden* tradicional, por la *corona?* Hubo al respecto también una discusión agitada, pues el punto no carecía de importancia, y la razón que decidió á la mayoría y al Gobierno en favor de la nueva moneda llamada *corona*, según lo expresa E. Lorini, fué el evitar la confusión que podría formarse por aquello de que todavía existían en circulación de los antiguos *florines* de oro, del pasado régimen bimetálico con una relación de valor entre el oro y la plata de 1:15.3. Como la nueva ley creaba un nuevo *florín* de oro de menor valor que aquél (correspondía á una relación de 1:18.2), se podía haber formado una confusión entre ambos florines. No se quiso adoptar ni el *franco* ni el *marco* y se prefirió, por consideraciones de orden nacional ó interno, adoptar una unidad propia que prestase comodidades para las transacciones y cuyo valor quedaba comprendido entre el franco y el marco. Algunos prefirieron la unidad monetaria de más bajo tipo que el florín, como era la corona, porque esperaban con ella que los precios

serían en general más bajos, lo cual determinaría una ventaja social.

Esta ley creaba el nuevo sistema monetario, metálico más no iniciaba aún la conversión del billete.

§ 81. *Estado de la circulación monetaria en 1892.*—Como puede verse en los cuadros estadísticos, la circulación de billetes era parte de billetes bancarios y parte de billetes del Estado. La circulación del banco emisor era en 1892: 120 144 billetes de 1,000 florines; 1.777,013 billetes de 100 florines; 18.014,229 billetes de 10 florines; total: 477 987,590 florines.

Las reservas metálicas del banco en 1892 eran las siguientes: 73.4 millones de florines oro, 168.9 millones de florines plata y 19.2 millones de florines en letras sobre plazas extranjeras.

Por sus estatutos el banco estaba obligado á convertir sus billetes contra la moneda metálica de curso legal (*gegen gesetzliches Metallgeld*); pero quedaba esta disposición suspendida mientras durara el curso forzoso de los billetes del Estado. Después que el Estado convirtiera sus billetes, se dispondría nuevamente que el banco continuara por su parte convirtiendo los suyos á la vista por la moneda metálica creada por la ley de 1892 de que hemos hablado.

La circulación de los billetes del Estado se encontraba reducida después de la ley de 1892 á 312 millones de florines en billetes del Estado (*Staatsnoten*) del tipo de 1.5 y 50 florines. Además había otros billetes emitidos por el Estado con una garantía hipotecaria (*Salinenscheinen*) cuyo monto llegaba á 11 millones de florines. El total, pues, de la circulación de los billetes del Estado era de 412 millones de florines.

§ 82. *Las operaciones de conversión del billete del Estado posteriores á 1892.*—La operación financiera propiamente tal, que era necesario realizar para dar término al billete inconvertible era la del retiro ó canje del billete del Estado. Después de realizada esta operación, el banco que contaba con recursos en metálico, y que gozaba de gran

crédito, podría continuar con sus billetes la conversión á la vista por la moneda metálica legal cuando así se acordara.

Los Gobiernos de Austria y Hungría se pusieron de acuerdo en 1892 respecto á la repartición de la responsabilidad de ambos en las emisiones de los billetes del Estado; y se acordó, entre ambos, proceder á su retiro. Ambos Gobiernos contrataron un empréstito (cada uno según la parte que le correspondía según el arreglo) para hacerse de fondos con que ir retirando los billetes del Estado.

El año 1893 se produjeron ciertas perturbaciones de la situación económica y monetaria, que hicieron temer por el éxito de la reforma. El curso mismo del cambio tuvo que sufrir: la cotización sobre Londres llegó á 127.65 siendo la par establecida por la ley de 1892, de 120.087.

El Gobierno Austro Húngaro resolvió, sin embargo, continuar la operación de retiro de su billete adelante, haciendo uso de los fondos que tenía al respecto listos. La ley de 9 de Julio de 1894 N.º 154, autorizó á retirar 200 millones florines de billetes del Estado, comenzando primero por los de 1 florín y continuando en seguida con los de 5 y 50 florines.

Para retirar estos 200 millones de florines reemplazándolos por las nuevas monedas, se lanzaron á la circulación directamente por el Gobierno 40 millones en piezas de oro de 1 corona. Quedaba, por consiguiente, un saldo por retirar de 160 millones de florines en billetes del Estado; y para estos el Gobierno entregó al banco los 160 millones en monedas de oro, debiendo el banco retirar de la circulación 160 millones de billetes del Estado. Pero el Banco no entregaba al público el oro acuñado en canje del billete, sino que le daba billetes bancarios y moneda de plata de la establecida por la ley. El Banco no estaba aún legalmente obligado á iniciar la conversión de sus billetes.

Las operaciones continuaron con felicidad: el billete del Estado fué retirándose poco á poco de la circulación en 1894 y en los años siguientes, hasta que en 1899 habían sido retirados de la circulación los 200 millones florines de

billetes, quedando, por consiguiente, un saldo de 112 millones de florines para completar los 312 millones.

En 1899 el Gobierno resolvió completar el retiro de estos 112 millones de florines de billetes del Estado, para lo cual entregó al banco igual suma en oro amonedado, y el banco entregó al público en canje de los billetes del Estado 32 millones de florines ó sea 64 millones de las nuevas *coronas* en moneda de plata de 5 coronas, y 80 millones de florines en billetes de banco de 10 coronas.

Como se ve, el banco guardaba el oro en caja y reemplazaba el billete inconvertible del Estado por billetes bancarios convertibles y por moneda de plata. La operación se continuaba en condiciones de regularidad y rodeada la situación del suficiente crédito para que no se produjera ningún movimiento de desconfianza.

Dijimos al expresar la circulación de billetes del Estado que además de los 312 millones de florines había otra clase de billetes lanzados con cierta garantía hipotecaria, llamados *Salinenscheinen* y cuyo monto era de 100 millones. En 1894, se les redujo á 70 millones. Después se continuó esta amortización y se convirtió el saldo restante con un empréstito.

Retirado de la circulación el billete inconvertible del Estado, el sistema monetario Austriaco se normalizaba quedando únicamente el billete del banco privilegiado (*die Banknoten*), en circulación. Según su privilegio tenía el banco austro húngaro el monopolio del derecho de emitir billetes.

Hasta aquí llegaron las operaciones de conversión propiamente tales hechas por el Gobierno. El banco emisor de billetes no estaba obligado á convertir su billete á la vista por la nueva moneda de oro creada por la ley de 1892.

A partir de 1892, el tipo del cambio continuó teniendo sus fluctuaciones. Parece aún que los propios bancos privados en los cuales el Gobierno depositaba sus fondos en oro, para que ellos le proporcionaran las letras de cambio para hacer los pagos de las deudas fiscales en el extranjero,

especulaban con las fluctuaciones periódicas del cambio internacional (1). En vista de esto, el Gobierno decidió entenderse únicamente con el Banco Austro Húngaro, para depositar en él sus fondos en oro y hacer, por su intermedio, los pagos en el extranjero. Desde el año 1901 el Banco, á pesar de no tener por la ley, la obligación de convertir á la vista sus billetes por oro, lo hace voluntariamente; pues se ha propuesto la política de mantener la estabilidad del tipo del cambio internacional, tal cual lo expliqué (§ 59). Esta política ha sido seguida con todo éxito. El oro que el banco da al público, vuelve nuevamente á sus cajas. El mercado del cambio ha sido completamente regulado por el banco.

El banco ha operado en esta forma, no por móviles de lucro privado, sino persiguiendo el interés público de la estabilidad del tipo del cambio internacional. En el período de 1901 á 1906 las fluctuaciones máximas del cambio son tan pequeñas que no pasan de 1/5 por ciento, en favor ó en contra de la moneda austriaca. Es la estabilidad que se consigue con el padrón de oro.

En esta situación, como se ve, no hay apremio por ir al régimen de la moneda metálica, como fué la Rusia, y como están los principales países de Europa; y aún hay muchos que son partidarios de quedarse en la situación en que se está.

En resumen, la ley de 1892 creó la nueva moneda metálica de oro en la cual deberá ser convertible el billete; el Estado retiró sus billetes de la circulación; y el banco con su *stock* de oro mantiene la estabilidad del cambio á la par, á pesar de no estar todavía obligado por la ley á convertir su billete.

— —

(1) *Zuckerland.* Handwörterbuch von Conrad, 3.ª edición (Artículo sobre el Banco Austro Húngaro que he leído traducido por la National Monetary Commission de Washington).

## CAPITULO IX

### Operaciones de conversión de Chile en el período del papel-moneda que termina en 1895

§ 83. *Situación económica que se presentaba desde 1891.* —En el párrafo 12 vimos el origen de la inconversión y curso forzoso del billete bancario en Chile en 1878.

En 1879 sobrevino la guerra del Pacífico, y se recurre á las emisiones de *billetes fiscales*, como expediente para cubrir los gastos de ella, y desde entonces quedan estos billetes como la verdadera moneda de curso legal. El billete bancario, desde que cesó el plazo de su inconversión, siguió circulando á virtud de la antigua ley de bancos que lo autorizaba; pero, como al presente no había moneda metálica, su condición era un tanto distinta como lo vimos (§ 61). En los cuadros estadísticos podrá verse el desarrollo de las emisiones bancarias y del Estado, y también el cambio internacional. (Parte II).

En 1891 sobreviene la guerra civil, y durante ella se aumenta la emisión fiscal en $ 20.809,297.

Antes de la revolución la circulación era:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales | $ 22.757,224 |
| Billetes bancarios | „ 18.544,856 |
| | $ 41.303.080 |

Al terminar la revolución en el mismo año 1891 era de:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales | $ 42.263,424 |
| Billetes bancarios | „ 20.291,036 |
| | $ 62.554,460 |

En 1892, estando el Gobierno vencedor preocupado de regularizar la situación, quiso retirar de la circulación las emisiones lanzadas durante la guerra civil, y en Diciembre de este año dejaba la circulación reducida á:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales..... | $ 31.375,738 |
| | ,, 14.279,096 |
| | $ 45.654,834 |

Esta política produjo cierta restricción monetaria, como lo expliqué al hablar de los efectos de las incineraciones de billetes (§ 38), y hubo de lanzarse una emisión de billetes llamados *vales de Tesorería*. La circulación de billetes era en 31 de Diciembre 1893:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales..... | $ 29.596,033 |
| Billetes bancarrios..... | ,, 17.266,507 |
| Vleas de Tesorería..... | ,, 8.902,000 |
| | $ 55.7645,40 |

El cambio internacional comienza desde 1890 un período de descenso, cuyo mínimum se produce en 1894. En 1892 el término medio fué de 18 *d*, de 15 *d* en 1893 y de 13 *d* en 1894. Esta baja del cambio impedía que la agricultura chilena sufriera de la baja de los precios que desde 1891 á 1896 se dejó sentir en otros países.

Los precios de las propiedades rústicas y urbanas habían estado de alza desde 1891. Las operaciones de crédito habían tomado desarrollo y también las especulaciones. He aquí el desarrollo de las operaciones bancarias:

| Años | Préstamos | Depósitos | Capital pagado |
|---|---|---|---|
| 1888 | 103.312,000 | 89.023,000 | 23.675,000 |
| 1889 | 126.192,0 0 | 90.350,000 | 25.117,000 |
| 1890 | 117.037,000 | 92.209,000 | 30.476,000 |
| 1891 | 130.659.000 | 131.472,000 | 33.011.000 |
| 1892 | 145.915,000 | 133.489,000 | 37.188.000 |
| 1893 | 147.182.000 | 120.267,000 | 40.914,000 |
| 1894 | 147.913,000 | 124.499,000 | 43.514,000 |

El movimiento de desvalorización de la moneda impulsaba á contraer deudas, exajerando las operaciones de crédito. Los préstamos bancarios eran, por lo regular, á plazos largos, como ser, por ejemplo, cuentas corrientes de agricultores.

He aquí el desarrollo de las operaciones de préstamos hipotecarios á largo plazo, hechas por la Caja de Crédito Hipotecario, institución fiscal que ha tenido el primer rango entre las de su género en el país:

| Años | Tipo medio del cambio en peniques | Cantidad prestada en bonos hipotecarios |
|---|---|---|
| 1888 | 26.35 | $ 17.432,400 |
| 1889 | 26.42 | 17.036.400 |
| 1890 | 32.97 | 19.335,600 |
| 1891 | 18.27 | 12.178.900 |
| 26 18 | 18. | 25.494,100 |
| 1893 | 15. | 32.103,200 |
| 1894 | 13. | 33.448,400 |

Los precios de las acciones de Bancos y otras sociedades anónimas habían subido bastante hasta el año 1894.

Pero la situación era muy incierta é inspiraba muchas desconfianzas, sobre todo, por la política monetaria, que entonces se desarrollaba.

§ 84. *Política monetaria tendente á realizar á toda costa la conversión del billete.*—Mientras tanto, desde el mensaje presidencial de 1892, el Gobierno trabajaba incansablemente por arribar cuanto antes á la conversión del billete. Cosa extraña parecerá ésta, sin duda, á los que sin conocer esto que entonces pasaba, han visto que el cambio bajaba inexorablemente, hasta llegar en 1894 á 11¼ d.

Sigamos ahora el hilo de las medidas tomadas desde 1892 en el sentido de dar fin al curso forzoso. El 2 de Febrero de 1892 se promulgó una ley según la cual quedarían excluídos de la circulación los billetes emitidos por la Dictadura, desde el 31 de Diciembre de este mismo año. El Gobierno se encargaba de retirarlos por medio de un empréstito. No se le dió, después, cumplimiento absoluto á esa ley, por no producir una contracción monetaria, como vimos (§ 38).

El 26 de Noviembre de 1892 se promulgaba una ley destinada á realizar la conversión del billete por una moneda de oro, creada por esta ley, cuyo valor era de 24 peniques. Esta ley disponía un empréstito externo de 1.200,000 libras esterlinas, con cuyo producto se incinerarían 10 millones de pesos papel en 1893, y en 1894 y 1895 se continuarían las incineraciones de billetes, reemplazándolos á la vez por las nuevas monedas metálicas, si el cambio no hubiera bajado de 23½ peniques. Desde el 31 de Diciembre de 1895 en adelante, según el art. 7° de esta ley, el papel moneda del Estado se retiraría de la circulación, canjeándolo por el equivalente al peso plata de 25 gramos del antiguo sistema bimetálico, y el 1° de Julio de 1896 el papel-moneda emitido por el Estado dejaría de tener calidad de moneda legal.

La ley daba al *peso*, unidad monetaria de oro un valor equivalente á 24 peniques (0.798 805 gramos de oro con ley de 11|12). El antiguo sistema monetario metálico que era reformado por esta ley era el *bimetalismo* con un *peso* oro de 1.525 gr. y un *peso* plata de 25 gr.

Con el objeto de cumplir con las disposiciones de esta ley bimetálica, ó sea, con el objeto de cumplir las promesas de

reembolso del billete, según su valor nominal, el citado art. 7.º de la ley de 1892 disponía el canje del billete por el equivalente al peso plata de 25 gr. Escrupulosidad, que sin duda, no venía á beneficiar á los mismos que se habían antes perjudicado por la baja del cambio desde 1879.

Cuando se discutía esta ley de 1892, al tratarse de la la fijación del tipo de la nueva unidad monetaria metálica, hubo varias corrientes de opiniones. Unos, ateniéndose á las promesas de reembolso hechas por el Estado, en nombre del fiel cumplimiento de ellas, opinaban que no podía adoptarse otra moneda sinó el *peso* de oro de 1.525 gramos que valía alrededor de 45 peniques, ó bien el peso de plata de 25 gramos que determinaba la ley; y como había una gran mayoría en favor del padrón de oro, estimaban que el nuevo peso oro que debía crearse debería valer tanto cuanto era el valor en oro de 25 grs. de plata. Otros eran de opinión de fijar la nueva unidad monetaria de oro atendiendo solamente á un espíritu de equidad y conveniencia. La ley quiso tomar en cuenta ambas ideas: de acuerdo con esta última corriente fijó el tipo de 24d. y de acuerdo con aquellos consultó el artículo 7.º á que ya hicimos referencia. Por último, había otra corriente de opinión enemiga de la reforma por considerarla inoportuna, inconveniente. Eran los anti-conversionistas ó sea, como les llaman algunos, los "papeleros".

