

Economía Política

(Continuación)

Párrafo 8.—Relación entre el stock de oro y la demanda de moneda creada por la actividad mundial

Se puede observar, comparando los valores de las curvas del Gráfico N.3, que el stock mundial de oro ha crecido en 7 veces en el período 1850-1925 y que, en cambio, para el mismo período, el crecimiento de las actividades económicas mundiales puede estimarse como del orden de magnitud de 15 veces.

En consecuencia, la demanda ha sido varias veces superior a la oferta de oro y, dentro de la lógica, ha debido producirse un alza del poder adquisitivo del oro o, lo que es lo mismo, una baja de los precios. La curva de precios de un determinado artículo de producción puede estar influenciada por factores secundarios diferentes de los factores generales de stock de oro y demanda mundial del mismo que tratamos de investigar. El examen de las curvas de precios deberá así referirse a un conjunto de productos en un número suficiente que permita compensar las variaciones circunstanciales de uno o varios de esos productos dentro del conjunto. De esta necesidad han nacido los «números índices» (index-numbers) de cuya formación hablaremos en uno de los próximos capítulos.

El Ministerio del Trabajo de los Estados Unidos (U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics) ha formado los números índices para una serie de artículos (agrícolas, manufacturas alimenticias, vestidos, combustibles y luz, metales y manufacturas metálicas, materiales de construcción, artículos químicos, utensilios domésticos, y varios) considerando, en cada caso, los precios al por mayor («Who le-sale prices»). En seguida, dando al precio índice en 1913 el valor 100, se ha deducido, para los demás años, hasta 1890, el precio índice en relación con 100.

Se han determinado así a los valores índices siguientes:

CURVAS REPRESENTATIVAS DE LOS INDICES
DE LA OFERTA Y LA DEMANDA DE ORO A PARTIR DE 1850.

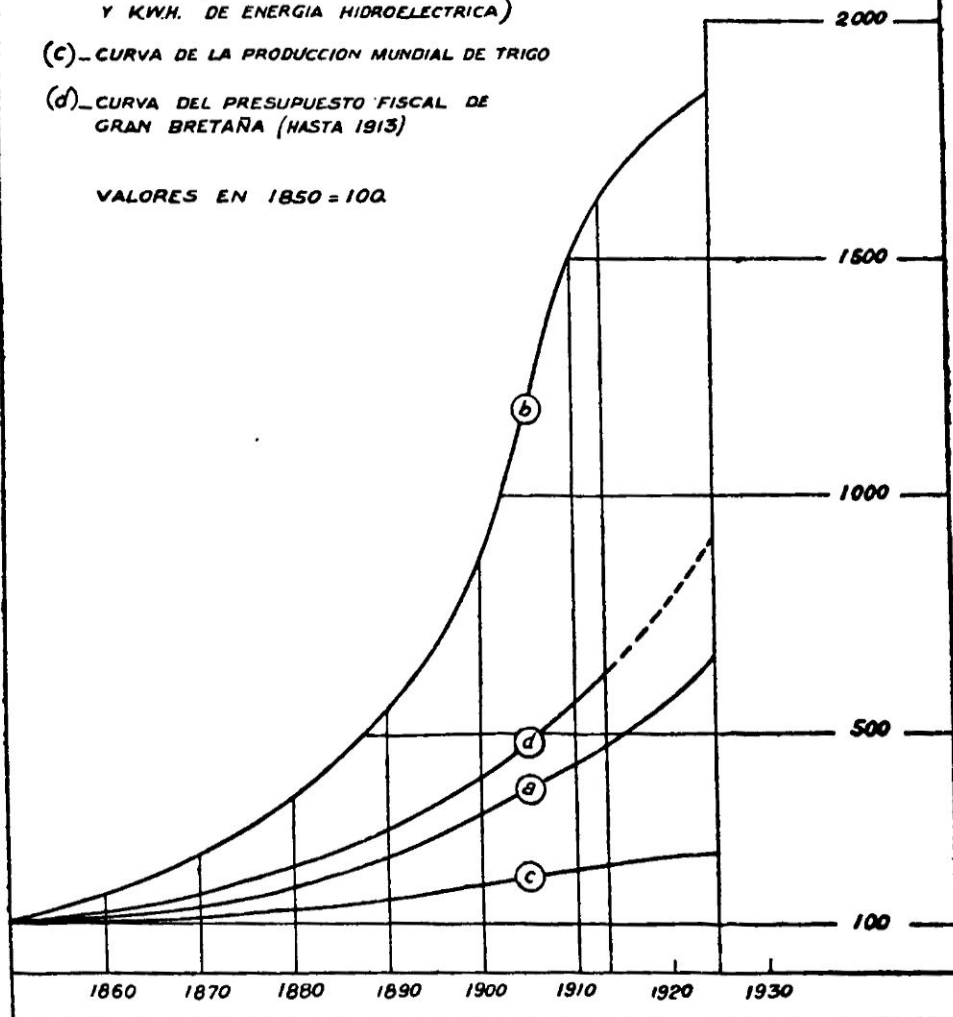
GRÁFICO
Nº III

RAUL SIMON. CURSO DE ECONOMIA POLITICA - U. de Chile.

1927

- (a) — CURVA DEL "STOCK" MUNDIAL DE ORO
- (b) — CURVA DEL CONSUMO MUNDIAL DE ENERGIA (SUMA DE CARBON, PETROLEO Y KWH. DE ENERGIA HIDROELECTRICA)
- (c) — CURVA DE LA PRODUCCION MUNDIAL DE TRIGO
- (d) — CURVA DEL PRESUPUESTO FISCAL DE GRAN BRETAÑA (HASTA 1913)

VALORES EN 1850 = 100.



Años	Indice	Años	Indice
1890	81	1908	90
1891	80	1909	97
1892	75	1910	101
1893	77	1911	93
1894	69	1912	99
1895	70	1913	100
1896	67	1914	98
1897	67	1915	101
1898	70	1916	127
1899	75	1917	177
1900	81	1918	194
1901	79	1919	206
1902	84	1920	226
1903	86	1921	147
1904	86	1922	149
1905	86	1923	154
1906	89	1924	150
1907	94	1925	159

A pesar de que son los Estados Unidos el país que, precisamente, ha experimentado con mayor intensidad el crecimiento de sus actividades productoras, los valores expresados de los índices de precios—aun sin considerar el período que corresponde a la Guerra Europea—comprueban una tendencia contraria a la que habría podido deducirse de las condiciones expresadas en los párrafos anteriores acerca de la producción y demanda de oro (1).

