

Contribución a la Semana de la Moneda

POR

RAUL SIMÓN

New York, Agosto 25 de 1924

Señor Francisco Mardones

Santiago de Chile

Estimado amigo:

He leído su estudio publicado en *La Nación*, relativo a la estabilización de la moneda.

Ha expuesto Ud. con su matemática y profesional claridad, las causas generales de la depresión de nuestra moneda en relación con el Balance de Pagos Internacionales.

Si se denomina A la suma de nuestros débitos y B la suma de nuestros créditos, el saldo de nuestro Balance de Pagos será, naturalmente, $A-B$. Este valor puede ser positivo o negativo. En caso de ser positivo (se recibe más de lo que se paga) la moneda se valoriza. En caso de ser negativo (se paga más de lo que se recibe) la moneda se deprecia.

Este razonamiento lleva lógicamente a la conclusión de que el mejor medio de valorizar la moneda es obtener saldos positivos. O sea, aumentar la exportación y disminuir la importación. Esto es verdad, pero no es todo. Mejor dicho, es verdad

solo en el LIMITADO CAMPO DE INFLUENCIA—tanto en causa como en efecto—que Ud. ha atribuido a la moneda. Hay algo más que eso, y Ud. me permitirá que amplíe su preciso estudio con algunas consideraciones diferentes.

I.—EL BALANCE DE PAGOS ENTRE DOS PAÍSES CON MONEDA DE ORO

En las líneas siguientes denominaremos:

(A)—Suma de todos los pagos y salidas de dinero al exterior.

(B)—Suma de todos los pagos y entradas de dinero en el país.

(S).—El saldo positivo o negativo que se obtiene de los dos sumandos anteriores.

Cuando en un país existe moneda de oro y también lo existe en los demás países, y se tiene además la libre importación y exportación del oro, no se presentan realmente los fenómenos de cambio. Cuando el valor de (S) es positivo entra oro al país. Cuando (S) es negativo, sale oro del país. El cambio externo se transforma en cambio interno. La moneda no varía con el cambio, pero varía en su poder adquisitivo interno. Si durante varios años (S) es negativo, sale oro del país; se restringe la circulación monetaria; se reduce el crédito; aumenta el tipo de interés; crece el valor relativo del oro y disminuye, también relativamente, el costo de la vida. La demanda por los depósitos se acumula en los Bancos y se produce la inevitable crisis monetaria y financiera.

Por la inversa, si durante varios años (S) es positivo, entra oro en el país; aumenta la circulación; disminuye el tipo de interés; se facilitan los créditos y se produce el *boom* en los negocios; el oro disminuye en su valor relativo a la vida, también relativamente, se encarece. Los salarios se aumentan y la producción se dificulta. La crisis se produce de nuevo por falta de exportación en relación con los nuevos costos.

El valor de (S) puede ser igual a cero, en correspondencia con igualdad entre créditos y débitos. En tal caso no habrá fluctuaciones monetarias y el "standar" de oro permanecería entonces invariable.

Pero es lo común que (S) sea, alternativamente, positivo y negativo. Es decir, siempre habrá fluctuaciones en el valor de oro en el país. En tal caso no habrá variaciones del cambio interno, pero habrá variaciones en el valor adquisitivo interno. O sea, el "standard" de oro no es el sistema monetario perfecto. *Carece de la elasticidad necesaria para anular o regular las perturbaciones económicas.*

II.—EL BALANCE DE PAGOS ENTRE UN PAÍS CON MONEDA INSTABLE Y UN PAÍS CON MONEDA ESTABLE

No he considerado otros casos de cambio internacional—como entre varios, el que relaciona dos países, ambos de moneda instable—para entrar de lleno a la situación ofrecida por el problema nuestro.

Hemos visto que, para el país con moneda de oro o moneda estable, no existen problemas de cambio internacional (salvo el límite reducido del "gold point"). Sólo interesa, por consiguiente, analizar la situación del país que ofrece una moneda de carácter instable.

Interviene en este caso el signo del valor (S), designación atribuida al Saldo del Balance de Pagos Internacionales.

