



ARTÍCULOS

## El sistema monetario de Peru (tercera parte)

Bruno Moll y Emilio G. Barreto

Revista de Economía y Estadística, Primera Época, Vol. 4, No. 3 (1942): 3° Trimestre, pp. 326-363.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3129>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: [rev\\_eco\\_estad@eco.unc.edu.ar](mailto:rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar)

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

### Cómo citar este documento:

Moll, B. y Barreto E. (1942). El sistema monetario de Peru (tercera parte). *Revista de Economía y Estadística*, Primera Época, Vol. 4, No. 3 (1942): 3° Trimestre, pp. 326-363.

Disponible en: [<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3129>](http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3129)

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>

### III. PARTE GENERAL: EL REGIMEN MONETARIO EN EL PERU

SUMARIO: 1) El régimen de hoy y el Metalismo. — 2) Plan del trabajo: Los pilares del sistema monetario según el plan de Kemmerer. — 3) El encaje legal. — 4) La conversión. — 5) La obligación de comprar oro y divisas. La estabilización estatal del precio del oro. — 6) Relaciones entre el Banco Central y el Gobierno. — 7) Resumen: El sistema monetario según el plan de Kemmerer y la realidad. — 8) Crítica del proyecto de Kemmerer. — 9) Las causas de la depreciación monetaria en Perú. *Anexo*: Tablas. — 10) Actuales problemas monetarios: a) ¿Estabilización a otro tipo? b) ¿Introducción de otro sistema monetario? c) ¿Embargo del oro producido en el país? d) ¿Financiamiento de una mayor parte de los gastos públicos irrentables por el camino de la tributación?

#### 1 — El Régimen de hoy y el Metalismo.

En el Perú existe desde años un régimen de papel moneda inconvertible que ha sufrido cierta depreciación. Sin embargo, revelan las publicaciones oficiales de este país que en la mente de las autoridades vive todavía el “metalismo” ortodoxo. Así lo demuestra la tabla del “Régimen monetario del Perú” (por ejemplo, Enero de 1942, página 25) contenida en el “Boletín del Banco Central de Reserva del Perú”, únicamente con datos que se refieren a la técnica de las monedas acuñadas y de papel, como lo son la aleación, el diámetro y peso, la longitud y anchura, mientras que el único criterio de que el régimen vigente no es un sistema metálico

normial se presenta por la definición de la unidad monetaria, como “el sol de oro *sin acuñar*” etc. Si es cierto que esta tabla nos da el punto de partida necesario también para averiguar el régimen monetario actual, sin embargo, no representa en el fondo más que esta primera base *histórica*, no diciendo nada sobre el estado actual. Y los billetes, aún los novísimos, presentan la inscripción: “Banco Central de Reserva del Perú pagará al Portador 10 Soles de oro de acuerdo con la ley N<sup>o</sup>. 7137” —aunque este mismo banco no ha pagado, desde hace diez años, oro al portador del billete, aunque legalmente, desde hace diez años no está *obligado* a hacerlo, y aunque hoy no lo *podría*, sin perder pronto todo su tesoro de oro, antes de haber redimido toda la cantidad de billetes que podría presentarse para canjear.

¿Porqué se mantiene, pues, esta promesa que no se cumple ni puede cumplirse? Porque las autoridades del país todavía no quieren reconocer con toda claridad, que el billete de hoy ya no es el billete de 1931 y que el sol de hoy no puede ser el “Sol de Oro” de 1931. Y además, porque viven con la silenciosa concepción metalista, de que la moneda metálica es la única moneda verdadera y que todo papel moneda genuino es una anomalía lamentable.

Pero el resumen histórico ha demostrado como poco a poco el valor de la unidad monetaria, medido en la cantidad de oro, representada por ella, ha disminuído cada vez más. El sol peruano, antes del año 1930 igual a 48 centavos del dólar americano de la antigua “ley”, corresponde hoy a no más de 15 centavos del dólar actual o a 8 1/2 centavos del antiguo dólar. El régimen monetario sugerido por la misión Kemmerer e introducido en 1931 fué una combinación de “Gold-Exchange-Standard” y de “Gold Bullion Standard” o sistema del núcleo áureo. El régimen actual se caracteriza como un papel moneda inconvertible, dirigido de vez en cuando por ciertas medidas que van en el sentido de un control

de cambios parcial y extra-oficial (1) y —lo mismo que el régimen monetario de muchos otros países— un papel moneda degenerado, encontrándose, sin embargo, en la primera etapa de degeneración.

## 2— Plan del trabajo. Los pilares del sistema monetario según el plan de Kemmerer.

Vamos a explicar en primer término cómo el sistema monetario peruano debió ser según la concepción de la reforma de 1931 (Misión Kemmerer), y después cómo se ha desarrollado en la realidad.

Dejando de lado todos los puntos de segundo orden, los *pilares* del sistema, como debió ser, según la idea de la reforma de Kemmerer, son: prescripciones sobre el respaldo de la emisión y de los depósitos, prescripciones sobre la convertibilidad, sobre la obligación del Banco Central de comprar oro y divisas, y sobre la restricción de los créditos que pueden otorgarse al Gobierno.