En efecto, de los índices anotados se deduce:

1.º Que los precios se mantienen relativamente constantes, siendo sus variaciones—con excepción del período de la Guerra Europea—muy inferiores a los que corresponden a la curva de variación del stock mundial de oro y de la actividad comercial mundial.

2.º Que, a pesar lo indicado por las curvas del stock de oro y de la actividad mundial, los precios han tendido a subir en lugar de reducirse.

(1) Aplicando a la fórmula

$$C(1 + b) = mN(1 + a) \quad (\S 6)$$

los valores deducidos de los párrafos 7 y 8, se llegaría a establecer que

$$C. 15 = m. N. 7$$

Lo que indicaría que el poder adquisitivo del oro habría aumentado aproximadamente en dos veces y que los precios, en consecuencia debieran haberse reducido a la mitad.

La primera conclusión permite anticipar una ley, confirmada experimentalmente, que establece una *tendencia a la mantención de los precios*. Esta ley lleva, como lógica consecuencia, a la *necesidad de moneda complementaria que se suma a la moneda de oro cuando esta última se hace insuficiente y tiende a provocar alza de precios*.

La ley enunciada, y su consecuencia, nos explican y justifican de antemano el hecho, que estudiaremos en el capítulo siguiente, de la intervención de otros elementos monetarios que, como la plata, el papel moneda fiscal, el billete de banco, el cheque, los bonos y acciones privadas, los bonos y vales fiscales, y otros elementos de crédito, han venido a sumarse al oro, compensando su insuficiencia monetaria.

Capítulo II.—La moneda de Crédito

Establecida y comprobada en el capítulo anterior la ley de la tendencia hacia la estabilidad de los precios, y deducido además el hecho de que las necesidades monetarias han crecido en mayor proporción que las disponibilidades de oro, queda demostrada la necesidad de moneda complementaria que compense la insuficiencia del oro. Esta moneda complementaria se ha basado en un nuevo valor económico, tanto o más importante que el oro mismo: *el crédito*.

Párrafo 9.—La moneda de plata

Antes de tratar de las monedas propiamente de crédito, conviene aplicar las razones por las cuales la plata ha desaparecido de la mayor parte de los sistemas monetarios.

Durante los primeros siglos de la Edad Media—debido a la insuficiencia del stock de oro (1)—circulaban de preferencia monedas de plata. La libra francesa y la libra inglesa, establecidas por Carlo Magno, eran acuñadas, en efecto, en monedas de plata. Más tarde, a fines de la Edad Media y comienzos de la Edad Moderna, y por efectos sucesivos de la invasión de los Arabes en España, del descubrimiento de depósitos de oro en la Europa Central, del desarrollo del comercio de Oriente, de la caída del Imperio Bizantino y de las importaciones de oro desde la América Española, las monedas de oro empezaron a sustituir a las monedas de plata.

Por mucho tiempo se mantuvieron en vigencia los dos sistemas monetarios. No habría existido inconveniente para la mantención de este régimen—denominado del

(1) Se ha dicho ya que en la época de Carlo Magno (Siglo IX) el stock de oro en Europa no pasaba de treinta y tres millones de libras esterlinas.

(2) Thomas Gresham (1519—1579). Comerciante, corredor y financista inglés, consejero de los reyes Enrique VIII y Eduardo VI.

bimetalismo—si acaso el oro y la plata hubiesen mantenido una relación constante de valor. Esto, naturalmente, pudo haber acontecido si acaso la producción en peso de ambos metales hubiese crecido en forma equivalente a la demanda de cada uno de los mismos.

A continuación se expresan los pesos y valores calculados de la producción de oro y plata a partir de la Conquista de América, y las relaciones de valor entre ambos metales. (Datos del título «Money», «Enciclopedia Britannica. 11th Edition»; y del «World's Almanac» 1927).

Períodos	Producción en kg.		Valor en millones de		Relación de valor
	Oro	plata	Oro	plata	
1493—1850..	4 752 100	149 828 000	3 170	6 650	14,9
1951—1885..	6 380 000	57 563 000	4 250	2 405	16,0
1886—1900..	3 969 600	53 070 000	2 640	1 702	20,7
Año 1900	384 000	5 377 000	397	172	33,1
Año 1925	596 200	7 576 000	397	172	33,1

Es lo natural ahora que, existiendo dos series de monedas de igual curso legal, y supuestas ambas de un mismo valor intrínseco, no exista dificultad para un sistema monetario combinado. Pero si suponemos que una de esas monedas es de plata y la otra de oro y que, en un momento dado, el valor intrínseco de la moneda de plata, por depreciación de este metal, resulte inferior al valor intrínseco de la moneda de oro, el curso legal hará, sin embargo, que ambas monedas continúen siendo equivalentes dentro de la zona territorial regida por la ley. En tal caso, como es fácil demostrarlo, convendría traer metal de plata o monedas de plata del extranjero; reacuñarlas en el país; con ellas adquirir monedas de oro; y, por último, canjear este oro en el extranjero por una mayor cantidad de plata y volver en seguida a repetir la misma operación hasta que la moneda de oro haya desaparecido totalmente del país. Este hecho fué evidenciado por primera vez por Sir Thomas Gresham (2), de donde se deriva la denominación de Ley Gresham al hecho experimental de que, a igualdad de valor legal, la *moneda de menor valor intrínseco desplaza a la de mayor valor intrínseco*.

Es por estas razones que el sistema monetario—llamado *bimetalismo*—consistente en la mantención de monedas de oro y plata de igual curso legal, ha desaparecido prácticamente de todos los países.

La moneda de plata, en la mayoría de los casos, circula sólo como una moneda divisionaria de valor intrínseco intencionadamente inferior a su valor legal, limitán-

dose entonces por la ley la suma máxima que hay obligación de recibir como pago en la forma de monedas de plata. («Poder liberario» limitado) (1).

Párrafo 10.—El papel moneda fiscal

La moneda clásica de crédito ha sido, en todos los tiempos, el billete fiscal.