Si (S) es negativo, es necesario cancelar con la moneda corriente ese valor. En este caso, (S) pertenece a poseedores extranjeros y es necesario adquirir, para la cancelación de (S), monedas extranjeras, o, generalmente, *letras*. Cualquiera que sea, procedimiento de pago, equivale a adquirir *oro con billete*, o sea, a depreciar el billete. Por consiguiente, mientras (S) sea negativo habrá depreciación persistente de la moneda.

Si (S) es positivo, el valor de (S) pertenece a acreedores nacionales y su cancelación equivale, en definitiva, a adquirir billetes nacionales con oro o letras extranjeras. Naturalmente, el billete se valoriza. Si (S) fuera siempre positivo, la moneda billete seguiría continuamente valorizándose y *siempre que el volumen de billetes en circulación no aumentase en cantidad*. Pero los valores de (S) no pueden ser siempre negativos ni positivos. Son alternativamente positivos y negativos y ello provoca alteraciones positivas y negativas del cambio externo.

III.—CAUSAS DE DESVALORIZACIÓN AJENAS AL BALANCE DE PAGOS

Pero la moneda inestable, por su origen, presenta causas de desvalorización que actúan simultáneamente con el saldo (S) del Balance de Pagos.

En realidad, como ya lo hemos dicho, el más elemental sentido común advierte que (S) no puede ser siempre positivo, ni siempre negativo. O sea, que un país no puede permanentemente gastar más de lo que recibe, ni recibir más de lo que entrega. Ello sería contrario a la ley general del equilibrio económico que asegura la vida comercial a las naciones. Puede un país, en un escaso número de años, exportar más de lo que importa. Pero pronto la riqueza acumulada lo impulsará a efectuar nuevas importaciones o gastos de dinero al exterior. Por la inversa, si un país mantuviera, durante varios años consecutivos, un saldo desfavorable en su balance, primero perdería los saldos anteriores favorables de su Balance de Pagos y en seguida necesitaría ir realizando su riqueza pública y privada. Por otra parte, la misma fluctuación del cambio se encarga de reducir las importaciones y los gastos de dinero en países extranjeros.

En resumen, puede decirse que, *en un cierto período, la suma de los (S) positivos debe ser igual a la suma de los (S) negativos.* Esto equivale a decir que, dentro de ese mismo período, *el término medio del cambio internacional debería permanecer constante.*

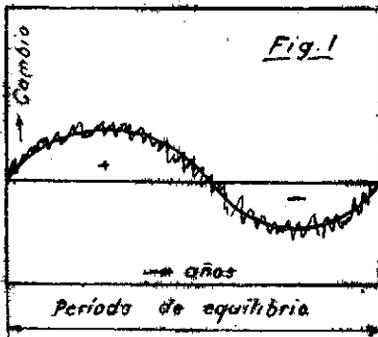
Representada analíticamente en la *fig. 1.* la curva del cambio, ella corresponderá a una curva sinusoidal con su eje paralelo a la línea de los años. El saldo del Balance de Pagos Internacionales explica, en consecuencia, *la oscilación del valor de la moneda, pero no su depreciación continua.*

IV.—CAUSAS DE DESVALORIZACIÓN AJENAS AL BALANCE DE PAGOS,

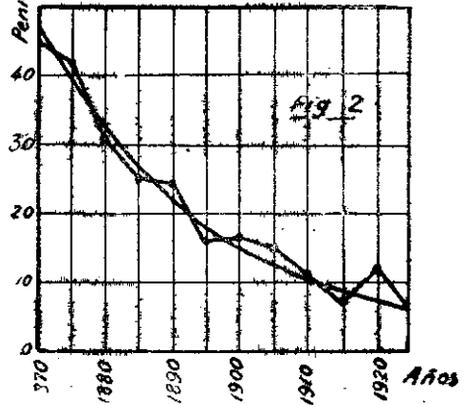
EL CASO DE CHILE

Si se traslada a un gráfico la curva de la depreciación de la moneda en Chile, y si se toma el período de años que corresponde a la caída de los 48 a los 6 peniques. (1872 a 1922), *Fig. 2.* se puede observar dos características generales bien precisas:

*Efecto aislado del
Balance de Pagos*



*Grafico del Cambio
en Chile*



- 1.º Que la curva sigue oscilaciones alternativas positivas y negativas.
- 2.º Que el eje de la curva sigue una inclinación general que empieza en 47 peniques y termina en 6 peniques.

