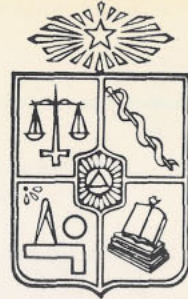


REVISTA DE ECONOMIA



UNIVERSIDAD DE CHILE

Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas



- **EL VALOR DEL DOLAR**
- **CAUSAS DE LA EMISION ENTRE 1878-1919**
- **LA BANCA INTERNACIONAL EN PROBLEMAS**



Causas de la emisión en Chile 1878 - 1919

Carlos Clavel*
Pedro Jeftanović**

INTRODUCCION

En el estudio de la historia económica de nuestro país, existen algunos fenómenos no esclarecidos sobre los cuales se fundamentan importantes conclusiones.

Un fenómeno relevante en la historia económica es la inflación ininterrumpida que nuestra Economía soportó durante un período de más de cien años, a partir de 1878, y que fue superior a la inflación internacional, medida por la variación de precios de los países más desarrollados.

La primera etapa de la inflación chilena la haremos corresponder a la transcurrida entre 1878 y 1925. Comienza en 1878, año en que se declara la inconvertibilidad del billete bancario, y se inicia un largo período bajo el régimen de curso forzoso, suspendido solamente entre los años 1895 a 1898, con una vuelta temporal al padrón oro.

Finaliza esta primera etapa de inflación en 1925, con la reinstauración del padrón oro y creación del Banco Central, lo que significa la posibilidad de un manejo autónomo de la política monetaria con la pretensión de obtener estabilidad de precios, pleno empleo y crecimiento de la producción.

Al señalar los orígenes y características de la inflación en esta etapa, algunos autores destacan y otorgan principal importancia a la presión ejercida por la

clase agrícola, vinculada a los gobernantes de la época, como causa primordial del aumento de la oferta de dinero, a través de emisión fiscal que se destinaba al sector agrícola dominante.

Es necesario aclarar que bajo condiciones de inconvertibilidad el sector más beneficiado con una emisión de dinero es el primer receptor de estos recursos, quien puede adquirir bienes y servicios a los precios existentes en ese instante, antes que el aumento de la oferta monetaria se refleje en los precios. Si con el dinero emitido el gobierno está comprando documentos, el precio de éstos tiende a subir y, en consecuencia, la tasa de interés tiende a disminuir. En esta forma, la nueva emisión se incorpora a la economía.

Nuestro objetivo, por lo tanto, se traduce en conocer quiénes fueron los primeros receptores de estos recursos monetarios en el período 1878-1919 y qué tipo de documentos fueron adquiridos por el gobierno.

La explicación tradicional ha sido que el gobierno utilizó principalmente la compra de bonos hipotecarios; al ser es-

*Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Economía, Universidad de Chicago. Profesor e Investigador de esta Facultad.

**Ingeniero Comercial, Universidad Católica. Master en Economía, Universidad de Chicago. Colaboró también Magaly Espinoza.



tas operaciones en su mayoría de hipotecas agrícolas, los beneficiados habrían sido preponderantemente los productores agropecuarios.

El planteamiento anterior es sostenido en los trabajos de Frank Witson Fetter y de Tom Davis. Fetter sostiene que las emisiones favorecieron al sector agrícola entre los años 1898 y 1907⁽¹⁾:

“Los diez años siguientes de la experiencia monetaria chilena son un caso casi único en la historia monetaria mundial, pues se caracterizaron por las continuas emisiones de papel moneda en un período de plena prosperidad económica, de paz interna y externa, de hacienda pública saneada, y con un presidente y un congreso conservadores, condiciones todas que, dentro de los cánones aceptados, debían haber inspirado una política monetaria diametralmente opuesta. La explicación de este fenómeno sólo puede encontrarse en la existencia de una clase fuertemente endeudada entre la aristocracia terrateniente del país y en el predominio de esa clase en un congreso irresponsable”.

