

**LA CREACION DEL BANCO CENTRAL DE
CHILE EN 1925: ANTECEDENTES PREVIOS
Y LOS PRIMEROS AÑOS DE OPERACION***

Fernando Ossa S.

Documento de Trabajo N° 135

BIBLIOTECA NACIONAL



0052547

INSTITUTO DE ECONOMIA

BIBLIOTECA NACIONAL DE CHILE

Sección Such
Clasificación 10 (199-31)
Cutter
Año Ed. 1991 Copia —
Registro Seaco 124457
Registro Notis. AAL5429

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Oficina de Publicaciones

Casilla 274 - V, Correo 21, Santiago

5429 AAL

**LA CREACION DEL BANCO CENTRAL DE
CHILE EN 1925: ANTECEDENTES PREVIOS
Y LOS PRIMEROS AÑOS DE OPERACION***

Fernando Ossa S.

Documento de Trabajo Nº 135

Noviembre, 1991

* Este trabajo ha contado con financiamiento de la Dirección de Investigación de la Pontificia Universidad Católica de Chile (Proyecto de Investigación Nº 90/007).

INDICE

	Página
1. Introducción	1
2. El Sistema Monetario antes de la Creación del Banco Central	2
3. Proyectos anteriores para la Creación de un Banco Central (1912-1924)	11
4. La Misión Kemmerer y la Fundación del Banco Central de Chile	15
5. Los Primeros Años de Operación del Banco Central (1926-1938)	19
5.1. El Período Anterior a la Crisis de 1930	19
5.2. El Impacto de la Recesión Mundial en la Economía Chilena	22
5.3. El Abandono del Patrón Oro y el Período Inflacionario	25
5.4. Recuperación y Estabilización	29
6. Resumen y Conclusiones	31
7. Referencias Bibliográficas	33

1. INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es estudiar las características del sistema monetario chileno antes de la creación del Banco Central, la forma que se dio al instituto emisor que comenzó a operar en 1926, y el tipo de políticas que éste aplicó durante sus primeros años de operación (1926-1938).

En la primera parte del estudio se analizan las características principales del sistema monetario chileno desde la colonia hasta la fundación del Banco Central. En esta sección se pone especial énfasis en la emisión de billetes bancarios y fiscales, la convertibilidad metálica y el grado de unificación monetaria existente. En la segunda sección se estudian los diferentes proyectos que se presentaron entre 1912 y 1924 para la creación de un Banco Central. El proyecto definitivo que dio origen al Banco Central y que fue elaborado por la misión Kemmerer es analizado en la tercera sección, con un interés especial en los mecanismos que se establecieron para evitar el abuso del poder monopólico del instituto emisor. En la cuarta parte se estudian las políticas aplicadas por el Banco Central durante sus primeros años de operación (1926-1938), período que incluye la época anterior a la crisis de 1930, la recesión mundial y el abandono del patrón oro, y los años de recuperación y estabilización. Por último, la sección final es de resumen y conclusiones generales.

2. EL SISTEMA MONETARIO ANTES DE LA CREACION DEL BANCO CENTRAL

El sistema monetario que existió en Chile en el período colonial fue el mismo que se usaba en España. Este era un sistema bimetálico, en el cual circulaban monedas de oro y plata. En el bimetalismo la unidad monetaria se define en términos de cada uno de los dos metales, con lo cual queda establecida la tasa de cambio entre ambos. Pero esto presenta el inconveniente de que esta tasa puede ser diferente del precio relativo que el mercado establece para los dos metales, especialmente a medida de que va pasando el tiempo¹. Esto llevaba a la autoridad a prohibir la exportación de metales y a establecer otros controles. Pero estos controles no evitaban la necesidad de redefinir periódicamente el contenido de cada metal que la ley asignaba a la unidad monetaria, para adecuar la relación legal a la de mercado entre ambos.

En los primeros años de la colonia sólo circulaban monedas acuñadas en Perú. En 1749 se estableció una Casa de Moneda en Chile, que operó inicialmente como empresa privada. En 1770 se incorporó la Casa de Moneda a la Real Corona.

Al declararse la independencia se mantuvo el sistema bimetálico que existía en la colonia y se aplicó la misma tasa entre el oro y la plata (1 a 16). Posteriormente, la ley monetaria de 1834 cambió esta relación y la estableció en 1 a 16,52. Esta ley también autorizó la acuñación de monedas de cobre de 1 y de 1/2 centavos. La ley limitaba la acuñación de esta moneda de vellón a un monto fijo, a diferencia del oro y la plata cuya acuñación era libre. La ley monetaria de 1851 volvió a cambiar la relación entre el oro y la plata, que a partir de entonces fue de 1 a 16,39. Desde de 1874 y como consecuencia de la gran depreciación de la plata, el oro en barras y monedas salió de Chile, y en 1878 había desaparecido de la circulación monetaria². El sistema bimetálico se abandonó en 1895, año en que se estableció el patrón oro con el objeto de evitar los problemas del bimetalismo. Al adoptar el patrón oro Chile siguió la tendencia mundial, ya que hacia fines del siglo XIX este sistema se había establecido en la mayoría de los países. La implementación del patrón oro a través del mundo se vio facilitada por el aumento de la oferta de este metal a partir de 1890³.

Hasta aquí nos hemos referido a la moneda metálica, y no hemos hecho mención de los billetes y de los depósitos a la vista de los bancos comerciales.

¹ Para un estudio reciente sobre el bimetalismo, véase Friedman (1990).

² Véase Ross (1911).

³ Véase Ossa (1989).

Durante toda la colonia no existieron bancos en Chile⁴. Las primeras "monedas de papel" que se conocieron en el país fueron emitidas por establecimientos comerciales, localizados en las regiones mineras del norte. Estas prácticas fueron prohibidas en 1839 por un decreto del Ministerio de Hacienda. En 1849 se autorizó el establecimiento del primer banco chileno, el "Banco de Chile de Arcos y Cía.", que emitió billetes convertibles en moneda metálica. Debido a la gran resistencia que se produjo en contra de los billetes, el banco fue liquidado sólo nueve meses después de su creación.

Hacia 1854 las casas comerciales de Bezanilla, McClure y Cía. y de Ossa y Cía. comenzaron a emitir billetes. Posteriormente se autorizó a estas dos casas comerciales a adoptar la denominación de banco. Ambos bancos emitían billetes convertibles en metal. Esto era tolerado por la autoridad, aunque no se había derogado el decreto de 1839 que prohibía la emisión de billetes. Posteriormente se estableció el Banco de Valparaíso en 1855 y el Banco de Chile en 1859.

En 1860 se dictó la primera ley de bancos, cuyo autor principal fue el profesor Courcelle-Seneuil, economista liberal francés que fue contratado como profesor de la Universidad de Chile y asesor del Ministro de Hacienda. Esta ley estuvo vigente hasta 1925. La ley autorizó a los bancos a emitir billetes convertibles en metal. La emisión estaba sujeta a un límite máximo igual al 150% del capital efectivo del banco. El énfasis de la ley estuvo en la emisión de billetes y no en las cuentas corrientes. Estas últimas fueron autorizadas, pero no se establecieron normas especiales para su operación. De hecho, los cheques ya se usaban corrientemente.

Un punto importante en el análisis de la situación monetaria en la segunda mitad del siglo XIX se refiere al grado de unificación monetaria existente. Con respecto a esto, es necesario hacer primero algunos alcances generales. En la situación prevaleciente en Chile en esa época, la oferta monetaria incluía el circulante metálico, los diferentes billetes bancarios convertibles en metal y los depósitos bancarios convertibles a la vista en billetes o en metal. Si todos estos medios de cambios fuesen convertibles entre sí a la par, la unificación monetaria sería completa. Es decir, la unificación monetaria es completa si los billetes y depósitos circulan a un 100% de su valor nominal en términos del "dinero dominante", que en este caso eran las monedas metálicas. La unificación monetaria maximiza la utilidad de los medios de cambio. A continuación nos referimos a la posibilidad de que los billetes y los cheques circulen con descuentos variables, lo que disminuye el grado de unificación monetaria⁵.

⁴ Sobre el desarrollo de las bancos comerciales en Chile véase Santelices (1900), Subercaseaux (1920) y Behrens (1985).

⁵ Para un análisis en detalle, véase Ossa (1991).

En el caso de los billetes, el valor en metal de aquellos emitidos por un determinado banco es igual a su valor esperado en metal menos el costo de cambiarlos en el banco. Esto puede dar origen, como fue el caso en Estados Unidos en el siglo XIX, a intermediarios que cambien billetes por metal y por otros billetes "al por mayor"⁶. En Estados Unidos estos intermediarios publicaban información sobre la tasa de cambio en metal de los diferentes billetes, como asimismo acerca las falsificaciones que se habían descubierto. Esto proveía un mecanismo de mercado de control a los bancos, ya que los intermediarios tenían un incentivo para informarse sobre la situación de cada banco, lo que se reflejaba en el descuento de los billetes respectivos⁷. Pero, por otro lado, la circulación de billetes con descuentos variables disminuye el grado de unificación monetaria y la utilidad del dinero. Los diferentes billetes pueden circular a la par si el mecanismo de control ejercido por los intermediarios es reemplazado por otras formas de supervisión. Por ejemplo, en el caso de Escocia durante los siglos XVIII y XIX los billetes bancarios convertibles en oro circulaban a la par sin problemas. Esto era consecuencia de que los accionistas de los bancos tenían responsabilidad ilimitada y a que unos pocos bancos grandes adoptaron el rol de "bancos dominantes", ejerciendo control sobre el conjunto de bancos para asegurar el mantenimiento del sistema.