La primera característica es fácil de explicar por los signos alternativos de (\$), saldo del Balance de Pagos, los cuales han actuado en cada momento por el hecho de ejercer sus efectos sobre moneda de papel no convertible.

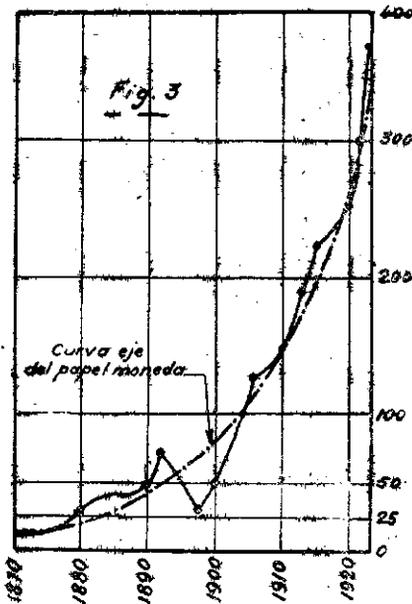
La segunda característica no es explicable por el Balance de Pagos. En efecto, la curva de la fig. 2. abarca un período de medio siglo, en el cual no es concebible suponer que el país se haya estado empobreciendo por medio de la cancelación de saldos continuamente desfavorables del Balance de Pagos. Si eso hubiese acontecido, no existiría hoy día ningún capital público, ni privado, en manos de poseedores nacionales.

Es aquí donde conviene introducir la causa verdadera de la depreciación de la moneda, causa que se debe *superponer* a la del Balance de Pagos y que no siempre se considera en su efecto verdadero sobre el cambio. Dicha causa, como se ha comprobado, no puede ser otra que el papel moneda de curso forzoso.

El papel moneda de curso forzoso no es moneda y no vale sino por el curso forzoso que le impone la ley. Su efecto no es crear moneda, no es crear valores, no es crear oro. En teoría y en práctica equivale a subdividir la moneda existente, ya que la aumenta en cantidad y no en valor. Ahora bien, una moneda que se subdivide baja de valor en cantidad proporcional a esa misma subdivisión. Por ejemplo: en un país circulan cien millones de monedas de oro de valor de un dólar cada una. Todas las transacciones internas y externas del país se efectúan con esos cien mi-

liones. Pero el Gobierno, por cualquier motivo, emite cien millones de papel moneda sin convertirlos en oro. En tal caso habrá en el país 200 millones para atender a necesidades que valen cien millones. Aparte de eso, los 200 millones no valen, ante el exterior, más que los 100 millones en oro que existían en el momento anterior a la emisión. Puede todavía el Gobierno guardar en arcas fiscales cualquiera reserva metálica en oro. Pero, como en el hecho, esa reserva no circula, ni el billete es convertible con esa reserva, ella hace el mismo papel que si, en definitiva, no existiera. En resumen, los 200 millones valen 100 millones oro, o sea, cincuenta centavos oro cada uno.

*Curva del papel moneda
en circulación
en millones moneda corriente*

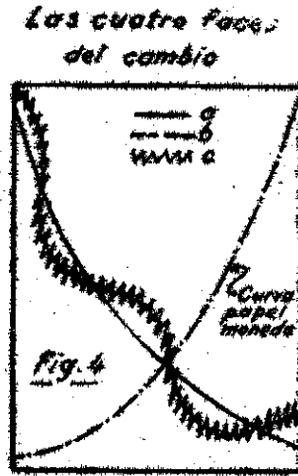


La emisión de papel en Chile ha seguido una curva correlativa con la depreciación en el valor de la moneda. Ello se demuestra observando los gráficos 2 y 3. La circulación monetaria inconvertible empieza con 12 millones en 1789 (antes existían billetes bancarios por valor de 14 millones; los cuales subsistieron hasta 1897) alcanza a 392 millones en 1920 y llegará en 1924 a cerca de 400 millones con la emisión proyectada de Vales del Tesoro.