¿Pero qué sucedía mientras se promulgaba esta ley?

A fines del año 1892 dejóse sentir una contracción monetaria por efecto de la disminución del medio circulante. Produjose esta contracción como sigue. Hemos visto que después de la revolución la emisión de billetes fiscales alcanzaba á 42.263,424 pesos. Aunque en 1892 se había dispuesto legislativamente la incineración de todos los billetes emitidos por el Gobierno en tiempo de la revolución, los cuales alcanzaban á la suma de 20.809 297 pesos, viéndose que no era posible retirar toda esta suma de la circulación sin producir trastornos, se incineraron solamente 9.500,000 pesos. Además, en cumplimiento de la ley de 14

de Marzo de 1887, se incineraron 100 mil pesos mensuales. Al dictarse, pues, la ley de conversión de 1892 la emisión total de billetes fiscales se había disminuído en ese mismo año en 10.000.000 de pesos. Después de puesta en vigencia dicha ley se comenzaron las incineraciones dispuestas en el artículo 2º, las cuales alcanzaron á 650,000 pesos más ó menos.

Los Bancos, por su parte, comenzaron también á retirar sus billetes de la circulación, movidos, ya por temor á la obligación de canjearlos que les imponía la nueva ley, ya porque no admitiéndoselos el Gobierno en sus oficinas se hacía más difícil su circulación. La emisión bancaria registrada en Junio de 1892 alcanzaba á 19.313,448 pesos, y en Diciembre del mismo año sólo alcanzó á 14.279,096 pesos.

Si á esto se agrega todavía la ocultación del billete fiscal ocasionada no tanto por la esperanza de obtener una utilidad guardando estos billetes hasta 1896, año en que debían ser canjeados por el Gobierno á razón de 25 gramos de plata, cuanto por la mayor confianza que inspiraba la solvencia del Fisco en comparación con la de los bancos, se explica suficientemente que al terminar el año de 1892 se dejase sentir una verdadera contracción monetaria.

Al comenzar el año 1893, antes de comenzar siquiera la incineración de 10.000,000 de pesos prescripta por la ley de conversión de 1892, tan fuertes se dejaron sentir los efectos de la restricción, que el Gobierno mismo, y casi todos los partidarios de dicha ley de conversión, juzgaron que era llegado el momento de volver al mercado el circulante de que se le había privado y de modificar la ley de conversión. Comenzóse entonces á deshacer todo lo hecho en materia de restricción.

He aquí, las nuevas medidas que se tomaron para aumentar la circulación monetaria.

Se dió á los billetes bancarios libre entrada en las oficinas públicas. Esta medida ha tenido en Chile gran importancia para facilitar la circulación de los billetes de banco,

á consecuencia no solamente de las contribuciones públicas y municipales sinó también por pertenecer al Estado casi todos los ferrocarriles del país.

Se suspendió la incineración de billetes fiscales, derogando los artículos 1.º, 2.º, 3.º, 4.º, 5.º, 6.º y 8.º de la ley de 1892.

Además, el gobierno que desde los tiempos de la Revolución debía una cierta suma á los bancos, en pago de estas deudas habíales dado unos *vales* de 500, de 1,000 y 10,000 pesos al portador y sin interés alguno. Cuando arreció el peligro en que se iban viendo expuestos los bancos á consecuencia de la restricción monetaria, dióles el gobierno la facultad de usar estos *vales* como medio circulante legal. Para que pudiesen servir mejor á este fin, hiciéronse hasta del tipo de cien pesos. Era esta una emisión disimulada de billetes fiscales, que alcanzó á la suma de 8.902,000 pesos.

Por último, esa facilidad creciente día á día con que el gobierno dictaba una ley hoy, para derogarla mañana, aumentando la desconfianza, fué haciendo salir de su escondite al billete fiscal.

De esta manera, en el primer semestre de 1893 quedó deshecho todo lo hecho en 1892 en materia de restricción. El cambio internacional cerraba en Diciembre de 1892 á 17¾ *d*, en plena vigencia de la ley de Noviembre del mismo año que determinaba la conversión á 24 *d* por peso; y la baja del cambio continuaba adelante llegando á 15 *d* en los primeros meses de 1893!

En 31 de Mayo de 1893 se promulgaba otra ley modificando, como sigue, las disposiciones de la ley de conversión de 1892.

"Artículo primero. Desde el 31 de Diciembre de 1899, el papel moneda del Estado será pagado á su presentación en las oficinas que designe el Presidente de la República por el valor equivalente al peso de 25 gramos de plata y 9 décimos de fino, con la moneda metálica establecida por la ley de 26 de Noviembre de 1892.

"Art. 2º Desde el 1º de Junio de 1896 la conversión del

papel-moneda se hará, para los que la solicitaren, en moneda metálica de la establecida por la ley de Noviembre citada, á razón de 24 *d* por peso.

"Art. 3º El papel moneda pagado por el Estado, en conformidad con los dos artículos anteriores, será incinerado en la forma ordinaria.

"Art. 4º Desde el 1º de Enero de 1897, el papel-moneda dejará de tener curso forzoso".

Se disponía en otros artículos la formación de un fondo de conversión, y la obligación de los bancos de ir constituyendo también un fondo en oro equivalente al 20% de su poder emisor que había sido limitado á la suma total de 24 millones de pesos, distribuyéndose esta cantidad con relación al capital pagado de los bancos existentes. Quedaba siempre, en esta ley de 1893, sin modificación el peso oro de 24 *d.*, como unidad monetaria.

Mientras tanto el cambio bajaba más y más, sin que se notase la menor influencia de estas leyes en él, lo cual prueba la profunda desconfianza que había en la promesa del Gobierno. En otras circunstancias una ley así habría tenido inmediato efecto en el cambio: entonces no tuvo ninguno, como puede verse en la depreciación del billete.

Todo este enredo de leyes que se hacían hoy para deshacerse mañana, cambiando á voluntad del Congreso el tipo de la moneda, aumentaba la desconfianza y producía un verdadero desconcierto. En 1894 llegaba el cambio hasta el nivel nunca producido hasta entonces, de 11 *d* por peso!

Mientras tanto la ley que disponía que el billete sería canjeado en dos años más á razón de 24 *d* por peso, estaba en plena vijencia. Situación curiosa que demuestra, como lo hemos dicho, la profunda desconfianza que tenía el público en el cumplimiento de esta ley. En tales momentos, poquísimas eran las personas que contaban seriamente con el cumplimiento de la ley al efectuar sus negocios. Ya también se palpaba que los bancos no podrían llevar adelante el pago de sus billetes por las nuevas monedas metálicas, porque aún cuando las deudas del público para con ellos

fuesen mayores que las de ellos con el público, gran parte de los deudores se encontraría en la situación de no poder pagar sus deudas, lo cual hacía muy justamente dudosa la responsabilidad de la cartera de estos establecimientos. La liquidación á 24 *d* tenía necesariamente que acarrear la quiebra ó bancarrota de innumerables personas, y la existencia de los bancos llegaría á hacerse imposible en medio de la crisis monetaria, pues, como lo hemos dicho ya, la extensión de sus operaciones de crédito había llegado en los últimos años, á veces, hasta el abuso.

Para mayor complicación, las alarmas producidas por las dificultades de la cuestión de límites con la República Argentina, vinieron á entorpecer más aún por aquel tiempo la situación económica y á obligar al Gobierno á invertir gruesas sumas en armamentos.

En medio de esta situación se hacía, pues, imposible el cumplimiento de la ley de conversión. Así lo comprendió el Gobierno que desde el mensaje presidencial leído en Junio de 1894, declaró que estaba dispuesto á aceptar que la ley se modificase convenientemente según las exigencias de la situación. Con esta declaración se comprende que la incertidumbre se hacía mucho mayor: ya nadie sabía á qué atenerse en la cuestión monetaria.

En general la situación económica se presentaba en 1894 con caracteres poco halagüeños para realizar la conversión.

El precio del salitre principal producto de exportación bajaba fuertemente en el segundo semestre de 1894. La situación de la agricultura era mala, pero la baja del cambio hasta 1894 mantenía la situación. Faltas de estadísticas de la producción podemos recordar la exportación de productos agrícolas:

| | 1893 | 1894 |
|---|---|---|
| *Exportación de productos agrícolas.* | $ 11.625.774 | $ 9.108.046 |

La situación financiera no era mala; porque la fuente capital de las entradas fiscales, la exportación del salitre, se mantenía en aumento.

§ 85. *Las leyes definitivas de conversión.*—Al empezar el año 1895, el Gobierno viéndose en la necesidad de modificar las leyes de conversión vigentes, pero manteniendo siempre la idea de dar inmediato fin al curzo forzoso, trató de buscar la solución en la conciliación de las corrientes más opuestas, es decir, entre los partidarios más decididos de las leyes de conversión y sus enemigos, los cuales día á día iban engrosando sus filas. Por iniciativa del Ministro de Hacienda se llamó á una discusión lisa y llana, sin fórmulas reglamentarias, á un cierto número de senadores y diputados de las más supuestas ideas y partidos políticos. En esta reunión se reconoció la dificultad de dar cumplimiento á las leyes vigentes, é inspirándose en el fin de hacer viable la conversión metálica, elaboraron un proyecto de ley en el cual ponían á elección del Congreso el tipo de 16d y 18d, para la nueva moneda. Fué ésta una verdadera transacción entre los partidarios de los 14 l y sus enemigos.

Como resultado de estas gestiones y del trabajo del Congreso salió el proyecto de ley, en el cual se fijaba en 18d el tipo de la nueva moneda y cuyos artículos principales son:

Artículo primero.—Desde el 1° de Junio de 1895 el Estado pagará sus billetes á los que lo soliciten en las monedas metálicas establecidas por esta ley. Estos billetes serán incinerados mensualmente.

Art. 2°.—Desde el 31 de Diciembre de 1897 el papel-moneda del Estado será pagado á su presentación en las oficinas que designe el Presidente de la República por el valor equivalente al peso de 25 gramos de plata y 9 décimos de fino, con la moneda de oro establecida por la presente ley, y desde esa fecha quedará desmonetizado el billete fiscal.

"En esta misma fecha se liquidarán las obligaciones del Estado de origen anterior á esta ley, reduciendo su valor nominal, computado en pesos de 25 gramos y 9 décimos de fino, á la moneda establecida por esta ley, y con ella se continuará haciendo su servicio.

(1) Ley Núm. 277 de Conversión, promulgada el 11 de Febrero de 1895.

"El pago y liquidación á que se refieren los dos incisos precedentes sólo tendrá lugar en caso que el valor del peso de plata de 25 gramos y 9 décimos de fino, tenga en la misma fecha un valor superior á 18 peniques, aplicándose en caso contrario lo dispuesto en los artículos 1º y 16 de la presente ley."

En los artículos 6º, 7º, 8º y 9º disponía que los Bancos garantizarían su emisión de billetes con bonos del Estado ó hipotecarios.

En seguida, como ley complementaria, se dictó la de 28 de Mayo de 1895, que autorizaba la contratación de un empréstito externo hasta por 2 millones de libras esterlinas. Además esta misma ley disponía que el Estado tomaba á su cargo la conversión del billete bancario; y los bancos quedarían de deudores del Fisco por la suma que este hubiera pagado por el rescate de los billetes de banco. Se temía que los bancos no estuvieran en situación de hacer frente al canje de sus billetes dada la situación de desconfianza dominante.

Cuatro son las ideas ó puntos más capitales de estas nuevas leyes de reforma de la conversión: 1º En vez de 24d, el nuevo *peso* tendría 18d; 2º Se acortaba el plazo fijado para el reembolso del billete; en vez del 1º de Junio de 1896, se fijaba para comenzar el canje, el 1º de Junio de 1895; 3º El Gobierno, en vez de dar á los Bancos la facultad de emitir con la obligación de atender al canje de sus billetes como lo disponía la ley anterior, se comprometía á hacerlo por su cuenta, pero debiendo los Bancos establecer una garantía en bonos igual al monto de sus emisiones. Era, se puede decir la supresión del billete bancario, porque se temía que los bancos no estuviesen en situación de convertir sus billetes; y 4º Se autorizaba un nuevo empréstito.

§ 86. *Continuación de las cosas después de la promulgación de estas leyes de conversión.*—El año 1895 comenzaba con un cambio al rededor de $13^1/_2$d y tan pronto como se aprobó la ley de 11 de Febrero el cambio subió inmediatamente á $16^3/_4$ para pasar en Junio á 17 d.

La operación de conversión realizada en estas condiciones, produciendo una violenta alza de 12 á 17d, en un espacio de poco más de seis meses, era sin duda poco feliz, y ocasionada á graves trastornos de la situación económica, que no era buena. Por otra parte presentaba el camino para realizar especulaciones de cambio de las cuales debían aprovechar especialmente ciertos círculos de comerciantes relacionados con el extranjero, que podían vender oro á fines de 1894 á 11 y 12d para recomprarlo y pagarlo en 1895 á 18d.

Llegó el 1.º de Junio de 1895, día fijado para comenzar el canje de billetes. La atmósfera de desconfianza no se disipaba un punto; se creía, sí, que el Gobierno comenzaría, en efecto, el canje como lo disponía la ley, pero se temía mucho que la conversión no durase sino unos cuantos días ó meses. Se había anunciado por muchos que el oro huiría en los primeros vapores de Junio, y que el país, sumido en una nueva crisis monetaria tal cual la de 1878, tendría que volver al curso forzoso.

Además, para mayor fatalidad, los alarmantes rumores de complicaciones en las relaciones con la vecina República Argentina, aumentaban la desconfianza.

Así, pues, como era de esperarlo, tan pronto como se abrieron las cajas de la Moneda al canje, se precipitaron sobre ella los portadores de billetes á exigir en cambio, las nuevas monedas metálicas.

Mientras tanto, los Bancos sufrían el empuje de los de-depositantes que solicitaban la entrega de sus fondos para llevarlos al canje.

El Gobierno, entonces, para salvar á los Bancos, los cuales seguramente no habrían podido resistir un día á la *corrida* de los depositantes, en vez de incinerar todos los billetes que recibía en el canje, depositó nuevamente una buena parte de ellos en los Bancos, limitándose de esta manera á incinerar billetes fiscales y mantener siempre á la par el cambio de los bancarios.

Después de asegurada la estabilidad de los Bancos, se continuó el retiro de las emisiones de billetes.