Disponiendo el Estado de la autoridad necesaria para imponer el curso legal—es decir, de obligar a los particulares a aceptar en pago las monedas, no por su valor intrínseco, sino por el valor estampado en ellas y fijado por la ley—era de esperar que, en cada circunstancia difícil, el Estado aprovecharse de esta autoridad para, con una menor cantidad de oro, acuñar o emitir monedas por una cantidad mayor. Hemos visto ya que este procedimiento fué practicado por los reyes ingleses en la Edad Media y, en mayor grado todavía, por los señores franceses de la época feudal y, más tarde, por los reyes franceses hasta la Revolución. Hemos visto también que este valor ficticio de la moneda sólo ha podido mantenerse en la zona territorial regida por la ley y, fuera de ella, la moneda ha sido depreciada y aceptada sólo en su valor intrínseco. En el hecho, a esta depreciación exterior de la moneda ha seguido, con un cierto desplazamiento, una depreciación interior equivalente, manifestada en un alza de precios, o sea, en una disminución del poder adquisitivo de la moneda. De la misma manera, ahora, que en el caso de moneda metálica, es posible dar «curso legal» a un documento cualquiera, un billete, por ejemplo, el cual es emitido bajo el crédito del Estado. El «curso legal», en este caso, tiene por objeto el hacer que los particulares acepten como válido el Crédito del Estado y confíen en la promesa de que ese billete será alguna vez «convertible en oro». Naturalmente, el billete fiscal carece de valor intrínseco, y sólo es aceptado por el hecho de poseer «curso forzoso», es decir, porque el que lo recibe puede, a su vez, hacer que otro lo reciba, sin necesidad de esperar a que sea realmente «convertible en oro».

Así, dentro del país, aunque el crédito del Estado fuese nulo, el billete tendría siempre algún valor. Por otra parte, la ley de la «inercia de los precios» opone también una cierta resistencia y retarda por lo menos la desvalorización total de los billetes.

(1) En Chile, en virtud de la Ley Monetaria (Decreto Ley N.º 606 de 14 de Octubre de 1925), la recepción obligatoria de monedas de plata y níquel para los particulares se limita a \$ 50 y \$ 5, respectivamente, con excepción del Fisco, de las reparticiones públicas y del Banco Central, que están obligados a recibir estas monedas en pago de cualquiera obligación, sin límite de cantidad.

El art. 88 de la ley que crea el Banco Central de Chile prescribe lo siguiente, en lo que se refiere a emisión y circulación de moneda divisionaria: «El Estado se obliga a acatar la opinión del Directorio del Banco con respecto a emisión futura de moneda divisionaria de plata, níquel, cobre u otro metal, cuyo valor intrínseco sea sensiblemente inferior a su valor legal, y a no aumentar el circulante divisionario cuando el Directorio del Banco, por mayoría de siete de sus miembros, solicite esta abstención declarando que dicho circulante va haciéndose excesivo y dificulta el cumplimiento, por parte del Banco, de la obligación que tiene contraída para con el público de mantener el padrón de oro».

Esta disposición ha sido dictada con el objeto de evitar emisiones excesivas de monedas divisionarias. A este respecto, en su exposición de motivos, la misión Kemmerer observa: «Por medio de emisiones excesivas de monedas de plata y níquel, el Gobierno puede depreciar el circulante del país, reducir las reservas del Banco, expulsar del mercado la moneda de oro, y obligar al Banco Central a suspender los pagos en efectivo. Si el Banco ha de ser responsable de mantener la paridad de sus billetes con el oro, debe estar en situación de protegerse, no tan sólo contra emisiones de papel moneda del Gobierno o de otras entidades, sino también contra la emisión excesiva de toda clase de moneda fiduciarias».



Pero, fuera del país, el billete fiscal pierde inmediatamente su curso legal, y sólo será recibido en vista de la mayor o menor necesidad que al tenedor del billete pueda ofrecérsele para costear adquisiciones dentro del país emisor del mismo billete (1).

La desvalorización del billete fiscal en el exterior pasa a depender así de las relaciones entre importación y exportación. En efecto, un país compra su importación y la paga con su exportación. La moneda necesaria al intercambio puede ser cualquiera y puede teóricamente no existir mientras la importación y la exportación sean equivalentes en valor. Pero, si bien es verdad que, en un largo período de tiempo, la suma de las exportaciones debe ser igual a la suma de las importaciones (2), no quiere ello significar que en cada año, ni menos en cada momento, la importación sea igual a la exportación.

Se producirán de ese modo saldos permanentes y variables que será preciso cancelar. Estos saldos deberán cubrirse en oro o bien en la moneda que exija el acreedor. Si el saldo es de importación, será preciso adquirir oro o moneda extranjera, dando en cambio billetes nacionales. Si este saldo es de exportación, será el acreedor extranjero quien deberá enviar oro o adquirir el papel moneda del país exportador. Esta oferta y demanda de papel moneda en relación con el comercio exterior provocará así variaciones sucesivas de su equivalencia en oro. Debe advertirse sin embargo que, por razón del equilibrio económico internacional, ningún país puede, en un período largo de tiempo, importar más de lo que exporta. De ello puede deducirse que los saldos producidos entre la importación y la exportación sólo afectan a los movimientos alternativos del valor del papel moneda, pero no intervienen como causa de la *depreciación continua que la experiencia ha comprobado en todos los países sometidos al régimen del billete fiscal de curso forzoso*.

Esta depreciación continua, independiente de las variaciones alternativas provocadas por las fluctuaciones del comercio exterior, obedece a otras causas que conviene investigar.

Se ha dicho ya en un título anterior que las necesidades de moneda en un momento dado se encuentran perfectamente definidas por el volumen de transacciones comerciales y por el stock disponible de moneda (3).

Formando parte de ese volumen de operaciones comerciales se encuentran las entradas y gastos del Estado. Es posible entonces que, por efectos de mala administración, por resistencia pública a nuevos impuestos, por guerras exteriores, o por cualquiera otra razón que conduzca a un déficit fiscal, el Estado efectúe una emisión de papel moneda, le atribuya curso legal y cancele con esos billetes los gastos fiscales (4). Esta moneda, una vez incorporada a la circulación, aumentará el stock monetario y, habiendo permanecido prácticamente constante el volumen de transacciones comerciales, la moneda perderá en valor adquisitivo y se elevarán los precios. Con el alza de los precios aumentarán los gastos fiscales y se producirá de nuevo

(1) En algunos casos, el billete de curso forzoso es adquiriendo en el extranjero con fines especulativos cuando se confía en una revalorización circunstancial del mismo. La adquisición de marcos alemanes al fin de la guerra es un ejemplo, aunque desgraciado, bastante interesante.

(2) Ley del «equilibrio económico internacional».

(3) Existe también un factor secundario, el «turn over» o «velocidad de circulación de la moneda» del cual nos preocuparemos más adelante.

(4) Estas emisiones, como lo veremos más adelante, se han hecho generalmente en auxilio de los bancos a los cuales el Estado ha acudido por empréstitos en exceso de las disponibilidades de dinero de esos bancos.

una situación de déficit, al cual seguirá una nueva emisión de papel moneda, y así sucesivamente...