Estos 400 millones, agregados al circulante existente en Chile no valen nada, absolutamente nada. El Fondo de Conversión tampoco les atribuye valor real, pues ese fondo no representa, en el hecho, función monetaria alguna. En resumen, el caso nuestro equivale prácticamente al de una emisión inconvertible con incrementos sucesivos.

V.—LAS TRES FASES DEL CAMBIO

La fig. 4 resume, en líneas teóricas generales, los hechos establecidos en las figs. 1, 2 y 3, explicados en los títulos II, III y IV de este estudio.



Ella permite apreciar la existencia de tres efectos graduales y sucesivos sobre el cambio. Ellos son:

Línea a.—La depreciación continua de la moneda provocada por el incremento también continuo del volumen de papel moneda inconvertible.

Línea b.—Las oscilaciones periódicas y alternativas en más y en menos sobre la línea general de depreciación, provocadas por la existencia de saldos alternativos en nuestro Balance de Pagos Internacionales.

Línea c.—Las oscilaciones circunstanciales provocadas dentro de un mismo

periodo por razones de especulación o por desigual repartición del saldo del Balance de Pagos dentro de un período.

La existencia de estas tres causas y sus efectos puede sensiblemente apreciarse formando la curva de valores del cambio en Chile a partir de la fecha de existencia del papel moneda inconvertible.

La *fig. 2*, aunque dibujada a escala reducida y con valores de cinco en cinco años, 'permite comprobar, con la realidad de los hechos,' las teorías enunciadas.

VI.—LAS TRES SOLUCIONES AL PROBLEMA DEL CAMBIO

Para tres causas deben existir, naturalmente, tres soluciones.

Causa a.—Para evitar la oscilación continua de la moneda es necesario convertirla a oro. Para evitar su depreciación es necesario detener las emisiones. En el *título I* hemos advertido que la circulación libre del oro no es un sistema monetario que ofrezca la elasticidad necesaria que requieren la industria, la producción y los negocios. Asimismo, no ofrece a las organizaciones bancarias expedientes de emergencia. La solución más general, y la seguida por *todos los países*—incluso Estados Unidos e Inglaterra— que poseen una verdadera organización bancaria y monetaria, es la existencia simultánea del oro y de billetes, con mayores o menores facilidades para la circulación interna del oro.

La conversión se efectúa así, *permanentemente*, por medio de un Banco Central. El sistema permite aumentar la moneda circulante sin necesidad de depreciarla. Basta para ello mantener una cierta relación entre el encaje y los billetes. Esa proporción depende de diversas condiciones y es, por lo mismo, diferente en la mayoría de los países. Así, en Inglaterra y Francia era de ciento por ciento antes de la guerra. En Alemania de treinta por ciento antes de la guerra y se consulta el mismo treinta por ciento en el Banco Central del Plan Dawes. El Banco de la República en Colombia, el más nuevo de los Bancos Centrales en servicio en Sud-América, ha fijado una reserva de sesenta por ciento. En general, la experiencia no recomienda un límite inferior a treinta por ciento y un máximo superior a ciento por ciento es estimado innecesario.

Causa b.—Para evitar balances de Pagos negativos, los cuales una vez estable-

cido el Banco Central, no alterarían el cambio pero provocarían salida de oro o la obtención de créditos externos, es necesario aumentar la producción, favorecer la exportación y restringir la importación. Es aquí donde debe intervenir la fórmula de, *producir más y consumir menos*". A esto debe agregarse que, precisamente, lo que más reclaman nuestras actividades productoras e industriales es una *moneda estable* que les permita asegurar sus créditos y precios.