En el caso de los cheques la situación es diferente, ya que no sólo existe la posibilidad de que el banco no lo convierta en metal, sino que también está el riesgo de que el girador no tenga fondos suficientes. Esto se traduce en que no puede existir un mercado secundario para los cheques, ya que es muy caro diferenciar por banco y por girador. Por lo tanto, los cheques tienden a circular a la par o a no circular⁸.

Durante los 65 años transcurridos desde la dictación de la ley de bancos en 1860 hasta la creación del Banco Central de Chile en 1925, los billetes fueron convertibles en metálico durante pocos años: entre 1860 y 1865, entre 1866 y 1878, y entre 1895 y 1898. Durante todos los períodos de inconvertibilidad ésta era considerada como temporal, ya que la convertibilidad en metálico no se eliminaba sino que se postergaba. En los años transcurridos entre 1860 y la guerra con España en 1865, los bancos actuaron en forma prudente en la emisión de billetes, en parte por la novedad que estos representaban. Así, las emisiones estuvieron por debajo del límite máximo establecido por la ley. Esto permitió la circulación de billetes a su valor par. Posteriormente, la circulación de billetes a su valor par fue facilitada por

⁶Véase Gorton (1985) y Gorton y Mullineaux (1987).

⁷Véase De la Cuadra, Valdés y Wisecarver (1988), vol. II, quienes analizan el hecho de que la convertibilidad a la par de los pasivos a la vista de los bancos se traduce en que los tenedores de estos pasivos no demandan información acerca de los riesgos de mediano y largo plazo de estas instituciones. En cambio, los intermediarios que operan "al por mayor" demandan dicha información.

⁸Véase Ossa (1991) para un análisis en mayor detalle.

el Estado, al aceptarlos a dicho valor en los pagos por contribuciones u otras deudas con el Estado. Esto último fue consecuencia de la intervención del Gobierno en el proceso de emisión de billetes, lo que sucedió en 1865 a raíz de la guerra con España. La guerra produjo un retiro de metálico de los bancos y, además, una mayor necesidad de recursos por parte del Gobierno. A consecuencia de esto, el Gobierno decretó la inconvertibilidad temporal de los billetes bancarios y autorizó una emisión de billetes inconvertibles a aquellos bancos que le otorgaran un préstamo. Los bancos que suscribieron el préstamo recibieron el privilegio de que sus billetes serían recibidos por el fisco a su valor par por un período de 22 años. Esto, como señalamos, favoreció la unificación monetaria y, al mismo tiempo, empezó a involucrar al Gobierno en el proceso de emisión de billetes. Los bancos que suscribieron el préstamo acumulaban casi la totalidad de los billetes y depósitos del sistema bancario (véase el Cuadro Nº 1).

Cuadro Nº 1
(31 de diciembre de 1869)

	Depósitos	Billetes Emitidos
Bancos que otorgaron préstamos al Gobierno		
Valparaíso	3.451.696	543.060
Nacional de Chile	10.259.014	2.704.424
Ossa y Cía.	1.199.511	221.785
A. Edwards	4.626.656	591.500
McClure y Cía.	1.611.195	507.300
Otros bancos		
Agrícola	268.111	60.100
Montenegro y Cía.	76.785	7.191
Totales	21.492.968	4.635.360

Fuente: Subercaseaux (1920).

La convertibilidad de los billetes en metálico se restableció en 1866. La emisión de billetes de los bancos que otorgaron el préstamo al Gobierno estaba limitada ahora de acuerdo a lo establecido en la ley correspondiente a dicho préstamo. Los demás bancos estaban sujetos al límite de 150% del capital. Hacia 1876 la economía chilena experimentó una crisis y se produjo una importante pérdida de moneda metálica como consecuencia del déficit de balanza comercial. La crisis se agravó en 1878, lo que llevó al Gobierno a decretar la suspensión de la

convertibilidad hasta mayo de 1880. Al mismo tiempo, el Gobierno permitió emitir billetes inconvertibles por un monto máximo de \$15 millones a aquellos bancos que le otorgasen un préstamo igual a la cuarta parte de la emisión autorizada. Los billetes de estos bancos serían recibidos por el fisco a su valor par hasta 1888.

Nótese que al suspenderse la convertibilidad, la intención era que esto fuese sólo temporal. Al mismo tiempo, existía una limitación a la emisión de los bancos. Además, como ya señalamos, la mayor parte de los billetes bancarios eran recibidos por el fisco a su valor par. Estas circunstancias hacían posible que los billetes de los diferentes bancos se intercambiasen a una tasa fija y unitaria. Por el contrario, si hubiese existido un sistema fiduciario puro, sin convertibilidad futura y sin limitación a la emisión de los bancos, las tasas de cambio entre los billetes de los diferentes bancos habrían tenido que ser flexibles⁹.

Como consecuencia del inicio de la Guerra del Pacífico en 1879, se produjo la primera emisión de billetes fiscales inconvertibles. Esta emisión fue de \$28 millones, por lo cual se generó un notable aumento del total de billetes en circulación. Esto frustró la idea de volver a la convertibilidad en 1880.

En 1887 se dictó una ley de conversión metálica, que contemplaba el retiro progresivo de los billetes fiscales, la acumulación de reservas metálicas y algunas restricciones adicionales a las que existían con respecto a la emisión de billetes bancarios. Todo esto, con el objeto de poder restablecer la convertibilidad. Sin embargo, la guerra civil de 1891 obligó al Gobierno del presidente Balmaceda a una gran emisión de billetes fiscales inconvertibles, con lo cual se duplicó el monto de billetes fiscales en circulación. Esto impidió que se concretaran los propósitos de la ley de conversión de 1887.

La conversión se restableció finalmente en junio de 1895, bajo un sistema de patrón oro que reemplazó al patrón bimetálico anterior. Se definió como unidad monetaria el peso oro de 18 peniques. Además de asegurar la convertibilidad de los billetes fiscales, el Estado se hizo cargo de la conversión de los billetes de los bancos, los cuales estaban obligados a devolver posteriormente las sumas correspondientes.

La convertibilidad en oro sólo duró tres años, ya que se suspendió en julio de 1898. En ese mismo año se autorizó la emisión de \$50 millones en billetes fiscales, los que serían convertibles en 1902. Los billetes de banco existentes se declararon fiscales y se prohibió a los bancos hacer nuevas emisiones de billetes mientras persistiera la inconvertibilidad. Los bancos comerciales nunca más

⁹Véase Ossa (1991).

volvieron a emitir billetes y la emisión fue monopolizada por el Estado, situación que persiste hasta el presente.

Al aproximarse la fecha en que debía restaurarse la conversión metálica se dictó una ley postergándola hasta 1904, y al llegar ese año se prorrogó nuevamente, ahora hasta 1910. Mientras tanto, continuaban realizándose importantes emisiones de billetes fiscales: \$ 30 millones en 1904, \$ 40 millones en 1906 y \$ 30 millones en 1907. La conversión se volvió a postergar en 1909, esta vez hasta 1915. De hecho, la convertibilidad no se restableció hasta que se fundó el Banco Central. Pero la inconvertibilidad era considerada como algo temporal, y el Gobierno mantenía oro en un "fondo de conversión" para ser usado al restablecerse la convertibilidad de los billetes. En mayo de 1918 el oro depositado en este fondo ascendía al equivalente de \$109.6 millones¹⁰.

Durante todo el período de inconvertibilidad en oro (1898 - 1925) el tipo de cambio del peso billete fluctuó en forma libre (véase el Cuadro Nº 2).

En 1907 se autorizó la emisión de billetes contra depósitos en oro de bancos o personas (18 peniques por peso billete). El oro depositado podía recuperarse contra la entrega de estos billetes. Para realizar estas operaciones se creó una Oficina de Emisión. La idea era que ahora se realizaran sólo estas emisiones contra depósitos en oro, en lugar de emitir en la forma que se venía haciendo hasta entonces. Esto estaba motivado por el malestar que existía por la alta tasa de inflación¹¹. La Oficina de Emisión no funcionó bien inicialmente porque los billetes fiscales valían sólo 9,5 peniques. Pero comenzó a ser importante en 1912, cuando se le permitió emitir billetes a razón de 12 peniques por peso, en lugar de 18 peniques. A fines de ese año ya se había emitido billetes por \$ 20 millones a través de este mecanismo. Posteriormente, la ley que regía a la Oficina de Emisión fue modificada en 1918 y se volvió a la emisión de billetes a razón de 18 peniques, lo que fue posible por el alza que experimentó el tipo de cambio del billete fiscal en términos de peniques (véase el Cuadro Nº 2). En 1918 la Oficina de Emisión emitió montos importantes de billetes contra depósitos de oro (véase el Cuadro Nº 3)¹².

¹⁰Véase Subercaseaux (1920). Parte de este oro estaba depositado en la Casa de Moneda y el resto estaba en Londres. Además de este fondo de conversión, existían los depósitos de oro que daban origen a la emisión de billetes por la Oficina de Emisión, como veremos a continuación.

¹¹Véase Fetter (1937), Hirschman (1963) y Mamalakis (1983).

¹²Del stock total de billetes fiscales emitidos a fines de 1918 (\$221,4 millones) \$70,5 millones correspondían a emisión contra depósitos en oro (ver Cuadro Nº 3).