---

(1) Se ha anotado que la comprensión oficial en el Perú es que no existe control de cambios ninguno en este país. Y es cierto que las autoridades peruanas, con orgullo y con razón, pudieron señalar que en los años 1930-39 el Perú fué el único país de Sud América que no tenía control de cambios. Sin embargo, me parece que la obligación que el experto tiene frente a la ciencia y a la verdad le prohíbe cambiar y embellecer la terminología para conseguir un resultado preconcebido. Es cierto que el procedimiento que se observa ahora en el Perú poco tiene que hacer con el control de cambios de Alemania y otras formas rigurosas de esta política. Sin embargo, se trata del comienzo de una centralización de las divisas, las que se entregan “voluntariamente” al Banco Central por las grandes empresas, a precio prescripto autoritariamente, mientras que por lo demás la compra y venta de divisas, oro y otros valores hasta ahora (Abril de 1942) ha permanecido libre.

### 3 — El Encaje Legal.

El capítulo VIII de la ley orgánica (2) trata del “encaje legal”. *El encaje mínimo* del Banco Central debió ser, según esta prescripción, del 50 % del conjunto de sus billetes en circulación y de sus depósitos. Este encaje puede componerse de oro en barras o monedas, incluyéndose el oro guardado en custodia en el extranjero en bancos acreditados; depósitos pagaderos en oro o su equivalente, a la vista en bancos acreditados en Nueva York o Londres; aceptaciones bancarias acreditadas a plazos no mayores de noventa días que sean fácilmente negociables en países que mantengan el patrón de oro, etc. en cantidad no mayor de 1/5 del encaje normal mínimo; y monedas de plata peruanas, hasta la décima parte del encaje legal mínimo.

Sin embargo, se permite al Banco Central, *reducir* el encaje a cantidad menor que el mínimo normal legal, estando el Banco sujeto en tal caso a una contribución sobre el déficit en el encaje legal que será impuesta por el Superintendente de Bancos. Esta contribución será, por ejemplo, de 2 % al año sobre el déficit medio diario, si el encaje legal se reduce a menos del 50 %, pero no a menos del 45 %. Si el encaje se reduce a menos del 35 %, la contribución será a razón de 12 % al año sobre el déficit total por debajo de 50 %, imponiéndose una contribución adicional de 1 1/2 % al año sobre cada por ciento de reducción media diaria del encaje legal por debajo del 35 %. (Además contenía la ley original, emitida según el plan de Kemmerer, ciertas prescripciones con el fin de poner a salvo, en casos de reducción del encaje mínimo, un *déscuento* mínimo).

Pero la primera precaución o sea la contribución sobre la reducción del encaje, se ha suspendido en varios casos por

(2) Artículos 67 a 71 de la Ley orgánica, edición de 1932, artículos 61 a 63, de la edición de 1942.

leyes especiales, eliminándose así un freno importante frente a la posible inflación (por ejemplo: Ley N.º. 8518, del 22 de Marzo de 1937, Ley N.º. 8612 del 1.º de Enero de 1938 y otras).

Para el período de *inconvertibilidad* (desde 1932) se determinó (ley 7538, N.º. 29 de los artículos transitorios) que el *billete* del Banco Central de Reserva del Perú no puede tener una garantía en oro menor del 50 % mientras que *antes* el encaje se refirió expresamente al conjunto de sus *billetes* en circulación y *depósitos* (3).

Durante el año 1938 se ha abolido *virtualmente* también esta previsión, como lo demuestran los balances del Banco Central (4).

#### 4 — La Conversión.

El segundo punto de importancia para el sistema monetario, fuera del *encaje*, es la *convertibilidad* del billete. Subsiste la creencia de que el sentido propio del encaje parece ser el de asegurar la *conversión*. Sin embargo, es evidente que también en tiempos de *inconvertibilidad* el encaje mantiene su transcendencia como instrumento para regular la *cantidad* del circulante, para dar medios de pago al comercio de importación, para *estabilizar* la moneda, y para pagar los últimos saldos de la balanza de pagos. Así, la importancia del encaje mínimo no termina con la introducción de la *inconvertibilidad*.

Además de varias prescripciones detalladas que se refie-

(3) Sin embargo este punto es discutido. Hay varias interpretaciones. Véase el Boletín del Banco Central de R. del Perú, Agosto de 1932.

(4) La ficción de que el billete está respaldado todavía hoy por lo menos con el 50 % se mantiene solamente por evaluación del oro con el precio actual de S. o. 7,05 o sea con el precio que tiene el oro en la moneda ya bastante depreciada. Véanse, sin embargo, las observaciones contenidas en el párrafo 6 de este trabajo.

ren al canje de billetes antiguos; de billetes de otras denominaciones y de la entrega de moneda fraccionaria por billetes, el Banco Central de Reserva tenía que redimir a la vista sus billetes, según su propia elección:

a) en barras de oro y monedas de oro peruanas o extranjeras,

b) en giros a la vista sobre Nueva York o Londres, pagaderos en oro o su equivalente y girados contra fondos depositados en bancos acreditados, ubicados en dichas ciudades.

Sin embargo, esta obligación de redimir billetes por oro o giros, se ha suspendido por el artículo 26 de la ley N<sup>o</sup>. 7538 en el año 1932, introduciéndose la inconvertibilidad (5).

Adviértase que el Banco tenía la *elección* si quería redimir los billetes en oro puro, en monedas de oro o en giros. Así teníamos teórica y propiamente, un conjunto o mezcla del “gold bullion standard” (barras), “gold coin standard” (monedas) (6) y “gold exchange standard” (giros).