Se comprende ahora que, una vez iniciada la curva de aumento de la emisión, se inicie también, aunque en sentido inverso, una curva de depreciación de la moneda. Las transacciones comerciales luego se habrán amoldado al nuevo volumen de moneda y los precios terminarán por regularse de acuerdo con la moneda depreciada. Los débitos o créditos seguirán produciéndose según los nuevos valores. Al deudor le convendrá una depreciación y al acreedor una valorización de la moneda, ya que, con el primer caso, el deudor pagará menos y en el segundo el acreedor recibirá más. Pero, desgraciadamente, entre los deudores se encontrará el Estado, quien, por medio de las emisiones, habrá creado una deuda fiscal interna y al cual le convendrá hacer el rescate cuando la depreciación sea máxima. En la misma situación se encontrarán las empresas industriales con capital suscrito en el país y que deban servir una deuda contraída en la moneda del día. Los agricultores, con hipotecas que servir, serán también beneficiados, pues sus productos subirán de precio y su deuda hipotecaria será la misma.

Es por ello que, una vez iniciada la curva de crecimiento de la emisión de papel moneda, se crearán inmediatamente intereses en favor de nuevas emisiones, y estos intereses representarán al Estado, a la agricultura y a la gran industria. Los directamente perjudicados serán los empleados—cuya compensación en aumento de salarios se producirá siempre con un desplazamiento de varios años respecto de la depreciación de la moneda, y, por consiguiente, respecto del alza del costo de la vida. En mayor grado todavía resultarán perjudicados—ya que, en este caso, no existe compensación—los que poseen depósitos de ahorro, fondos de retiro, seguros, pensiones y cualquiera renta derivada de una inversión de capital en bonos, acciones, hipotecas, préstamos o simples depósitos o derechos a plazo.

Los efectos que hemos señalado para las emisiones de billetes fiscales de curso forzoso (papel moneda) pueden confirmarse en la historia de la gran mayoría de los países, ya que, cual más cual menos, no hay Estado que, en algún momento, no haya acudido a la moneda de curso forzoso (1). Como un ejemplo, sin duda el más representativo, resumimos a continuación la historia de los «asignados» franceses (2).

Los asignados («assignats») representaron, propiamente, la primera gran emisión histórica de papel moneda, semejante, en magnitud y efectos, a las grandes emisiones europeas efectuadas durante y después de la última gran guerra.

El origen de los «assignats» parte de una emisión de bonos fiscales lanzados en 1789, por un valor nominal total de 400 millones de libras francesas, a razón de 1000 libras por bono, con interés de 5%. El comprador de estos bonos podría a su vez emplearlos en la adquisición de propiedades eclesiásticas, confiscadas en la Revolución, y que el Estado se proponía poner en venta por una suma total igual también a 400 millones. Así, en su origen, los «assignats» no representaban otra cosa que un empréstito interno, al 5%, garantido por las propiedades confiscadas a la Iglesia.

Desde el año siguiente, en 1790, y debido a la imposibilidad de la venta proyectada de los bienes eclesiásticos, los «assignats» fueron decretados de «curso forzoso» y convertidos así en papel moneda. Las guerras de La Revolución aumentaron en seguida, sucesivamente, las emisiones.

(1) Una de las mejores obras que pueden consultarse a este respecto, titulada «*Le Papier Monnaie*» (París, 1920) ha sido escrita por el profesor de la Universidad de Chile señor Guillermo Subercaseaux.

(2) Es interesante consultar, al respecto, la obra de Marion, «*Histoire Financière de la France depuis 1715*», (tomo III).

Las cifras siguientes, recopiladas por el profesor Seligman en su obra «Currency, Inflation and Public Debts», muestran a la vez el crecimiento de las emisiones y la desvalorización de la moneda.

Años	Valor de la emisión en millones de libras papel	Libras papel por libra oro
1789.....		24,4
1790.....	400	25,5
1791.....	912	28,0
1792.....	1972	40,0
1793.....	3776	81,0
1794.....	6618	120,0
1795.....	17879	4100,0
1796.....	45579	17950,0

Esta emisión fué convertida en 1797 a razón de un franco efectivo por cada 3000 francos papel, costeándose la conversión con tierras del dominio del Estado.

La experiencia de los «assignats» fué definitiva para las finanzas francesas. El billete fiscal desapareció para siempre, fundándose, el año 1800, el Banco de Francia, con cuyas propias emisiones fueron costeadas las guerras de 1870-71 y 1914-18. Las emisiones de esta categoría («Billetes de Banco») serán estudiadas más adelante en el título respectivo

En el hecho, casi la totalidad de los países han acudido, directa o indirectamente, al billete de curso forzoso, algunos emitiendo su propio papel moneda y otros haciendo inconvertibles los billetes emitidos por los bancos. La vida de estas emisiones no ha sido de larga duración. Pero, no siendo estas emisiones simultáneas en todos los países, ha existido siempre, en el conjunto, un saldo en circulación que ha venido a llenar, en parte principal, la insuficiencia de oro monetario provocada por el aumento constante de la actividad económica mundial. El papel moneda respondió en realidad a una necesidad efectiva, sólo que, por inexperience de los Gobiernos, o por presión de dificultades financieras inmediatas, no fué emitido como parte de un sistema financiero organizado.

Párrafo 11.—El billete de Banco

Antes de que fuesen popularizados los billetes fiscales de curso forzoso («papel moneda») existían ya, reconocidos y aceptados por el público, los billetes de banco. En el hecho, los billetes de banco constituyen una forma aceptada y lógica de moneda, nacida de las normales necesidades del comercio. Desgraciadamente, los Gobiernos han utilizado con frecuencia los billetes de banco como un medio de solución de sus problemas de Hacienda Pública. Ha sido este, precisamente, el famoso caso del «banco de Law», cuya historia, que intercalamos en seguida, constituye la mejor explicación y antecedente de las ventajas y peligros de esta forma de moneda.

En el párrafo anterior se ha hecho referencia a los billetes fiscales («assignats») emitidos en Francia por el Gobierno de la Revolución entre los años 1790 y 1796.

Con mucha anterioridad a dicha fecha se había realizado otra curiosa experiencia monetaria, pero esta vez con billetes de banco. Fueron los billetes derivados del «Sistema Law».