La cantidad de billetes circulantes en el momento de empezar la conversión era:

| | |
|---|---|
| Vales del Tesoro | $ 8.898,728.00 |
| Billetes Fiscales | 29.601,242.00 |
| ,, Bancarios | 20.993,330.00 |
| Total | $ 59.493,300.00 |

Los recursos con que contó el Gobierno hasta Mayo de 1897 fueron:

| | |
|---|---|
| Barras de plata existentes en 1892 | $ 4.319,226.15 |
| 25% de los derechos de importación desde 1.º de Enero de 1893 á 1.º de Julio de 1896 | 20.304,954 00 |
| Parte pagada del remate de salitreras | 14.884,541.24 |
| Obligaciones de salitreras descontadas | 14.423,567.43 |
| Venta de ripios salitreros | 40.000.00 |
| Parte pagada por billetes no rescatados | 696,163.50 |
| Producto líquido del empréstito de dos millones £. | 24.333,333.33 |
| Total | $ 79.001,785.65 |

Hasta el 1.º de Mayo de 1897 los billetes canjeados alcanzaban á:

| | |
|---|---|
| Billetes fiscales | $ 26.537,829 50 |
| Vales del tesoro | 8.862,828.50 |
| Billetes bancarios | 8.753,905.00 |
| Total | $ 44.154,563.00 |

Quedaban, por consiguiente, en circulación:

| | | |
|---|---|---|
| Billetes fiscales | $ | 3.063,412.00 |
| Vales del tesoro | | 35,900.00 |
| Billetes bancarios | | 12.239,425.00 |
| Total | $ | 15.338,737.00 |

Los billetes perdidos é inutilizados alcanzaron alrededor de 1.500.000 pesos es decir, poco más del 5% del monto de la emisión fiscal. Los 12 millones en billetes bancarios circulantes á la fecha podían ya, cuando la calma se restableció en 1897, continuar circulando con su conversión garantida por el Estado.

Como se ve, bajo el aspecto financiero, el Gobierno no sólo contó con los fondos necesarios para realizar la operación del rescate sino que de las sumas que la ley presupuestó, sobró una gruesa partida en 1897.

De los 79.001,785 pesos que según hemos visto, disponía el Gobierno para las operaciones de conversión, había en 1897 un sobrante de 17.276,117 pesos, que el Gobierno, en la memoria de hacienda de este año, proponía dedicar á obras públicas.

Este conjunto de operaciones monetarias y bancarias realizado, sin duda, en circunstancias muy poco propicias, contribuyeron á ahondar la situación de crisis en que se vió sumido el país desde 1895.

La memoria de Hacienda de 1897, pintaba en estos términos la situación: "Paralización de los negocios comerciales é industriales, mala cosecha de trigo, escasez de trabajo para los operarios y artesanos, disminución de ganancia para los agricultores, comerciantes é industriales: he aquí el cuadro compendiado de la situación". "La liquidación paulatina de los negocios iniciada hace dos ó tres años,

continúa y no se le divisa término si no se adoptan medidas eficaces para producir una reacción favorable".

La operación de conversión á 18 d en aquella situación de crisis y de desconfianza, cuando pocos meses antes el cambio había estado á 11 d, fué para muchos como un puente para retirar sus capitales y colocarlos á oro. El Ministro de Hacienda dice al respecto en 1897. "Fué un sálvese quien pueda general, que continuó después de iniciada la conversión porque muchos dudaban del éxito de la operación; que, sin embargo, ha podido hacerse con éxito y puede ya considerarse completamente asegurada". El cambio internacional, durante como un año era alrededor de 17¼, 17⅜ ó 17½d, sólo desde fines de 1896 subió el cambio á 17⅝, tipo superior ya al *gold point* de salida del oro. Las exportaciones de oro nacional amonedado fueron: en 1895 se exportó $ 1.130,990, en 1896, se exportó $ 630.644 y en 1897 sólo se exportó $ 212.504.

El interés del dinero llegó á subir enormemente. El principal papel hipotecario del mercedo nacional han sido los bonos de la Caja de Crédito Hipotecario, institución fiscal que ha gozado de gran crédito. He aquí las cotizaciones que manifiestan la gran baja de los bonos de esta institución en 1896, y por lo tanto, el alza del interés del dinero:

En 1892 los precios de los bonos eran en el mes de Junio:

| | |
|---|---|
| Bonos del 8% de interes y 2% de amortización | 106½% |
| „ „ 7 „ „ „ | 103¾ „ |
| „ „ 6 „ „ „ | 96 „ |
| „ „ 5 „ „ „ | 87 „ |

En 1896, en el mismo mes de Junio eran:

| | |
|---|---|
| Bonos del 8% de interés y 2% de amortización | 85⅜% |
| „ „ 7 „ „ „ | 79 „ |
| „ „ 6 „ „ „ | 74 „ |
| „ „ 5 „ „ „ | 71 „ |

Los demás títulos hipotecarios producían un interés mayor; y en el crédito particular los intereses subían á extremos usurarios. Sin número de personas se encontraron con sus negocios en estado peligrosísimo y no pocas tuvieron que quebrar ó liquidar desastrosamente. La mayor parte de las instituciones bancarias cerraron sus puertas: de los nueve bancos que había entonces quedaron cuatro.

Los precios de las propiedades rústicas y urbanas, y de los valores mobiliarios bajaron notablemente. Se dejaba sentir una gran paralización en el movimiento de los negocios. En una palabra, se produjeron en forma alarmante los síntomas que corresponden á esas grandes perturbaciones de la vida económica llamadas crisis. Todo esto fué en parte un producto de la reforma monetaria; y en parte también de otros factores como las malas cosechas agrícolas, la baja de precios en ciertos productos de exportación etc.

La crisis siguió su lánguido período de liquidación. Al iniciarse el año 1898, las operaciones de conversión estaban completamente terminadas y la circulación metálica se realizaba en todo el país, cuando el factor de las alarmas internacionales, ocacionadas por el mal estado de las relaciones con la Rep. Argentina vino á complicar nuevamente la situación.

La firme persistencia del Gobierno en mantener la conversión había resistido todos los obstáculos hasta Junio de 1898, época en la cual la recrudescencia de los peligros internacionales llegan á un extremo. Se comienza á esparcir el rumor en Santiago de que el Gobierno preparaba la vuelta del curso forzoso y, como consecuencia, comienzan los depositantes de dinero en los bancos á tratar de retirar sus depósitos para poner á salvo su oro. No se trataba de canje de billetes bancarios, pues no los había en circulación, sino de meros retiros de depósitos. Pronto este movimiento toma cuerpo y se produce aquí en Santiago una corrida, un *run* á los bancos, que en menos de dos días, coloca en angustiada situación á estos establecimientos de crédito.

La corrida fué un movimiento de pánico localizado en la capital de la República; en Valparaiso y d más ciúdades, la situación bancaria no había sido modificada en estos días.

Colocados los bancos de la capital en situación de no poder atender al pago de sus depósitos, y amenazando extenderse la corrida por el resto de la República, el Gobierno autoriza á los bancos para cerrar sus puertas. A continuación se dicta una moratoria general por treinta días durante cuyo plazo el Congreso resolvería las medidas del caso, Después de viva discusión el Congreso decide una emsión de billetes fiscales de curso forzoso de $ 50.000000.

No había caído el oro por una exportación de la moneda metálica, pues el oro retirado de los bancos era guardado en caja por los depositantes y nó exportado. La exportación del oro sólo comenzó en 1898 con la caída del régimen del oro y nueva vuelta al papel. He aquí la exportación del oro nacional amonedado según la Estadística:

| | |
|---|---|
| 1895..... | $ 1.130,990 |
| 1896..... | " 630,644 |
| 1897..... | " 212,504 |
| 1898..... | " 9.902,928 |

La causa de la caída del régimen metálico y de su substitución por el papel moneda fué, pues, la necesidad de salvar á los bancos de una corrida accidental producida en aquella situación de desconfianza por la cuestión internacional. No era posible pensar en traer oro del extranjero para resistir la tempestad del pánico, pues el poco oro que había más cercano estaba en Buenos Aires á quince días de viaje, desde que la cordillera estaba cerrada.

## CAPITULO X

### Las operaciones de conversión en la república argentina (1)

§ 87. *Decreto de 17 de Septiembre de 1852 tendente á estabilizar el cambio internacional.*—Después de la caída del dictador Rozas, el cambio internacional, que había llegado hasta valer la onza de oro 380 pesos papel en 1851, reaccionaba en 1852 oscilando entre 270 y 286 pesos la onza de oro. El 7 de Septiembre de 1852 se dictó un decreto tendente á producir la estabilidad del cambio en la proporción de 256 pesos por cada onza de oro. El Director interino de la Confederación señor Urquiza, quiso evitar las fluctuaciones del cambio que "perjudicaban enormemente al país, causando la ruina de las fortunas particulares, y dando lugar á que se empleasen en el agio los capitales que debían fecundar el comercio honesto, la agricultura y la industria."

Según este decreto, toda oficina pública de recaudación de la provincia de Buenos Aires recibiría una onza de oro sellado en pago de doscientos cincuenta y seis pesos moneda corriente. El Gobierno pagaría sus obligaciones en oro ó en papel, indiferentemente, al mismo cambio. En los contratos á moneda corriente entre particulares, que en lo sucesivo se celebrasen, el deudor cumpliría su obligación

---

(1) El Banco Nacional. Hist. financiera de la Rep. Argentina por *Agustín de Vedia*. Buenos Aires 1890.—Congreso Nacional. (*Diario de Sesiones*).—La crisis (1885-1892), *por José A. Terry*. Buenos Aires. 1893.—Cuestiones Monetaria (*publicación oficial*) Buenos Aires. 1905.—Memorias de la Caja de Conversión.—Informe (no publicado) sobre la Caja de Conversión de la Rep. Argentina, por don *Miguel Cruchaga* (Ministro de Chile en B. A.). *15 de Junio de 1908.*—La conversión de billete, por el *Dr. Osvaldo M. Piñero*. Buenos Aires. 1899.

satisfaciendo su deuda en papel, con el equivalente en oro al cambio designado. Este decreto fué derogado poco después, quedando, por tanto, sin efecto.

§ 88. *La oficina de cambios de 1867.*—En 1863, habiendo llegado el billete inconvertible á un gran desprestigio y depreciación, pues valía menos aún de 2,500 pesos papel por 100 de oro, y considerando el Gobierno que era necesario sacar al país de tan crítica situación monetaria, propuso realizar la conversión de los 342.607,656 pesos en billete por oro en la proporción de 25 pesos papel por un peso oro.

En 1867, se dictó una ley cuyas disposiciones principales eran:

"Art. 1º Queda autorizado el Banco de la Provincia para entregar 25 pesos papel por un peso fuerte (de 16 onzas de oro) á todo el que lo solicite.

"Art. 2º Queda igualmente autorizado para dar las cantidades de metálico así recibidas en cambio de papel-moneda, al dicho tipo de 25 pesos por un peso fuerte.

"Art. 3º En el caso de que el papel-moneda se depreciara más allá del tipo, y cuando haya devuelto el metálico recibido en cambio de la suma mandada emitir por esta ley, el Baneo continuará dando metálico en cambio de papel-moneda al mismo tipo hasta el límite de su capital metálico (1).

"Art. 4º Los deudores en papel-moneda del Banco de la Provincia y del Fisco podrán satisfacer sus deudas indistintamente en papel-moneda ó en metálico y al tipo de 25 pesos por uno.

"Art. 5º El Banco de la Provincia podrá emitir el papel moneda necesario para la ejecución de la presente ley."

La *oficina de cambios* principió á funcionar con gran éxito. En el primer año de su instalación, por datos que to-

---

(1) 2.000,000 de pesos oro era este capital. (*A Piñero.* La conversión del billete).

mo de Terry (1), entraron á sus cajas 3.480.881 pesos oro y en Diciembre de 1868 esta suma llegó á 5.340,314 de pesos oro. En Diciembre de 1872, ó sea cinco años después de iniciadas las operaciones de conversión, el encaje metálico llegó en la oficina de cambios á 15.413,202 pesos oro. Esto significaba que se habían emitido 385.330,050 pesos billetes contra depósito de oro.

Al mismo tiempo que emitía la oficina de cambios, el Banco de la Provincia, del cual aquella oficina formaba parte, fué también autorizado por ley de 1873 para emitir billetes contra garantía de oro, y llegó así á emitir 300 millones con 12 millones de garantía.

La circulación total llegó, pues, al rededor de 1000 millones de pesos en billetes con los billetes existentes de antes de la oficina de cambio, con los emitidos por esta oficina y con los del Banco de la Provincia.

Este regimen de conversión duró hasta 1876 época en que se volvió nuevamente á la inconversión. El funcionamiento *de la oficina de cambios* se había llevado á efecto con todo éxito por lo que respecta á la estabilidad del cambio internacional. "El país había logrado cruzar así el período erizado de dificultades que comprenden los seis años del 67 al 73, en medio de las dificultades naturales de una guerra larga y sangrienta como la del Paraguay, y de otra interna no menos complicada, como lo era la de Entre Ríos sin que por ello, sin embargo, se alterara el cambio de su papel moneda, lo que representaba una fuerza inmensa que cooperaba de la manera más eficaz en bien del desarrollo de sus industrias nacientes". (O. Piñero). En 1883 se volvió nuevamente al régimen metálico, que solo duró dos años.

§ 89. *Breves antecedentes históricos del papel moneda desde 1885.*—En 1885 se decreta la inconversión, con lo cual se inicia el último período del papel-moneda inconvertible de la República Argentina que termina en la Caja de conversión de 1899.

---

(1) Cuestiones Monetarias.

La circulación inconvertible se inició en 1885 con la siguiente cantidad de billetes bancarios:

| | | |
|---|---|---|
| Banco Nacional | $ | 28.000.000 |
| ,, Provincia de Buenos Aires | ,, | 27.436,000 |
| ,, Provincia de Santa Fe | ,, | 2.200.000 |
| ,, Muñoz y Rodríguez | ,, | 400.000 |
| ,, Provincia de Córdoba | ,, | 800.000 |
| ,, Provincia de Salta | ,, | 125,000 |
| | $ | 58.961,000 |

En 1887 vino la llamada ley *de bancos garantidos* según la cual se permitía la emisión de billetes de banco siempre que los bancos depositaran en garantía en una oficina especial, fondos públicos á oro, es decir, bonos emitidos por el Gobierno. En esta forma, se les permitía emitir un peso papel por cada peso oro dado en garantía. La emisión de billetes bancarios sigue el siguiente curso al amparo de esta ley:

| | | Premio del oro |
|---|---|---|
| 1886 | $ 39.197.000 | 134 % |
| 1887 | ,, 94.070,000 | 136 ,, |
| 1888 | ,, 129.504,000 | 148 ,, |
| 1889 | ,, 163.647,000 | 193 ,, |

En 1890 viene la revolución que cambia al Gobierno existente; y en medio de la gran crisis económica y financiera que se precipita en forma grave, se aumentan las emisiones de billetes inconvertibles, con una emisión de 70 millones de pesos en *billetes de tesorería* emitidos por el Gobierno.

La cantidad de billetes circulante en 1890 era de 245 100,000 pesos. El premio del oro alcanzó á 207% al finalizar el año.

En 1890 se dictó la llamada *ley de conversión.* (Ley de 7 de Octubre) cuyo objeto era atender á la conversión y amor-

tización gradual del billete. Dicha ley estableció que todas las operaciones de emisión, conversión y amortización del billete se haría por intermedio de la oficina que se llamaría *Caja de conversión*. Dispuso la formación de un fondo destinado á la conversión y amortización del billete. Esta ley no estaba llamada á producir efectos de alguna importancia en la práctica.

En 1891 la crisis llega á su período más álgido. El Banco Hipotecario de Buenos Aires suspende definitivamente el pago de sus cupones, lo que significaba, sin duda, una gran catástrofe. Los Bancos Nacional y de la Provincia de Buenos Aires sufren una corrida hasta que se ven forzados á recurrir al Gobierno.

El pánico se generaliza y en Marzo llega el precio del oro á 342 ó sea á tener un premio sobre el billete de 242%. En Abril se cerraron los bancos oficiales, lo que vino á aumentar más aún la terrible situación de pánico. La corrida se generalizó á los demás bancos particulares y cinco de ellos cerraron sus puertas. El precio del oro alcanza á 446% ó sea á tener un premio sobre el billete de 346%.

De 1892 hacia adelante se fué produciendo la liquidación de aquella grave crisis porque había atravesado el país. El premio del oro fué disminuyendo: en 1892 fué de 232% en término medio, en 1893 de 224%, en 1894 de 257%, en 1895 de 244%, en 1896 de 196%, en 1897 de 190% y en 1898 de 156%.