Esta composición del sistema monetario de tres elementos distintos no es una rara anomalía, sino que se encuentra en muchas leyes bancarias de esta época (1931), por ejemplo, de Alemania y muchos pequeños estados de Europa. Prácticamente, parece, sin embargo, que el canje en *giros* fue la forma preferida, siendo escasa la circulación de monedas de oro peruanas (Motivos, pág. 86). Y por eso se puede denominar todo el sistema de “Gold Exchange Standard” como lo hizo la misión Kemmerer en sus “Motivos” (Proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú, etc., Lima, 1931, pág. 88 etc.). La diferencia con un patrón de oro “clásico” (Gold coin standard) es que nadie podía *obligar* al Banco Central a entregarle *monedas peruanas acuñadas* de oro por billetes.

Es interesante que la misión Kemmerer, en sus motivos

(5) Véase el resumen histórico.

(6) Sin embargo casi no circularon monedas acuñadas de oro.

(pág. 89) se sirve de un argumento dudoso, diciendo que “el Banco generalmente encontrará más ventajoso mantener en el exterior la mayor parte de su encaje de oro”, pues “el oro que el banco guarda en sus propias bóvedas *no* le rinde intereses, mientras que el que tiene depositado en los centros financieros extranjeros rinde intereses”. Sin embargo, desde el punto de vista más objetivo me parece que una reserva áurea que se encuentra en el *extranjero* es menos *segura*, en el caso de complicaciones internacionales como lo son las guerras y en el caso de devaluaciones, etc. (7), punto de vista mucho más importante que la cuestión subalterna de la pérdida eventual de intereses.

#### 5 — La obligación de comprar oro y divisas. La estabilización estatal del precio del oro.

¿No parecerá una ofensa contra la mente y cultura de los lectores, explicarles los elementos de la teoría monetaria, como lo son la teoría cuantitativa y de la circulación, teorías que nos señalan el funcionamiento automático —en el patrón oro internacional— de los movimientos del oro y de las monedas, como la regularización del valor monetario y de los precios por el camino del comercio exterior? ¿No serán banqueros y economistas la mayor parte de nuestros lectores? Sin embargo, hay un problema tan fundamental, y que se expone con tan poca exactitud en la mayoría de los tratados y monografías, que no huelga explicarlo. Este es el problema de la estabilización del precio del oro.

1) En el *patrón de oro puro* el automatismo es perfecto —al menos para la teoría. Se establece por la legislación estatal, un precio de oro fijo, una vez por todas, por ejemplo, 6,0185

(7) Véase la consideración detenida de este punto en mi libro “La Moneda”, Lima, 1938, pág. 192-194.



gramos de oro fino igual a 10 soles peruanos (ley 6746 del 11.2.1930). Es entonces tarea de los órganos de la economía monetaria mantener este precio. La casa de moneda —siempre en el patrón de oro propio, como ya no existe— tiene que acuñar en monedas peruanas según esta relación toda cantidad de oro que se le ofrezca. Y el mecanismo funciona de la siguiente manera: Cuando el precio del oro *sube en el mercado libre*, es ventajoso para los banqueros y los traficantes en oro, *fundir* monedas acuñadas, con el fin de vender el oro puro al precio más ventajoso del mercado libre y con la consecuencia de que finalmente, con el aumento de la oferta, el precio baje. Pero cuando el precio del oro tiene la tendencia a bajar más allá del nivel fijado por la legislación, siempre es posible llevar el oro a la casa de moneda con el fin de acuñarlo *al precio establecido* por la ley, una vez por todas, de manera que, a la larga, el precio del oro no puede estar bajo el nivel establecido. Así, en el patrón oro, se estabiliza casi mecánicamente el precio del oro por las instituciones de la acuñación y de la circulación y por el “egoísmo económico” de los banqueros y traficantes del oro.

2) ¿Cómo funciona el mecanismo cuando interviene un *Banco Central*, que emite billetes convertibles en oro — o sea en el caso más frecuente del patrón de oro *histórico*? El mecanismo es el mismo con la siguiente particularidad: En caso de que el precio del oro suba, se puede, además de hacer fundir monedas que se sustraen de la circulación, presentar billetes al Banco Central para su redención, con el fin de fundir también las monedas que se reciben. Y en caso de que el precio del oro baje, se puede vender oro puro al Banco Central, el que, con el fin de estabilizar el precio del oro, tiene la obligación de comprarlo siempre al precio establecido. Así, esta obligación del Banco Central es un elemento indispensable de la estabilización del precio del oro. Huelga decir que la estabilización del precio del *metal* no es una finali-

dad en sí, sino que sirve a la estabilización de la *moneda* y con ello al último fin ideal de la política monetaria, o sea, una cierta estabilización del nivel de los *precios*.

3) En el caso de los sistemas del "Gold Bullion Standard" y del "Gold Exchange Standard" el mecanismo está teóricamente concebido de manera análoga, con la diferencia de que no hay *acuñación*, y por eso el sistema no funciona de manera tan *automática*. Así, los pilares del proyecto de Kemmerer fueron: La "conversión" (en el sentido más débil, no tan estricto como en el patrón oro) y la obligación del Banco Central de comprar toda cantidad de oro puro o monedas peruanas o extranjeras al precio fijo de 2,3738 por gramo de su contenido en oro fino, y ciertas divisas (art. 63 de la ley de 1931). La ley, sugerida por la Misión Kemmerer, expresa el pensamiento fundamental de un modo menos directo, sin embargo completamente claro, diciendo: "Para evitar el aumento del valor en oro de la unidad monetaria peruana, el Banco Central... dará en pago a la vista sus propios billetes en cambio de: a) barras de oro, etc."