John Law (1671-1729) fué un hábil y audaz especulador, nacido en Edimburgo (Escocia) y muerto en Venecia (Italia). Se le puede calificar, junto con William Paterson, fundador del Banco de Inglaterra, como uno de los precursores del moderno sistema de los Bancos Centrales de Emisión. Desgraciadamente, la tendencia de Law a asociar sus proyectos financieros con empresas coloniales,

agregado ello a la ignorancia general del público en cuestiones monetarias y a la situación extremadamente angustiosa de los Gobiernos de su época, convirtieron el banco de Law en una de las especulaciones y catástrofes financieras más grandes de la historia.

Ya en el año 1705 Law escribía una obra con el título «Money and Trade Considered, with a Proposal for supplying the Nation with Money». Algún tiempo después, en 1715 (Luis XIV acaba de fallecer y el duque de Orleans asumía la Regencia durante la menor edad de Luis XV). Law llevaba a Francia su proyecto de fundar un banco de emisión. En ese entonces la deuda del Estado sumaba 3 000 millones de libras, con una entrada fiscal al año de 148 millones, la cual bastaba apenas para los gastos ordinarios, y sin considerar entre estos el interés de dicha deuda. Entre las medidas financieras adoptadas por el Regente se contaban, principalmente:

1) Revisión por un Comité, del origen, la causa y la cuantía de las deudas fiscales. (Con diversos pretextos, declarando algunas deudas como ilegales y otras como exageradas, las obligaciones del Estado fueron reducidas de 3 000 a 1 500 millones de libras francesas).

2) Acumulación de toda la moneda metálica, la cual fué reacuada de nuevo con menor proporción de oro, de tal modo que de 100 libras se obtuvieron 120.

3) Entrega de bonos («billets d'état») a los acreedores del Estado.

4) Persecución a los especuladores (a los cuales, entonces como hoy, se ha culpado siempre de las consecuencias de una mala gestión de las finanzas fiscales).

Con estos antecedentes puede ahora explicarse el buen éxito inicial del plan financiero propuesto por Law y aprobado por edicto del 2 de Mayo de 1716.

Se fundaba, en primer término, y dirigido por Law, una especie de Banco Central con el nombre de «Banque Générale». El capital se fijaba en 6 000 000 de libras, dividido en 1 200 acciones de 5 000 libras cada una, las que serían pagadas con un 25% en dinero efectivo y el resto en bonos de la deuda del Estado.

El Banco desempeñaría las funciones bancarias normales y, al mismo tiempo, emitiría notas (billetes de banco) convertibles en oro a la vista y a la fecha de su presentación. Estas notas poseían curso legal y podían ser canjeadas en provincias, por moneda metálica, en las tesorerías fiscales del Estado.

Los billetes del banco de Law vinieron así a llenar una necesidad efectiva. En las remesas de dinero fueron lógicamente preferidas a la moneda metálica. Por otra parte, con los cambios frecuentes que ordenaba el Estado en la ley de fín de las monedas, la moneda metálica, con diferentes valores, dificultaba el intercambio de las mismas. Los bonos de la deuda del Estado, que eran recibidos a la par como pago del 75% de las acciones del banco, mejoraron el crédito del Estado el cual, como se ha dicho, se encontraba bastante deprimido, cotizándose los bonos respectivos, antes de la fundación del banco, con una depreciación cercana al 30% respecto de la par. La abundancia de la moneda provocó, por otra parte, la baja del interés del dinero a 8%, 6% y, por último a 4%, provocándose con ello un efecto favorable sobre la industria y el comercio.

Muy pronto la circulación de las notas llegó a 60 millones de libras. En 1718 el banco pasaba a denominarse Banco Real («La Banque Royale») y el rey garantizaba el valor de los billetes del banco. Se transformaba así un «banco privado con privilegio de emisión» en un «banco del Estado». La emisión llegó luego a 110 millones y el valor y la convertibilidad de los billetes del Banco Real fueron mantenidos en forma efectiva y satisfactoria.

Desgraciadamente, el Banco Real empezó a mezclarse en empresas coloniales («Compagnie de la Louisiane ou d'Occident, la cual se fusionó en seguida con la «Compagnie des Indes Orientales» y la «Compagnie de Chine», formando el grupo consolidado de «La Compagnie des Indes» el cual monopolizó la casi totalidad del comercio exterior de Francia) y a tomar la deuda del Estado, con interés del 3%, entregando en cambio billetes del banco (1). Al mismo tiempo el Banco Real emitía nuevas acciones para dar lugar a una inversión de los nuevos billetes. La deuda fiscal que se proponía reemplazar por billetes del Banco Real (debe recordarse que el Banco era a la vez una gran empresa colonial y que la operación proyectada consistía, finalmente, en que los tenedores de los bonos del Estado se hiciesen accionistas de una empresa de comercio colonial) sumaban 1 500 millones de libras. La operación proyectada se desarrolló en forma favorable en sus primeras etapas, pero la especulación llevó las acciones a un valor que no guardaba relación alguna con las utilidades posibles de la empresa. Así, en 1719 las acciones llegaron a valer 40 veces su valor nominal. Los billetes del banco en circulación alcanzaron entonces hasta un máximo de 2 500 millones de libras.

(1) Fué esto lo que, prácticamente, se hizo en Chile 300 años después con los «bonos fiscales con facultad emisora», los cuales, por intermedio de los bancos privados, se canjeaban por billetes fiscales en la Caja de Emisión.

La catástrofe se produjo inevitablemente cuando los dividendos del Banco Real no correspondieron al valor de las acciones. La depreciación de las acciones fué violenta. El pánico llevó luego a los tenedores de los billetes a canjearlos por moneda metálica. Pero, siendo la emisión excesivamente superior al stock de oro, el billete fué primero declarado inconvertible y en seguida, en Mayo de 1720, un edicto Real fijaba el billete de banco en un 50% de su valor nominal. Al final del mismo año el Banco Real era disuelto, Law dejaba Francia y los billetes eran transformados otra vez en bonos de la deuda del Estado.

El sistema, sin embargo, a pesar de su vida efímera, era teóricamente, aunque no comercial ni prácticamente, correcto. Sus dos principios fundamentales consistían:

A) En que era posible mantener la moneda metálica como garantía en un Banco Central y hacer circular, en cambio, billetes del Banco.

B) En que el crédito y las necesidades comerciales podían crear o requerir moneda, independientemente de los stock de oro.

