

## Oscilación de los cambios y depreciación de la moneda en Chile

POR

RAUL SIMON

- 0) Advertencia preliminar
- 1) Fuentes de recursos en el caso de una crisis fiscal
- 2) Medida del valor de la moneda
- 3) Efectos del papel moneda en el cambio internacional. Casos de cambio
- 4) Valores de la moneda y el cambio en Chile antes de la gran guerra
- 5) La moneda y el cambio en los años de la gran guerra
- 6) Expectativas

### ADVERTENCIA PRELIMINAR.

Hasta hace poco (Reforma del Plan de Enseñanza en la Escuela de Ingeniería) los estudios de carácter económico no figuraban en la preparación del ingeniero. Sin embargo, en la vida práctica, la fase económica y particularmente monetaria de cada obra o problema de ingeniería es tanto o más importante que la parte técnica de la obra misma.

Por otra parte, el porvenir de la ingeniería está principalmente ligado al desarrollo de las Obras Públicas (puertos, ferrocarriles, caminos, etc.) y éstas a la situación financiera del Estado. Por lo tanto, ningún ingeniero debe desconocer la situación financiera de su país, ni meros la evolución del valor de la moneda, que es la medida de todos los valores. Igualmente, sólo del estudio de las condiciones y fenómenos económicos generales y locales se puede deducir si una obra de ingeniería es o no realizable.

Los fenómenos económicos son en sí mismos de un fácil conocimiento. Por lo general se reducen a la aplicación consciente de pocas y determinadas leyes. El resto corresponde al sentido común y a la *selección de los datos estadísticos*.

El presente estudio,—que pudiera parecer original y extraño respecto de la índole general de los demás trabajos publicados en los *Anales del Instituto de Ingenieros*, y que sólo se reduce a la exposición lógica de datos de fácil obtención—, tiene por objeto presentar en toda su *científica* sencillez el, a primera vista complicado, problema de los cambios internacionales,

### 1) FUENTES DE RECURSOS EN EL CASO DE UNA CRISIS FISCAL.

El primer efecto de las crisis fiscales se traduce siempre en depreciación de la moneda. Ello es lógico. Cuando un gobierno se encuentra con un déficit en su ejercicio financiero, o bien cuando necesidades imprevistas exigen un desembolso extraordinario de dinero, se le ofrecen en general tres fuentes de recursos. Ellas son:

- 1) El aumento de los impuestos;
- 2) Los empréstitos externos o internos;
- 3) La emisión de papel moneda.

Según cual sea la capacidad o energía financiera del gobierno será la fuente de recursos que se escoja. Así, la reciente guerra europea fué especialmente financiada: en Inglaterra por el impuesto, en Francia por el empréstito, en los Imperios Centrales por la emisión. El efecto de cada uno de estos métodos predominantes puede observarse en la depreciación de las monedas respectivas: de 30% en Inglaterra; de 50% en Francia y depreciación casi total en Alemania, Austria y Polonia.

El impuesto—que lógicamente debería ser el método preferido—no siempre es fácil de aplicar. Se requiere para ello energía, previsión y conocimiento de la capacidad tributaria del país. El empréstito es difícil de obtener, sobre todo en los casos en que la situación económica del país aparece peligrosa. Por lo menos se puede decir que existe un límite para el crédito que corresponde a cada gobierno. La emisión de papel moneda, en cambio, no exige esfuerzo financiero de ninguna especie, ni tampoco energía de gobierno, ni menos conocimiento de la situación tributaria del país. Respecto del impuesto tiene la aparente ventaja de no ser una carga sobre el contribuyente, por lo menos en el primer momento. Respecto del empréstito presenta la otra ventaja de no necesitar un crédito exterior ni un examen de la solvencia del Estado solicitante. Además no se paga interés, y su amortización o conversión puede ser de plazo ilimitado. Finalmente, es también ilimitada la cifra de la emisión. Esto explica por qué razón los malos gobiernos resuelven sus crisis financieras con emisiones de papel moneda.