La cantidad de billetes continuó como sigue:

| | | |
|---|---|---|
| 1892 | $ | 281.008,000 |
| 1893 | ,, | 306.743,000 |
| 1894 | ,, | 298.702 000 |
| 1895 | ,, | 296.743.000 |
| 1896 | ,, | 295.165,000 |

§ 90. *Situación económica que se presentaba en 1899.*— La República Argentina ha sido una de las Repúblicas

americanas más pródigamente dotada por la naturaleza con su territorio y demás condiciones naturales que se requieren como base de la producción agrícola. Tenía en esta época apenas unos 4½ millones de habitantes, extendido por un vasto y rico territorio agrícola.

La inmigración europea que había bajado hasta un mínimun en los años críticos de 1890 y 1891 vuelve después á incrementar en gran proporción.

En 1899 la crisis de 1890 iba estando ya muy liquidada, pero se notaban aún ciertos síntomas de restricción monetaria.

El diputado señor Luro decía en la Cámara que á pesar de que "la cosecha de cereales había sido espléndida y la situación política tranquila, no obstante, la paralización de los negocios era notoria, los depósitos bancarios no tenían movimiento alguno; la propiedad estaba abatida (1)."

El alza del cambio internacional, que venía produciéndose gradualmente desde 1894, hacía sentir su cierto efecto restrictivo, ó sea cierta dificultad en el desenvolvimiento de las industrias.

Además del alza del cambio, y en el mismo sentido de restricción, obraba la política de disminuir la cantidad de billetes circulante, pues, como hemos visto, la circulación total venía disminuyendo desde 1893.

El Ministro de Hacienda explicaba ante la Cámara la situación en esta forma: "Hemos tenido una enorme depreciación de nuestra moneda y la permanencia de esta depreciación ha durado un largo período de tiempo, de modo que en los últimos diez años hemos tenido un cambio medio que pasa de 300 (2). Bajo el imperio de esta depreciación permanente, todos los precios, los salarios, los servicios, las empresas, los contratos y toda la vida económica ha venido á amoldarse á esta situación. Este estado de cosas se ha infiltrado, puede decirse, en nuestro organismo y no

(1) Sesión del 16 de Octubre de 1899.

(2) $ 100 oro=$ 300 billete ó sea un premio de 200 %.

se puede conmover sin causar profundas perturbaciones que se tienen que producir con la baja del cambio (ó sea con la disminución del premio del oro). La baja del cambio afecta á la producción general del país y tiene sobre ella una influencia deprimente. Disminuyen las exportaciones y por el contrario aumentan las importaciones. Los costos de la producción no varían con las oscilaciones del cambio, al paso que el precio de los productos (de exportación) está directamente afectado por ellas."

"Así, pues, están afectadas, en primer lugar, por la baja del cambio nuestras principales industrias, la agricultura y la ganadería que es de donde nosotros sacamos nuestros recursos. Están afectados también los deudores que ven subir todos los días con la baja del cambio (1), el peso de sus obligaciones, y en esto me refiero á la masa enorme de las obligaciones existentes en todo el país, á cientos y cientos de millones, entre los cuales las administraciones públicas concurren con más de 250 millones en títulos emitidos á papel. Afecta también á la clase trabajadora por el peso de los impuestos y porque también vienen á sufrir las consecuencias de la falta de trabajo, que necesariamente tienen que traer la paralización de las industrias y del comercio."

En estas palabras puede haber cierto espíritu político tendente á presentar muy al desnudo y aún á exajerar los perjudiciales efectos de la disminución de la prima del oro ó sea del aumento de valor en oro de la moneda, porque se pronunciaban al discutirse el proyecto de caja de conversión que veremos después, pero reflejaban, sin duda, el hecho innegable de los efectos *restrictivos* producidos por la valorización de un billete que había pasado tantos años depreciado. Cuando en un país cuya agricultura progresaba en la proporción casi inaudita en que ha marchado en este último tiempo en la República Argentina, cuando en medio de tanta base de prosperidad y de riqueza, se dejaban sentir los efectos restrictivos del alza del valor de la

(1) Léase con el alza del premio del oro.

moneda, es fácil explicarse cuantos trastornos puede ocasionar la valorización del billete en cualquier otro caso en que la industria no pase por tanta prosperidad.

En este año de 1899, aunque había la esperanza de solucionar la cuestión internacional con Chile, el hecho es que ella continuó alarmando por varios años más; pero era claro que al arreglarse esta peligrosa situación, el premio del oro tendría que disminuir más y más con lo cual se tendría que incrementar en gran proporción el efecto de la valorización del billete.

En una palabra, la situación de entonces podía caracterizarse por el gran progreso económico que tomaba el país, y por la valorización creciente de su unidad monetaria que había llegado á depreciarse tanto en el período de años anteriores.

§ 91. *Política monetaria en 1899.—Ley de la caja de conversión.*— Como sucede casi siempre que se ha tratado del valor de la moneda, se forman en la República Argentina dos grandes corrientes de opiniones: unas enemigas de la valorización y los otros partidarios de ella. El Poder Ejecutivo, cuya influencia en la confección de las leyes ha sido bastante poderosa en la vecina República, haciéndose intérprete de la corriente contraria de la valorización consideró que el gran *desideratum* al respecto debía consistir en la estabilidad del cambio internacional, cuyas fluctuaciones eran el factor capital de las fluctuaciones del valor del billete nacional; y que esta estabilidad debía realizarse impidiendo desde luego que la baja del premio del oro continuara adelante en su obra restrictiva. De aquí vino la ley número 3,871 de 4 de Noviembre de 1899, cuyas disposiciones principales son:

"ART. 1º La nación convertirá toda la emisión fiduciaria actual de billetes de curso legal en moneda nacional de oro, al cambio de un peso moneda nacional de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de peso moneda nacional oro sellado.

"ART. 2º El Poder Ejecutivo, en su oportunidad, fijará

por decreto y con tres meses de anticipación, la fecha, modo y forma en que se hará efectiva la disposición del artículo anterior.

Art. 3° El Poder Ejecutivo procederá á formar una reserva metálica que se llamará "fondo de conversión" destinada exclusivamente á servir la garantía á la conversión de la moneda de papel.

En los artículos 4°, 5° y 6° se dispone la formación gradual de un fondo destinado exclusivamente á la conversión del billete.

Art. 7° Mientras no se dicte el decreto á que se refiere el artículo 2°, fijando la fecha y modo en que debe hacerse la conversión de la moneda de curso legal, la caja de conversión emitirá y entregará á quien lo solicite, billetes moneda de curso legal por moneda de oro sellado, en la proporción de un peso moneda de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de peso de oro sellado y entregará el oro que reciba por este medio, á quien lo solicite, en cambio de moneda de papel al mismo tipo de cambio".....

.....

Como se ve, esta ley fijaba para la futura conversión del billete el tipo de cambio de 0.44 $ oro por cada peso de papel moneda. Este cambio correspondía á una relación de precio de 227 $ papel por 100 $ oro. Esto determinaba ya un tope máximo á la valorización del papel en su relación con el oro por cuanto permitía la emisión de billetes contra depósito de oro en esta proporción.

La ley no determinaba que realizaría desde luego la conversión del billete existente, pues no había recursos ó sea fondos de conversión suficientes para iniciar esta operación; pero por el artículo 7° autorizaba la emisión de nuevos billetes contra el correspondiente depósito en oro y destinaba el oro así recibido al canje de billetes que se le presentara.

En estas condiciones la llamada caja de conversión, no contando con más fondos de conversión que los mismos que iba á llevarle el público, no podía ejercer una influencia

efectiva en impedir una nueva depreciación del papel. Sólo algunos años después merced al oro que entró á la caja, en cambio de billetes, se consolidó la institución y pudo llegar á ser una garantía de estabilidad del cambio internacional como lo es al presente.

¿Cuál era la cantidad de billetes circulantes al instalarse la Caja de Conversión?—El total de billetes autorizados por la ley y que habían quedado á cargo de la Nación ó sea bajo la responsabilidad del Estado alcanzaba á 311.882,590 pesos (1). Había además una emisión menor ó divisionaria que alcanzaba á $ 10.050,000 y una de cobre de 882,783.59 pesos. O sea en total: $ 322 815,293.59.—De estos 311 millones en billetes había una pequeña fracción que había sido amortizada en 1899; quedaban en circulación $ 286,593.000 en 31 de Diciembre.

La primera operación que se hizo al amparo de la ley de 1899 tuvo lugar el 9 de Diciembre del mismo año. Se recibió ese día del público, la suma de cien pesos oro y se emitió su equivalente en billetes en la proporción establecida por la ley.

La afluencia del oro aumentó después, pero la salida de oro fué también creciendo á la par que las entradas. Desde el 9 de Diciembre de 1899 hasta el 31 de Marzo de 1900, había entrado á la Caja en oro sellado la suma de $ 8,038.566 (2). Cantidad que había sido retirada por el público dejando sólo un saldo de $ 454,108, en la citada fecha de 31 de Marzo.

| | | |
|---|---|---|
| En 31 de Diciembre de 1900 la circulación total ascendía á | $ | 286,593.000 |
| En igual fecha de 1901 á | " | 286,605.000 |
| " " " 1902 á | " | 290,644.000 |

(1). Ley N.° 2216 de 3 de Noviembre 1887 ..... $ 161.766,590
« 2702 « 18 de Julio 1890 ..... 35.116,000
« 2715 « 6 de Septiembre 1890 ..... 60.000,000
« 2841 « 16 de Octubre 1891 ..... 50.000,000
« 2842 « 29 de « 1891 ..... 5.000,000

$ 311.882,590

*Memoria de la Caja de Conversión de 1907.* Buenos Aires.

(2) Informe del Sr. Miguel Cruchaga.

En 1902 se arregla definitivamente el conflicto internacional con la República de Chile y el desarrollo económico que no tenía otra resistencia en su camino de colosal progreso que las que provocaba la situación de desconfianza por los temores de guerra, libre ya de estas influencias, adquiere un rápido crecimiento, que se traduce por aumento de la emisión de la Caja de Conversión.

| | |
|---|---|
| En 31 de Diciembre de 1903 la circulación alcanza á..... | $ 380,179.000 |
| En igual fecha de 1905..... ..... ..... | " 490,437.000 |
| " " " 1906 á..... | " 526,747.000 |

Esto significaba que se habían emitido por la Caja de Conversión hasta el 31 de Diciembre de 1906 la suma de $ 233.479,000 (1), contra un depósito de oro sellado de $ 102.731,000, ó sea en la proporción de 1 peso billete por 0.44 pesos oro.

El resto y saldo de la circulación lo componían los billetes que antes eran inconvertibles, que habían pasado á quedar bajo la responsabilidad de la Nación y que en 1906 alcanzaban en números redondos á 293,263.000 pesos oro. Para esta circulación de billetes se consultaba la formación del llamado fondo de conversión creado por la ley de 1890 y 1899, el cual fondo alcanzaba en 1908 á 21,500.000 pesos oro de 48 peniques.

El éxito de esta institución, como medio de conseguir la estabilidad del cambio internacional se debió, pues, principalmente al colosal desarrollo de la riqueza y exportación

(1) He aquí la cifra exacta según la Memoria de la Caja de Conversión:

| | | |
|---|---|---|
| Emisión mayor. . . . . | $ | 233.471,494.00 |
| Niquel . . . . . | « | 8,078.90 |
| Cobre. . . . . | « | 0.47 |
| | $ | 233.479,573.37 |

de la República Argentina. Si la Caja de Conversión no se hubiera creado y si se hubiera tendido á la política de valorización del billete, el premio del oro habría tendido á disminuir rápida y fácilmente desde los arreglos con Chile de 1902.

Al presente la circulación del billete argentino puede considerarse ya sólidamente garantida en su relación con el oro: es un papel-moneda con cambio internacional estable. A medida que aumentan las reservas metálicas de oro del fondo de conversión tenderá á convertirse el billete argentino en una especie de *vale* contra depósito de oro, ó sea en un sistema monetario de oro en el cual, en vez de circular realmente la pieza acuñada de oro, circula un billete que representa la moneda de oro que queda en la Caja de Conversión.

## CAPITULO XI

### La caja de conversión del brasil (1)

§ 92. *Breves antecedentes históricos.*—En la primera parte de esta obra hemos descrito el origen del papel-moneda Brasilero, que tuvo lugar con la inconversión del billete del Banco privilegiado *del Brasil* en 1820. Este billete inconvertible fué sustituido después por el *billete del Tesoro* el cual permaneció como única forma del papel-moneda hasta 1836. En esta fecha, además del *billete del Tesoro* se autorizó la emisión de billetes de Banco, con lo cual quedaba la circulación constituida en la forma mixta del billete del Te-

(1) *Dr. Vieira Souto.* Caixa de Conversão. Río de Janeiro, 1906.—*J. P. Calogeras.* La politique monétaire du Brésil. Río de Janeiro, 1910.—*Anselmo de la Cruz* (Encargado de Negocios de Chile en el Brasil). Informe sobre la Caja de conversión del Brasil, Santiago de Chile 1910. - *Caixa de Conversao.* Decreto N.° 1,575 crea a Caixa de Conversao). Decreto N.° 6,267. (Dà Regulamento para esecucçao da ley N.° 1,575).

soro y de los billetes de los diversos bancos de emisión. En 1853 se concentró nuevamente la emisión total de billetes en la del *Banco do Brazil*, que no era el mismo Banco de 1820 sinó una nueva institución creada con este nombre. Este nuevo régimen de unidad de emisión de billetes de Banco sólo dura hasta 1857, año en que se volvió á la pluralidad de emisión, permitiéndose emitir billetes á diversos otros bancos. En 1866 se vuelve nuevamente á concentrar la emisión total de billetes en los *billetes del Tesoro* quitándose á todos los bancos el derecho de emitir; como en el período de 1829 á 1836 sólo circuló el billete del Estado. En 1889 se vuelve nuevamente á autorizar la emisión de billetes de Banco.

§ 93. *Período de 1890 á 1900.*—En 1890, bajo el nuevo Gobierno republicano, se autorizó la emisión de billetes á los bancos, debiendo estas instituciones depositar en garantía una tercera parte del monto de la emisión en oro. Como el cambio en este año comenzaba su baja (pues se cotizaba á 23, 22 y 20 peniques por cada *mil reis*, siendo la par 27 peniques), los bancos no creyeron viable la emisión de billetes contra oro. Se les concedió entonces la emisión contra *apolices* ó sea contra obligaciones del tesoro público que devengaban cierto interés. Como puede verse en el cuadro estadístico del monto de la emisión (Parte II), la circulación de billetes tomó gran desarrollo.

En 1890 se llegaba al extremo en uno de esos más febriles períodos de inflación y especulación. Se formaban múltiples sociedades anónimas, muchas de ellas con objetos fantásticos y meramente especulativos. En el año 1891, se formaron 313 sociedades con un capital de 1,849 156,900 pesos, siendo así que el capital de todas las empresas fundadas en el Brasil desde la Independencia hasta 1890 no llegaba á 2.000,000.000 de pesos oro de 27 peniques. "El delirio llegaba hasta el punto de no encontrarse nombre para dar á las nuevas sociedades que se formaban"; y se pagaba primas por toda nueva acción que se emitía (Calogeras).

Mientras tanto el precio del café, principal producto de la exportación del Brasil subía enormemente, llegando á su máximun en 1890.

El cambio mientras tanto continuaba su descenso. En 1891 comenzaba á 19 peniques para cerrar el mismo año á 12d.