4) Para el período de la *inconvertibilidad*, la *obligación* de comprar oro, etc., se ha atenuado y cambiado por un mero *permiso* de comprarlo. El Banco "podrá cuando lo crea conveniente, comprar y vender libremente barras y monedas de oro y giros sobre el extranjero, etc., a precios iguales o superiores" al precio fijado de 2,3738. Entonces, como no existe la obligación de *convertir* los billetes y tampoco existe la posibilidad de traer oro de la circulación monetaria, el precio del *oro* puede subir más allá del precio establecido originariamente. Y por otro lado, no parece ahora subsistir un interés del Estado y de la generalidad en impedir que el precio del oro que ya no es estable *baje*. Y, por fin, hay mucha mayor probabilidad según todas las experiencias históricas, de que el precio del oro, en el estado de *inconvertibilidad* suba y no de que baje. Por eso no parece necesario, en-

tonces, prescribir al Banco esta obligación estricta de comprar oro.

## 6 — Relaciones entre el Banco Central y el Gobierno.

Viene ahora el cuarto punto importante para juzgar sobre la situación del billete peruano y el status del Banco Central: Las relaciones del Banco con el Gobierno. La Misión Kemmerer declaró (pág. 37/8 de los "Motivos") que "el mayor peligro", "según la opinión de los expertos peruanos", "que amenazaría a un banco central en el Perú, sería el peligro de su explotación política". "En tiempos difíciles, al Gobierno urgentemente necesitado a menudo le sería más sencillo conseguir fondos, ya de una manera, ya de otra, del Banco Central, en lugar de imponer una fuerte alza en los impuestos o introducir economías directas en los gastos públicos" con el efecto de que "no tarda en producirse la inflación monetaria, el agotamiento de las reservas de oro nacionales y el derrumbe del patrón de oro" ("Motivos", página 98). Por eso la ley originaria trata de reducir la influencia del Gobierno por composición adecuada del Directorio y por la prescripción de que los préstamos al Gobierno se limitarían estrechamente, como "giros a plazo no mayor de tres meses vista, girados por el Gobierno a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones y aceptados por ésta con cargo a las rentas nacionales por recaudar por esa oficina"; pero el monto total de dichos giros no puede sobrepasar el 20 % del capital intacto y fondo de reservas, es decir, no más que unos pocos millones de soles. Sin embargo, la lectura de la última página de todos los "Boletines" del Banco Central, como el estudio de los balances, contenidos en las mismas publicaciones, nos enseñan cómo, poco a poco, desde 1932 hasta hoy, ha aumentado enormemente la cantidad de los descuentos, préstamos, créditos y descuentos gubernamentales

permitidos, modificándose la legislación respectiva. La cantidad de las "colocaciones" en el "Tesoro Público", a fines de 1932 igual a cero, fué a fines de 1935 de 33.000.000 de soles y al 31 de marzo de 1942, de 197.000.000 en lugar de los 2.000.000 más o menos permitidos por el plan de Kemmerer. Hay que anotar que el rubro "colocaciones" que junto con el encaje (en el sentido amplio) (encaje: 1942: 60.000.000) representa la página "activo y saldos deudores", se compone oficialmente de más o menos 90 % de los préstamos, etc., al *Tesoro Público*, mientras que el resto, en parte, tiene casi enteramente el mismo carácter. En cuentas claras se puede decir que a fines de 1941 la emisión de billetes en el Perú fué respaldada con un 30 % de oro y divisas, y con un 70 % de títulos y demandas que se refieren a deudas del Gobierno (en el sentido más amplio).

Es cierto que la situación puede parecer más favorable, pues el Boletín del Banco, de enero de 1941, nos dice que el valor del "oro intangible" que figura en el balance solo con 38,784,000 soles sería de 115,678,000 soles — si se evaluara el oro al precio actual de 7,08, en vez del antiguo precio de 2,3738 por gramo de oro. ¿Pero no es evidente que tal operación es ilusoria hasta cierto punto? Pues valorizar en cada etapa de una depreciación monetaria con el precio de ese momento, significaría un círculo vicioso. Es cierto que —teóricamente— en nuestro caso el encaje podría cubrir más de la mitad del monto de la emisión. Pero *realizada* una conversión de los billetes en oro, el tenedor recibiría solamente la 3 1/2a parte de lo que podía recibir en la época de la conversión de 1931. Y continuada la depreciación, sería poco consolador que en cada momento el encaje pudiese *evaluarse* más alto — valorizado en la moneda *depreciada*, pues lo que le quedaría al tenedor del billete en caso de *realizarse* la conversión, sería una parte cada vez más pequeña de la cantidad de oro que correspondía originariamente a este billete y

con esta una cantidad cada vez más pequeña de poder adquisitivo. Alemania tenía al final de la gran inflación todavía un fondo de oro de 467.000.000 de marcos. Pero de poco hubiera servido revaluar este fondo para entregar al tenedor de un billete, una parte infinitesimal de oro. Por ejemplo, en este caso, al tenedor de billetes por valor de 10.000.000.000.000 de esos marcos correspondía solamente una cantidad de oro que antes estuvo contenida en una pieza de 10 marcos.

**7 — Resumen: El sistema monetario según el plan de Kemmerer y la realidad.**

La idea del proyecto Kemmerer fué: Fuerte encaje de oro y divisas, convertibilidad, ninguna "explotación del Banco Central por el Gobierno, el Banco Central protector del sistema monetario y fuente del Crédito para el país (8). La realidad de hoy es: Un encaje de oro y divisas, todavía regular en comparación con la cantidad de obligaciones, pero, con muchas oscilaciones, manteniéndose a la larga más o menos estable, mientras la emisión de billetes ha aumentado continúa y rápidamente, (9) empeorándose, cada vez más, el porcentaje del respaldo; estado de inconvertibilidad; más de las dos terceras partes de la emisión "respaldadas" por deudas del gobierno; el Banco Central banquero del Gobierno, o más exactamente del Estado pero no del público ni de los otros Bancos.