Ambos principios definen el régimen monetario actual, en la forma establecida por los Bancos Centrales de emisión. Si estos principios fracasaron en el sistema de Law ello fué debido: 1.º A la especulación; 2.º A la conversión en billetes de la deuda del Estado; y 3.º, A la ausencia de una adecuada proporción entre la reserva en moneda metálica del Banco y el volumen de billetes en circulación. Estos mismos defectos, por razones a veces inevitables y contrarias a la voluntad de los Gobiernos, se han repetido sucesivamente en la historia financiera de casi todas las naciones. Es por ello que, al exponer con relativa abundancia de detalles la historia del «Sistema Law», hemos tratado principalmente de comprobar que, en la economía política como en todas las cosas, las mismas causas producen los mismos efectos. Por otra parte, es también interesante el observar como, en todos los tiempos, las preocupaciones financieras de los Gobiernos han sido semejantes, lo mismo que los métodos empleados para salir de ellas (1).

A continuación, ahora, se resume la historia de otros sistemas bancarios que, si bien se han visto forzados ocasionalmente a satisfacer necesidades fiscales, han podido, sin embargo, mantener un régimen monetario relativamente estable.

1. *El Banco de Inglaterra*.—Los actuales billetes ingleses son emitidos por el Banco de Inglaterra («Bank of England») fundado en 1694.

Había sido la práctica de los primeros banqueros o comerciantes de monedas el entregar a sus depositantes «certificados de depósitos», los cuales, siendo negociables, constituían de hecho un «billete de banco», convertible en moneda metálica por el portador. (Los libros de cheques no fueron en realidad conocidos hasta 1771). Leyes sucesivas fueron reduciendo esta facultad general de los bancos de emitir «certificados de depósito» («promissory notes») hasta que el derecho de emisión ha quedado, por último, prácticamente reservado al Banco de Inglaterra (2).

(1) El «sistema Law» puede estudiarse en la propia obra de Law «Money and Trade Considered», ya citada. Igualmente en las obras: «Life of Law», Wood; «The Financier Law, his Scheme and Times», P. A. Cachut; «An Historical Study of Law's System», A. Mac. Davis

(2) El banco de Inglaterra fué fundado el año 1694, por William Paterson, comerciante y financiero escocés. El Banco de Inglaterra, lo mismo que el Banco de Law en Francia, nació de las dificultades financieras del Gobierno.

El proyecto que Paterson sometió a la consideración del Rey Guillermo III consistía en la fundación de una especie de sociedad anónima formada por todos aquellos que contribuyesen a suscribir una suma de £ 1 200 000. La corporación se denominaría «The Governor and Company of the Bank of England». El Capital suscrito sería entregado al Gobierno, el cual pagaría al Banco £ 100 000 libras al año como intereses. El Banco, por su parte, emitiría billetes por una cantidad igual al capital suscrito.

El proyecto de Paterson fué aprobado y llevado a la práctica, con éxito, el año 1694. Primer «Governor» fué Sir John Houblon. Los accionistas eligieron además 24 directores, todos «hombres de negocios».

Algunos años más tarde, otro escocés, John Law, fundaba en Francia el Banco Real, al cual nos hemos ya referido en este mismo capítulo. El éxito del banco inglés y el fracaso del banco francés han

En 1844 los billetes de banco en circulación en Inglaterra, Irlanda y Escocia sumaban:

AÑO 1844	BILLETES DE BANCO	
Banco de Inglaterra	£	20 228 800
Otros bancos.....		8 005 678
<i>Irlanda:</i>		
Varios bancos		6 054 000
<i>Escocia:</i>		
Varios bancos		2 987 665
Total Reino Unido	£	37 276 254

En ese mismo año fué dictada la ley Peel (1) que reorganizó el Banco de Inglaterra concediéndole un estatuto orgánico que no ha sido modificado hasta la fecha. («Peel's Act» o «The Bank Charter Act of 1844»). Las disposiciones principales de esta ley fueron las siguientes:

1.º El Banco de Inglaterra queda descompuesto en dos secciones, la Sección Banco Comercial y la Sección Banco de Emisión.

2.º La Sección Banco de Emisión sólo podrá emitir billetes de banco por la suma de £ 14 millones más una cantidad equivalente al encaje metálico del banco, debiendo este encaje estar constituido en un mínimo de 75% en oro y el resto en plata (2).

3.º Cualquiera persona podrá retirar billetes de la Sección Emisión de acuerdo con la equivalencia 3 £ 17 s 9 d por onza Standard de oro.

4.º Si cualquier otro banco abandonase su derecho de emisión, la sección Emisión del Banco de Inglaterra podrá ser autorizada para emitir billetes hasta por el 75% del límite de la emisión desaparecida, garantizándose esta emisión con bonos del Estado ó valores comerciales («Securities»).

5.º El Banco de Inglaterra publicará un estado semanal acerca de la situación de sus secciones de Emisión y Comercial (3).

6.º Los demás bancos que, a la fecha de la ley, posean el derecho de emisión, continuarán en el uso de ese derecho, dentro de las limitaciones establecidas o que se establezcan. No se determinará reserva obligada legal alguna como garantía de esos billetes. Vencido el derecho de emisión de tales bancos, ese derecho no será renovado ni concedido a ningún otro banco en el futuro.

El concepto de la ley Peel es, pues, bastante claro. Se ha perseguido, en primer término, el propósito de establecer para Inglaterra y Gales (Escocia e Irlanda conservan una relativa autonomía) *un solo banco con la facultad permanente e ilimitada de emitir billetes de banco* sin otra restricción que la de constituir una garantía determinada para mantener la convertibilidad del billete. Los demás bancos conservaban los derechos adquiridos de emisión, pero estos derechos no serían renovados ni tam-

dependido, principalmente, de la distinta situación financiera de ambos Gobiernos. En efecto, mientras la corona de Inglaterra tenía una deuda de £ 1 200 000, la Regencia de Francia adeudaba 3 000 000 000 de libras francesas.

(1) Sir Robert Peel (1778-1850). Desempeño en el Ministerio del Duque de Wellington los cargos de «First Lord of the Treasury» y «Chancellor of the Exchequer». (Ministro de Finanzas).

(2) De las £ 14 000 000 en referencia £ 11 015 100 corresponden a préstamos anteriores del Banco al Gobierno de Inglaterra, o sea, a la entrega de billetes del Banco contra bonos de la deuda Pública. Puede observarse la semejanza de este hecho con lo anotado anteriormente a propósito del Banco de Law en Francia.

(3) La misma condición es requerida hoy día en casi todos los países. El «Banco Central de Chile» publica asimismo un estado semanal de su situación monetaria (oro y billetes) y comercial (letras descontadas, depósitos y otros valores).

poco el Gobierno intervendría en la gestión de estos bancos obligando a la mantención de una adecuada garantía.

Así, sin que ello fuese taxativamente establecido por la ley Peel, el Banco de Inglaterra ha pasado a constituir lo que se denomina un «banco privilegiado de emisión», es decir, un banco privado al cual el Estado reserva el privilegio de emitir billetes de curso legal convertibles en oro.