El año 1892 se presentaba con muy mal aspecto: la crisis correspondiente al período de tan exagerada inflación se presentaba amenazante. El cambio seguía descendiendo y cerraba este mismo año 1892 á 10d. Las emisiones de billetes continuaban adelante. Debido á estos dos factores, baja del cambio y aumento de las emisiones, el *krac* de la crisis no se presentó con caracteres más agudos aún. Este mismo año 1892 se concentró nuevamente la emisión de billetes de banco en el *Banco da Republica do Brazil*, régimen que duró hasta 1896.

En 1893 y 1894 se aumentó notablemente la circulación de billetes del Tesoro, alcanzando la emisión total de bancos y el Estado á más de 700 millones, siendo así que esta misma emisión total no llegaba á 200 millones cinco años antes. En 1893 el cambio fluctuaba al rededor de 10d; y en 1894 se mantenía entre 9 y 10d. En medio de las violentas fluctuaciones del cambio la especulación tomaba un giro verdaderamente alarmante.

En 1895 el cambio se mantenía también entre 9 y 10 peniques.

En 1896 se vuelve nuevamente á procurar la concentración de la emisión en el Estado, ó sea á los billetes del Tesoro. El cambio bajaba á 8d. El Gobierno acuerda disminuir la emisión de billetes y formar un fondo de conversión para restablecer la confianza que estaba ya bastante perdida en medio de aquella política financiera tan poco fija, y con las múltiples dificultades habidas en la política interna de la República.

En 1897 el cambio bajaba más aún, pues alcanzó hasta 7¼d. En 1898 se llegaba al extremo de la crisis del cambio: en Abril se cotizaba al rededor de 5d.

La situación financiera continuaba muy aflictiva. Las emisiones de billetes del Tesoro se habían aumentado en 1897 de 371 millón á 439 millones. "El estado del mercado de Río era, dice Calogeras, indescriptible. La *débâcle* era completa. Las quiebras se multiplicaban; los acuerdos entre deudores y acreedores no se respetaban. La plaza estaba sembrada de ruinas."

El café, principal producto de exportación del Brasil había venido descendiendo en su precio desde 1893, de tal manera que en 1898 su precio en moneda brasilera era de 9 $ 962 los 15 kilos y en 1893 había llegado á valer más de 19 pesos (1). Esto significaba que el precio del café había bajado tanto que á pesar de la baja del cambio siempre era año á año menor.

La situación en 1898 llegó á ser gravísima por la crisis del cambio, la bancarrota fiscal, la paralización de los negocios y el pánico dominaba en todas partes.

§ 94. *Período de 1900 hasta 1906.*—El país entraba en un período de convalescencia, después de tanta perturbación como la que se acababa de padecer á consecuencia de los trastornos políticos, del desórden de las finanzas de la baja del precio del café ydel abuso de las emisiones.

El cambio internacional inicia su movimiento de reacción hacia el alza: llega al rededor de 12d. á fines de 1901 y se mantiene así en 1902.

La confianza se restablece en el interior y el crédito externo mejora gradualmente. La Hacienda pública entra también en un período de restablecimiento. En 1903 el cambio medio fué de 12 9/32d. y en 1904 de 12 7/32d. Las vías férreas se incrementan, el capital extranjero vuelve nuevamente á afluir al país; en una palabra, el país se restablecía en las vías de la normalidad política y financiera y del progreso económico en general. Había sin embargo, un punto grave; el de la crisis del exceso de producción de café.

---

(1) Dato publicado en una Estadística de la Companhia Centros Pastoris do Brazil.

El gran desarrollo del crédito y de la especulación había hecho que se incrementaran enormemente las plantaciones de café, las cuales como sucede con las de viñedos de las zonas templadas, demoran hasta 4 ó 6 años en alcanzar su producción normal. Ya en 1897 la producción de café comenzaba á incrementar en fuerte proporción y el precio bajaba, pues el Brasil contribuye con una parte muy principal á la producción universal del café (1).

El período de reacción hacia la prosperidad que se inicia desde el año 1900, era, pues, perturbado por lo que respecta á la agricultura del café principal producto brasilero. El precio del café bajaba en los mercados europeos y el cambio internacional subía en los mercados brasileros. Esto producía una fuerte baja en el precio en *reis* (moneda brasilera) del café y dificultaba mucho la situación de los productores.

En 1906 el movimiento de opinión de los productores de café llegó á tal punto que los estados federales interesados se pusieron en acción y firmaron el llamado *Convenio de Taubeté*, según el cual los Estados contratantes se comprometían á adoptar una serie de medidas tendentes á

(1)

| Años | Cosecha en millones de sacos | | Precio en francos | |
|---|---|---|---|---|
| | Brasil | Universales | Máximo | Mínimo |
| 1894 95 | 6.6 | 11.7 | 104 1/4 | 86 |
| 1895-96 | 5.5 | 10.4 | 97 | 88 |
| 1896-97 | 8.6 | 13.6 | 87 | 57 3/4 |
| 1897-98 | 10.5 | 16.2 | 65 | 33 1/2 |
| 1898 99 | 8.9 | 13.7 | 40 1/4 | 33 1/4 |
| 1899-900 | 9.1 | 14.0 | 41 3/4 | 30 3/4 |
| 1900 901 | 11.0 | 15.0 | 56 1/2 | 36 3/4 |
| 1901-902 | 15.5 | 19.0 | 56 1/2 | 33 1/4 |
| 1902-903 | 13.1 | 17.6 | 45 1/2 | 33 1/4 |

valorizar con cierta estabilidad el precio del café. Para esto se contrataría un empréstito de 15 millones de libras, además y como complemento de este plan, se proponía también la idea de estabilizar el cambio internacional, impidiendo la disminución del premio del oro por medio de una caja de emisión. Este proyecto debería ser aceptado por el Congreso para que hubiera fuerza de ley. Lo que respecta á las medidas tendentes á la mantención del precio del café, asunto por demás difícil en las condiciones en que se presentaba, no nos corresponde entrar á considerarlo. El punto de la estabilización del cambio internacional que, según la experiencia de la República Argentina, se presenta como más realizable es el que nos interesa á nosotros en especial.

La cuestión del cambio internacional tenía muy preocupada la opinión, y en especial la de los hombres de negocio. Las múltiples empresas ya comerciales ó industriales que había en el Brasil con un capital en oro se encontraban muy perturbadas en su funcionamiento por aquello de las contínuas fluctuaciones de cambio internacional. Todas estas dificultades de las fluctuaciones violentas del cambio, iban formando la opinión en muchos centros en el sentido de que más valdría la estabilidad de un cambio depreciado antes que las espectativas de cambios más altos sometidas á contínuas fluctuaciones.

§ 95. *La Caja de Conversión de 1906.*—Reunido el Congreso después del convenio de Taubaté, la idea de dar estabilidad al cambio internacional por medio de una caja de conversión encontró aceptación, después de las discusiones que siempre originan este género de cuestiones.

Algunos protestaban con energía de tales proyectos encaminados á adoptar un tipo de cambio que no fuera el de 27d que era la unidad monetaria en oro. En el polo opuesto estaban los de la corriente contraria que, estando el cambio á 15, 16 y aún á 17 peniques, pedían que la caja de emisión se estableciera sobre la base de 12d. Emitir billetes previo un depósito de 12d por *mil reis* equivalía á rebajar el cambio de 15 y más peniques á 12 peniques.

Dominó en mayoría una tercera corriente, la de los que adoptaban como tipo para la caja de conversión un término medio del cambio en los últimos años, que no significaba una rebaja del tipo real del cambio en 1906 sinó más bien la adopción del nivel adquirido. Pero aún dentro de los de esta corriente había, como sucedió en Austria y otras partes, cierta divergencia: unos como el profesor Vieira Souto estimaban que debía adoptarse el tipo de 16d que correspondía más ó menos á la media de los últimos 20 meses y era también la media de los últimos 30 años, como sigue:

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 1876 á 1880 | media | del | cambio | 23.26*d.* |
| 1881 á 1885 | „ | „ | „ | 20.64 „ |
| 1886 á 1890 | „ | „ | „ | 23.66 „ |
| 1891 á 1895 | „ | „ | „ | 11.96 „ |
| 1896 á 1900 | „ | „ | „ | 8.16 „ |
| 1901 á 1905 | „ | „ | „ | 11.68 „ |
| Media general..... | | | | 16.56d. |

Se adoptó el tipo de 15d, en vez de el de 16d. Este tipo de 15d resultaba ser la media de un período de 25 años (1881-1905).

La ley que crea la caja de conversión lleva la fecha de 6 de Diciembre de 1906. Las disposiciones principales son las siguientes:

La *Caja de conversión* es una institución destinada á "receber moedas de ouro de curso legal e as que constam do art. 5º desta lei, entregando em troca bilhetes ao portador, representativos de valor igual ao das moedas de ouro recebidas, fiscado este valor em 15 dinheiros esterlinas por mil reis" (art. 1º)

Las monedas á que se refiere el art. 5.º son los marcos, francos, liras, dollars y libras esterlinas.

Los billetes emitidos por la Caja son moneda de curso

legal, ó sea, tienen "effeito liberatorio para todos os contractos e pagamentos em geral". (§ 1.° del art. 1.°) (1).

"Cessarão as emissões da caixa de conversão quando os bilhetes emittidos á taxa fixada nesta lei attingirem o valor de 320.000,000 $ correspondente ao deposito maximo de vinte milhoes esterlinos, podendo entao, por lei do Congresso Nacional, ser elevada a taxa de que trata o art. 1.°" (art. 3.°). Según este artículo se limitaba el máximum de la emisión de billetes de la Caja, y también, lo que es digno de notar, se declaraba que el Congreso podría en el futuro elevar la tasa de 15*d*. Sin necesidad de esta declaración de la ley, el Congreso del Brasil como el de casi todo otro Estado, tiene la facultad de determinar el tipo de la unidad monetaria. Esto sólo se explica por aquel carácter de medida transitoria con que quisieron revestir esta fijación del cambio en 15*d*; se trataba como de indicar en la ley que en el futuro se subiría gradualmente esta tasa. Esta disposición manifestaba que la ley de la Caja de Conversión no modificaba las bases del antiguo sistema monetario cuya unidad eran los *mil reis* de 27*d*, ó sea que no era, como dicen los mismos portugueses, una *quebra do padrao* (una reducción del padrón), sino que estabilizaba accidentalmente el cambio al tipo de 15*d* por *mil reis*.

Por el art. 9° de la ley se determinaba que se continuaría en la formación de un fondo de conversión para llegar en el futuro á poder garantizar definitivamente la conversión total de la emisión de billetes existentes.

El monto de la emisión de billetes de papel-moneda del Estado era en 1906 de 664 millones de *mil reis*.

El mecanismo de la Caja de Conversión tendente á man-

---

(1) Los billetes emitidos por la Caja llevaban una declaración especial impresa que decía: «La Caja de Conversión pagará al portador á la vista, en Río de Janeiro, el importe de este billete en oro amonedado al cambio de quince peniques por mil reis.....» (Reglamento de la Caja, art. 10).—Por lo tanto eran billetes especiales y distintos del resto de la emisión inconvertible.

tener la estabilidad del cambio en 15*d* debería funcionar como sigue: El tipo de cambio no podía subir de 15 *peniques* para pasar á 16*d* y más, mientras existiera el derecho de emitir billetes previo un depósito de 15*d*. ¿Quién pagaría 17*d* por ejemplo por *mil reis* si podía obtenerlos en la Caja de Conversión por 15*d*?

En cuanto á impedir la baja del cambio á un nivel inferior á 15*d*, el problema no se presentaba con igual claridad. Si la situación continuaba favorable, por lo que respectaba al mercado del cambio internacional, no había peligro de una nueva baja, pues por el contrario, la tendencia continuaría en el sentido de traer oro á la Caja de Conversión y no de pedirle oro en cambio de billetes. Pero si, por el contrario, la situación del mercado del cambio se tornaba desfavorable, sobre todo si se produjiera un movimiento de desconfianza, los billetes emitidos por la Caja de Conversión contra depósito de oro pronto serían totalmente canjeados, y como no había un fondo suficiente de conversión para atender al canje de los 664 millones de papel-moneda circulante, de aquí es que la depreciación del papel ó sea la baja del cambio, bajo el nivel de 15*d*, podía perfectamente acontecer, dentro del funcionamiento de la Caja.

Para atender á la valorización del monto total de los billetes se atenían á una ley de 1899 que quedaba en vigencia y según la cual se iba constituyendo paulatinamente el fondo de garantía y además se iba incinerando una parte de la emisión.

Entre la Caja de Conversión del Brasil y la de la Argentina había la diferencia que en el Brasil el billete de la Caja era el único reembolsable en oro por la Caja, al paso que en la institución argentina tanto los billetes emitidos por ella como los de la circulación existente eran canjeables indistintamente por el oro de la Caja de Conversión. Sin embargo esta diferencia era en realidad más formal que real, pues la de la República Argentina como la del Brasil no tenía oro suficiente para atender al canje del billete en

el caso de un movimiento de desconfianza ó de exportación de oro.

§ 96 *Funcionamiento de la Caja de Conversión.*—He aquí el cuadro del movimiento de depósitos y de giros de la caja de conversión en sus primeros años expresado en la moneda de 15 d:

| Años | Depositado en oro para emitir billetes | Billetes canjeados contra oro | Saldo total en caja en 31 de Diciembre |
|---|---|---|---|
| 1906 | 37.282,425 | | 37.282,425 |
| 1907 | 63.796,535 | 1.037,593 | 100.041,768 |
| 1908 | 493,686 | 11.139,101 | 89.396,353 |
| 1909 | 141.737,842 | 5.850,421 | 225.283,774 |

En cuanto al Estado del resto de la circulación de billetes inconvertibles, he aquí el movimiento de su disminución, producida de acuerdo con las disposiciones de la ley de 1899:

Circulación inconvertible en 31 de Dic.

de 1906.. 664.792,960
„ „ „ 1907.. 643.531,727
„ „ „ 1908.. 634.682,852
„ „ „ 1909.. 628.452,732

Por el cuadro anterior puede juzgarse la confianza en medio de la cual inició las operaciones la caja; y la buena situación que se le presentó.

A fines del año 1907 se presentó para la situación monetaria del Brasil y para su nueva institución una situación bien difícil, con la violenta crisis norte-americana y su repercusión europea.

En el mes de Septiembre de 1907 cesaron los depósitos, hasta esta época siempre crecientes, de oro que venía á la caja en cambio de billetes; y se inició, por el contrario, un movimiento de giro de oro, que continúa en todo el año 1908. Pero la tempestad no alcanzó á tronchar la estabi-

lidad de la caja, y en 1909, la calma estaba restablecida por completo y el país tenía la conciencia de deber á la caja de conversión el gran servicio de haber evitado en 1908 una grave fluctuación del cambio internacional. Desde el establecimiento de la caja el cambio ha permanecido alrededor de 15 *d* sin más fluctuaciones que las muy ligeras que acompañan también á la circulación metálica. En 1907 las tasas extremas del cambio por letras á 90 días sobre Londres eran 15 1/16 y 15 13/32. En 1908, los cambios extremos fueron: 15 1/83 y 15 3/16 y en 1909, 15 1/8 y 15 11/32. En el Brasil hay varias plazas comerciales en las cuales hay un merçado para el cambio internacional. (Río, Santos, Manaos, etc.), y por lo tanto, hay ciertas pequeñas diferencias de cotizaciones entre ellas; pero prescindiendo de estas pequeñas fluctuaciones, puede decirse que la Caja de conversión ha estabilizado el cambio del Brasil en el tipo de 15 *d* por cada *mil reis*.

Posteriormente el Gobierno, haciendo uso del derecho proclamado en el art. 3° ha elevado la tasa del cambio á 16 *d* por *mil reis*. Como ya lo hemos manifestado, esta política de elevar aunque sea paulatinamente el valor de la unidad monetaria, tiene los inconvenientes consiguientes á la baja del nivel de los precios de los productos.