Davis, sin embargo, hace una generalización sin aportar elementos probatorios para un período más amplio como es el que va desde 1878 a 1925⁽²⁾:

“El incremento de la oferta de dinero durante el período, fue el resultado de préstamos del sistema bancario, no con el propósito de hacer frente a un déficit de presupuesto —el presupuesto generalmente estaba financiado— sino con el propósito de que el gobierno hiciera préstamos por intermedio de instituciones hipotecarias a los intereses dominantes de la agricultura, que a su vez controlaban al gobierno”.

Sin embargo, otro autor Albert O. Hirschman,⁽³⁾ difiere totalmente de los argumentos anteriores, insistiendo en la falta de antecedentes que los comprueban. Dice Hirschman:

“Si hay algún período del que quepa afirmar que la doctrina Fetter era válida fue el comprendido entre 1905 y 1907.

Estaba en su punto culminante la inflación que precedió a la primera guerra mundial. El circulante, que se había mantenido muy estable a raíz de las operaciones de socorro bancario de 1898, se triplicó en tres años y, a juzgar por la intensificación de las huelgas, el costo de la vida subió rápidamente. Por primera vez se puso en circulación dinero que no estaba destinado a prevenir una depresión o el pánico (como en 1878 y 1898) ni para financiar guerras civiles o internacionales (como en 1879–82 y 1891), pero también en este caso sería harto atrevido afirmar que la culpa fue de los hacendados. La causa inmediata fue el vigoroso auge comercial, que un observador calificó de “exagerado desarrollo” del espíritu de empresa, que se inició en 1904”...

“A raíz de la crisis inflacionaria de 1904–1907 un grupo de escritores comenzó a culpar a los ricos hacendados, cargados de hipotecas por la depreciación del peso (Agustín Ross, Roberto Espinoza y Alejandro Venegas). Sin embargo, nadie puede afirmar que la evolución de la cuestión monetaria durante la guerra viene a confirmar esa tesis”...

PERIODO DE 1878–1898

El período comprendido entre 1878 y 1898 transcurre bajo el sistema de inconvertibilidad adoptado en julio de 1878, con excepción de los años 1895 a 1898, (cuando se vuelve al patrón oro, que no fue posible sostener, retornándose al curso forzoso del papel moneda en julio de 1898).

Dos hechos históricos importantes

¹Fetter, Frank Witson: “La inflación monetaria en Chile”, pág. 127. Santiago, 1937. U. de Chile.

²Davis, Tom: “Ocho décadas de inflación en Chile. Una interpretación política” en Cuadernos de Economía N° 11, pág. 65, Universidad Católica, abril de 1967.

³A.O. Hirschman: “Inflación en Chile”. En “Estudios sobre política económica en América Latina”. Editorial Aguilar, pág. 191–199.



marcan al país y, por ende, al sistema monetario durante este período.

El primero es la Guerra del Pacífico que se declaró formalmente a Bolivia y Perú en 1879. Este acontecimiento impone al gobierno una fuerte necesidad de recursos para solventar los cuantiosos gastos bélicos y es así que se autorizó al gobierno para emitir billetes fiscales por primera vez en los años 1879, 1880 y 1881. Hasta entonces sólo circulaban los billetes emitidos por bancos privados, inconvertibles desde 1878.

El segundo acontecimiento se refiere a la Revolución de 1891. El país desde 1881 se estaba preparando para el retorno al patrón oro, con medidas monetarias que estaban destinadas a disminuir el papel moneda en forma paulatina y contribuir a un Fondo de Conversión, garantizador de la emisión fiscal que permitiera el restablecimiento del sistema metálico. Todas estas medidas son anuladas durante la Guerra Civil de 1891. El presidente don José Manuel Balmaceda, para procurarse recursos ordena emitir papel moneda, duplicando la emisión fiscal existente hasta esa fecha. Por lo tanto, las medidas adoptadas anteriormente con fines de conversión son anuladas.

Bajo la presidencia de Jorge Montt se restableció el patrón oro en 1895. Sin embargo, la primera emisión de dinero por el sector privado, y que provocó la inconvertibilidad, tuvo lugar en 1878. En ese año se aprobó una ley que permitió a los bancos emitir hasta \$15.010.000⁽⁴⁾ a cambio de un crédito de \$2.525.000 a favor del gobierno, necesario para financiar el presupuesto fiscal, debido a menores ingresos causados por la disminución del comercio exterior.