¿Qué significa, en primer término, el respaldo de la emisión con deudas del Estado de todo género? Significa un respaldo poco líquido y ya, por eso mismo, poco recomendable (10), y sin embargo muy frecuente desde hace mucho tiempo en muchos países de América. Pero lo que pasa en el Perú no

(8) "Motivos", página 10.

(9) Véase las tablas en el Anexo.

(10) Este punto se trata con más detención en mi libro "La Moneda", Lima 1938, (páginas 401 a 407).

es que se cubra la emisión por títulos de deudas del Estado (en el sentido más amplio) por adhesión a un principio *teórico*, sino que se ha usado el Banco Central para dar al Estado préstamos y créditos en enorme extensión, sea para pagar gastos de armamentos, sea para pagar obras públicas. Con un examen superficial de la última página de cualquier número del "Boletín del Banco Central de Reserva del Perú" ("Leyes") ya se ve que en los años 1933 a 1941 se han autorizado préstamos por más de 100 millones de soles para fines de la defensa nacional.

No se discute que los recursos para hacer frente a esta necesidad tuvieron que reunirse de todos modos. Solamente puede discutirse: a) si no se pudieron conseguir las mismas finalidades con menores recursos — pregunta sobre la cual un observador extranjero no puede juzgar de ningún modo —; b) si no hubo otro recurso, más sólido, según las reglas de la ciencia financiera, para conseguir los medios necesarios (de este punto me ocuparé en la parte 10, de este trabajo).

Casi la misma situación existe respecto a las obras públicas (puertos, terminal marítimo, carreteras, etc.) No hay duda de que política y prácticamente fué indispensable crear tales obras, que sirvieron al desarrollo político, estratégico, económico y cultural del país. Sin embargo, desde el punto de vista de la ciencia severa, es falsa la creencia fomentada, en todo el mundo, de que tales gastos son simplemente "productivos" o "reproductivos". Cierto es que tales obras dan trabajo a los obreros e industriales y, fomentando el tráfico, pueden, a la larga, aumentar el consumo de la población, la industrialización, el bienestar, la renta nacional y el rendimiento de los impuestos. Todo esto es cierto e importante, pero mirados desde el punto de vista de la ciencia financiera, estos gastos en su mayor parte no son "inversiones", pues no dejan rentas inmediatamente en una cantidad que permita pa-

gar los intereses y amortizaciones *efectivas* (no: “legales”) de la misma “inversión”. No son en su mayor parte “inversiones”, sino que son —para la Hacienda Pública— meros gastos, etc., aunque las obras como carreteras, puertos, etc., *conservan* su substancia, lo que es una ventaja frente a una gran parte de los gastos *militares*. La conclusión a la cual debe llegarse no es que tales gastos deban *eliminarse*, sino solamente que deben efectuarse cumpliendo con las reglas ideales de cubrimiento (véase infra, 10, d). Con miras al futuro surge entonces la pregunta, de si tal cantidad de gastos o al menos su financiación por el conducto del Banco Central, es decir, por el camino de la emisión de billetes, con la siguiente depreciación monetaria, a la larga no nos conducirá a serias crisis monetarias, financieras, económicas y por fin también sociales y políticas, significando esto en el fondo, la financiación de una parte de los gastos públicos por la “inflación”, o sea por un camino que según la concepción de los mejores expertos financieros y monetarios no es permitido, por razones que la falta de espacio nos impide exponer en este lugar <sup>(11)</sup> <sup>(12)</sup>.

(11) Véase mis obras “La Moneda” 1938, y especialmente “Finanzas y Guerra”, Lima, 1941, Librería Internacional del Perú, S. A., pág. 62 y sig.

(12) En el Perú se manifiesta de vez en cuando la opinión, por parte de los defensores del Banco Central, de que, este banco, aunque no ha funcionado conforme a su destino, sino que precisamente ha servido la única finalidad que se le había prohibido, o sea a la financiación del crédito estatal, con todo, habría salvado la situación: No existiendo otra fuente de crédito estatal, los Gobiernos, para hacer frente a los gastos extraordinarios de armamentos y obras públicas, si no hubiese ningún Banco Central habrían tenido que emitir directamente papel moneda estatal, sin estar sujetos a ningún control, mientras que hoy la obligación del Banco de publicar continuamente sus balances, permite tal control por parte del público (el que, sin embargo, no tiene la facultad de intervenir). “Sin Banco Central el dólar estadounidense hoy no valdría 6.50 Soles, sino 20 ó 30”, me dijo un banquero prominente. Pero por otro lado cabe preguntarse si el Estado, sin Banco Central, habría gastado tantas sumas como lo hizo.

Me parece indudable que es mucho más importante señalar tales conexiones y peligros en vez de enumerar los detalles de una historia monetaria y de una legislación numismática anticuada.