## 2) MEDIDA DEL VALOR DE LA MONEDA.

Cuando un país tiene en circulación moneda de oro, la moneda posee un valor intrínseco, un valor propio que se mide por el valor de la cantidad de oro en ella contenida. Siendo ahora el valor del oro prácticamente constante al través de los años (en realidad varía en algo de acuerdo con la mayor o menor producción de oro) el valor de los productos o manufacturas expresados en moneda de oro sólo varía de acuerdo con las leyes de oferta y de demanda y con el costo de producción. No interviene, pues, en su valor, el valor de la moneda.

Pero desde el momento en que la moneda de oro se reemplaza por papel, desaparece el valor intrínseco de ella. Si no fuera porque el billete es de *curso forzoso*, y si a su emisión no estuviera ligada una fe innata en las promesas del Estado, el papel nada valdría. Sin embargo, en los casos en que la esperanza de conversión metálica se aleja definitivamente, y en que el desorden de la Hacienda Pública va exigiendo cada vez nuevas emisiones de papel, éste termina finalmente por depreciarse casi en absoluto. Tal fué el caso de los *green backs*, emitidos en Estados Unidos durante la guerra de Separación. De los *asignados* franceses durante la Revolución; del billete inglés en las guerras Napoleónicas; del rublo ruso, del marco polonés, de la corona austriaca, en la guerra actual; de casi todos los países sudamericanos en los últimos cincuenta años; y tal será, por último, el caso del peso nuestro si una reforma en nuestro régimen de Hacienda Pública no nos detiene en la pendiente financiera en que venimos descendiendo.

Dejando un lado los fenómenos de cambio internacional, que analizaremos más adelante, la depreciación de la moneda fiduciaria se mide por el alza de los valores adquiridos por su intermedio. En otros países se mide el valor de la moneda por medio de los *index-numbers* (números indicadores) utilizados por primera vez en Inglaterra por Sauerbeck, y hoy de uso general en las estadísticas económicas de todos los países (excepto Chile y otras naciones en que no se efectúan verdaderos estudios económicos). Los números indicadores calculan el costo medio de la vida, deduciendo un precio medio de cierto número de artículos (60 más o menos) a cada uno de los cuales se aplica un coeficiente que revela su importancia en el consumo. Así, calculado el número índice para un cierto número de años, se llega a obtener una verdadera escala de medida del valor de la moneda, o, recíprocamente, del costo de la vida.

En Alemania, por ejemplo, los números índices señalan una variación máxima

de 100 a 121 en los 20 años anteriores a la guerra, y de 100 a 1520 desde 1914 a 1921, indicando este último incremento la elevación del costo de la vida en relación con la depreciación de la moneda, el marco. (El número índice se elevará todavía más en aquel país, puesto que la depreciación interna de la moneda es posterior a su depreciación externa, pero tiende fatalmente a igualarla en un plazo determinado). J. Maynard Keynes, en un estudio reciente destinado a la Conferencia de Génova, ha calculado la depreciación externa de la moneda alemana en tres veces su depreciación interna.

El cuadro que sigue, tomado del Cours de Science de Finances de Gaston Géze, profesor de la Universidad de París, señala el crecimiento de los números índices en Francia, Inglaterra, Italia y Estados Unidos.

Año	Francia (Estadística)	Inglaterra (Sauerbeck)	Italia (Bachi)	Estados Unidos (Dunn)
1901	100	100	100	100
1914	116,8	117,5	100	112,5
1915	163,7	145,8	162,4	117,4
1916	228,8	202,7	260,5	152
1917	315,2	240	378,3	202,3
1918	401,8	266,1	517,2	218,5
1919	406,9	287,1	437,5	223,6

Para Chile se tendría los valores siguientes, referidos al año 1913 como número de base:

Años	Números índices	Años	Números índices
1913	100	1918	131
1914	106	1919	145
1915	114	1920	160
1916	115	1921	165
1917	123	1922	165

L'Illustration Economique et Financiers, en su número correspondiente al 29 de Octubre de 1921, reproduce el siguiente cuadro de números índices:

#### Indice de precios en Febrero de 1921

1914=100

Alemania	1 520	Francia	410
Australia	184	Italia	573
Austria	8 918	Noruega	334
Bélgica	493	Países Bajos	193

Puede señalarse la normalidad alcanzada en los años 21 y 22 por la permanencia del valor de los índices (1).

3) EFECTOS DEL PAPEL MONEDA EN EL CAMBIO INTERNACIONAL.