Los bancos debían garantizar su emisión inconvertible con un depósito en arcas fiscales de oro y plata, de créditos contra el Estado, de letras de la Caja de Crédito Hipotecario y de otros bonos hipotecarios o de bonos municipales. El presidente de la República fijaría el tipo

de cotización a que se recibirían los títulos de crédito mencionados, tomando por base las cotizaciones de plaza.⁽⁵⁾

En los años 1879, 1880 y 1881, se autorizaron varias emisiones de billetes fiscales por un total de \$28.000.000, de los cuales se emitieron efectivamente \$27.090.000. Se recurrió a la emisión para financiar la guerra del Pacífico, debido a que el gobierno no pudo llegar a un acuerdo con los bancos para obtener crédito. El total de la emisión ingresó a Rentas Generales de la Nación bajo el ítem "entradas extraordinarias"⁽⁶⁾.

En el año 1891, con motivo de la guerra civil que estalló entonces, el Presidente Balmaceda ordena emitir billetes por un total que llegó a \$20.809.297. Estos fondos fueron ingresados como Rentas Generales de la Nación.

En resumen, podemos decir que en estos primeros 20 años de inconvertibilidad la emisión de dinero fue provocada por las necesidades de financiamiento del gobierno para hacer frente a sus gastos corrientes en 1878 y a los gastos bélicos en 1879, 1880 y 1891 (Ver cuadro N° 1).

PERIODO DE 1898 1907

En el año 1898 el país, que funcionaba bajo el patrón oro desde 1895, enfrentó una situación económica desastrosa. Se produjo una paralización de los negocios comerciales e industriales, una caída de los precios de los productos que Chile exportaba, una mala cosecha de trigo, un alza de la tasa de interés, una gran

⁴ Antes de la inconvertibilidad se aprueba una emisión por 10 millones de pesos a cambio de un crédito al fisco por \$2.525.000. Después de la inconvertibilidad se amplía la emisión a \$15.010.000 con la obligación de depositar metálico o valores como contrapartida.

⁵ Subercaseaux, Guillermo. "El Sistema Monetario y la Organización Bancaria en Chile". Imprenta Litografía Universo. Santiago de Chile, 1921. pág. 161.

⁶ Esta emisión fue disminuyendo levemente mediante la venta de oro y plata por la Tesorería de la República. Sin embargo, como en este trabajo nos interesa el destino de los aumentos de la emisión no le daremos mayor importancia a las disminuciones.



restricción del crédito y además el temor a una guerra con Argentina. Todo lo anterior contribuyó a una corrida en la banca nacional y el gobierno de la época se vió en la necesidad de ayudar al sistema bancario, evitando la quiebra de éste. Para ello declaró nuevamente la inconvertibilidad del billete bancario. Se inició así un período de continuas emisiones fiscales que terminó sólo en 1925, con la instauración del patrón oro de intercambio, junto con la creación del Banco Central. Entre los años 1898 y 1907, se efectuaron las siguientes emisiones fiscales de papel moneda:

a) En 1898 se emitieron 50 millones que se destinaron en: un 43 por ciento a préstamos a los bancos, 38 por ciento para cubrir los billetes bancarios, (pues los bancos privados perdieron el derecho de emitir billetes), 19 por ciento para gastos generales de la nación; y el sobrante (ínfimo) de esta suma se destinó a la compra de bonos hipotecarios. Sólo los fondos destinados a la compra de bonos de la Caja de Crédito Hipotecario irían eventualmente en beneficio de los agricultores. No estaba claro en aquellos años qué fracción de los créditos hipotecarios financiaban a la agricultura.

b) En 1904 se emitieron 30 millones de pesos.⁽⁷⁾ Se distribuyeron como sigue: 10 millones de pesos ingresaron como Rentas Generales de la Nación; y 20 millones de pesos se destinaron a adquirir bonos de la Caja de Crédito Hipotecario que pasarían a formar un fondo de servicio de la deuda interna del Fisco. Este es el primer caso en que el destino básico de la emisión es la adquisición de bonos hipotecarios.