Cuadro Nº 2
Tipo de Cambio del Peso-Billete Chileno

Año	Peniques por pesos	Pesos por dólar	Año	Peniques por pesos	Pesos por dólar
1898	15.7	3.2	1912	10.1	4.9
1899	14.5	3.4	1913	9.8	5.1
1900	16.8	3.0	1914	9.0	5.7
1901	15.9	3.1	1915	8.3	6.1
1902	15.2	3.3	1916	9.5	5.4
1903	16.6	3.0	1917	12.7	4.1
1904	16.4	3.0	1918	14.6	3.5
1905	15.6	3.2	1919	10.6	5.2
1906	14.4	3.5	1920	12.1	5.7
1907	12.8	3.9	1921	7.3	8.8
1908	9.6	5.1	1922	6.6	8.4
1909	10.8	4.6	1923	6.5	8.2
1910	10.8	4.6	1924	5.8	9.3
1911	10.6	4.7	1925	5.9	8.6

Fuente: Boletín Mensual Banco Central de Chile, agosto 1965.

El comienzo de la primera guerra mundial significó el retiro de depósito de los bancos, en especial de algunos bancos extranjeros correspondientes a los países beligerantes. A consecuencia de esto, el Gobierno aplicó varias medidas: postergación de la conversión hasta 1917; depósito de oro en Londres para garantizar el retiro de \$ 30 millones en billetes de la Oficina de Emisión, por parte de los tres bancos principales; y emisión por un año de vales de tesorería de curso forzoso, los que fueran entregados a los bancos comerciales. Esto último era una forma disfrazada de emitir papel moneda. En 1914 también se emitieron vales de tesorería para apoyar a la industria del salitre. La autorización para mantener los vales de tesorería se renovó varias veces, y en 1919, 1920 y 1921 se hicieron importantes emisiones para apoyar a la industria salitrera. La emisión de esos vales fue aprovechada también por el Gobierno para hacer frente a los déficits fiscales. Así, en 1915 el Gobierno emitió \$20 millones en bonos para cubrir el déficit fiscal, y se autorizó a los bancos para usar estos bonos como garantía para obtener vales de tesorería de curso forzoso. Esta operación se repitió en 1920 (\$30 millones), 1921 (\$ 50 millones), 1922 (\$ 3,5 millones), 1923 (\$ 80 millones) y 1924 (\$ 40 millones). La importancia de los vales del tesoro de curso forzoso se refleja en el hecho de que en 1924 su monto

ascendía a \$ 163 millones, cantidad muy cercana al total de billetes que en ese año alcanzó a \$ 172 millones (véase el Cuadro N° 3).

Cuadro N° 3
Emisión de Papel Moneda
(Stock en Pesos al 31 de diciembre de cada año)

Año	Billetes Fiscales	Vales del Tesorero	Billetes de banco de responsabilidad fiscal	Total
1898	28.109.238	8.200	19.056.548	47.173.986
1899	31.854.879	5.200	18.937.330	50.797.409
1900	32.051.342	4.000	18.691.061	50.746.403
1901	35.257.708	3.900	15.508.382	50.769.990
1902	38.577.492	2.900	11.815.182	50.395.574
1903	41.766.382	2.900	8.697.801	50.467.083
1904	47.546.100	2.900	7.437.689	54.986.689
1905	74.015.998	2.900	6.592.406	80.611.304
1906	114.547.124	2.700	5.862.490	120.412.314
1907	145.138.287	2.700	5.396.008	150.536.995
1908	145.318.995	2.600	4.900.997	150.222.592
1909	147.134.772	2.600	3.113.851	150.251.223
1910	148.264.949	2.600	2.056.410	150.323.959
1911	149.080.294	2.600	1.765.273	150.848.167
1912	169.356.623	2.600	1.544.525	170.903.748
1913	184.695.822	2.600	1.342.979	186.041.401
1914	195.853.739	28.136.000	989.913	224.979.652
1915	162.907.346	13.827.000	977.306	177.711.652
1916	168.998.119	8.982.000	929.397	178.909.516
1917	175.751.768	9.482.000	928.219	186.161.987
1918	221.441.372	5.320.000	927.049	227.688.421
1919	209.957.502	42.823.500	-	252.781.002
1920	195.698.919	107.123.000	-	302.821.919
1921	194.429.120	130.202.000	-	324.631.120
1922	206.788.987	95.168.850	-	301.957.837
1923	172.898.235	119.605.100	-	292.503.335
1924	172.921.701	163.343.650	-	336.265.351
1925	243.965.569	149.731.250	-	393.696.819

Fuente: Fetter (1937).

En resumen, desde fines del siglo XIX hasta la creación del Banco Central y el establecimiento de la conversión en oro en enero de 1926, la situación de la emisión fue la que se describe a continuación. Desde la suspensión de la convertibilidad en 1898 no se emitieron más billetes de banco y el Gobierno realizó emisiones de billetes fiscales hasta 1907, siendo estas por montos importantes entre 1904 y 1907 (véase el Cuadro Nº 3). La inflación resultante hizo perder popularidad a los partidarios del papel moneda "abundante y barato" ("papeleros"). A partir de 1907 la idea prevaleciente era que sólo se deberían emitir nuevos billetes fiscales contra depósitos equivalentes en oro en la Caja de Emisión. Por un tiempo ésta fue la única fuente de emisión. Pero la idea de que sólo deberían producirse nuevas emisiones de papel moneda contra depósitos en oro se vio frustrada por la emisión de vales de tesorería. Estos vales constituían una forma disimulada de emitir papel moneda. Inicialmente se emitieron para apoyar a los bancos al comenzar la primera guerra mundial. También se usaron estos vales para apoyar a la industria salitrera¹³. Pero después la emisión de vales de tesorería fue destinada a financiar los déficit fiscales, especialmente a partir de 1920¹⁴.

¹³Posteriormente se apoyo a la industria salitrera emitiendo billetes fiscales en lugar de vales de tesorería.

¹⁴Hacia 1925 se había pagado casi el total de los anticipos salitreros, que en su oportunidad habían dado origen a emisión de vales de tesorería o billetes fiscales.

3. PROYECTOS ANTERIORES PARA LA CREACION DE UN BANCO CENTRAL (1912 - 1924)

Antes de la fundación del Banco Central en 1925, se habían presentado varios proyectos para el establecimiento de una institución de esta naturaleza¹⁵. A continuación analizaremos los principales proyectos.

En 1912 el Gobierno creó una Comisión de Legislación Bancaria y Monetaria, cuya función sería el estudio de una solución a los problemas bancarios, monetarios y cambiarios. Formaron parte de la Comisión el Ministro de Hacienda, profesores de economía, banqueros y miembros del Congreso. La Comisión funcionó entre junio de 1912 y mayo de 1913. Aunque uno de sus propósitos era el estudio de la legislación que regía a los bancos comerciales, esto fue dejado de lado y el énfasis se puso en la conversión de los billetes existentes y en la creación de una Caja Central de Conversión y Emisión o Banco Central. Como vimos en la sección precedente, después de 1907 existía bastante molestia por los efectos de las emisiones excesivas, y los partidarios del papel moneda "abundante y barato" ("papeleros") habían perdido su influencia. En consecuencia, existía acuerdo en el establecimiento de una institución central de emisión que operase bajo patrón oro. La idea era que esta institución, además de asegurar la conversión, debería proveer "elasticidad" al circulante para "amoldar la cantidad de moneda a las necesidades del mercado"¹⁶. Al interior de la Comisión existían diferentes opiniones sobre la forma concreta que debería tomar el instituto emisor, lo que dio origen a nueve proyectos diferentes. Algunos de estos eran bastante detallados como, por ejemplo, el que creaba un "Instituto Monetario"¹⁷. Otros eran simples bosquejos. Finalmente, se llegó a un acuerdo y la comisión entregó un informe, que fue redactado por Guillermo Subercaseaux, profesor de economía y ex Ministro de Hacienda. Junto con el informe se presentó un proyecto de ley para la creación de un organismo autónomo denominado "Caja Central de Emisión y Conversión", bajo garantía y tuición del Estado. Esta institución se haría cargo del fondo de conversión del Gobierno, que a la fecha ascendía a 100 millones de pesos oro. Además de encargarse de la convertibilidad de los billetes existentes, la Caja emitiría billetes convertibles en oro, contra depósitos de oro a razón de 10 peniques por peso. La Caja estaría también facultada para emitir hasta \$50 millones en billetes sin que se depositara el monto de oro correspondiente. Esta última emisión se haría por operaciones de redescuento de las letras de mejor calidad de los bancos comerciales y por operaciones de mercado abierto en que se adquirirían letras de primera clase provenientes de operaciones comerciales. La Caja también podría retirar billetes vendiendo letras. Los autores

¹⁵Véase Espinoza (1913), Subercaseaux (1920) y Fetter (1937).

¹⁶Subercaseaux (1920) pg. 258.

¹⁷Véase Espinoza (1913).

del proyecto estimaban que el límite de \$ 50 millones no sería excesivo, dado que la emisión total sobrepasaría los \$ 200 millones.

A fines de 1913 el Gobierno presentó un proyecto de ley que establecía una "Caja Nacional de Reservas". Esta Caja era, en general, similar a la "Caja Central de Conversión y Emisión" propuesta por la Comisión. El proyecto fue aprobado por el Senado, el cual estableció una tasa de conversión de 12 peniques por peso. La Cámara de Diputados redujo esta tasa a 10 peniques, para acercarla a tipo de cambio existente (9,5 peniques), y aprobó el proyecto con otras modificaciones menores. Todo esto, a su vez, fue aceptado por el Senado. Al comenzar la primera guerra mundial sólo faltaban las últimas tramitaciones para la completa aprobación de la ley. Como vimos en la sección precedente, los efectos del conflicto bélico en Chile se tradujeron en la emisión de vales de tesorería de curso forzoso y en la postergación de la conversión en oro. De no haber existido esta guerra, lo más probable es que en 1914 se habría creado un instituto central de emisión bajo patrón oro.