Causa c.—Las oscilaciones circunstanciales de nuestro cambio dependen de la variación irregular en las cantidades de letras pedidas u ofrecidas o, lo que es lo mismo, de la distribución irregular, dentro de un periodo, del Saldo del Balance de Pagos. Esta causa queda de hecho eliminada por la intervención del Banco Central.

Las tres causas que provocan las oscilaciones del cambio pueden ser evitadas por el Banco Central, siempre que las condiciones para su establecimiento sean favorables.

Esas condiciones son:

1.º Que el Banco Central pueda disponer de un "stock" de oro suficiente para recoger la emisión de billetes fiscales en circulación y reemplazarlos por billetes bancarios convertibles bajo la responsabilidad del Banco.

2.º Que el valor real de la moneda en el momento de recogerse la emisión no corresponda a un valor circunstancialmente elevado que obligue en seguida, para mantenerlo, a una salida de oro.

3.º Que el derecho de emisión sea abandonado por el Gobierno en favor del Banco Central.

4.º Que los préstamos del Banco Central al Gobierno sean limitados a un máximo compatibles con la seguridad del Banco, condición que equivale a la existencia de presupuestos financiados, o, en su defecto, de un buen crédito fiscal externo al cual acudir en caso de emergencia.

5.º Que el "stock" de oro del Banco Central sea suficiente para resistir un período de Balance de Pagos Internacionales desfavorable.

VII.—EL BANCO CENTRAL. POSIBILIDADES DE ESTABLECIMIENTO

Respecto de la condición 1.^a. La actual emisión, que sumará luego, aproximadamente, 350 millones en billetes, necesitará un encaje de oro variable entre 30% y 100%. Si nos ponemos en el caso más desfavorable, o sea, en el del máximo superior, se necesitaría un encaje de 350 millones de oro. A razón de 7 peniques por peso, el fondo de Conversión de 114 millones oro de 18 que guarda el Estado en la Casa de Moneda permitiría formar un "stock" de 294 millones de pesos oro de 7 peniques. La relación de conversión sería entonces de 85%. Al no realizarse la emisión proyectada de 110 millones en billetes—propuesta para saldar el actual déficit fiscal—la relación de conversión pasaría de 100%. Finalmente, si, como se ha hecho en los nuevos Bancos Centrales de Colombia y del Perú—organizados al estilo del Federal Reserve Bank de los EE. UU.—se pide también la contribución de los bancos privados y del público para la formación del capital en oro del Banco Central, que se puede asegurar que disponemos de *oro en exceso* para la formación del Banco y realizar el "Gold Exchange Standard".

Respecto de la condición 2.^a—El valor real de la moneda—entre 7 y 6 peniques—es el más bajo alcanzado, en un período apreciable, por la curva del cambio en Chile. O sea, es este el mejor momento para efectuar la conversión.

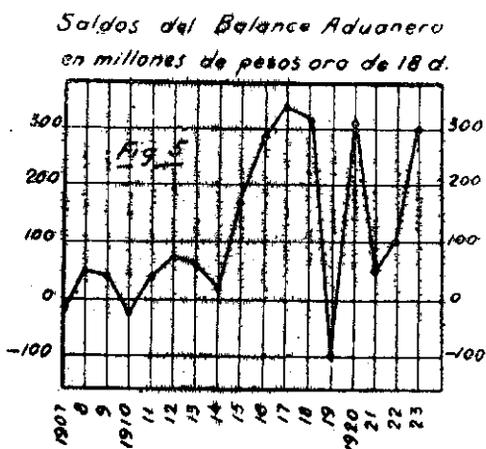
Respecto de la condición 3.^a—Debe ser esta la condición primera por establecer en la ley Orgánica del Banco Central.

Respecto de la condición 4.^a—Esta condición también debe establecerse en la ley Orgánica. La estabilidad de la Hacienda Pública, por otra parte, aparece ya prácticamente fundada en las nuevas leyes tributarias. Por lo demás, el último balance no señala incremento apreciable en el déficit de 100 millones en billetes arrastrado por varios años.