El *cambio* es la equivalencia de la moneda de un país en la moneda de otro país. Según los sistemas monetarios que se comparen, pueden existir, entre otros, los siguientes casos principales de cambio:

- a) Cambio entre países de moneda de oro;
- b) Cambio entre países con moneda de oro y otro con moneda de plata;
- c) Cambio entre países con moneda de papel;
- d) Cambio entre un país con moneda de oro y un país con moneda de papel.

En el caso primero estarían Inglaterra, Francia, Estados Unidos, Italia, Argentina, Austria, Rusia, antes de la guerra.

En el segundo la India con los países no obrados, igualmente antes de la guerra.

En el tercero Alemania, Francia, Chile, Italia y otros, después de la guerra.

En el cuarto Estados Unidos con Chile y con casi todos los demás países después de la guerra.

En lo que a nosotros respecta, sólo interesa analizar los casos primero y último.

a) *Cambio entre países de moneda de oro.* En este caso no existe propiamente problema de cambio. Para los saldos internacionales se tiene entonces dos formas de pago. Una es la compra y venta de letras y la otra el transporte del oro.

Siendo el cambio a oro la equivalencia entre los pesos en oro de la moneda de

---

Canadá.....	190	Inglaterra.....	263
Dinamarca.....	276	Suecia.....	86
España.....	189	Suiza.....	230
EE. UU.....	169	(Agregado: Chile).....	165
Finlandia.....	1 174		

Es preciso considerar la relatividad de estas cifras puesto que no siempre se sigue el mismo método en la agrupación de los artículos cotizados—como su nombre lo advierte,—estos son únicamente números **indicativos** de la tendencia de los precios.

(1) Los valores que corresponden a Chile han sido recientemente calculados por el señor Alberto Edwards, Director de la Oficina Nacional de Estadística, en un estudio que está reproducido en los *Anales*,

los dos países, basta para efectuar el pago el transporte, desde el país deudor, de un cierto número de monedas de oro que contenga un peso de oro equivalente al contenido en la suma adeudada, en moneda del país acreedor. Evidentemente, como el transporte del oro exige un cierto gasto y además un seguro, convendría adquirir para el pago una letra por la suma equivalente a la adeudada. Pero, en caso de demanda excesiva de letras para estos fines, y premio de las mismas, no podrá pagarse por cada letra una cantidad de dinero mayor que la que asume la deuda, más el valor del transporte del oro.

Es por esto que el cambio en los países de moneda de oro no oscila hasta más allá del valor del transporte del oro. Ese límite es lo que se denomina *Gold point*.

El Balance de Pagos, según sea favorable o adverso a un determinado país, no produce jamás en estos casos una depreciación o valorización de la moneda que pase del *gold point*. Si el balance es favorable entra oro al país. Si desfavorable sale. Así, pues, en un régimen metálico el encaje de oro en el país aumenta o disminuye. Pero la moneda, que tiene valor propio, queda sensiblemente constante.

En este caso estaban, antes de la guerra, Estados Unidos, Inglaterra, Francia, España, Italia, Alemania, Austria, Rusia, Argentina, y casi todos los países, excepto algunos americanos y entre ellos nosotros.

b) *Cambio entre un país con moneda de oro y otro país con moneda papel.*—Era este el caso nuestro, antes de la guerra, con casi todos las demás naciones. Y el mismo será el caso a medida que esos países resuelvan su crisis financiera y vuelvan a su situación normal.

En el país de moneda de oro no interviene, como hemos dichos, el *Balance de Pagos* en el valor de la moneda.

En el país de moneda de papel no pueden hacerse pagos al exterior sin la adquisición de *letras*, o de oro extranjero, para su transporte al país acreedor. Interviene en este caso en forma principal el saldo del Balance de Pagos.

Ante todo conviene definir lo que se llama Balance de Pagos.

Se sabe que un país—considerado en conjunto—produce o vende, y consume o compra. En otros términos lleva una cuenta de *Debe y Haber*.

En el *Haber* anota lo que recibe, es decir, el valor de la exportación, de los empréstitos contratados en el exterior, las partidas invisibles invertidas por el extranjero en el país (estadía de naves, sueldos de diplomáticos, gastos de viajeros, capitales iniciales de sociedades extranjeras establecidas en el país, etc.)