c) En 1906 se emitieron 40 millones de pesos de los cuales, 20 millones se destinaron a obras públicas, y 20 millones a instituciones de crédito o a particulares, que entregaran igual cantidad de oro sellado o letras sobre Londres, cuyo monto líquido con sus intereses debía ingresar a los fondos de conversión

depositados en los bancos europeos. La cantidad que no fuere tomada por los particulares o por los bancos en un plazo de seis meses debía invertirse en edificaciones escolares, adquisiciones de material rodante y construcción de obras por Ferrocarriles del Estado o de obras que determinara la ley de presupuesto.

d) En 1907 se emitieron 30 millones de pesos destinados a adquirir bonos hipotecarios. La necesidad de recursos provino, en parte, por la reconstrucción, debida al terremoto de 1906, y en parte, por una crisis mundial que afectó negativamente a las exportaciones chilenas. Estos 30 millones se invirtieron de la siguiente forma:

— Bonos de la Caja de Crédito Hipotecario	94,5%
— Bonos municipales de Santiago	5,0%
— Deuda interna del 5%	0,5%

En resumen, como se puede observar en el cuadro Nº 1, del total de la emisión fiscal en el período 1898—1907 que alcanzó a 150 millones de pesos, aproximadamente un tercio se destinó a adquirir bonos hipotecarios y el saldo se usó para financiar gastos fiscales y dar liquidez a los bancos.

PERIODO DE 1908—1919⁽⁸⁾

El período aquí analizado comienza con el cambio del mecanismo de emisión, ya que se crea la Caja de Emisión en el año 1907. De un mecanismo de emisión libre y arbitrario, que, sin embargo, requería de una ley, se pasa un mecanismo formal que permitía emitir sólo contra depósitos en oro en Chile o en el exterior.

Después de la experiencia de los años anteriores el país deseaba retomar el pa-

⁷El motivo dado para efectuar esta emisión, según Fetter, fue aumentar el circulante sin causas económicas aparentes.

⁸No se consideró el período 1920—1925 por no disponer de antecedentes suficientes.

CUADRO Nº 1

CAUSAS DE LA EMISIÓN DE DINERO INCONVERTIBLE EN EL PERIODO (1878-1907)
(flujos anuales en pesos de cada año)

	Emisión efectiva	Para rentas generales de la nación	Para adquirir bonos hipotecarios	Para adquirir otros títulos financieros	Observaciones
1878 ⁽¹⁾	681.081	—	Sin antecedentes	681.081	Se invirtieron en oro, plata, créditos al Estado, letras de la Caja de Créditos Hipotecarios y Bonos Municipales.
1879	6.000.000	6.000.000	—	—	
1880	16.000.000	16.000.000	—	—	
1891	20.809.297	20.809.297	—	—	
1898	50.000.000	9.500.000	—	21.500.000	Préstamos bancarios. Para canjear billetes bancarios.
				19.000.000	
1904	30.000.000	10.000.000	20.000.000	—	Para instituciones de crédito o particulares.
1906	40.000.000	20.000.000	—	20.000.000	
1907	30.000.000	—	30.000.000	—	
Total	193.490.378	82.309.297	50.000.000	61.181.081	

Fuente: Memorias de Hacienda 1878-1907.

Subercaseaux Guillermo, op. cit. pág. 161.

Holz D. Fay, "Algunos Aspectos de la Historia Monetaria en Chile entre 1810 y 1925". U. Católica. I. de Economía. Memoria. 1974.

¹ A pesar de que la inconvertibilidad fue el 23 de julio se anota el total emitido durante el año.

Nota: Los flujos de este cuadro revelan sólo los aumentos de la emisión sin considerar las disminuciones. Por dicho motivo son flujos anuales brutos salvo el año 1878 que corresponde a la variación neta del año.





drón oro. Los problemas más graves de la economía nacional radicaban en la inestabilidad del tipo de cambio, de los precios y la falta de elasticidad del circulante. Las predicciones de que una abundante emisión de papel moneda solucionaría los problemas económicos habían fracasado, ya que sólo consiguieron crear desorden y aumentar el nivel de precios. La opinión pública se manifestó contraria a toda emisión de papel moneda y favorecía el retorno del padrón oro.