Cuando estos inconvenientes no se producen, como puede suceder, por ejemplo, si coincide con el alza del contenido de oro de la moneda una alza del nivel de los precios, de tal manera que ambos factores se neutralicen mutuamente, pueden producirse otros efectos dignos de ser tomados en cuenta. Desde luego, la política monetaria tendente al ascenso, aunque sea lento del tipo del cambio internacional, tiende á producir una corriente de capital extranjero que entra al país á gozar del interés del dinero y de esta valorización especial del capital proveniente del alza gradual del tipo del cambio. Esto constituye un gravamen nacional en favor del capitalista extranjero, y puede provocar un movimiento de salida de capitales el día que cese el movimiento de alza del tipo del cambio.

Por otra parte, con un Gobierno autoritario hasta puede prestarse, el procedimiento de elevar arbitrariamente el cambio, á especulaciones que aprovechen á los pocos iniciados en la política de los hombres dirigentes.

Por otra parte, como ya lo expresé (§ 73), estas elevaciones del valor de la moneda no tienen un carácter de justicia, pues no favorecen á los mismos que antes se perjudicaron con la desvalorización.

§ 97. *La amoldación de la cantidad de billetes con las necesidades de la circulación en el régimen de las cajas de conversión de Argentina y del Brasil*—¿Cómo se realiza la *elasticidad* de la circulación en el sistema de *caja de conversión?* Se llama vulgarmente *elasticidad* en este sentido, á la potencia ó poder que tiene la cantidad de monedas de que dispone un mercado de aumentar ó disminuir, á medida que aumenten ó disminuyan las necesidades de la circulación.

En el régimen monetario metálico la *elasticidad* se consigue por dos maneras diferentes. Por una parte, cuando la demanda de monedas es más intensa en una plaza que otra, el metal monetario acude á aquella plaza ó mercado donde se le atrae abandonando las otras plazas en que estaba. Esta especie de fluidez (*fluidity* como la llama Kinley) de la moneda metálica, es en realidad un factor de la elasticidad del volumen de monedas que tiene cada mercado. Además, el billete bancario con su facultad de aumentar y disminuir constituye un verdadero mecanismo de *elasticidad* del sistema monetario.

En el sistema del papel-moneda con caja de conversión, según los tipos de la República Argentina y del Brasil, la cantidad de billetes de la cirlación, sólo puede ser aumentada por el depósito de oro y sólo disminuye por el canje del billete por oro. Esto equivale á esa especie de fluidez que posee la moneda de oro que pasa de un país á otro aumentando la cantidad de monedas de un mercado y disminuyendo la de otro.

Emisión de billetes de bancos no existe, y por lo tanto,

el sistema monetario carece de esta causal tan importante de *elasticidad.*

Cuando por razón de la demanda de oro de otros mercados importantes, el oro empieza á exportarse, la cantidad de billetes de que dispone el mercado disminuye, sin que el vacio pueda ser llenado con el billete de banco. Así, por ejemplo, cuando en 1907 sobrevino la gran crisis monetaria de los Estados Unidos de Norte América, el mercado de la República Argentina que se encontraba en la más tranquila prosperidad se vió, sin embargo, obligado á sufrir una cierta contracción monetaria producida por el oro que se retiró de la caja de conversión para la exportación. He aquí el movimiento de oro de este año espresado en pesos de oro.

| 1907 | Oro entrado | Oro salido | Saldo en la caja de conversión |
|---|---|---|---|
| Enero | 5.545.640 | 224.377 | 108.052.278 |
| Febrero | 5.033.555 | 268.709 | 112.817.124 |
| Marzo | 6.007.891 | 250.590 | 118.574.425 |
| Abril | 2.779.908 | 227.607 | 121.126.724 |
| Mayo | 3.388.886 | 830.651 | 123.684.960 |
| Junio | 1.580.635 | 2.687.737 | 122.577.858 |
| Julio | 69.613 | 4.992.524 | 117.654.947 |
| Agosto | 574.749 | 5.568.763 | 112.660.932 |
| Septiembre | 971.280 | 1.902.086 | 111.730.127 |
| Octubre | 1.080.164 | 5.817.540 | 106.992.750 |
| Noviembre | 577.159 | 4.739.519 | 102.830.389 |
| Diciembre | 3.046.436 | 762.954 | 105.113.871 |

Desde el mes de Mayo á Noviembre el oro disminuyó de 123.685.000 á 102.830.000 ó sea más de 20 millones de pesos oro lo cual corresponde á más de 45 millones de pe-

sos papel (1). Como la cantidad total de billetes era de 520 millones en 1907, resulta que la disminución alcanzó á ser de 9% más ó menos. Tan pronto como pasó la tempestad monetaria, el oro volvió á entrar en mayor abundancia aún á la Republica Argentina, atraído por las buenas cosechas y la *inversión* de capitales extranjeros. Todo esto manifiesta que la contracción que se dejó sentir motivada por causas que se producían en el exterior del país había podido ser evitada con un régimen de billetes de banco convenientemente organizado. De esta manera el billete de banco había podido suplir, en parte, por lo menos á la disminución del circulante producida por la exportación del oro.

Más ó menos en igual fecha y por la misma causa se producía en el Brasil un hecho análogo al que observamos en Argentina. En Septiembre de 1907 cesaron los depósitos de oro que hasta esa fecha habían ido siempre creciendo; después se inició un movimiento de salida del oro que permaneció en 1908. A fines de este año restablecida la normalidad, el oro vuelve á entrar á la caja de conversión.

| | Oro depositado | Oro salido | Saldo en la caja de conversión |
|---|---|---|---|
| 1907 | 63.796,535 | 1.037,193 | 100.041,768 |
| 1908 | 493,686 | 11.139,101 | 89.396,353 |
| 1909 | 141.737,842 | 5.850,421 | 225.283,774 |

Bajo este aspecto de la *elasticidad*, parece preferible el sistema que existe en Austria desde la reforma monetaria de 1892. Existe como sistema monetario una especie de papel-moneda compuesto por el billete del banco austro-húngaro. No hay la obligación de convertir el billete en oro, pero el banco lo convierte voluntariamente y mantiene el cambio á la par dando el oro ó las letras que se necesitan para el mercado del cambio internacional. Es un papel-mo-

(1) La ley de 1899 fijó la relación de 0.44 $ de pesos oro por cada peso billete, lo cual equevalía á 227 $ billete por cada 100 $ oro.

neda que no tiene el inconveniente de las fluctuaciones del cambio, y que á la vez tiene la ventaja de la elasticidad que da al sistema monetario la emisión de billetes de banco. Es, por lo tanto, sistema más perfecto que el existente en la República Argentina y en el Brasil.

## CAPITULO XII

### Vía anormal del restablecimiento de la moneda metálica

(Desmonetización del papel-moneda)

§ 98. *Generalidades.*—En estas operaciones anormales, el papel moneda termina, no con la conversión por la moneda metálica, sino con la extinción de sus funciones monetarias en medio de la desvalorización. Es el fracaso del sistema en medio de su impotencia para continuar sirviendo regularmente de medio de cambio y de pago y de norma ó medida de valores. Es la bancarrota completa del Estado que falto de recursos para mantener el valor del billete lo abandona á su propia desvalorización, y adopta en su lugar otra moneda. El papel-moneda que termina de esta manera es un tren que se descarrila y se destroza é inutiliza completamente, no pudiendo volver á ser encarrilado en la vía de las funciones monetarias.

En estos casos, es interesante observar, que la cuestión de fijar el tipo ó contenido metálico de la nueva moneda que se adopta en lugar del billete repudiado no envuelve dificultad especial alguna. En efecto, indiferentemente puédese adoptar una nueva unidad monetaria, del valor metálico que se quiera, pues como esta nueva moneda no se emplea en la conversión del billete circulante, sino que se establece de por sí en la circulación, su valor metálico puede ser mayor ó menor sin que esto afecte en nada á la operación. En estos casos se pierde la continuidad de la unidad monetaria; al paso que en las conversiones de la vía normal la

unidad monetaria que antes estaba incorporada en el billete inconvertible, pasa á incorporarse ahora en la moneda metálica por la cual se convierte el billete, sin perder su continuidad.

Véase por ejemplo, el caso del Perú en 1887, que explico después por separado. El billete se desvaloriza en medio del mayor desprestigio, el público empieza á repudiarlo y nadie lo quería recibir en pago. El Gobierno no impidió los contratos en otras monedas y el público de hecho empezó á valerse de las monedas de plata en vez del billete, restableciéndose de esta manera un monometalismo de plata. Como la nueva moneda nada tenía que hacer con el antiguo billete, bien pudo haberse adoptado á la libra esterlina inglesa para medio de pago y norma ó medida de valores en el futuro, como se adoptó después.

Las conversiones propiamente tal del billete, ó sea la vuelta al régimen metálico por la vía normal ó regular es como la reparación de un edificio sobre las bases de los cimientos y murallas existentes del antiguo edificio. El fin del papel moneda por esta vía anormal de la desmonetización y su reemplazo por otra moneda es como la destrucción ó ruina total del edificio existente y la reconstrucción de otro nuevo cuya disposición y construcción puede disponerse libremente, pues no hay ya necesidad de sujetarse á norma alguna de cimientos ni de murallas.

Los acreedores se encuentran reducidos á la pérdida más ó menos completa del monto de sus créditos, pues reciben en pago de ellos los billetes desvalorizados que el público repudia y que el Gobierno no paga (1).

Pertenecen á este fin trágico, por decirlo así, del papel-

---

(1) El *peso* papel-moneda del Perú á la época de la guerra del Pacífico llegó á valer más ó menos 8 *d.* La desvalorización posterior del billete lo hizo perder aún el 98.8% de su valor «lo que equivale á decir que cada £ 100 de capital, por la fuerza de los acontecimientos ha quedado reducida á £ 1 ½». (*Alejandro Garland. La moneda en el Perú.* Lima, 1908).

moneda los casos que expongo á continuación; y en general todos los casos de desvalorización más ó menos completa del billete á que me refiero en la Parte II (§ 26) que son casos de bancarrota y desmonetización. No relato aquí los casos del Uruguay por haberlo hecho con detalle en el referido capítulo. Por igual motivo no repito tampoco acá lo dicho (§ 26) sobre los casos de Colombia en 1811, y del Perú en 1815 y 1822.

§ 99. *El fin de los billetes del sistema Law en Francia* (1). —En la primera parte, al estudiar el origen del papel-moneda como derivado del billete de banco, expusimos el nacimiento de este sistema que dió origen al curso forzoso de sus billetes los que muy pronto cayeron en gran desvalorización. El 28 de Febrero de 1720 se declaraba el curso forzoso en todo el país de los billetes emitidos por el Banco, y que este no podía reembolsar en metálico al público que se lo exigía.

Al terminar este mismo año los billetes estaban completamente depreciados. "Le 1.er Novembre 1720, le Gouvernement déclara que les billets seraient reçus de gré à gré et comme, malgré le cours forcé, ils perdaient 90 p. 100 environ, ils cessèrent d'avoir aucune espèce de valeur. Quelque temps auparavant, Law avait été obligé de se soustraire par la fuite à la vengeance de ceux que le système avait ruinés". (*Courcelle Seneuil*).

A fines del mismo año 1720 el banco quedó suprimido y los billetes no fueron pagados. "Ce fut une monstrueuse banqueroute qui bouleversa bien des fortunes" (E. Levasseur).

§ 100. *El fin de los assignats* (2). —En 1790 se dió curso legal á los billetes llamados *assignats* en Francia, que en

---

(1) Law (*Jean*) *Courcelle Seneuil*. Nouveau Dictionnaire d'Ec. Politique.—Hist. des classes ouvriéres en France par *E. Levasseur* Vol. II, Livre VII.

(2) *Leroy Beaulieu* P. Traité de la sciencie des finances Vol. II.— Papier-monnaire. Nouveau Dictionaire d'Ec. Politique.

sus *orígenes*, como ya lo vimos en la parte primera, no fueron otra cosa que una cédula hipotecaria garantida con los bienes tomados al clero y la corona, que ganaba intereses. El interés fué desapareciendo y estas cédulas fueron tomando el carácter monetario hasta llegar á convertirse en verdadero papel-moneda de curso forzoso.

Los abusos de las emisiones, y las desconfianzas de la situación política porque atravesaba la Francia en esa época de revolución, causaron la desvalorización de los *assignats* y el desprestigio de ellos en su rol monetario. En Diciembre de 1795, cuando 100 francos en *assignats* no valían ya más de 50 céntimos, una ley suspendió la fabricación de ellos y ordenó la destrucción de la plancha litográfica que servía para grabar los billetes y que había fabricado tantos miles de millones de libras en *assignats*.

Este recursos un tanto cómico de la destrucción de las planchas es repetido después en algunos casos de América, como ser en Colombia y en el Perú.

Se procedió en seguida á canjear los *assignats* por otros billetes que se llamaron *mandats territoriaux*, en la proporción de treinta por uno. A pesar de las garantías con que se trató de valorizar este nuevo billete, como reinaba una gran desconfianza, pronto los *mandats territoriaux* cayeron también en la desvalorización. El día mismo de la emisión se les cotizaba ya con una depreciación del 80 por ciento. Como la situación monetaria se hacía insostenible en estas condiciones, el Estado no se esforzó más en la tarea de imponer estos billetes como moneda; restableció la libertad de transacciones y rehusó recibirlos en sus arcas. Así quedaron desmonetizados estos billetes, y en su reemplazo, se restableció, por sí sola, la circulación de la moneda metálica. Fué también un caso de bancarrota completa del Estado y de ruina de los acreedores que fueron pagados en tales billetes.

Después de suprimidos los *assignats* se estableció la siguiente norma para los pagos de los compromisos contraídos durante la depreciación. Se determinó la tasa del cam-

bio en el período de depreciación para que las diversas obligaciones quedaran así reducidas al tipo de cambio de la época en la cual fueron contraídas. Se hizo un cuadro de la depreciación que partía del 1º de Enero de 1791, y llegaba hasta 1796 época de la introducción de los *mandats territoriaux*. Las obligaciones anteriores á 1791 no debían ser reducidas sinó que debían ser pagadas totalmente en la moneda metálica. También se pagarían en la moneda convenida las obligaciones contraídas especialmente en moneda metálica en la época de la depreciación. Todas las otras deudas, deberían ser reducidas en las proporciones indicadas por el cuadro oficial de la depreciación.

§ 101. *Fin de la inconversión en 1847 en Portugal* (1).— El período de inconversión y curso forzoso de los billetes del Banco de Lisboa, que se inicia en Abril de 1846 termina en 1847 en condiciones bastante irregulares.