En el *Debe* anota lo que entrega o paga, es decir, el valor de la importación, el

servicio de amortización de los empréstitos y las partidas invisibles invertidas por chilenos en el extranjero (estadía de viajeros chilenos en otros países, gastos de diplomáticos, utilidades de compañías extranjeras establecidas en el país, etc.)

El *saldo* puede ser favorable. En ese caso el conjunto de países extranjeros compra moneda papel al país favorecido y entonces esta moneda se valoriza.

El *saldo* puede ser desfavorable y entonces el país de moneda papel debe comprar oro que paga con papel. En tal caso esta última moneda se deprecia.

Comercialmente, el *saldo* se traduce en una compra (saldo desfavorable) de letras y una oferta de letras (saldo favorable).

Para calcular ahora el valor del saldo, es necesario prescindir de las partidas invisibles, ya que éstas no se consignan en las estadísticas. Por lo demás, estas partidas son relativamente pequeñas comparadas con los demás sumandos del Balance de Pagos (importación, exportación, contratación de empréstitos y servicio de los mismos). En adelante, al hablar del Balance de Pagos consideraremos sólo esta acepción restringida de su significado verdadero.

El Balance de Pagos determina así la fluctuación de la moneda papel y de su efecto sobre el cambio.

Pero no debe olvidarse la valorización o depreciación interna de la moneda que resulta de la reducción o inflación de la moneda papel. Como la valorización o depreciación interna de la moneda tiene pronto su influencia en el exterior, resulta entonces de efecto superior al del Balance de Pagos la política financiera del Estado.

La ley del equilibrio económico (un país no puede, durante un período largo, comprar más de lo que vende) obliga a establecer saldos parciales de signo alternativo los cuales producirían un saldo total nulo en un cierto número de años. Ello equivaldría a decir que a un saldo desfavorable corresponde al cabo de cierto tiempo un saldo favorable. En otras palabras, el *Balance de Pagos es causa de las oscilaciones del cambio* pero no de una depreciación continuada de la moneda.

Una depreciación sostenida, como la nuestra, debe tener una causa permanente que no es otra que el aumento continuo del circulante fiduciario.

#### 4) VALORES DE LA MONEDA Y EL CAMBIO EN CHILE.

El caso de nuestra moneda y cambios internacionales es la más clara confirmación de las leyes económicas que hemos citado.

Primariamente sólo tuvimos en circulación moneda metálica de oro y plata.

El primitivo valor de nuestro peso fué de 48 d.

Una ley muy conocida (Ley Gresham) dice que cuando hay dos monedas de distinto valor intrínseco, la de menor valor desplaza a la moneda de mayor valor.

He ros advertido que nosotros teníamos en circulación moneda de oro y plata, calculadas en su ley de fijo según cierta relación entre el distinto valor de un mismo peso de ambos metales.

Se produjo la baja mundial del valor de la plata. Entonces resultó que un peso plata valía intrínsecamente menos que un peso oro, siendo que ambas monedas tenían igual curso legal. Y así como hoy, cuando se acuñan *chauchas* chicas desaparecen las *chauchas grandes*, entonces desaparecieron los pesos oro.

Quedaron, pues, en circulación los pesos plata, los cuales estaban depreciados por razón de la baja de la plata.

Así, un *peso plata* que valía primitivamente 48 peniques llegó a valer:

Año 1872.....	46 peniques
1873.....	45
1874.....	45
1875.....	44
1876.....	41
1877.....	42
1878.....	39

(contribuyó también a esta depreciación la cantidad excesiva de *billetes bancarios* en circulación)

En 1879, para subvenir a los gastos de la guerra del Pacífico, se emitió por primera vez papel moneda fiscal (12 millones). Las emisiones continuaron sucediéndose y la moneda continuó paulatinamente depreciándose. Así, se tuvo, de cinco en cinco años:

Año	Millones papel moneda fiscal en circulación efectiva	Cambio medio en d.\$.
(1879)	12 (inicial)	33
1880	19	30,8
1885	16,6	25,4
1890	20,8	24,0
(1894)	33,3	12,5

En 1895 se hizo una conversión metálica a 18 d. y el cambio se mantuvo hasta 1898 por sobre los 17 d. Una crisis producida en 1898, y una falta de stock de oro fiscal, obligó de nuevo a emitir papel moneda y el valor del peso cayó bruscamente a 13 peniques.