El primer estado semanal del Banco de Inglaterra, publicado de acuerdo con la Ley Peel, corresponde al 7 de Septiembre de 1844, y muestra la relación siguiente entre oro y billetes:

Año	BILLETES	ENCAJE EN ORO	
1844	£ 28 351 295	£ 12 657 208	(1)

Agregando al encaje en oro la deuda del Gobierno (£ 11 015 100), otros valores comerciales («Securities», £ 2 984 900) y la moneda de plata £ 1 694 087) se obtiene el límite de la emisión de billetes de acuerdo con el estatuto («charter») establecido por la ley Peel. Para años posteriores, la relación entre encaje y billetes se expone en los valores que siguen:

Años	Billetes del Banco de Inglaterra en circulación	Encaje en oro del Banco de Inglaterra	Billetes fiscales
1845	£ 22 500 000	£ 8 500 000	
1855	22 400 000	8 400 000	
1865	22 000 000	8 000 000	
1875	24 600 000	11 600 000	
1885	29 100 000	15 100 000	
1895	43 900 000	29 900 000	
1905	37 500 000	23 500 000	
1913	£ 29 608 000	£ 34 903 000	
1914	36 200 000	69 500 000	£ 38 478 000
1915	35 300 000	51 500 000	103 125 000
1916	39 900 000	55 000 000	150 144 300
1917	46 600 000	59 200 000	212 782 000
1918	70 309 000	79 111 000	323 241 000
1919	91 350 000	91 342 000	356 152 000
1920	132 851 000	128 268 000	364 925 000
1921	126 520 000	128 434 700	323 839 000
1922	124 878 000	127 443 000	299 181 000
1923	128 143 000	128 019 000	297 641 000
1924	128 292 000	128 560 000	302 095 000
1925	144 731 000	144 600 000	295 461 000
1926	140 785 000	154 865 000	295 173 000
1927 (Ab. 5)	137 859 000	151 300 000	293 721 500

(1) Puede ya observarse que, con el sistema del billete de banco convertible, la cantidad de moneda en circulación puede alcanzar al doble de la que correspondería al régimen de simple circulación de moneda metálica.

Al través de la historia del Banco de Inglaterra y de sus relaciones con la moneda, no se encuentra, después de la ley de 1844, un solo caso en que se haya autorizado un exceso de emisión. En tres ocasiones sinembargo (exceptuando el período de la última guerra) ha sido suspendida la conversión a oro de los billetes del Banco estableciéndose temporalmente el «curso forzoso». Estos períodos han sido de corta duración, y, después de una ligera depreciación, la moneda ha recuperado su valor inicial.

Durante la última guerra los billetes de banco de Inglaterra fueron declarados inconvertibles. Sinembargo, no fué violentado el estatuto del Banco en la parte relativa a la emisión, es decir, la emisión de billetes del Banco quedaba siempre limitada por la suma de los 14 millones de libras iniciales y el encaje. Las emisiones extraordinarias durante la guerra fueron efectuadas por el Gobierno y por su cuenta. Estas emisiones fiscales sumaban en 31 de Diciembre de 1920 un total de £ 367 600 000, o sea, casi tres veces la emisión del Banco de Inglaterra. Más adelante, en la última parte de este libro, al estudiar más detenidamente el costo y los efectos económicos de la guerra Europea, volveremos de nuevo a esta cuestión.

En lo que corresponde al objetivo del presente capítulo, nos interesa considerar la situación en el último año normal, es decir, en 1913. Puede observarse, en dicho año, que, para un stock de oro en el Banco de Inglaterra de 35 millones de libras, la circulación de billetes del mismo banco alcanzaba solo a 29 millones 700 mil libras. Esto parecería indicar que las necesidades de moneda hubiesen sido inferiores al stock de oro, lo cual estaría en contradicción con lo que indican las curvas de la actividad mundial reproducidas en los gráficos Nos. II y III. Este absurdo aparente se explica por la intervención de una nueva moneda suplementaria, *el cheque*, que ha venido a sustituir al billete de banco en Inglaterra (1). Los efectos económicos del *cheque* serán considerados más adelante. En los títulos inmediatos estudiaremos todavía la historia y situación de otros bancos europeos de emisión.

2. *El Banco de Francia*.—Fué fundado por Napoleón Bonaparte, el año 1800, con el propósito de hacerlo un banco del Estado. Este carácter no fué sinembargo visible en un comienzo, pues estaba reciente el fracaso de los «assignats» y se recordaba todavía los resultados del Banco Real de Law (2). El Banco de Francia fué así fundado como una institución privada, con un capital de 30 000 000 de francos, dividido en 30 000 acciones de 1 000 francos cada una. El primer directorio se componía de 15 miembros y la administración superior era ejercida por 3 regentes. Entre los primeros accionistas se contaban los miembros de la familia Bonaparte y funcionarios principales del Gobierno.

Prácticamente desde el primer momento (Ley del 8 de Abril de 1803, 24 Germinal, Año XI) se concedió al Banco de Francia el derecho exclusivo de emisión, el cual ha sido invariablemente mantenido hasta la fecha. Entre las disposiciones de la referida ley se contaba la de que «*se reservaba al Estado la concesión del privilegio de emisión, y el derecho de fijar el límite de emisión*», derecho que hasta hoy no ha sido abandonado (3). Las concesiones otorgadas al Banco de Francia lo han sido siempre

(1) Conviene observar, en todo caso, que el stock de oro en Inglaterra ha crecido en mayor proporción que el stock mundial, lo cual sólo se ha podido producir a expensas de los demás países.

(2) Ver títulos anteriores.

(3) Conviene anotar la diferencia establecida entre los estatutos del Banco de Inglaterra y del Banco de Francia. El primero, como se ha visto en la pág. ... puede emitir billetes en una cantidad igual a £ 14 000 000 más la suma del encaje metálico. El segundo sólo puede emitir billetes hasta el

por un número de años determinado al final de los cuales cada renovación, concedida por una nueva ley, establecía nuevas condiciones en favor del Estado.

En el cuadro adjunto se reproduce, de diez en diez años, hasta 1913, y en años sucesivos en seguida, el encaje metálico y el total de los billetes en circulación emitidos por el Banco de Francia (1).