He aquí un estadística de la depreciación de los billetes, tomada de las *Ephemerides da bolsa de Lisboa*:

| | | Descuento de los billetes de 4,800 reis | |
|---|---|---|---|
| | | Máximo | Mínimo |
| 7 Agosto de | 1846 | 400 | 300 |
| 18 Septiembre de | 1846 | 440 | 400 |
| 8 Octubre | ,, | 430 | 400 |
| 10 Noviembre | ,, | 850 | 750 |
| 11 Diciembre | ,, | 900 | 850 |
| 8 Enero | 1847 | 1,120 | 1,050 |
| 1 Febrero | ,, | 1,250 | 1,200 |
| 9 Marzo | ,, | 1,520 | 1,460 |
| 9 Abril | ,, | 2,400 | 2,250 |
| 19 Mayo | ,, | 2,300 | 2,250 |
| 8 Junio | ,, | 1 800 | 1.600 |
| 28 Julio | ,, | 1,800 | 1,759 |
| 18 Agosto | ,, | 1,900 | 1,840 |

(1) *J. P. d'Oliveira Martins. A circulaçao fiduciaria.* Lisboa 1899.

| | | | |
|---|---|---|---|
| 10 Septiembre | 1847 ..... | 1,780 | 1,740 |
| 8 Octubre | „ ..... | 1,740 | 1,700 |
| 20 Diciembre | „ ..... | 2,000 | 1,920 |

A fines de 1847, viendo el Gobierno que no daban resultado las medidas que tomaba para hacer desaparecer la depreciación de los billetes, resolvió desmonetizarlos, es decir, quitarles su carácter de moneda de curso legal y volver de hecho á la circulación de la moneda metálica. D'Oliveira Martins nos expone los considerandos en que se basó el Gobierno para tomar esta resolución que son los siguientes. El curso legal ó poder liberatorio de los billetes inconvertibles no era absoluto, pues en los pagos al Estado se recibía solamente la mitad del valor adeudado en billetes, la otra mitad se pagaba en metálico. Como la depreciación del billete había llegado hasta hacerlo perder 2,000 reis en 4,800, el Gobierno considerando: 1.° que este estado de cosas era muy perjudicial á los intereses financieros; 2.° que reducía de hecho el monto de los impuestos aduaneros, lo cual perjudicaba también á las industrias nacionales en su competencia con las extranjeras; 3.° "que todos os esforços teem sido baldados para conservar ó valor das notas"; 4.° que la opinión pública no aceptaba la circulación de los billetes, "porque as notas já se acham, de feito e quanto ao seu valor nominal, proscriptas e repellidas de todas as transacções commerciaes e particulares" 5.° Considerando además que este estado de cosas sólo aprovechaba á los deudores del Estado, "e reconhecendo a necessidade de sacrificar o direito á razao d'Estado" el decreto de Diciembre de 1847 ponía fin al curso forzoso de los billetes inconvertibles, y convertía á estos billetes en una deuda á largo plazo del banco. El tenedor del billete no tendría en ellos una moneda de curso legal con la cual podía hacer pagos, sinó que un documento ó crédito á largo plazo contra el banco emisor. La moneda metálica pasa nuevamente á desempeñar como antes las funciones monetarias; y los billetes fueron siendo poco á poca retirados de la circulación. La amortización o

retiro de estos billetes duró como quince años; el Estado los recibía en ciertos pagos, no por su valor nominal sinó por su valor corriente de plaza y de esta manera la operación resultaba más fácil bajo el punto de vista de la Hacienda Pública.

Como se ve, se trata de una operación de conversión del billete hecha en condiciones verdaderamente anormales. Es la vuelta al régimen de la moneda metálica por la desmonetización del billete; y el retiro de la circulación de este billete al tipo de su depreciación.

§ 102. *El papel-moneda de la época colonial en los Estados Unidos* (1).—Al tratar del origen del papel-moneda en forma de billetes ó vales emitidos por el Gobierno me referí ya á este caso. Los historiadores están contestes en que la primera emisión se hizo en 1690 en Massachusetts para pagar gastos de una expedición de guerra contra el Canadá. Siguieron después por la misma vía New Hampshire, Rhode Island, Connecticut, New York, New Jersey, South Carolina, Pennsylvania, Maryland, Delaware, Virginia y Georgia. La causa originaria más general de la mayor parte de estas emisiones eran las necesidades del tesoro de las diversas colonias. Se hicieron también algunas emisiones con el objeto de hacer préstamos á los agricultores y posteriormente se emplearon también billetes bancarios en algunas colonias.

La depreciación de los billetes con relación á la moneda metálica fué pronto la regla general en estos ensayos del papel-moneda de los Estados Unidos.

He aquí el cuadro relativo á Massachusetts:

| | Cambio sobre Londres |
|---|---|
| 1702 | 133 |
| 1706 | 135 |
| 1713 | 150 |

(1) *Sumner*. Hist. of American currency. New York.—*White*. Money and banking. Boston, 1895.—*Knox*. United States notes. A hist. of the various issues of paper money. New York, 1884.

| | |
|---|---|
| 1716 | 175 |
| 1717 | 225 |
| 1722 | 270 |
| 1728 | 340 |
| 1730 | 380 |
| 1737 | 500 |
| 1741 | 550 |
| 1749 | 1.100 |

He aquí una muestra de la depreciación en otras colonias:

| | 1740 | 1748 |
|---|---|---|
| New England | 525 | 1.100 |
| New York | 160 | 190 |
| Pennsylvania | 160 | 180 y 190 |
| Maryland | 200 | 200 |
| North Carolina | 1.400 | 1.000 |

Estas tablas dan el precio de £ 100 moneda inglesa en el papel-moneda de las diferentes colonias.

Al emitirse los billetes la autoridad los consideraba como representantes de la moneda metálica que cada billete expresaba en su valor nominal; pero después, cuando se producía una gran depreciación del billete con relación á su valor nominal, se les solía reemplazar, según dice Knox, por una nueva emisión de otro tipo de billetes. La conversión ó reemplazo de los antiguos billetes por los nuevos se hacía, no por su valor nominal sino al tipo de la depreciación que tenían los billetes en el momento del canje. A veces, agrega el mismo autor, esta segunda serie de billetes volvía á depreciarse y se la volvía á convertir en otra nueva serie.

El Gobierno de la madre patria no miraba con buenos ojos esta política monetaria de sus colonias, y trató de poner coto al papel-moneda. En 1751 se aprobó en Inglaterra

un *bill* que prohibía el papel moneda en las cuatro provincias de Nueva Inglaterra en las cuales los trastornos de la depreciación habían sido mayores. Esta regla sólo debería tener excepción en caso de urgentes necesidades del tesoro y en caso de guerra. En 1776 el Parlamento inglés aprobó una nueva ley más restrictiva aún contra el papel-moneda y aplicable á todas las colonias.

Mientras tanto la depreciación de los billetes continúa adelante en casi todas las colonias. En 1763 un *shilling* en New Hampshire valía un poco menos de un medio penique (*half penny*); en 1771 llegó á desaparecer todo valor (White). El restablecimiento de la moneda metálica, en las colonias, donde se llevó á efecto antes de la revolución de la independencia, se hizo, pues, por desmonetización del billete. En Massachusetts, se volvió á la moneda metálica, por ejemplo, retirando el billete por menos de una décima parte de su valor y aún se dejó de pagar esta décima parte (White). Fué pues una repudiación ó bancarrota completa.

§ 103. *El papel-moneda llamado continental de 1775 en los Estados Unidos* (1).—El Congreso Continental reunido en 1775 con el objeto de arbitrar fondos para la revolución, acordó recurrir al papel-moneda nuevamente. Este papel era emitido con la responsabilidad de todas las colonias, cada una por separado con su parte de responsabilidad. Cada colonia debía rescatar la parte de billete que á ella le correspondía; y si alguna de ellas no pagara toda su cuota, las demás colonias en conjunto la pagarían.

En Junio se hizo la primera emisión. Durante el primer año no hubo depreciación; al fin de dos años se depreciaron en la relacion de 2 á 1; á los tres años como 4 á 1; en Septiembre de 1779 la depreciación era de 20 á 1. El Congreso determinó entonces que la emisión total no pasaría de $ 200.000,000 (2) y renovó la declaración que este billete

(1) *Bolles*. Financial Hist. of the United States (1774-1789). New York. 1877.—*Sumner*. Hist. of American currency—*Knox*. United States notes.

(2) Como lo dije al tratar del origen del papel moneda, estos bille-

sería redimido completamente. En Marzo de 1780 la depreciación del billete alcanzaba la proporción de 40 á 1. La confianza, este elemento tan necesario para la circulación del billete, desaparecía en forma alarmante, y los esfuerzos del Gobierno para restablecerla se hacían inútiles. Inútil fueron las medidas de rigor tomadas contra los enemigos del papel moneda (1) é inútiles también las convenciones ó acuerdos que se tomaban para fijar los precios de las mercaderías.

El Congreso en 1780, en vista de la gran depreciación del billete, acordó convertirlo, ó sea, canjearlo por una nueva serie de billetes que garantían un interés de 5% anual. El canje se haría en la proporción de 1 dollar de los nuevos billetes por 20 dollars de la antigua emisión. Los nuevos billetes se depreciaron también y los antiguos continuaron avanzando en su desvalorización. Así, por ejemplo, en Philadelphia llegaron los antiguos billetes á depreciarse en la proporción de 500 por 1 y después cesaron de circular como moneda. En Virginia y Carolina del Norte llegaron á cotizarse en razón de 1,000 por 1 antes de su completa desmonetización. Así dejaron de circular en medio de su desvalorización estos billetes continentales; y se restableció de hecho la circulación de la moneda metálica.

Cuéntase de un barbero en Philadelphia que empapeló su almacén de peluquería con billetes; esto da una idea del grado ínfimo de depreciación á que llegó este papel moneda, y, por consiguiente, de la ruina que causó á los que mantenían su capital en préstamos ó en dinero efectivo (2).

---

tes representaban el *peso* español de donde vino el *dollar* americano.

(1) «The most common punishment for this offense was seizing some portion of the offender's goods and declaring him an enemy of his country. That this was no trifling penalty is attested by the fact that nearly every one recanted, and promised amendment. Nevertheless the number of offenders increased continually. In Philadelphia in the latter part of 1776 one of the penalties was the closing of the shops of the guilty parties». (*White*, pág. 136).

(2) En un meeting en Philadelphia, decía un alemán en aquella

La cantidad autorizada por el Congreso para la emisión de billetes fué de $ 200 000.000. Parece que la emisión fué, sin embargo, mayor. Además de estos billetes *continentales* autorizados por el Congreso, hubo otros billetes autorizados por los Estados, cuyo monto hacen subir algunos hasta 200 millones más, pero parece esta cifra un tanto exagerada (Knox).

§ 104. *El fin del papel-moneda del Perú en 1887.*— Como lo vimos el papel-moneda del Perú nace en 1875 con la inconversión y curso forzoso de los billetes bancarios. En 1877 el Gobierno tomó á su cargo el monto de la emisión inconvertible que se fijó en $ 15.000,000 (Decreto de 17 de Agosto de 1877).

Además había una emisión de billetes de la Compañía de Obras Públicas del Perú, encargada de la ejecusión de los contratos de construcción de ferrocarriles, que se habían celebrado con don Enrique Meiggs, nombre bien conocido por igual capítulo aquí en Chile. Esta emisión era sólo de $ 1.030,000 en billetes cuya garantía consistía en igual cantidad que adeudaba el Gobierno á la compañía. No teniendo el Gobierno con qué continuar el pago de sus obras públicas á la Compañía, la autorizó para elevar su emisión en igual forma hasta 5.333,333 de *soles* ó *pesos* peruanos. El monto total en circulación era, pues, de 20 millones de soles en billetes.

Como se recordará la moneda metálica á la cual correspondía el billete peruano era el *sol* de plata de 25 gramos y 9/10 de ley. El cambio internacional pasó en 1877 de 23 peniques por cada *sol* á 20 peniques.

En 1879 sobrevino la guerra con Chile cuyos resultados fueron tan desastrosos para el Perú y cuyos efectos debían

---

época: «I am near seventy years of age, I have a large family of children to provide for, a great part of my property has been sold long since for continental money, which I have kept by me in confidence it would have been redeemed at the value I received it; but I am disappointed and ruined....» (*Bolles*, pág. 97).

ser también profundos en la circulación del papel-moneda peruano.

Las emisiones de billetes fueron el expediente del Gobierno para procurarse fondos. El Gobierno lanzaba papel y el desprestigio del billete cundía día á día. Así llegó el monto de las emisiones hasta 60 millones de soles. El cambio internacional llegaba en 1879, (en el mes de Noviembre) á á 8d.

Voy aquí á insertar la narración del escritor peruano señor Garland: "El Dictador comprendiendo que su obligación primordial era proveer rápidamente de fondos al erario á fin de atender á las inaplazables y siempre crecientes exigencias de la guerra; dándose cuenta cabal que estaba próximo á cegarse el precioso expediente de la emisión de billetes fiscales representativos del régimen monetario basado sobre la unidad de moneda de plata llamada Sol, apeló al expediente de preparar el terreno para poder efectuar una nueva emisión de papel fiduciario, completamente distinta de la emisión de *billetes soles*, haciéndola representativa de una nueva moneda de oro, y por lo tanto, adornados los nuevos billetes con distintos grabados y diseños, de manera que pudieran diferenciarse á primera vista de las antiguas emisiones hechas con relación á la moneda legal de plata que tenía por unidad el *sol*."

En 1880 se decretó que el oro sería la moneda legal, é inmediatamente en seguida se ordenó destruir las planchas que habían servido para la fabricación de billetes (1). A la emisión de 60 millones de soles existente, se le fijaba el valor de 12 peniques por cada sol, destinándose la cantidad de £ 15,000 mensuales para recoger á la par los billetes, esto es, "computando cada sol billete en 12 peniques hasta su total extinción". (Garland)

El decreto de 23 de Marzo de 1880 venía á determinar el

---

(1) Recurso un tanto cómico á que se ha recurrido en varios casos en diferente países para impresionar al público dándole confianza en que no se ha de emitir más.

nuevo régimen monetario de oro. La unidad monetaria era una moneda con 1.61290 gramos de oro de ley de 900 milésimos de fino y se la llamaba *Inca*. Las monedas de plata eran como las de cobre, divisionarias ó sea de vellón.

Lo curioso es que el Gobierno, no se encontraba en situación financiera para traer al país y acuñar talvez ni una sola pieza de oro. Inició, sin embargo, la acuñación de las monedas de plata y en vez de las de oro, con fecha 25 de Septiembre de 1880, decretó el Gobierno la emisión de 5 millones de *Incas* en billetes (de 1, 5, 20 y 100 *Incas*) con el nombre de obligaciones del Estado y ordenando que fueran recibidos como moneda metálica desde la fecha de su emisión. El 5 de Noviembre de 1880 otro decreto les daba curso forzoso en toda la República y determinaba que su relación con los billetes soles circulantes se determinaría por el valor que estos tuvieran en plaza. A los pocos días (13 de Noviembre) otro decreto, considerando que el billete *inca* equivalía al oro, establecía, por el momento, que cada *inca* en billete equivalía á ocho *soles* en billetes, y determinaba que en adelante el secretario de Hacienda señalaría las futuras equivalencias entre los billetes *incas* y los *soles*. El *sol* se cotizaba entonces al rededor de 6 peniques.

Tales expedientes del Gobierno Dictatorial de entonces, destinados á valorizar el billete no dieron, como es de comprenderlo, resultado alguno. La depreciación continuó adelante: pronto, de acuerdo con la disposición mencionada, el secretario de Hacienda fijó la relación de precio entre los billetes *incas* y los billetes *soles*, la de 15 por 1.

En Enero de 1881 cayó Lima en poder de las fuerzas enemigas y la depreciación de los billetes *incas* y *soles* llegó hasta el rechazo de ellos por el público.

El desprestigio de los billetes ante el público se explica suficientemente por las condiciones irregulares del Gobierno Dictatorial y por los reveses de la guerra.

"La emisión de los billetes incas, dice el mismo escritor Garland, nunca fué bien recibida por el público en general, ni menos por el comercio, sobre todo por el extranjero; de

manera que su circulación desde un principio fué dificultosa, al extremo que en distintas ocasiones se hubo de apelar al empleo de la fuerza pública para obligar á los comerciantes, y de una manera especial á los vendedores de comestibles, á que recibieran por su valor nominal los billetes *incas* en pago de sus mercaderías y víveres, esto es, en la relación establecida en las oficinas fiscales de 15 por 1."

El nuevo Gobierno peruano, unificó la circulación sobre la base de retirar los billetes *incas* canjeándolos por billetes *soles* en razón de 8 por 1.—Así se unificó la circulación quedando como única moneda el antiguo billete *sol*.