A partir de esa fecha hemos vivido en pleno régimen de inflación monetaria.

Las cifras que siguen, señalan, de 5 en 5 años el valor del papel moneda en circulación y el cambio medio.

<u>Años</u>	<u>Millones papel moneda fiscal en circulación</u>	<u>Cambio medio d/\$</u>
1900	50,7	16,8
1905	80,6	15,6
1910	150,2	10,7
1914	224,9	8,9

#### 5) LA MONEDA Y EL CAMBIO EN LOS AÑOS DE LA GUERRA.

En los años de la guerra se mantuvieron las emisiones. Hubo sin embargo una cierta reducción en los primeros años. Las cifras respectivas son las que siguen, referidas al 31 de Diciembre de cada año:

<u>Años</u>	<u>Millones papel moneda</u>	<u>Cambio medio anual</u>
1914	224,9	8,9
1915	177,7	8,2
1916	178,9	9,4
1917	186,1	12,7
1918	227,6	14,6
1919	250,7	10,6
1920	302,8	12,0
1921	320	8,0

Conviene advertir que hemos considerado en este caso períodos de tiempo relativamente cortos (un año) y en los cuales se han producido oscilaciones positivas y negativas del cambio. Ello proviene del efecto circunstancial del Balance de Pagos, de efecto más intenso en este caso, por cuanto la guerra ha producido alteraciones extraordinarias en las cifras determinantes del Balance de Pagos.

Tenemos, en primer lugar, el diferente valor de las exportaciones de salitre. Así, se ha tenido en esos años las siguientes cifras aproximadas del valor de la exportación salitrera, en pesos oro de 18 d.

<u>Años</u>	<u>Toneladas exportadas</u>	<u>Valor de la exportación</u>
1913	2,7 millones	315 mill. oro de 18 d.
1914	1,8	212
1915	2,0	233
1916	2,9	338
1917	2,7	478
1918	2,9	510
1919	0,8	98
1920	2,7	527
1921	1,1	246

Nótese el alto valor de la exportación salitrera en los años 17, 18 y 20, así como la crisis de exportación en los años 19 y 21.

Siendo, ahora, dominante el salitre en el valor de nuestra exportación, la variación del total de las exportaciones sigue sensiblemente las variaciones de la demanda de salitre.

Los valores siguientes comparan las sumas de las exportaciones con las importaciones, para deducir de ellas el *Balance Aduanero*, que es una de las partidas del *Balance de Pagos*. Se dan las cifras hasta el año 1921, inclusive, que es el último del cual la Oficina de Estadística ha proporcionado datos completos y definitivos:

<u>Años</u>	<u>Exportación en millones oro 18 d.</u>	<u>Importación y millones oro 18 d.</u>
1913	396	329
1914	299	269
1915	327	153
1916	513	222
1917	712	355
1918	763	436
1919	301	401
1920	778	455
1921	444	381

(Pueden compararse estas cifras con las anteriores del salitre y deducir la influencia predominante de este producto en el valor total de las exportaciones).

La diferencia entre exportaciones e importaciones nos da el *Saldo del Balance Aduanero*. Para tener el *Saldo del Balance* de Pagos será preciso considerar además los empréstitos contratados, sus servicios anuales, y las partidas invisibles. Despreciando estas últimas (su cuantía es pequeña y además no se consignan en las estadísticas) se llega a los siguientes saldos del Balance de Pagos, que determinan los cambios medios anuales que se anotan. (El signo + corresponde a saldos positivos—alza de cambio—. El signo — a la inversa).

Año	Saldo del Balance de Pagos millones oro 18 d.	Cambio medio anual en d/\$
1913	+ 37	9,7
1914	0	8,96
1915	+ 144	8,25
1916	+ 261	9,46
1917	+ 327	12,73
1918	+ 298	14,92
1919	— 139	10,59
1920	+ 285	12,31
1921	54,5	8,08

Puede deducirse de estas cifras que en cada ocasión que desaparece el saldo favorable de la balanza de pagos se produce una baja del cambio. Inversamente, el saldo favorable mejora el cambio. Así, el año 18 el saldo fué favorable y el peso llegó a valer 14 peniques. El año 19 disminuyó la exportación de salitre, el saldo fué desfavorable y el cambio bajó a 10 peniques. En 1920 volvió a crecer la exportación salitrera, el saldo fué favorable y el cambio subió a 12 peniques.