Entre 1907 y mayo de 1912 no hubo ninguna emisión por parte de la Caja.

Por ley del 11 de mayo de 1912 se autorizó a la Oficina de Emisión para emitir billetes a cambio de oro a razón de 12 peniques por peso, por solicitud de bancos nacionales y extranjeros establecidos en Chile, previo depósito de la cantidad de oro correspondiente en la Tesorería fiscal en Santiago o en Londres. La cantidad de billetes solicitados no debía exceder el 100 por ciento del capital pagado del banco solicitante. La Oficina de Emisión quedaba obligada a restituir el oro depositado, a cambio de la cantidad de billetes equivalentes.

El sistema anterior se modificó en 1914 para enfrentar la situación especial de la economía ante el estallido de la Primera Guerra Mundial. Se permitió una mayor holgura en las emisiones de la Oficina, admitiéndose emitir billetes contra documentos salitreros y además vales del Tesoro de curso forzoso contra bonos hipotecarios, de Tesorería y documentos salitreros.

Al comenzar la guerra el gobierno acudió en ayuda de los bancos ante el excesivo retiro de depósitos, especialmente en el caso de los bancos extranjeros. Se autorizó la emisión por un año de vales del Tesoro de curso forzoso. Estos se entregarían a los bancos en préstamos, que debían ser garantizados por bonos hipotecarios emitidos por bancos nacionales, o por letras giradas por los productores de salitre, que atravesaban también

por una precaria situación, por la dificultad de vender su producto en el exterior. Estas letras salitreras eran giradas contra las tesorerías fiscales y debían ser descontadas por los bancos.

Con el estallido de la guerra, el gobierno debió ayudar a los bancos, a la industria salitrera y financiar los déficits del presupuesto fiscal por menores rentas provenientes del comercio internacional.

Para financiar estos déficits el gobierno no recurrió a la emisión directa sino que se autorizaron, en primer lugar, emisiones de billetes fiscales contra depósitos en oro, y luego vales del Tesoro de curso forzoso contra depósitos en bonos hipotecarios o contra letras salitreras. Así se operó desde 1912 hasta 1919. Los valores exactos de emisión se pueden observar en el cuadro N° 2.

De acuerdo a la opinión de Guillermo Subercaseaux⁹ los bancos tenían pocos incentivos para solicitar vales del Tesoro, mediante el depósito de bonos hipotecarios, debido a la alta tasa de interés que debían pagar por dichos vales.

De las cifras del cuadro citado se deduce que entre 1912 y 1919 la emisión contra bonos hipotecarios alcanzó a la suma de 1.584.500 pesos dentro de un total de emisión de 99.927.883 pesos. Siendo lo emitido en favor de bonos hipotecarios sólo el 1,6 por ciento en este período, es difícil concluir que las emisiones favorecían básicamente a los agricultores.

De lo dicho se concluye que la mayoría de las emisiones responden a la necesidad de reservas de los bancos, a la falta de recursos de la industria del salitre y al financiamiento de déficits fiscales.

CONCLUSIONES

Al indagar las causas de la emisión fiscal y principalmente en qué medida ella respondía a los intereses de la clase agrícola, a través de la compra de bonos hi-

⁹Subercaseaux, Guillermo: op. cit. pág. 277



CUADRO Nº 2

EMISION DE VALES DEL TESORO Y BILLETES FISCALES
EN EL PERIODO 1908-1919
(pesos de cada año,
flujos anuales netos)

	Vales del Tesoro		Billetes Fiscales	
	Garantizado con Bonos	Garantizados con Salitre	Garantizado con Oro	Total
1908	—	—	—	—
1909	—	—	—	—
1910	—	—	—	—
1911 ⁽¹⁾	—	—	—	—
1912	—	—	18.500.000	18.500.000
1913	—	—	15.300.000	15.300.000
1914	6.880.000	21.256.000	11.200.000	39.336.000
1915	3.090.000	(17.405.000)	(32.945.773)	(47.260.773)
1916	(9.696.000)	4.857.000	6.090.773	1.251.773
1917	7.529.000	(7.029.000)	6.753.649	7.253.649
1918	(7.097.500)	2.935.500	45.689.604	41.527.604
1919	879.000	36.624.500	(16.483.870)	(24.019.630)
Total	1.584.500	41.239.000	54.104.383	96.927.883

Fuente: Fetter, Frank Whitson.