Durante la época de la ocupación de Lima por las fuerzas enemigas, se importó mucha moneda de plata para hacer los pagos, pues era esta la moneda que exigía de preferencia el ejército ocupante. Se reabrió la casa de moneda de Lima y se acuñó plata de la producción nacional. Los billetes *soles* quedaron circunscritos á un uso muy restringido mientras duró la ocupación de Lima por el enemigo.

En Octubre de 1883 se celebró el tratado de paz que puso fin á la guerra. Se dispuso, con el fin de regularizar la circulación, ir retirando billetes é incinerándolos.

Después de la paz el Gobierno trató de regularizar la situación del billete circulante, y procedió á la incineración paulatina. De esta manera se retiraron de la circulación cerca de 27 millones en billetes *soles* y 1.640,000 en billetes *incas*.

Pero la circulación del billete se hacía cada día más difícil. Continuamente se producían cuestiones por el rechazo del público que se negaba á recibirlo en pago, especialmente á los biletes de corte menor que se encontraban en un estado de destrucción verdaderamente lamentable. Un día, á propósito del rechazo de estos billetes que hacían ciertos vendedores de productos, se consultó al Ministerio de Hacienda la cuestión; y el Ministro en 18 de Noviembre de 1887 declaró que "el público era la única autoridad en materia de transacciones comerciales, y en cuanto á las condiciones en que ellas se operaba" y concluía diciendo

que: "se recomienda á las autoridades políticas de cada departamento, se abstengan de poner en práctica disposición alguna para hacer obligatoria y forzosa la recepción del billete fiscal, admitido, como está que semejante procedimiento no tiene fundamento alguno legal ni justo".

Como es fácil comprenderlo, semejante declaración gubernativa venía á constituir el golpe de gracia del agonizante papel moneda del Perú. Quitado el carácter de curso forzoso, el rechazo del billete se hizo general.

Para hacer revivir un tanto el valor del billete se tomaron ciertas medidas, como la de recibir una parte de ciertos impuestos en billetes en la proporción de 25 soles billetes por un sol de plata. Se comprende que semejante terapéutica no podía ser muy valorizante.

El hecho real es que desde aquella fecha del decreto de 18 de Noviembre de 1887, el papel murió en sus funciones monetarias; y comenzó de hecho una circulación de *soles* plata.

El 12 de Junio de 1889 se promulgó una ley para canjear el billete fiscal que existía en manos del público, como restos del desastre de desvalorización, por bonos del Gobierno que devengaban un mísero interés de 1% anual. El retiro se hacía en la proporción de 1 *sol* de estos bonos por 15 *soles* billetes.

# ÍNDICE

## PARTE I

### ORÍGENES DEL PAPEL MONEDA

CAPÍTULO I

§ 1.—Generalidades *sobre los orígenes* del papel-moneda, *pág.* 5

CAPÍTULO II

*El papel-moneda como derivado del billete de banco*

§ 2.—El billete de banco es la forma en que se introduce el papel á la circulación monetaria, pág. 13.—§ 3. El billete de banco se transforma en papel-moneda á consecuencia de situaciones críticas de los bancos emisores, pág. 15.—§ 4. En la mayor parte de estos casos, los préstamos que los bancos han hecho al Gobierno, han contribuído poderosamente á hacer insostenible la situación de ellos y á facilitar el camino del billete inconvertible, pág. 16.—§ 5. Francia, pág. 17.—§ 6. Inglaterra, pág. 18.—§ 7. Italia, pág. 20. —§ 8. Portugal, pág. 22.—§ 9. Brasil, pág. 23.—§ 10. República Argentina, pág. 25.—§ 11. Perú, pág. 27.—§ 12. Chile, pág 29. —§ 13. Chile, pág. 33.—§. 14. Otros casos, pág. 34.—§ 15. En algunos casos al papel-moneda *consistente en* el billete de banco declarado inconvertible sigue, después, el billete del Estado. pág. 36.

CAPÍTULO III

*Papel-moneda del Estado desde su origen*

§ 16. Casos en que el papel-moneda aparece desde su origen en forma de vales *ó billetes emitidos* por la autoridad, pág. 38.—§ 17.

Orígenes del papel-moneda de los Estados Unidos en 1862, pág. 46. —§ 18. Casos en que el papel-moneda se instituye como un derivado de vales ó bonos con interés que se emiten por el Estado, página 49.

CAPÍTULO IV

*Continuación sobre los orígenes del papel-moneda*

§ 19. El papel-moneda como expediente financiero, pág. 51.—§ 20. La causal financiera ha sido á menudo una fuerza gravemente perturbadora del funcionamiento monetario del papel-moneda, pág. 58. —§ 21. La escasez de moneda metálica en la vida colonial y en los primeros tiempos de la la independencia Americana como factor de influencia en las emisiones de billetes, pág. 59.—§ 22. Corriente de opinión favorable al papel-moneda que suele producirse en los países donde ha existido este régimen; ó bien donde está implantado y se trata de incrementar las emisiones, pág. 64.—§ 23. El efecto del precedente establecido con los primeros casos del papel-moneda, pág. 70.—§ 24. El papel-moneda como derivado de la moneda de plata, casos de España y Austria, pág. 73.

## PARTE II

## VIDA DEL PAPEL-MONEDA

CAPÍTULO I

*Condiciones de confianza para la circulación monetaria del billete*

§ 25. El carácter de promesa de pago ó sea de subrogación temporal de la moneda metálica con que se ha revestido al papel-moneda sirve de medio de introducción del billete inconvertible en las funciones monetarias, pág. 77.—§ 26. La fuerza de la autoridad es impotente para implantar la circulación monetaria regular del papel-moneda cuando no existe el grado necesario de confianza, pág. 83.—§ 27. El medio para hacer circular en condiciones regulares un billete que el público repudia por desconfianza no consiste en su imposición por la fuerza de la pena, sino en la influencia psicológica de la inspiración de confianza, pág. 89.—§ 28. Donde ha imperado cierta atmósfera de confianza ó sea de crédito, la circulación del papel moneda se ha establecido con toda facilidad, pág. 93. —§ 29. En condiciones normales de confianza un papel-moneda puede circular con regularidadaun sin que revista el carácter de pagaré ó promesa de reembolso en moneda metálica, pág. 97.

CAPÍTULO II

*Diversos factores de las fluctuaciones del cambio internacional*

§ 30. De los diversos factores, en general, que intervienen en las fluctuaciones del cambio internacional, pág. 98.—§ 31. La balanza de los pagos internacionales en general y el cambio internacional, pág. 102.—§ 32. El movimiento de la exportación é importación y el cambio internacional, pág. 107.—§ 33. Estadísticas del movimiento comercial y del cambio internacional, pág. 112.—§ 34. Factores de un orden psicológico que influyen en la oferta y la demanda de moneda metálica y actúan, por lo tanto, en la cotización del cambio internacional, pág. 120.

CAPÍTULO III

*La cantidad de billetes en circulación y el cambio internacional*

§ 35. La teoría cuantitativa, pág. 126.—§ 36. Estadísticas de la cantidad de billetes en circulación y de las fluctuaciones del tipo del cambio, pág. 127.—§ 37. Estudio de la cuestión, pág. 141.—*a*) Casos de incrementos de las emisiones de billetes que no influyen en el alza del premio del oro; *b*) Casos en que la cantidad de billetes no se disminuye y, sin embargo, el premio del oro disminuye en gran proporción; c) Casos de incrementos de las emisiones que influyen aumentando el premio del oro; *d*) Casos de una gran exageración de los incrementos de las emisiones; *f*) Conclusión.—§ 38. La disminución de los billetes en circulación con el objeto de levantar el cambio, pág. 150.—§ 39. Conclusiones sobre el retiro ó incineración de billetes como medio de levantar el cambio internacional pág. 156.

CAPÍTULO IV

*El valor nominal del billete ó sea las promesas de una futura conversión á la par y su influencia en el tipo del cambio internacional.*

§ 40. Influencia de este factor, pág. 157.—§ 41. Cuando el cambio se aleja de la par ó sea cuando el premio del oro es fuerte, las oscilaciones son, por lo regular, de mucho mayor intensidad, pág. 164.—§ 42. Casos en que el papel-moneda no ha revestido la forma de un pagaré ó promesa de pago en una determinada moneda metálica, pág. 170. *a*) Caso de Austria; *b*) Caso de Rusia; c) Caso de la República Argentina.

CAPITULO V

*Otros factores de las cotizaciones del cambio internacional*

§ 43. La especulación y el cambio, pág. 180.—§ 44. La tendencia á la estabilidad del valor de la moneda y su influencia en el cambio internacional, pág. 188.—§ 45. Diferentes cotizaciones del cambio en diversos puntos de un mismo Estado con papel moneda, página 191.

CAPITULO VI

*Efectos de las fluctuaciones del cambio internacional en el nivel de los precios*

§ 46. El cambio y los precios de productos al por mayor, pág. 194. *a*) Mercaderías de importación; *b*) Mercaderías de exportación; *c*) Mercaderías de producción y consumo nacional.—§ 47. El cambio y los precios de mercaderías al por menor, pág. 200.—§ 48. Las fluctuaciones del cambio y los salarios, pág. 202. *a*) Las alzas del premio del oro y los salarios; *b*) Las bajas del premio del oro y los salarios.—§ 49. La generalización del alza del nivel de los precios y el aumento de la cantidad de billetes en circulación, página 209.

CAPITULO VII

*Otros efectos económicos de las fluctuaciones del cambio*

§ 50. Desaparición de la moneda metálica, pág. 212.—§ 51. El interés del dinero en el régimen del papel-moneda, pág. 213.—§ 52. Efectos que se producen en los contratos de crédito con las bajas del cambio, pág. 217.—§ 53. Efectos especiales de la baja del cambio en la industria y producción nacional, pág. 220.—§ 54. Efectos especiales del alza del cambio, pág. 223.—§ 55. Efectos del movimiento en conjunto de las fluctuaciones de alzas y bajas del cambio internacional, pág. 228.—§ 56. Efectos de inflación producidos en los períodos de incrementos de las emisiones y alza del premio del oro, pág. 234.—§ 57. Efectos de restricción producidos en los períodos de alza del cambio y valorización de la moneda comparados con los de la inflación, pág. 238.

CAPITULO VIII

*La estabilidad del cambio internacional en el régimen del papel-moneda*

§ 58. ¿Cómo se puede conseguir la estabilidad del cambio en el régimen del papel-moneda?, pág. 244.—§ 59. Algunas experiencias al respecto, pág. 248.

CAPITULO IX

*La regulación de la cantidad de papel-moneda á las necesidades de la circulación*

§ 60. La amoldación de la cantidad de monedas á las necesidades de la circulación, en general, en el régimen metálico, pág. 253.—§ 61. La regulación de la cantidad de monedas á las necesidades de la circulación en el régimen del papel-moneda, pág. 258. *a*) Billetes del Estado; *b*) Billetes emitidos por un banco del Estado ó privilegiado; *c*) Billetes emitidos por diversos bancos con el carácter de papel-moneda de curso legal; *d*) Casos en que el billete de banco no tiene curso legal sino que es convertible en papel moneda.

## PARTE III

## FIN DEL PAPEL-MONEDA

CAPITULO I

*Clasificación de las operaciones de conversión que dan fin al papel-moneda*

§ 62. ¿Qué llamamos fin del papel-moneda?, pág. 272.—§ 63. Móviles que determinan á dar fin al papel-moneda, pág. 273.—§ 64. Clasificación de las operaciones de conversión, pág. 278.—§ 65. Restablecimiento completo del régimen metálico y papel-moneda, pág. 281.—§ 66. Cantidad de moneda metálica con cambio fijo y otras circunstancias que se requieren para realizar las operaciones de conversión, pág. 284.

CAPITULO II

*Conversiones á la par*

§ 67. Generalidades sobre estas operaciones y casos de Grecia, Francia é Italia, pág. 291

CAPITULO III

*Operaciones de conversión en Inglaterra*

§ 68. Breves antecedentes históricos, pág. 295.—§ 69. Operaciones de Conversión desde 1819, pág. 297.

CAPITULO IV

*Operaciones de conversión en los Estados Unidos*

§ 70. Breves antecedentes históricos, pág. 301.—§ 71. Las operaciones de conversión desde 1875, pág. 306

CAPITULO V

*Operaciones de conversión en el Japón*

72. Breves antecedentes históricos, pág. 308.—§ 73. Operaciones de conversión del billete, pág. 311.

CAPITULO VI

*Conversiones á un tipo de cambio distinto del de la par*

§ 74. Generalidades, pág. 313.—§ 75. Las conversiones á un tipo de cambio inferior á la par consideradas bajo el punto de vista de la justicia, pág. 316.—§ 76. Las conversiones á un tipo de cambio inferior á la par y el cumplimiento de las promesas de reembolso

hechas por el Gobierno, pág. 319.—§ 77. ¿Cómo se ha determinado el tipo de la nueva moneda metálica que se adopta para hacer la conversión?, pág. 323.

CAPITULO VII

*Operaciones de conversión en Rusia*

§ 78.—pág. 328

CAPITUTO VIII

*Las operaciones de conversión en Austria*

§ 79. Operaciones de conversión de 1811 y 1816, pág. 332.—§ 80. Leyes de conversión de 1892, pág. 335.—§ 81. Estado de la circulación monetaria en 1892, pág. 337.—§ 82. Operaciones de conversión posteriores á 1812, pág. 337.

CAPITULO IX

*Operaciones de conversión de Chile en el período de papel-moneda que termina en 1895*

§ 83. Situación económica que se presentaba desde 1891, pág. 341.—§ 84. Política monetaria tendiente á realizar á toda costa la conversión del billete, pág. 344.—§ 85. Las leyes definitivas de conversión, pág. 355.—§ 86. Continuación de las cosas después de la promulgación de estas leyes de conversión pág. 351.

CAPITULO X

*Las operaciones de conversión en la República Argentina*

§ 87. Decreto de 7 de Septiembre de 1852, tendiente á estabilizar el cambio internacional, pág. 358.—§ 88. La oficina de cambios de 1867, pág. 359.—§ 89. Breves antecedentes históricos del papel-moneda desde 1885, pág. 360.—§ 90. Situación económica que se presentaba en 1899, pág. 362.—§ 91. Política monetaria en 1899. Ley de la Caja de Conversión, pág. 365.

CAPITULO XI

*La Caja de conversión en el Brasil*

§ 92. Breves antecedentes históricos, pág. 369.—§ 93. Período de 1890 á 1900, pág. 370.—§ 94. Período de 1900 á 1906, pág. 372. —§ 95. La Caja de conversión de 1906, pág. 374.—§ 96. Funcionamiento de la Caja de conversión, pág. 378.— § 97. La amoldación de la cantidad de billetes con las necesidades de la circulación en el régimen de las cajas de conversión de la Argentina y del Brasil, pág. 380.

CAPITULO XII

*Vía anormal del restablecimiento de la moneda metálica. (Desmonetización del papel-moneda)*

§ 98. Generalidades, pág. 383. - § 99. El fin de los billetes del sistema Law, en Francia, pág. 385.—§ 100. El fin de los asisgnats, pág. 385.—§ 101. Fin de la inconversión en 1847 en Portugal, pág. 387.—§ 102. El papel-moneda de la época colonial de los Estados Unidos, pág. 389.—§ 103. El papel-moneda llamado *continental* en 1875 en los Estados Unidos, pág. 391.—§ 104. El fin del papel-moneda del Perú en 1887, pág. 393.

## ERRATAS NOTABLES

| PÁG. | LÍNEA | DICE | LÉASE |
|---|---|---|---|
| 16 | 27 | Y por el | y por él |
| 23 | 35 | meis | meio |
| 129 | .. | de Banco | del Banco |
| 171 | 14 | 1879 | 1871 |
| 222 | 27 | 1886 | 1866 |
| 248 | 34 | § 559 | § 59 |
| 323 | 8 | § 76 | § 77 |