La creación de un Banco Central se volvió a discutir en 1918, cuando el Ministro de Hacienda Luis Claro Solar presentó un nuevo proyecto al Congreso. Este proponía la creación de un Banco Central Privilegiado, cuyos accionistas serían básicamente del sector privado. La institución tomaría a su cargo el fondo de conversión del Gobierno y tendría el privilegio exclusivo de conversión y emisión de billetes, a una tasa de 18 peniques por peso. Su capital sería de 100 millones de pesos oro de 18 peniques, pero podría comenzar a operar una vez que se reuniera un capital de \$ 50 millones. Las acciones serían adquiridas por el público y los bancos comerciales, y el Gobierno sólo podría subscribirlas si no se obtuviera el capital suficiente de las otras fuentes. El Banco Central Privilegiado sería administrado por un gerente nombrado por el Gobierno y asesorado por un consejo de 12 miembros (6 elegidos por los accionistas y 6 elegidos por el Gobierno). O sea, existía un gran control por parte del Estado. Es importante hacer notar que el proyecto no establecía ninguna limitación a los préstamos con garantía de bonos hipotecarios ni a los préstamos al Gobierno. El Congreso no tomó ninguna determinación con respecto a la implementación de este proyecto.

Hacia fines de 1919 fue nombrado Ministro de Hacienda Guillermo Subercaseaux, quien presentó otro proyecto para la creación de un "Banco Central de Chile". Esta institución estaría bajo el control directo del Gobierno, el cual nombraría al directorio de nueve miembros, incluyendo al gerente. El Gobierno aportaría el capital usando los fondos de conversión, y el Banco Central debería realizar la conversión de los billetes existentes a una tasa de 12 peniques por peso, en un plazo no superior a un año¹⁸. El Banco emitiría billetes contra depósitos en oro

¹⁸En este proyecto y en el de Claro Solar no se hacía ninguna referencia a los vales de tesorería. Estos eran considerados como emisiones temporales que serían retiradas por el Gobierno.

a esta tasa. También podría realizar operaciones de redescuento con los bancos, emitiendo billetes sin el correspondiente depósito en oro. Esta última emisión de billetes no podría exceder al 40% de las reservas de oro del Banco Central. La principal limitación de la proposición de Subercaseaux era que el Gobierno habría tenido un control total de Banco Central. El proyecto fue aprobado por la Cámara de Diputados en diciembre de 1919, pero no fue votado por el Senado.

En junio de 1921 la Comisión de Hacienda del Senado propuso la creación de un Banco Central controlado por el Gobierno. En esta Comisión tenían influencia preponderante los "papeleros" y el proyecto no hacía referencia a la estabilización del circulante. Según Fetter (1937), el proyecto no era otra cosa que una "prensa para fabricar billetes".

Entre junio y agosto de 1921 el Senado discutió el proyecto de Subercaseaux, el de la Comisión de Hacienda y el de Claro Solar. Este último había sido modificado, rebajándose la tasa de conversión de 18 a 12 peniques. El Senado no tomó ninguna determinación sobre estos proyectos. Las discusiones se reiniciaron en mayo de 1922, nuevamente sin resultados.

En agosto de 1924 la Comisión de Hacienda del Senado preparó un nuevo proyecto. Este estaba basado en el de Subercaseaux, con algunas modificaciones: la tasa de conversión se determinaría a base del tipo de cambio de los últimos tres meses y no podría ser inferior a 6 peniques (véase el Cuadro Nº 2), y la fecha de la conversión sería determinada por los directores del Banco con la aprobación del Presidente de la República. Este proyecto no se alcanzó a discutir debido al pronunciamiento militar de septiembre, el cual produjo el reemplazo del Presidente Alessandri por una Junta de Gobierno y la disolución del Congreso.

Poco después de la preparación del proyecto de la Comisión de Hacienda del Senado, y también en el mes de agosto, se llevó a cabo una "Semana de la Moneda", organizada por la Facultad de Comercio de la Universidad Católica de Chile. En este evento participaron directores de bancos y los principales partidarios de la reforma monetaria. Se aprobó un conjunto de recomendaciones, varias de las cuales fueron posteriormente incluidas en la ley que creó el Banco Central en 1925. Se propuso la creación de un Banco Central de Emisión y Redescuento, que estaría a cargo de la estabilización del circulante. La dirección de esta institución sería independiente del Gobierno. Su capital sería suscrito por el Gobierno, el público y los bancos. El Banco Central emitiría billetes contra depósitos en oro y también realizaría operaciones de redescuento con los bancos comerciales.

Un último proyecto fue preparado por Julio Philippi, Ministro de Hacienda de la Junta de Gobierno. Este proyecto era similar en muchos aspectos a los principales presentados anteriormente, pero tenía una innovación importante, ya que se eliminaba la preponderancia del Gobierno en el control del Banco Central. El Directorio estaría compuesto por nueve miembros, seis elegidos por los bancos

accionistas y tres nombrados por el Gobierno. El plazo y tasa de la conversión metálica serían determinados por una ley posterior. El proyecto fue aprobado por la Junta de Gobierno y estaba a punto de ser publicado como Decreto Ley en enero de 1925, cuando un nuevo pronunciamiento militar derrocó a la Junta y la reemplazó por otra que abogó por el retorno del Presidente Alessandri, el cual reasumió en marzo de 1925. El proyecto de Julio Philippi fue el último que se presentó antes de la llegada de la misión Kemmerer, que preparó el proyecto definitivo que dio origen al Banco Central de Chile.

4. LA MISION KEMMERER Y LA FUNDACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

En 1923 el Presidente Alessandri había considerado la posibilidad de contratar a expertos extranjeros para estudiar la creación de un Banco Central y otras materias relacionadas¹⁹. Esta idea fue compartida por la Junta de Gobierno que se estableció en enero de 1925. Así, en febrero de ese año el Embajador de Chile en Washington sostuvo una conversación con el profesor Edwin W. Kemmerer sobre la posibilidad de efectuar una misión financiera en Chile, similar a la que este experto había dirigido recientemente en Colombia. El Dr. Kemmerer era profesor de economía en Estados Unidos y se había especializado en la asesoría a los gobiernos sobre política e instituciones monetarias.

La comisión de expertos financieros organizada por el profesor Kemmerer llegó a Chile en julio de 1925. La componían cinco expertos y dos secretarios²⁰.

Las circunstancias eran muy favorables para la implementación de reformas. Alessandri había reasumido la presidencia en el mes de marzo y tenía facultades extraordinarias hasta el 15 de octubre de 1925. La constitución estaba suspendida y el Congreso disuelto, por lo cual el poder legislativo estaba por completo en manos del Presidente y su Ministerio, quienes tenían la facultad de dictar decretos leyes durante la vigencia de las facultades extraordinarias. Además, las fuerzas armadas, que tenían una influencia preponderante en ese período, eran partidarias de la creación del Banco Central y de otras reformas relacionadas. Por último, gran parte de la opinión

¹⁹Sobre la creación del Banco Central y la misión Kemmerer, véase Kemmerer (1926), Fetter (1937), Seidel (1972), Kemmerer (1983), Drake (1984), Eichengreen (1989) y Marshall (1989).

²⁰La comisión estaba formada por:

Edwin W. Kemmerer, Director.

Howard M. Jefferson, experto en prácticas bancarias, con licencia del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Harley L. Lutz, experto en materias tributarias, profesor de Finanzas Públicas de la Universidad de Stanford.

Joseph T. Byrne, experto en contabilidad y auditoría fiscal, socio de una firma de auditores de Nueva York.

William T. Renvick, banquero de Nueva York experto en ingresos aduaneros.

Henry West, secretario general de la comisión.

Frank W. Fetter, secretario económico de la comisión y, posteriormente, autor del libro "La inflación monetaria en Chile". También acompañaba a la comisión el hijo del Director, Donald L. Kemmerer, que en el futuro también sería profesor de economía.

pública era favorable a las reformas, lo que se vio reflejado en el entusiasmo que produjo la llegada de la comisión Kemmerer.

La comisión inició su trabajo a comienzos de julio. Como la idea era publicar las reformas antes del término de las facultades extraordinarias, la comisión trabajó en forma acelerada. Al poco tiempo presentó tres proyectos de ley al Gobierno para la reforma monetaria y bancaria: una nueva ley monetaria, una nueva ley de bancos y una ley para el establecimiento del Banco Central de Chile. Estos proyectos, con ligeras modificaciones, fueron publicados por el Gobierno como decretos-leyes:

- Establecimiento del Banco Central de Chile, Decreto -Ley Nº 486 de agosto de 1925.
- Ley General de Bancos, Decreto-Ley Nº 559 de septiembre de 1925.
- Ley Monetaria, Decreto-Ley Nº 606 de octubre de 1925²¹.

La Comisión Kemmerer terminó oficialmente su misión el 6 de octubre de 1925, una semana después que el Presidente Alessandri renunciara nuevamente²².