### 8 — Crítica del proyecto de Kemmerer.

Hemos visto que los gobiernos del Perú por el camino de la legislación han cambiado el plan de Kemmerer en tal escala, que lo que existe hoy no se parece en los rasgos más esenciales a este proyecto: En vez de un "Gold-Exchange" y "Gold Bullion Standard" con moneda estable, tenemos un papel moneda inconvertible, el valor del cual, tanto en el país como en el exterior, poco a poco ha bajado notablemente. En vez de un Banco Central que sirva solamente a la estabilización de la moneda, y a las necesidades ideales y sanas de la circulación y del crédito en el país, este banco ha llegado a ser, en primer término, el banquero del Gobierno o Estado, prestando a estos organismos cantidades casi ilimitadas de dinero. La crítica que se dirige contra el plan de Kemmerer puede por eso no hacer responsable a dicho profesor de lo que en el Perú se hizo de su proyecto, sino solamente del proyecto *original*, y además puede hacerse la pregunta, de si aún en el caso de que este proyecto original hubiera sido bueno, el *momento* era *propio* para proponerlo y realizarlo.

Voy a expresar mi opinión en pocas frases, pues discutir cada punto que se toca en esas leyes monetarias y bancarias llenaría un libro.

#### 1 — Los amigos del proyecto Kemmerer dicen (13) que

(13) Véase el artículo luminoso del doctor Oscar F. Arrús, eminente experto del Banco Central de Reserva del Perú, "El sistema monetario del Perú durante la crisis", Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Mayor de San Marcos, 1937, Noviembre, página 3 y sig.



no es permitido criticar sus proyectos monetarios y bancarios (ley monetaria, Banco Central, ley general de bancos) sin tener en cuenta la conexión de estos tres proyectos entre sí y con los proyectos que se referían a la estabilización del presupuesto, pero que no se llevaron a cabo. Esta objeción coincide, hasta cierto punto, con el hecho ya expresado de que la realidad no corresponde casi en ningún punto importante al proyecto. Sin embargo, no basta esta comprobación para eliminar *de antemano toda crítica* frente a los proyectos monetarios y bancarios, pues es obligación del crítico ocuparse también de los elementos aislados de estos mismos proyectos.

2 — Los adversarios más enérgicos del proyecto — como por ejemplo el Dr. Lizardo Alzamora Silva en varias cartas abiertas, publicadas en "El Comercio" y después reunidas en dos folletos <sup>(14)</sup> — han considerado al profesor Kemmerer como representante de los intereses norteamericanos en vez de los peruanos, idea muy difundida todavía hoy en algunos círculos peruanos.

Es cierto que el profesor Kemmerer es uno de los conocedores mejores y más sólidos de la historia monetaria moderna, lo que ha demostrado en sus publicaciones *científicas* ("Modern Currency Reform", 1916, New York; y "Money", 1935, New York). Sin embargo, no me parece un pensador independiente. Con todo, creo que él puede reclamar la confianza debida a un sabio de cierto rango, que procura servir a los ideales de objetividad e imparcialidad. No opino por eso, que Kemmerer, conociendo su enorme responsabilidad moral, haya dado preferencia deliberadamente a los intereses norteamericanos frente a los peruanos. Creo, sin embargo, que este consultor estuvo *inconscientemente* bajo la

(14) Sobre el plan Kemmerer, 1931, Librería e Imprenta Gil, Lima, y la Situación económica y fiscal del Perú, 1931, Lima.

influencia de ciertas ideas internacionales —un tanto peligrosas— que en esa época dominaban los espíritus de casi todos los “expertos”. Creyó en la infabilidad del “Gold-Exchange-Standard”, dando preferencia a las divisas frente al oro y al oro colocado en el extranjero sobre el oro que se encuentra en el Banco Central del propio país <sup>(15)</sup>. Y tales consultas, ejecutadas con más entusiasmo pudieron, en efecto, poner en peligro el sistema peruano como todo sistema monetario. Sin embargo, me parece que en la realidad, el status de los activos del Banco Central del Perú no ha cambiado bajo la influencia de *estas* ideas, sino que los acontecimientos más importantes y desfavorables tuvieron otro carácter y tomaron un rumbo que precisamente Kemmerer procuró evitar (Empréstitos del Gobierno).

3— Se ha objetado, que la misión Kemmerer no tuvo bastante tiempo ni oportunidad para conocer verdaderamente al país y que sus consultas no se adaptaron a la particularidad de este país agrícola y exportador, ajustándose por el contrario a un esquema internacional, que se aplicaba por Kemmerer en todas partes sin crítica. También este argumento contiene *algo* justo. Al menos es una tarea de suma responsabilidad dar consejos en el campo de la moneda— asunto enormemente importante y complicado— después de una estada de pocos meses en un país, aún para una persona que dispone de gran experiencia! Por otro lado, cada estabilización debe ser —hasta cierto punto— arbitraria y por eso suele ser objeto de críticas.

Y por fin, me parece que el argumento citado, en el caso concreto del Perú, encubre a menudo los intereses de los círculos exportadores en el sentido de que se debe *devaluar*

---

(15) Véase “Motivos”, págs. 89, 90, 112, 113. Sobre lo peligroso de un régimen monetario cuyo fondo de oro se encuentra en el extranjero, véase mi libro “La Moneda” páginas 190-197, “Las Desventajas de los sistemas del núcleo áureo”.

(desvalorizar) la moneda en cuanto sea posible —mientras que el señor Kemmerer se manifestó partidario de la moneda *estable*, acentuando así que el punto de vista de la generalidad, debe anteponerse a los intereses de todos los otros círculos poderosos.

4 — Finalmente se ha objetado que —supuesto que el sistema monetario propuesto por Kemmerer fuera bueno en sí— el *momento* de la crisis mundial y la deflación internacional no fué propicio para su realización. Y el desarrollo histórico real parece haber justificado esta opinión, comprometiéndolo a Kemmerer, pues el sistema de conversión no pudo mantenerse más que trece meses, cediendo después a la inconvertibilidad.