"La inflación monetaria en Chile". 1937. Pág. 148.

¹ Entre 1908 y 1911 no hubo emisiones.

Nota 1: Los valores entre paréntesis corresponden a cifras negativas.

Nota 2: Los flujos anuales de este cuadro fueron obtenidos como diferencias de los saldos de la emisión a fines de cada año.

potecarios, se puede concluir que:

— En una primera etapa, desde 1878 hasta el 31 de julio de 1898, las emisiones fiscales provinieron básicamente de la necesidad de recursos por parte del Estado para enfrentar gastos inesperados tales como el financiamiento de la Guerra del Pacífico y la Revolución de 1891. Se pensó que estas emisiones en época de inconvertibilidad, tendrían un carácter transitorio, ya que al ser normalizada la situación se pretendía volver al sistema

de convertibilidad.

— En estos primeros veinte años de historia monetaria, no existe emisión para adquirir bonos hipotecarios que, como vimos, podrían, en principio, atribuirse a créditos dirigidos a los agricultores como primeros receptores de la emisión.

— El segundo período analizado (1898-1907) se inicia con la declaración de la inconvertibilidad, luego de la breve experiencia de patrón oro, ocurrida entre 1895 y 1898. Esta inconvertibilidad fue



acompañada de una fuerte emisión, cuyo motivo fue ayudar a los Bancos de Emisión que atravesaban por una crítica situación y estaban en peligro de no poder responder a los retiros de depósitos por falta de reservas. Estos hechos fueron causados por una depresión mundial y el peligro de guerra con Argentina.

— En los años 1904, 1906 y 1907, se efectuaron elevadas emisiones fiscales causadas por un auge comercial y la idea de que las emisiones eran beneficiosas para la economía. Sólo las emisiones de los años 1904 y 1907 reflejaron un traspaso de recursos fiscales a las instituciones hipotecarias.

— De la cantidad total emitida por el fisco en el período 1904–1907 un 25,8 por ciento se destinó exclusivamente a la compra de bonos hipotecarios.⁽¹⁰⁾

— A partir de 1912 se ordena el mecanismo de emisión, creándose la Caja de Emisión, posteriormente llamada Oficina de Emisión. En 1914, debido a los efectos de la Primera Guerra Mundial, el Estado debió acudir nuevamente en ayuda de los bancos y de los productores de salitre. Estos motivos causan un fuerte aumento de la emisión fiscal por medio de billetes y vales del Tesoro.

— En el período 1908 a 1919 se verifica

que la emisión con respaldo de bonos hipotecarios es mínima y que las causas principales fueron la ayuda al sector salitrero y la emisión de billetes fiscales garantizados en oro.

Por lo tanto, la hipótesis sostenida respecto de la emisión a favor de agricultores puede tener alguna validez en el período de 1898 a 1907. En el resto de los años la emisión fiscal responde al traspaso de recursos a los bancos, a los productores salitreros o para cubrir déficit fiscales, pero no para canalizar directamente fondos a la clase agrícola a través de la compra de bonos hipotecarios.

¹⁰ En cuanto a este último factor mencionado, el autor Markos Mamalakis, en su libro "The Growth & Structure of Chilean Economy; from independence to Allende". (Yale University Press. 1976. Pág. 48), estimó la distribución del crédito hipotecario por provincias para el período 1920–1927 de acuerdo a la siguiente proporción:

— Entre 25 por ciento y 50 por ciento fue destinado a Santiago y Valparaíso, con lo cual se infiere que el crédito correspondería a los sectores industriales y comerciales.

— Entre 10 por ciento y 50 por ciento fue destinado a Antofagasta y Tarapacá, lo cual hace suponer que el crédito correspondería al sector minero y cerca de un 40 por ciento se destinó a zonas agrícolas.

Sin embargo, Gonzalo Vial en su libro "Historia de Chile 1891–1973". (Editorial Santillana. 1981. Pág. 438), afirma que los créditos hipotecarios, en un 80 por ciento iban a la agricultura.