La ley monetaria estableció el patrón oro, como lo había hecho ya la ley monetaria de 1895. Pero ahora se rebajó el contenido de oro del peso al equivalente de 6 peniques, en lugar de los 18 peniques que indicaba la ley de 1895. Estos 6 peniques correspondían al tipo de cambio de mercado de ese período (véase el Cuadro Nº 2). A este tipo de cambio, el valor del oro en el fondo de conversión del Gobierno era superior al valor en oro del total de billetes y vales de tesorería existentes.

La nueva ley de bancos creó una Superintendencia de Bancos para fiscalizar a los bancos comerciales. Estos últimos se oponían a esta ley, como asimismo a la conversión en oro y al establecimiento del Banco Central. Su táctica era postergar el funcionamiento del Banco Central y la conversión hasta la apertura del Congreso en marzo de 1926, con la esperanza de que éste rechazara la conversión y el establecimiento del Banco Central, y también modificara la ley de bancos. Sin

²¹La ley monetaria se publicó en septiembre de 1925. Luego se publicó nuevamente en octubre, con algunas modificaciones.

²²Howard M. Jefferson y Joseph T. Byrne permanecieron unos meses más en el país. El primero, asesorando en el establecimiento del Banco Central y el segundo, en materias de contabilidad y auditoría fiscal. Además, el profesor Kemmerer recomendó al Dr. Walter M. Van Deusen para actuar como consejero del Banco Central, cargo que desempeñó por aproximadamente 6 años.

embargo, la quiebra en diciembre de 1925 del Banco Español, el segundo en importancia del país, anuló estas presiones. La recién creada Superintendencia de Bancos se hizo cargo del Banco Español en quiebra, y el 11 de enero de 1926 se estableció la conversión del peso en oro y abrió sus puertas el Banco Central de Chile.

La ley que creó al Banco Central de Chile se parecía a la ley de la Reserva Federal de Estados Unidos, al igual que las leyes que crearon los bancos centrales en otros países asesorados por el profesor Kemmerer. El Dr. Kemmerer era, en primer lugar, partidario de que el instituto emisor estuviese sometido a la disciplina del patrón oro, lo que se vio reflejado en la ley monetaria que estableció la conversión del peso. El Banco Central recibiría el oro del fondo de conversión del Gobierno y tendría a su cargo la conversión de todos los billetes y vales de tesorería existentes. El Banco Central tendría el monopolio de la emisión de nuevos billetes, los que serían convertibles en monedas de oro chilenas, en oro en barras o en letras a la vista sobre Londres o Nueva York pagaderas en oro. Así se validó la situación que existía desde 1898, cuando se prohibió la emisión de billetes por parte de los bancos comerciales. Las reservas de oro del Banco Central tendrían que ascender como mínimo al 50% de sus billetes en circulación y sus depósitos. Si las reservas bajaban de ese mínimo, el Banco Central estaba obligado a pagar una multa de beneficio fiscal.

Además de someter al Banco Central a la disciplina del patrón oro, el Dr. Kemmerer era partidario de que el instituto emisor no fuese controlado por el Gobierno o por los bancos comerciales. Esta idea se vio reflejada en las disposiciones de la ley en relación con el capital y el directorio del Banco Central, las cuales eran similares a las contenidas en la ley de la Reserva Federal de Estados Unidos.

El capital del Banco Central ascendería a 150 millones de pesos. El Estado aportaría 20 millones. Los bancos nacionales y extranjeros deberían aportar el 10% de su capital y reservas, lo que ascendía a aproximadamente a 60 millones de pesos. El resto de las acciones podrían ser adquiridas por el público general, hasta completar el capital de 150 millones de pesos²³.

²³Las acciones estaban clasificadas de la siguiente forma:

Acciones del Gobierno (Clase A)

Acciones de los bancos nacionales (Clase B)

Acciones de los bancos extranjeros (Clase C)

Acciones del público (Clase D)

El 20% de la utilidad se destinaría a un fondo de reserva del Banco y el 5% para un fondo de beneficio de sus empleados. Con el resto se repartiría un dividendo de hasta un 8% del capital pagado. Si aún quedasen utilidades, se usaría la mitad para aumentar el dividendo y la otra mitad sería de beneficio fiscal.

El directorio estaba compuesto por diez miembros. De estos, tres eran nombrados por el Presidente de la República. Los bancos nacionales nombraban a dos y los bancos extranjeros a uno. Los accionistas generales elegían un director. La Sociedad Nacional de Agricultura y la Sociedad de Fomento Fabril nombraban, en conjunto, un director. También la Cámara Central de Comercio y la Asociación de Productores de Salitre elegían, en conjunto, un director. Por último, las Asociaciones Obreras nombraban un director. Así se completaba el directorio de diez miembros, en el cual se buscaba que no obtuviera el control ningún sector específico. En efecto, para las decisiones más importantes se requería una mayoría de siete u ocho directores, con lo cual se establecía un equilibrio de poder entre los distintos sectores representados en el directorio. El directorio nombraba al Presidente y al Vicepresidente del Banco.

La ley autorizó al Banco Central para realizar operaciones comerciales con el Gobierno, con los bancos accionistas y con el público. Los préstamos al Gobierno se limitaron al 20% del capital del Banco Central, límite que podía ampliarse a 30% con el voto favorable de ocho directores. El Banco podría redescantar letras a los bancos comerciales con vencimiento de menos de noventa días, excepto aquellas garantizadas con productos agrícolas o ganado, las cuales podrían tener vencimiento de hasta 180 días. El Banco también estaba autorizado a realizar operaciones con el público, consistentes en la compra y venta de oro, en monedas o en barras, y la recepción de depósitos a la vista sin intereses.

Estas fueron las principales características con que se creó el Banco Central de Chile, el cual comenzó a operar, bajo el régimen de patrón oro, el 11 de enero de 1926.

5. LOS PRIMEROS AÑOS DE OPERACION DEL BANCO CENTRAL (1926-1938)²⁴

Al establecerse el Banco Central, el Gobierno le entregó oro y moneda extranjera por valor de \$ 409,7 millones, y billetes fiscales para ser convertidos en billetes del Banco Central ascendientes a \$ 405,6 millones. La diferencia de \$ 4,1 millones fue parte del aporte del Estado al capital del instituto emisor. Los billetes del Banco Central eran convertibles en oro a una tasa correspondiente al contenido de oro de 6 peniques por cada peso. En consecuencia, el tipo de cambio permaneció en 6 peniques por peso y \$8,25 por dólar entre 1926 y 1931, con sólo pequeñas fluctuaciones entre los "puntos del oro"²⁵.

En primer lugar analizaremos la situación que prevaleció entre 1926 y 1929, es decir, el período previo a la recesión que se inició en 1930.

5.1 El Período Anterior a la Crisis de 1930.

Entre 1926 y 1928 el nivel de precios permaneció prácticamente estable. En este período las reservas de oro y moneda extranjera del Banco Central correspondieron a más del 100% de la emisión (véase el Cuadro Nº 4). Desde 1926 hasta 1930 los préstamos del Banco Central al sector público nunca excedieron el límite legal. Además, los depósitos del Gobierno y sus aportes de capital al Banco Central excedieron los préstamos que éste le otorgó. Esto se explica porque el Gobierno financió sus déficit fundamentalmente a base de préstamos internacionales.

Durante 1926 se produjo una baja en los ingresos fiscales debido a una disminución en las exportaciones desde \$ 1.869 millones en 1925 a \$ 1.644 millones en 1926, y el Gobierno recurrió al crédito externo para financiar el déficit fiscal. En mayo de 1927 asumió la Presidencia el General Ibañez, y preparó un vasto plan de obras públicas para ser desarrollado entre 1928 y 1933. Como consecuencia de esto el gasto público subió en 50% en el período 1928-1929 con respecto al período 1925-1927. La mayor parte del déficit resultante se financió con préstamos externos. Al mismo tiempo se produjo un auge de las exportaciones, las cuales

²⁴Sobre la economía chilena en este período véase Ellsworth (1945), Reynolds (1965), Lüders (1968), Behrman (1976), Schmidt-Hebbel (1978), Toso y Feller (1983), Cortés (1984), Cortés y De la Cuadra (1984), Marfán (1984), Palma (1984), Valdés (1986), Larraín (1987) y Marshall (1991).

²⁵Sobre los "puntos del oro", véase Ossa (1989).

aumentaron de \$1.690 millones en 1927 a \$ 1.963 millones en 1928 y \$ 2.293 millones en 1929.

Cuadro N° 4
Fuentes del Stock de Emisión del Banco Central
(millones de pesos, porcentajes)

Fines de	Operaciones de cambio (oro y monedas extranjeras)	%	Operaciones con el sector público	%	Operaciones con el sector privado	%	Stock de emisión total
1926 (marzo)	462,0	101,2	-17,8	-3,9	12,1	2,7	456,3
1926	550,0	131,5	-121,4	-29,0	-10,5	-2,5	418,1
1927	463,0	114,4	-67,1	-16,6	8,9	2,2	404,8
1928	539,0	118,7	-78,3	-17,2	-6,8	-1,5	453,9
1929	467,0	95,8	-48,5	-9,9	68,8	14,1	487,3
1930	341,0	81,4	-19,0	-4,6	97,0	23,2	419,0
1931	195,0	45,6	172,0	40,1	61,0	14,3	428,0
1932	133,0	16,3	665,0	81,3	20,0	2,4	818,0
1933	168,0	17,8	774,0	81,6	6,0	0,6	948,0
1934	173,0	18,1	776,0	81,9	-1,0	0,0	948,0
1935	154,0	16,1	785,0	81,9	19,0	2,0	958,0
1936	154,0	14,5	824,0	77,9	80,0	7,6	1058,0
1937	160,0	15,1	879,0	82,9	21,0	2,0	1060,0
1938	160,0	13,9	867,0	75,7	119,0	10,4	1146,0

Fuente: Lüders (1968).