¿Fué, entonces, posible prever este fracaso de la “convertibilidad”? (16). Para responder a esta pregunta tendría que hacerse una investigación muy especial y cuidadosa sobre la situación económica y financiera de los varios países de América, de esa época, lo que demandaría mucho trabajo y tiempo. Y la pregunta se complica teniéndose en cuenta que de ningún modo se trató de la introducción de un patrón oro *puro* o sea de una “convertibilidad” *simple* sino de una *conversión* atenuada (que podía efectuarse según el gusto del Banco Central en giros, barras, o monedas de oro). ¿Estaba también *tal* sistema condenado al fracaso de antemano como opinó el Dr. Alzamora Silva o pudo mantenerse quizás por una mejor manipulación acompañada por la ejecución de las reformas financieras que propuso la misión? ¿Y había,

(16) Sin embargo queda un mérito histórico del Dr. Lizardo Alzamora Silva, el haber profetizado con todo acierto lo que en este punto iba a ocurrir y haber dado un catálogo completo de los contra-argumentos frente al plan Kemmerer —lo que un observador imparcial debe reconocer aún en caso de que él, como el que escribe estas líneas, no concuerde con el Dr. Alzamora en ciertos postulados relativos a la amplificación del crédito y a los créditos a largo plazo.

sobre todo para un experto monetario *ortodoxo*, representante de la moneda estable, otro proyecto más apropiado que proponer?

Si el *núcleo* del proyecto de Kemmerer o sea la estabilidad monetaria fué una idea sana, no hubo otra posibilidad que recomendar un sistema con *base áurea*, pero —teniendo en cuenta las circunstancias de la época— éste no pudo ser el patrón oro *puro*, el que, en cuanto existía, se suspendió y hasta abolió en esos tiempos, en otros países. Quedó un sistema de *núcleo* áureo. Y este es el que propuso Kemmerer, con la particularidad, sin embargo, de que dió preferencia, en su proyecto, a las divisas y al fondo áureo que se encuentra en el extranjero sobre el oro —ideas que ciertamente me parecen erróneas y peligrosas.

Queda la última pregunta: si la introducción de un nuevo sistema y, sobre todo, la estabilización de la moneda fueron factibles en este período de crisis mundial y deflación. Claro está que hoy, vistas las cosas retrospectivamente, la respuesta negativa parece muy sencilla. Pero “siempre somos más prudentes cuando volvemos de la Municipalidad” dice una sentencia alemana. Siempre me he resistido a juzgar todo lo que pasa de manera retrospectiva o sea solamente desde el punto de vista del *éxito*. Y la economía, en especial, es un conjunto mucho más complicado y complejo de lo que se opina generalmente.

### 9—Las causas de la depreciación monetaria en el Perú (17)

Es un fenómeno observado en casi todos los casos de papel moneda degenerado, que *durante* la depreciación y dis-

(17) Para abreviar este capítulo, he puesto en la primera parte, literalmente, el texto de algunos párrafos de mi artículo “Depreciación Monetaria e Inflación”, publicado en “Trimestre Económico”, Fondo de Cultura Económica, México, 1940, pág. 398/9 y pág. 407/10.

minución del poder adquisitivo, las personas interesadas —según el caso, los representantes de los gobiernos mismos, de los bancos centrales, los exportadores, los productores, y también los banqueros— han tratado de explicar la depreciación señalando únicamente las oscilaciones pasajeras de la *balanza comercial* y de la *balanza de pagos*.

Encontramos este fenómeno en el período de la “Bank-restriction” en Inglaterra en 1917-1921 (18), en la inflación alemana de 1919-23 y lo vemos actualmente en todos los países que muestran una depreciación monetaria.

Por otro lado, hay casi unanimidad en la literatura sobre los fenómenos del papel moneda degenerado, respecto a que las *causas* de las depreciaciones, etc., fueron casi siempre las *emisiones* de papel moneda como consecuencia de las exigencias estatales para hacer guerras y para cubrir gastos de cualquier índole que excedieran la capacidad *fiscal* del país.

En suma, la argumentación de la teoría de la balanza de pagos parece convincente a primera vista, puesto que se reconoce por todas las teorías que hay —al lado de las causas más *profundas*— oscilaciones *pasajeras* de las cotizaciones que se explican de esta manera. Es claro que, por ejemplo, tanto un saldo absolutamente desfavorable como un desarrollo menos favorable y pasajero de la balanza comercial, en un país relativamente joven, con una economía sencilla, significarán el déficit en la cantidad de divisas necesarias. Cuando un país agrícola de Sudamérica no puede vender una parte importante de sus productos, digamos su algodón, es evidente que este hecho tendrá un efecto desfavorable para el estado de su valuta. Y parece claro que esta situación

(18) Es sabido que Ricardo, en los debates de 1810 sobre las causas de la depreciación de los billetes opuso a la opinión de los directores de los bancos, el punto de vista de que no basta señalar las cifras de la balanza comercial, afirmando que la causa primaria era un aumento excesivo de la cantidad de billetes.

puede ser pasajera, sin tocar a la larga la estructura económica y financiera del país.

Muy favorecida en los círculos mencionados es la afirmación de que la *especulación* tiene muchísima importancia a este respecto; en el interior del país de que se trate, por pagar precios elevadísimos con el fin de adquirir divisas extranjeras, y en el exterior por venderse la moneda de papel del primer país, por ejemplo por razones políticas, en grandes cantidades, deprimiendo así la cotización.

Es cierto que casi siempre existirá en cierta medida tal especulación. Sin embargo, la cuestión es si este fenómeno obrará como causa principal o sólo secundaria cuando se produzca un gran aumento de la cantidad de billetes.