En el año 1921, la disminución de las exportaciones ha traído el cambio a 8 peniques.

## 6) EXPECTATIVAS.

Pero la ley del equilibrio económico ha empezado a actuar reduciendo las importaciones. Por otra parte, el Pool de Salitre se va lentamente realizando, al mismo tiempo que la igualdad entre la depreciación interna y externa de las monedas

europas valoriza los abonos artificiales. Todo permite asegurar que en el segundo semestre del año en curso la industria del salitre chileno podrá renacer con la reanudación de las demandas. Igual resurgimiento se ha producido ya respecto de la producción de cobre.

El Saldo del Balance de Pagos podrá, pues, en el curso del presente año, mejorarse. Ello traería un mejoramiento en el cambio internacional, marcando una oscilación favorable en la curva general de la depreciación.

Desgraciadamente la situación de la Hacienda Pública aparece tan crítica como antes. Si bien una reducción de las importaciones favorece el Balance de Pagos, produciendo una oscilación ascendente en la curva de los cambios, provoca por la inversa una reducción de las entradas del Estado incrementando el déficit fiscal.

El presupuesto de 1922 ha sido aprobado por la Comisión Mixta con un déficit inicial de 70 millones de pesos en billetes (recargo de 150% para el oro), suponiendo todavía que la exportación salitrera sufre 1 380 000 toneladas, cifra que nada hace creer sea alcanzada. Si admitimos—lo que no es imposible—que la exportación de salitre alcance en realidad a la mitad de la cifra supuesta, agregaría ros al déficit inicial de 70 millones en billetes la disminución de los derechos aduaneros de exportación, con lo cual el déficit total de la Hacienda Pública se elevaría a una cifra próxima de los 130 millones en billetes (con 150% de recargo sobre el oro).

Para saldar este déficit el Estado se verá obligado a recurrir al impuesto y al empréstito interno o externo. Se comprende que el impuesto no podrá de inmediato saldar el déficit. El gobierno ha propuesto, desde hace años, leyes de impuesto cuyo producto calcula en 40 millones en billetes. Pero esas leyes no han sido todavía despachadas, y si lo fueran, no alcanzarían a producir un efecto apreciable en el año en curso. El déficit de 1922 será saldado seguramente en igual forma que el déficit de 1921 (273 millones en billetes, de los cuales 136 corresponden a 1921 y 137 a 1919 y 1920), suponiendo en ambos casos un recargo de 150% para el oro). Como se sabe, se recurrió únicamente al empréstito, colocando una parte en el país y otra parte en el exterior.

Si el déficit de 1922 se salda con empréstito externo, se tendrá un factor favorable en el Balance de Pagos, que se tornará en seguida desfavorablemente con el mayor aumento en el servicio de la Deuda Externa.

Si se salda con empréstito interno y si este se traduce en emisión de Vales del Tesoro y aumento de circulación fiduciaria, se tendrá, independientemente del Balance de Pagos, un nuevo efecto de la causa antigua y permanente de depreciación de la moneda.

En resumen, mientras un mejoramiento en el régimen de Hacienda Pública no aumente la cuota del impuesto en el total de entradas del Estado, el empréstito o la emisión llenarán siempre el defecto de entradas fiscales. La moneda continuará sujeta a la ley general de su descenso marcando el Balance de Pagos sólo alternativas oscilaciones circunstanciales de su valor de cambio.

Se comprende que la fijación del valor de la moneda sea una necesidad simultánea con la normalidad de los gastos y entradas del Estado. Solo en este último caso es prudente la conversión de los billetes fiscales por medio de una Caja Central o Banco de Emisión, que transforme los billetes fiscales en billetes bancarios convertibles a oro. El Ministro de Hacienda señor Claro Lastarria ha enunciado en Mayo último su propósito de crear un Banco de Emisión como parte de un plan financiero de reorganización de la Hacienda Pública y de fijación del valor de la moneda

---