El aporte negativo a la emisión se produce cuando el capital y reservas del Banco Central excede sus créditos al sector público y privado.

El superávit de la balanza comercial y el endeudamiento externo del Gobierno resultaron en un aumento de las reservas en 1928 (véase el Cuadro N° 4). Pero estas comenzaron a descender en 1929, como consecuencia de la política fiscal expansiva y de las políticas aplicadas por el Banco Central. En primer lugar, el Banco Central, con acuerdo de la Superintendencia de Bancos, fijó la tasa máxima de

interés de los depósitos bancarios en 1928. Esto, al subir posteriormente la tasa de interés externa, generó una salida de capitales privados en 1929. Además, a fines de 1928 el Banco Central bajó su tasa de redescuento de 6,5% a 6% y en 1929 aumentó fuertemente el crédito al sector privado y también, aunque en forma moderada, al sector público (véase el Cuadro N° 4). Estas políticas expansivas se tradujeron en una disminución de las reservas.

El auge exportador, junto con la política monetaria y la política fiscal expansivas (véase el Cuadro N° 5), significaron que durante 1928 y 1929 se produjo un aumento del producto no sólo en el sector minero, sino que en todos los sectores de la economía. Es decir, el período 1928-1929 fue de auge generalizado (véase el Cuadro N° 6).

Cuadro N° 5
Indice de Gastos en Obras Públicas
(1929 = 100)

Año	Indice	% de variación anual
1928	43,8	
1929	100,0	128,3
1930	142,2	42,2
1931	89,6	-37,0
1932	65,9	-26,5
1933	55,5	-15,8
1934	33,4	-39,8

Fuente: Toso y Feller (1983).

Cuadro N° 6
Indices de Producción Agregada y Sectorial
(1929 = 100)

Año	Agregado	Agricultura	Industria	Minería	Gobierno	Servicios de Utilidad Pública
1925	67,0	70,0	88,4	70,1	-	77,2
1926	68,7	77,8	84,0	66,1	-	81,3
1927	72,9	82,8	84,3	67,4	-	85,4
1928	90,6	98,5	81,7	92,5	80,7	89,7
1929	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1930	89,3	102,4	100,3	73,2	109,8	108,6
1931	74,1	89,7	74,4	54,8	109,4	105,2
1932	54,2	88,3	85,0	30,4	49,5	105,1
1933	63,1	104,2	93,6	40,7	44,2	117,2
1934	76,4	109,0	102,0	62,9	46,0	129,9
1935	81,3	97,1	117,3	69,9	60,9	142,5
1936	82,4	102,4	120,2	69,3	59,0	153,5
1937	96,6	106,4	126,0	97,0	52,7	169,9
1938	92,7	110,3	113,4	87,3	62,4	180,8

Fuente: Ballesteros y Davis (1965)

5.2 El Impacto de la Recesión Mundial en la Economía Chilena.

La crisis que afectó a la economía mundial en 1929 se reflejó en la economía chilena con cierto retraso, pero la profundidad de la recesión fue mayor en Chile que en Estados Unidos. En 1930 se produjo una fuerte disminución del producto del sector minero, con lo cual se inició un período deflacionario que se extendió hasta la caída del Presidente Ibañez y el abandono del patrón oro en julio de 1931²⁶. La crisis en la minería fue causada por una importante caída en los precios y por la disminución en las ventas, debido a las políticas proteccionistas adoptadas en los mercados de destino. La recesión no afectó a los demás sectores de la economía chilena hasta 1931, año en que la minería experimentó otra fuerte caída y la recesión se generalizó (véase el Cuadro N° 6). El nivel de precios se redujo, siguiendo la tendencia de los precios mundiales (véase el Cuadro N° 7).

²⁶Véase Ellsworth (1945) y Marfán (1984).

Cuadro N° 7
Indices de Precios
 (Promedios Anuales. Mayo 1928 = 100)

Año	Indice de precios al por mayor	Indice del costo de la vida en Santiago
1928	102	108
1929	102	109
1930	88	108
1931	80	104
1932	122	113
1933	183	140
1934	181	142
1935	182	145
1936	200	157
1937	240	176
1938	228	184

Fuente: Ellsworth (1945)

La baja en las exportaciones se tradujo en una reducción de las reservas y de la emisión del Banco Central (véanse los Cuadros N° 4 y N° 8). Ante la baja en las reservas, el Banco Central recurrió al instrumento de la tasa de redescuento, de acuerdo a las reglas del patrón oro. La tasa de redescuento estaba en 6% desde octubre de 1928 y se subió a 7% en agosto de 1931. Inicialmente el mecanismo funcionó de acuerdo a lo esperado, porque los bancos comerciales consiguieron créditos en el extranjero en lugar de recurrir al redescuento para obtener reservas. Pero esto sólo funcionó durante poco más de un mes, ya que los créditos externos se suspendieron debido a la crisis bancaria en Estados Unidos²⁷. La tasa de redescuento se subió a 9% en mayo de 1931, sin que se generara un mayor efecto en la cuenta de capital de la balanza de pagos, debido a que después de 1930 se produjo una virtual cesación de los ingresos de capital al país. En consecuencia, los bancos comerciales se vieron obligados a recurrir al redescuento en el Banco Central para evitar la quiebra ante la baja en la emisión, cuya principal causa fue la pérdida de reservas hasta fines

²⁷Véase Valdés (1986).

de 1931²⁸. El alza en la tasa de interés y la baja en los precios y en el producto indujeron una disminución de la oferta monetaria (M1), la cual se redujo de \$1.106 millones en diciembre de 1929 a \$ 730 millones en diciembre de 1931 (véase el Cuadro Nº 9).

Cuadro Nº 8
Indicadores de Comercio Exterior
(Indices 1928 = 100)

Año	Exportaciones físicas	Términos de intercambio	Capacidad para Importar*	Importaciones físicas
1928	100	100	100	100
1929	107	89	95	127
1930	69	93	64	117
1931	64	74	48	62
1932	31	63	19	22
1933	44	56	25	24
1934	70	58	41	33
1935	71	62	44	48
1936	70	68	48	55
1937	102	71	72	62
1938	96	59	56	67

Fuente: Marfán (1984).

*Corresponde al producto de las primeras dos columnas

La baja en el comercio internacional produjo una fuerte reducción en los ingresos fiscales por concepto de impuestos a las exportaciones e importaciones. Los otros ingresos fiscales también disminuyeron. Los gastos fiscales se redujeron, y en 1931 alcanzaban sólo al 62% de los de 1929²⁹. Sin embargo, se generaron importantes déficit fiscales que ya no se podían financiar con créditos externos. No obstante, el déficit fiscal de 1931 se generó mayormente durante el segundo semestre. Así, hasta julio de 1931 el endeudamiento del sector público con el Banco Central no

²⁸Véase Lüders (1968)

²⁹Véase Marfán (1984).

había aumentado significativamente. La difícil situación existente se tradujo en la suspensión del servicio de la deuda externa pública a mediados de julio de 1931.

Cuadro N° 9
Cantidad de Dinero*
(millones de pesos corrientes)

Año	Cantidad de dinero
1928	1057
1929	1106
1930	805
1931	730
1932	1203
1933	1528
1934	1759
1935	1923
1936	2097
1937	2416
1938	2449

Fuente: Ellsworth (1945).

*Es la suma del circulante, depósitos en cuenta corriente y depósitos a la vista de la Caja Nacional de Ahorros. Los valores corresponden a diciembre de cada año

5.3 El Abandono del Patrón Oro y el Período Inflacionario.

Las presiones generadas por la crisis produjeron la caída del Presidente Ibañez el 25 de julio de 1931. El poder fue asumido por un Gobierno Provisional. El 30 de julio se reunió el Congreso en sesión secreta y aprobó una modificación de la ley del Banco Central, lo cual, de hecho, puso fin al patrón oro.

El abandono del patrón oro en medio de la gran crisis que se inició en 1929 fue un fenómeno generalizado en el mundo, por lo cual tiene poco sentido considerar si acaso habría sido posible mantenerlo en Chile. Así, el Reino Unido, que había sido el centro de sistema de patrón oro internacional antes de la primera guerra mundial, y que continuaba siendo muy importante después de ésta, suspendió la

convertibilidad en oro de la libra esterlina en septiembre de 1931. El patrón oro continuó desintegrándose en el mundo, y en abril de 1933, fecha en que abandonó el sistema Estados Unidos, los siguientes países lo habían hecho³⁰ :

- | | | |
|------|---|--|
| 1929 | : | Uruguay, Argentina, Brasil. |
| 1930 | : | Australia, Nueva Zelanda, Venezuela. |
| 1931 | : | México, Inglaterra, Canadá, Chile, India, Suecia, Dinamarca, Noruega, Egipto, Estado Libre de Irlanda, Malaya Británica, Palestina, Austria, Portugal, Finlandia, Bolivia, El Salvador, Japón. |
| 1932 | : | Colombia, Nicaragua, Costa Rica, Grecia, Perú, Ecuador, Siam, Yugoslavia. |
| 1933 | : | Sudafrica, Honduras, Estados Unidos. |

Francia, Italia, Bélgica, Holanda, Polonia y Suiza formaron el "Block del Oro" y mantuvieron dificultosamente el patrón oro hasta 1936, año en que abandonaron el sistema.