Años	Billetes en circulación en francos	Encaje metálico en francos.
1800	23 000 000	11 000 000
1810	101 200 000	18 000 000
1820	153 800 000	16 000 000
1830	223 600 000	22 000 000
1840	223 400 000	23 900 000
1850	485 600 000	457 800 000
1860	716 400 000	570 000 000
1869	1 354 500 000	1 190 000 000
1870	1 544 300 000	1 130 700 000
1871	2 075 200 000	551 500 000
1872	2 400 800 000	728 100 000
1873	2 856 600 000	762 800 000
1874	2 596 900 000	1 130 100 000
1880	2 305 400 000	1 974 000 000
1890	3 060 400 000	2 513 000 000
1900	4 146 100 000	3 433 800 000
1910	5 225 000 000	3 505 000 000
1913	5 714 000 000	3 517 000 000
1914	10 043 000 000	4 158 000 000
1915	13 216 000 000	5 080 000 000
1916	16 580 000 000	5 083 000 000
1917	22 336 000 000	5 350 000 000
1918	30 250 000 000	5 478 000 000
1919	37 275 000 000	5 578 000 000
1920	37 552 000 000	5 500 000 000
1921	36 417 000 000	5 524 000 000
1922	35 953 000 000	5 535 000 000
1923	37 763 000 000	5 540 000 000
1924	40 694 000 000	5 545 000 000
1925	49 993 000 000	5 548 000 000
1926	52 449 000 000	5 549 000 000
1927 (Ab. 30)	52 385 000 000	5 549 000 000

límite autorizado por el Estado. Demás está decir que, en el caso del Banco de Francia, cada vez que el Estado ha recurrido a un préstamo por parte del Banco de Francia, ha elevado previamente el límite de la emisión en la suma requerida por el empréstito fiscal.

(1) Datos entre 1800 y 1912, de la U. S. National Monetary Commission. Datos, entre 1913 y 1925, del «Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales» publicado por la Liga de las Naciones. (Valores referidos al último día de cada año).

Es fácil comprobar, por los valores del cuadro expuesto, que la circulación de billetes ha superado siempre y largamente a la reserva metálica. A pesar de ello, el valor de la moneda ha sido mantenido perfectamente estable hasta los últimos años, en los cuales, por efecto de la guerra, fué suspendida la convertibilidad del billete imprimiéndose así el de «curso forzoso». Comparando los períodos 1869-1874 y 1913-1927 pueden deducirse los diferentes efectos de las guerras de 1870 y 1914 en el régimen monetario. La influencia de la primera de esas guerras ha sido prácticamente nula comparada con la que corresponde a la segunda.

Lo que puede deducirse del cuadro citado, en lo que se refiere a años normales, es la posibilidad de emitir billetes de banco en una cantidad superior a 100% sobre el encaje metálico sin que por ello se resienta la moneda.

Otras observaciones que pudieran deducirse de los valores citados los consideraremos más adelante al tratar los fenómenos de cambio y los efectos financieros de la última guerra.

3. *El Banco Imperial Alemán (Reichsbank).*—El Banco Imperial Alemán (Reichsbank), fué fundado en 1876, es decir, poco después de la unificación del Imperio, en circunstancias en que existían 36 diferentes bancos con derecho de emisión y en que la totalidad de los estados, con excepción de la ciudad libre de Bremen, mantenían la plata y el billete como sistema monetario. Fundado el Reichsbank casi en el comienzo del gran desarrollo industrial de Alemania, fué luego adaptado, especialmente por la ley de 1899, a las necesidades de crédito exigidas por la industria. Las características principales del sistema alemán de emisión son las que siguen:

1.º El Reichsbank continúa siendo un banco privado. Su capital queda elevado a 180 millones de marcos. El Gobierno no participa en suscripciones del capital, pero participa en las utilidades y designa el Director y Sub-Director del Banco (1).

2.º El Reichsbank podrá emitir billetes convertibles a su presentación en moneda de oro sin otra limitación que la obligación de mantener una reserva metálica ascendente al 30% de los billetes en circulación.

3.º El Gobierno establece periódicamente una suma en la cual los billetes pueden exceder a la reserva. El exceso de billetes en circulación sobre la reserva y dicha suma pagará un impuesto de 5% (2).

Puede observarse, desde luego, la mayor elasticidad del Reichsbank respecto del Banco de Inglaterra y del Banco de Francia, lo cual le ha permitido seguir más estrechamente y atender en mejor forma las variaciones de la demanda.

Datos en 1926 y 1927, de «The Annalist», New York.

En 1916 fueron depositados en el Banco de Inglaterra 1 593 millones de francos de la reserva metálica del Banco de Francia. En los datos referidos al año 1916 y siguientes ha sido incluida dicha parte de la reserva. Debe llamarse la atención a que, en el caso de Francia, hemos hablado de «reserva metálica» y no de «reserva de oro» debido a que, en algunas ocasiones, la parte en plata de dicha reserva metálica ha sido considerable.

(1) El capital inicial del Reichsbank ascendía, en la fecha de su fundación, a 20 millones de marcos.

(2) Por ejemplo: el año 1900 los billetes en circulación sumaban 1 233 millones de marcos; la reserva 801 millones; y el límite fijado por el Gobierno 293,4 millones. Sumando el límite y la reserva y restándolo de los billetes en circulación, se obtiene la cifra de 138,6 millones de marcos, sobre la cual corresponde pagar el impuesto de 5%.

Ello se comprueba comparando en el cuadro que sigue, los valores de la emisión con los valores de la reserva metálica.

Años	Billetes en circulación en marcos	Reserva de oro en marcos
1880	859 388 000	514 440 000
1895	826 620 000	521 225 000
1890	1 102 588 000	758 690 000
1895	1 320 089 000	853 077 000
1900	1 409 945 000	729 830 000
1905	1 656 679 000	803 125 000
1913	2 593 000 000	1 170 000 000
1914	5 046 000 000	2 093 000 000
1915	6 918 000 000	2 445 000 000
1916	8 055 000 000	2 520 000 000
1917	11 468 000 000	2 407 000 000
1918	22 192 000 000	2 262 000 000
1919	35 699 000 000	1 089 000 000
1920	68 806 000 000	1 091 000 000
1921	113 642 000 000	995 000 000
1922	1 280 098 000 000	1 005 000 000
1923	496 507 430 220 934 000 000	467 000 000
1924	1 941 000 000	759 609 000
1925	2 960 000 000	1 208 074 000
1926	2 420 000 000	1 831 384 000
1927 (Mayo 14).....	3 351 699 000	1 489 146 000

Puede observarse en el cuadro citado que, hasta el año 1913, el «Reichsbank» podía operar perfectamente y asegurar la convertibilidad de sus billetes manteniendo una reserva inferior al 50% de la emisión.

(Continuará).