Respecto de la condición 5.^a—Determinar la salida de oro (o la garantía contra un crédito en Bancos Extranjeros) necesaria para no desvalorizar el cambio en caso de un Balance de Pagos desfavorables, es un problema de solución incierta. Nunca se puede saber en cuánto difiere el Balance de Pagos del Balance Aduanero. Pero se puede aceptar el paralelismo de las curvas respectivas y la influencia predominan-

te del Balance Aduanero respecto de los demás factores que completan el Balance de Pagos Internacionales.

Analizando la situación de nuestro Balance Aduanero desde 1913 a 1923 (fig. 5), puede observarse que la diferencia mayor entre los saldos corresponde a la crisis salitrera de 1919 y 1921, en relación con una oportunidad que tal vez nunca vuelva a repetirse en la historia económica mundial. La diferencia de saldos entre el año 18 y el 19 pasó de 400 millones oro de 18 peniques y su efecto sobre el cambio no habría podido ser soportado por ningún Banco Central establecido justamente el año anterior a la misma crisis.



Pero ese mismo ejemplo nos lleva a comprobar la periodicidad de las oscilaciones alternativas del Balance Aduanero. En efecto, si suponemos el Banco Central fundado el año 13, antes de soportar la crisis del año 19 habría recibido los efectos favorables de los años 15, 16, 17 y 18, los cuales habrían permitido afrontar la crisis "de compensación" producida al terminar el período de "boom".

De la misma manera el gráfico señala crecimientos favorables del saldo aduanero a partir de 1922, los cuales tienen el carácter de compensación de la crisis de 1919. Finalmente, es lógico suponer que esos saldos favorables se acentúen en los años próximos, en primer término por la reducción de las importaciones que seguirá al alza de los aranceles aduaneros y en segundo, por la misma depreciación actual de la moneda que, de hecho, impide la salida de dinero al exterior, ya sea en concepto de importaciones o de gastos invisibles.

La situación actual de nuestro comercio exterior aparece, pues, favorable para la formación del Banco Central.

Supuesta, ahora alcanzada la normalidad comercial de los años anteriores a la guerra, y adoptando como ejemplo el período comprendido entre los años 7 al 13, puede observarse en el gráfico citado que los saldos aduaneros sólo ocasionalmente presentan caídas mayores de 50 millones oro de 18 peniques, y que, normalmente, las diferencias en los saldos fluctúan entre diez y veinte millones oro, cantidad susceptible de ser soportada por cualquier Banco Central, sobre todo si se toma en consideración que esas caídas son siempre en compensación de acumulaciones favorables anteriores.

El gráfico de la *fig. 5* señala una observación importante. Ella es el mayor valor de los saldos aduaneros favorables a partir de 1922 que en los años anteriores a 1913. Ello se debe a que, por el aumento del servicio de la Deuda Pública Externa y por el mayor servicio de capitales extranjeros invertidos en el país, se requiere un mayor saldo aduanero favorable para compensar las "partidas invisibles" de salidas de dinero al exterior. La necesidad de cubrir esas partidas de pagos "invisibles" es lo que hace que, a pesar del saldo aduanero favorable de 300 millones de oro en 1923, el cambio se haya mantenido depreciado.

CONCLUSIÓN

He tratado, en estas líneas, de demostrar que la obtención de Saldos Favorables en nuestro Balance de Pagos Internacionales no es todo para la solución de nuestro problema monetario. Tan importante como un Saldo Favorable en una moneda convertible y, por lo tanto, un Banco Central que se encargue de convertirla. Naturalmente, se trata del caso de un Banco que disponga de un "stock" de oro suficiente para recoger las emisiones en vigencia de papel moneda de curso forzoso. Ello equivale a emplear nuestros fondos de conversión en el objeto a que realmente han sido destinados. La existencia simultánea de un Banco Central y de los Fondos de Conversión—sin correlación entre ambos—no será, por consiguiente, la solución de nuestro problema monetario.

New York, 28 de Agosto de 1924.