La ley Nº 4973 del 30 de julio de 1931 estableció la Comisión de Control de Operaciones de Cambio y puso término, de hecho, al sistema de patrón oro. El control de cambios se reforzó por la ley Nº 5107 del 19 de abril de 1932. Esta ley creó la Comisión de Cambios Internacionales y suspendió oficialmente la convertibilidad del peso. También se estableció que el Presidente del Banco Central podría optar por restablecer la convertibilidad si el Banco acumulase, durante más de tres meses, reservas por sobre el 40% de sus billetes y depósitos sujetos a reservas.

La ley estableció que sólo el Banco Central podría comprar y vender oro y monedas extranjeras. La Comisión de Cambios Internacionales asignaba la moneda extranjera, dando prioridad a los bienes intermedios y a los artículos de primera necesidad. Esta Comisión estaba formada por siete miembros, designados por el Presidente de la República.

Al establecer el control de cambios se creó un sistema con dos paridades cambiarias: un tipo de cambio oficial fijo y un tipo de cambio flexible. El tipo de cambio oficial sólo se aplicaba a las exportaciones de la Gran Minería y a las importaciones del Gobierno. Posteriormente apareció un tercer tipo de cambio "de exportación", que se originó en las exportaciones diferentes a las de la Gran Minería.

³⁰Véase Ossa (1989).

Estos exportadores podían usar sus ingresos en dólares para realizar importaciones, o podían venderlos a los importadores, a un tipo de cambio flexible denominado "de exportación". En consecuencia, en 1932 existían tres tipos de cambio: el oficial, el de exportación y el libre o "negro". Este último tipo de cambio correspondía a las operaciones que no estaban autorizadas³¹. El sistema de tipos de cambio múltiples se fue haciendo más complejo, y en 1938 existían cinco tipos de cambio diferentes (véase el Cuadro Nº 10). Además de los tipos de cambio múltiples se introdujeron numerosas trabas al comercio internacional: mayores aranceles, cuotas, licencias de importación, lista de importaciones permitidas, etc. Esto produjo un cierre importante de la economía, situación que se prolongó por más de cuarenta años.

Cuadro Nº 10
Tipos de Cambio
(pesos por dólar)

Año	Tipo de cambio oficial	Tipo de cambio de exportación	Tipo de cambio libre o negro	Tipo de cambio de compensación	Tipo de cambio de disponibilidades propias
1926	8,25				
1927	8,26				
1928	8,22				
1929	8,25				
1930	8,26				
1931	8,27		11,11		
1932	14,05	33,38	36,10		
1933	13,34	33,03	34,00		
1934	9,64	25,07	24,74	24,10	
1935	19,33	24,27	25,07	24,10	
1936	19,38	26,05	27,86	25,16	
1937	19,37	25,58	26,10	25,18	28,02
1938	19,37	24,97	27,14	25,18	28,27

Fuente: Toso y Feller (1983)

En el segundo semestre de 1931 se aprobaron algunas modificaciones legales para permitir un mayor endeudamiento del sector público con el Banco Central. El

³¹ Véase Behrman (1976).

límite correspondiente se aumentó de 30% a 80% del capital y reservas del Banco Central. También se bajaron las reservas de oro mínimas de 50% a 35%. La fuerte emisión por préstamos al sector público en la segunda mitad de 1931 compensó la contracción producida por la baja de las reservas internacionales (véase el Cuadro Nº 4).

Después de la suspensión de la convertibilidad el Banco Central bajó la tasa de redescuento de 9% a 4,5% en agosto de 1931. Pero el monto de redescuento se redujo porque los bancos comerciales tenían suficientes reservas debido a las emisiones generadas por los préstamos al Gobierno. La tasa de redescuento no se volvió a modificar hasta la década de 1950³².

A comienzos de junio de 1932 fue derrocado el Presidente Montero, que había sido elegido en octubre del año anterior. El pronunciamiento militar estableció una República Socialista, que duraría poco más de tres meses. La recesión había continuado agravándose y la actividad económica alcanzó el nivel más bajo en 1932 (véase el Cuadro Nº 6). La capacidad para importar se redujo a sólo el 19% del nivel existente en 1929 (véase el Cuadro Nº 8). La Junta de Gobierno de la República Socialista dictó varios decretos leyes para aumentar el endeudamiento del sector público con el Banco Central. Pero de inmediato se produjo un choque entre la Junta y el directorio del Banco Central, el cual rechazó un préstamo al Gobierno, aun cuando tenía la facultad legal para realizarlo. La Junta decretó la estatización del Banco Central, pero luego cambió esto por la inclusión de tres nuevos miembros en su directorio, designados por el Gobierno. Sin embargo, la primera Junta de Gobierno fue reemplazada por una nueva Junta, que restableció el directorio original del Banco Central³³. A pesar de esta resistencia inicial, el Banco Central continuó aumentando los créditos al Gobierno. Esto resultó en que la participación de las operaciones del Gobierno en la emisión subió de 40,1% a 81,3% entre 1931 y 1932, y además la emisión total subió de \$ 428 millones a \$ 818 millones en el mismo período (véase el Cuadro Nº 4). Como consecuencia del incremento en la emisión, aumentó fuertemente la oferta monetaria (véase el Cuadro Nº 9) y el nivel de precios (véase el Cuadro Nº 7), pero no se afectó el producto, el cual permaneció a niveles muy deprimidos (véase el Cuadro Nº 6).

³²Véase Lüders (1968).

³³Véase Ellsworth (1945).

5.4 Recuperación y Estabilización.

Después del período de la República Socialista, en la cual se sucedieron varias Juntas de Gobierno, la estabilidad institucional se restableció con la elección de Arturo Alessandri a la Presidencia de la República, hacia fines de 1932.

El Gobierno de Alessandri adoptó el compromiso de mantener una posición fiscal sana y estabilizar el nivel de precios. A comienzos de 1933 Alessandri nombró Presidente del Banco Central a Guillermo Subercaseaux. Poco tiempo después, la prensa publicó una correspondencia del profesor Kemmerer a Subercaseaux, en la cual le expresaba su beneplácito por el nombramiento y su confianza en que se lograría la estabilidad³⁴. Subercaseaux no fue partidario de restablecer el patrón oro para no agravar la recesión, y encaminó sus esfuerzos a generar confianza. De hecho, como ya indicamos, el patrón oro estaba siendo abandonado a través de todo el mundo y es difícil imaginar que Chile lo hubiese restablecido en las circunstancias recesivas prevalecientes.

El nuevo Ministro de Hacienda, Gustavo Ross, equilibró el presupuesto fiscal entre mayo y abril de 1933. Esto fue posible por medio de una baja en el gasto público, un aumento en los impuestos existentes y el establecimiento de un impuesto a las ventas de 5%.

En 1933 se inició una recuperación de los mercados mundiales, lo que afectó favorablemente a las exportaciones chilenas. Esto se reforzó en 1934, año en que comenzó a aumentar no sólo el volumen de las exportaciones, sino que también mejoraron los términos de intercambio. Esta recuperación del sector exportador continuó hasta 1937, y la expansión se extendió también a los demás sectores de la economía (véanse los Cuadros N° 6 y N° 8).

El período 1933 - 1935 fue de estabilidad y los precios permanecieron constantes (véase el Cuadro N° 7). Las operaciones del Banco Central con el sector público se mantuvieron prácticamente fijas a nivel nominal, como consecuencia del equilibrio fiscal (véase el Cuadro N° 4). Las reservas internacionales tampoco experimentaron cambios de importancia, y el stock de emisión permaneció aproximadamente constante entre 1933 y 1935. Sin embargo, la oferta monetaria (M1) experimentó un aumento importante durante el mismo período (véase el Cuadro N° 9). Esto fue el resultado de un crecimiento en las cuentas corrientes bancarias, inducido por la recuperación de la economía, por lo cual no aumentaron los precios.

³⁴Véase Valdés (1986).

Los bancos comerciales usaron sus reservas libres durante el proceso de expansión de sus depósitos³⁵.

En consecuencia, en el período 1933 - 1935 se logró restablecer la estabilidad del nivel de precios a través del equilibrio fiscal, lo que eliminó la financiación de los déficit en el Banco Central. Todo esto se vio favorecido por la recuperación de la economía, como resultado del mejoramiento de las condiciones externas. Durante 1936 y parte de 1937 se produjo un aumento en las precios, aunque no por montos muy importantes (véase el Cuadro N° 7). Pero los precios y el producto bajaron en 1938, como consecuencia de la recesión norteamericana que se reflejó en la economía nacional.

El período 1933 - 1938 fue, en general, un período de estabilidad en los precios y de recuperación de la actividad. El Banco Central logró restablecer el control monetario, que se había perdido después del abandono del patrón oro. Al suspenderse la convertibilidad y establecerse un sistema de tipos de cambio múltiples, el Banco Central ya no se vio sujeto a la disciplina de una moneda convertible. Tampoco existía una limitación a base de una regla legal de conducta monetaria, del tipo propuesto por Friedman³⁶. La recuperación de la estabilidad, bajo un sistema de dinero fiduciario con tipos de cambio múltiples, fue consecuencia del compromiso compartido por las autoridades fiscales y monetarias para impedir la inflación. Esto fue en gran medida determinado por las personalidades y la aveniencia entre Gustavo Ross y Guillermo Subercaseaux, Ministro de Hacienda y Presidente del Banco Central, respectivamente, durante el período de recuperación y estabilización.

³⁵La Ley general de bancos de 1925 estableció un encaje de 20% y 8% para los depósitos a la vista y a plazo de los bancos comerciales, respectivamente.

³⁶Sobre las reglas legales de conducta monetaria, véase Ossa (1991).

6. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La oferta monetaria en el Chile colonial sólo incluía monedas de oro y de plata. Este sistema bimetálico era monopolizado por la Real Corona.

Los bancos comerciales aparecieron hacia la década de 1850, dando origen a la emisión de billetes convertibles en monedas de oro y de plata. El sistema bimetálico fue abandonado en 1895, cuando se adoptó el patrón oro, de acuerdo con la tendencia mundial.

Durante el período transcurrido desde que se dictó la primera Ley de Bancos (1860) y la creación del Banco Central (1925), la convertibilidad de los billetes en metálico se mantuvo por pocos años: entre 1860 y 1865, desde 1866 a 1878, y entre 1895 y 1898. Sin embargo, cuando se suspendía la convertibilidad siempre se indicaba que en el futuro se volvería a establecer.

A pesar de que existían diferentes billetes emitidos por cada uno de los bancos comerciales había unificación monetaria, en el sentido de que todos los billetes eran convertibles en metal y entre sí a una tasa fija y unitaria (a la par). Esto era posible porque existían limitaciones legales a la emisión de billetes y, además, porque el Estado recibía la mayor parte de los billetes bancarios a la par por el pago de contribuciones y otras deudas. Esto último fue el resultado de que el Estado se involucró tempranamente en el proceso de emisión, obteniendo préstamos de los bancos en 1865 y en 1878, a cambio del privilegio de que sus billetes serían recibidos a la par en los pagos de deudas con el Estado.

Además de la emisión de billetes bancarios, se hicieron importantes emisiones fiscales durante la Guerra del Pacífico y la Guerra Civil de 1891. Al suspenderse el patrón oro en 1898 se prohibió la emisión de billetes por parte de los bancos comerciales, y la emisión de billetes fue monopolizada por el Estado, situación que persiste hasta el presente. El Estado realizó importantes emisiones a comienzos del siglo XX, pero la inflación resultante desprestigió a los partidarios del papel moneda "abundante y barato" ("papeleros"). Por un tiempo la única fuente de emisión fue la Caja de Emisión, que emitía billetes fiscales contra depósitos en oro. Sin embargo, posteriormente comenzaron a emitirse vales de tesorería de curso forzoso, que eran una forma disimulada de papel moneda.

Al establecerse el Banco Central se otorgó a esta institución el monopolio de la emisión de billetes. Pero se buscó establecer un control sobre la conducta monetaria del instituto emisor a través de dos mecanismos. En primer lugar, se restableció la convertibilidad de los billetes en oro. En segundo término, en el directorio del Banco Central se incluyeron representantes del Gobierno y de diferentes

sectores de la economía, con lo que se buscó establecer un cierto equilibrio que evitase el control de la institución por algún sector determinado.

Desde la puesta en marcha del Banco Central hasta la crisis de 1930 el sistema de patrón oro operó sin problemas. El nivel de precios permaneció estable y los préstamos del Banco Central al Gobierno no excedieron el límite legal. El Gobierno se endeudó en el exterior y siguió una política fiscal expansiva. El Banco Central también aplicó una política monetaria expansiva hacia fines de la década. Estas políticas, junto con una situación de auge en el sector exportador, significaron un aumento del producto en todos los sectores de la economía.

La crisis de 1930 afectó profundamente a Chile y se tradujo en el abandono del patrón oro y el establecimiento del control de cambios en julio de 1931. Es difícil imaginar que Chile se hubiese podido mantener dentro del patrón oro, ya que la crisis produjo el abandono de este sistema en todo el mundo. El período de inestabilidad política en 1932, junto con la muy difícil situación económica, generaron presiones sobre el Banco Central que éste no pudo resistir. La existencia de un patrón fiduciario junto con la ampliación de los límites legales para préstamos al Gobierno, resultaron en importantes emisiones por operaciones con el fisco. El resultado fue una importante inflación.

En 1933 se equilibró el presupuesto. Posteriormente se estabilizó la emisión y el nivel de precios. En esto fueron muy importantes la recuperación de la situación externa y la similitud de criterios que existió entre el Ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central. Así, aun bajo un sistema de dinero fiduciario con tipos de cambios múltiples, el Banco Central mantuvo una política monetaria que permitió restablecer y mantener la estabilidad en el período 1933-1938.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Ballesteros, M.A. y T.E. Davis (1965), "El Crecimiento de la Producción y el Empleo en Sectores Básicos de la Economía Chilena", Cuadernos de Economía Nº 7.
- Behrens, R. (1985), Los Bancos e Instituciones Financieras en la Historia Económica de Chile, Tesis Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Behrman, J.R. (1976), Chile. Foreign Trade Regimes and Economic Development, National Bureau of Economic Research.
- Cortés, H. (1984), "Lecciones del Pasado. Recesiones Económicas en Chile 1926-1982", Cuadernos de Economía Nº 63.
- Cortés, H. y S. De la Cuadra (1984), "Recesiones Económicas, Crisis Cambiarias y Ciclos Inflacionarios en Chile, 1926-1982", mimeo, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- De la Cuadra, S., S. Valdés y D. Wisecarver (1988), "Supervisión Bancaria, Anticipación de Problemas y Alternativas de Acción", volúmenes I, II y III, mimeo, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Drake, P.W. (1984), "La Misión Kemmerer en Chile: Consejeros Norteamericanos, Estabilización y Endeudamiento, 1925-1932", Cuadernos de Historia, Universidad de Chile.
- Eichengreen, B. (1989), "House Calls of the Money Doctor: The Kemmerer Missions in South America, 1923-1931", en G. Calvo, R. Findlay, P. Kouri y J. Braga de Macedo (eds.), Debt Stabilization and Development, Basil Blackwell.
- Ellsworth, P.T. (1945), Chile. An Economy in Transition, The Macmillan Company.
- Espinoza, R. (1913), La Reforma Bancaria y Monetaria de Chile, Imprenta Barcelona.
- Fetter, F.W. (1937), La Inflación Monetaria en Chile, Universidad de Chile.
- Friedman, M. (1990), "Bimetallism Revisited", Journal of Economic Perspectives.
- Gorton, G. (1985), "Clearing Houses and the Origin of Central Banking in the United States", Journal of Economic History.
- Gorton, G. y D.J. Mullineaux (1987), "The Joint Production of Confidence: Endogenous Regulation and Nineteenth Century Commercial Bank Clearing Houses", Journal of Money, Credit and Banking.
- Hirschman, A.O. (1963), Journeys Towards Progress: Studies in Economic Policy Making in Latin America, Twentieth Century Fund.
- Kemmerer, E.W. (1926), "Chile Returns to the Gold Standard", Journal of Political Economy.

- Kemmerer, D. L. (1983), "El Banco Central de Chile en el Período 1925-1950", en Estudios Monetarios VIII, Banco Central de Chile.
- Larraín, F.J. (1987), Algunas Causas del Crecimiento del Estado en Chile Durante el Ciclo del Salitre 1880 - 1932, Tesis, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- Lüders, R. (1968), A Monetary History of Chile 1925 - 1958, Tesis, Universidad de Chicago.
- Mamalakís, M. (1983), Historical Statistics of Chile, Vol IV, Yale University Press.
- Marfán, M. (1984), "Políticas Reactivadoras y Recesión Externa: Chile 1928-1938", Colección Estudios de Cieplan Nº 12.
- Marshall, J. (1989), "¿Independencia o Autonomía del Banco Central?", Cuadernos de Economía Nº 77.
- Marshall, J. (1991), Banco Central: Concepto, Evolución, Objetivos, Universidad de Chile.
- Ossa, F. (1989), Economía Monetaria Internacional, Ediciones Universidad Católica.
- Ossa, F. (1991), Dinero y Sistemas Monetarios Alternativos, mimeo.
- Palma, G. (1984), "Chile 1914-1935: de Economía Exportadora a Sustitutiva de Importaciones", Colección Estudios de Cieplan Nº 12.
- Reynolds, C.W. (1965), "Development Problems of an Export Economy. The Case of Chile and Copper", en M. Mamalakís y C.W. Reynolds, Essays on the Chilean Economy, Richard D. Irwin Inc.
- Ross, A. (1911), Chile 1851-1910. Sesenta Años de Cuestiones Monetarias, Financieras y Problemas Bancarios, Imprenta Inglesa, Valparaíso.
- Santelices, R. (1900), Bancos de Emisión, Imprenta Nacional.
- Schmidt- Hebbel, K. (1978), Un Análisis Teórico del Comportamiento de las Reservas Internacionales, del Producto y de los Precios. Aplicación a la Economía Chilena en el Período 1926 - 1931, Tesis, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- Seidel, R.N. (1972), "American Reformers Abroad: The Kemmerer Missions in South America, 1923-1931", Journal of Economic History.
- Subercaseaux, G. (1920), El Sistema Monetario y la Organización Bancaria de Chile, Soc. Impr. y Lit. Universo.
- Toso, R. y A. Feller (1983), "La Crisis Económica de la Década del Treinta en Chile: Lecciones de una Experiencia", Documentos de Investigación Nº 21, Banco Central de Chile.
- Valdés, S. (1986), Depression, Disinflation and Recovery in Chile 1930 - 1934, Essay III, Tesis, MIT.