La teoría de la balanza comercial y de pagos casi nunca será completamente falsa, pero a menudo será *superficial*, insuficiente, relativa a los factores y causas del momento, descurriendo en cambio las causas *profundas* y *duraderas*. En la realidad, además, siempre habrá efectos *recíprocos*, de manera que el aumento del medio circulante, etc., influirá sobre la balanza de pagos y viceversa. Pero, por qué se mantiene esta explicación superficial?

A los representantes de los *Gobiernos* les gusta explicar todas las depreciaciones monetarias refiriéndose a la balanza de pagos, porque esta explicación parece liberarles de toda responsabilidad; la culpa principal no resulta de la política financiera del gobierno, sino de la situación económica, causada en gran parte por factores del extranjero (como, por ejemplo, la "maldita especulación") que no se pueden dominar.

A los *exportadores* les gusta sostener que el fenómeno de la depreciación es pasajero y sin transcendencia, puesto que conviene a estos círculos que no se toque la raíz del mal, para no perder la ventaja de la prima a la exportación.

Sin embargo, lo más importante parecen ser las *consecuencias* o sean las *conclusiones* que se deben sacar de la ex-

plicación teórica de las depreciaciones, etc. Y aquí se hace patente la importancia de nuestro problema, y de la exposición anterior, en la práctica y la política monetaria y económica.

Es evidente que *no* parece necesario, ni aún conveniente, tomar medidas frente a una depreciación *pasajera*, causada por un empeoramiento de las balanzas económicas; parece que en este caso el reajuste se producirá *automáticamente*, mejorando en otro año el estado de la balanza comercial y de pagos, por ejemplo, por el aumento de la exportación, terminando la causa pasajera del empeoramiento. Así, es probable que una mala cosecha que empeore la calidad del algodón y lo haga invendible, no se repetirá en igual extensión al año siguiente. En este caso lo mejor parece esperar; táctica muy favorecida por todos aquéllos a quienes resulta incómodo ocuparse de las causas profundas del fenómeno.

Surge la cuestión de hasta qué punto en el *Perú* la depreciación monetaria que se manifiesta desde hace años en el interior del país por un alza, casi general, de los precios y en el exterior por el tipo elevado de la estabilización del sol frente al dólar (19) es consecuencia de la formación desfavorable y pasajera de la *balanza* comercial y de pagos y de circunstancias pasajeras que la guerra trae consigo, o es consecuencia de la *política financiera* y monetaria del país, la cual, en el último decenio, ha satisfecho una enorme cantidad de gastos públicos extraordinarios por medio de préstamos y créditos del Banco Central al Gobierno, aumentándose correspondientemente la emisión de billetes. Me inclino a la opinión, sin querer emitir todavía un juicio definitivo, de

(19) Índice del costo de la vida (Boletín del Banco Central de Reserva del Perú, Marzo de 1942, página 22): 1913: 100, 1933: 147,2; 1942 (Febrero) 219; sin embargo, tengo dudas respecto a la seguridad de esta estadística. Cotización del dólar: 1935 un dólar igual a 4.18 soles; 1940, Junio, hasta 1942, un dólar igual 6.50 soles.

que en el Perú se trata; *en parte*, de una depreciación, causada por la emisión acrecentada de billetes, a consecuencia de la política financiera ya mencionada (20). Lo que se tiene en cuenta, además del efecto alcista inmediato de tal inflada circulación, que aumenta el poder adquisitivo de los empresarios, es el hecho de que —calculando al *antiguo* y legal valor del oro— de las obligaciones del Banco Central que ascienden a la cantidad de 263 millones (28 de Febrero de 1942) no menos de 210 millones fueron “cubiertas” con préstamos y créditos del Estado. Este hecho tiene que influir desfavorablemente en todos los juicios, directos como inconscientes, que se manifiesten acerca de la moneda peruana, sea en el interior; sea en el extranjero. Es cierto que el cuadro se embellece mucho cuando se avalúa el encaje del “oro intangible” con el precio actual del oro en soles o sea con soles 7.05 en vez de 2.3738 por gramo. En este caso el encaje subirá a no menos de 136 millones de soles en oro, de los cuales solamente 8 millones se encuentran en el extranjero. Pero ya hablé de lo *ficticio* de tal avaluación, la que en *cada* etapa de una inflación muestra un cuadro favorable, aun en el caso no existente todavía, por suerte, de una inflación de alto grado y catastrófica.

No hay una medida absolutamente *segura*, para investigar hasta qué punto una depreciación es provocada por el estado de las balanzas o por la inflación porque en el campo de la ciencia monetaria no se pueden hacer “experimentos” incluyendo todos los factores deseados y excluyendo to-

(20) Sin embargo, parece evidente que en este momento en el Perú la actitud egoísta y codiciosa de una parte de los comerciantes (en su mayor parte extranjeros) tiene la culpa de que los precios de muchos artículos importados hayan subido en excesiva escala, mientras la cotización del dolar se ha estabilizado desde hace dos años, no ofreciendo así ninguna razón para tal encarecimiento y los impuestos y derechos aduaneros introducidos y aumentados, en parte, no justifican el porcentaje en que se efectuó la subida de los precios.



dos los no-deseados, con el fin de averiguar la causalidad. Sirve de poco el comparar, penosamente, (como lo hicieron, con respecto a otras épocas, autores extranjeros, por ejemplo *Aftalion*) largas curvas que manifiestan el desarrollo de las cotizaciones del dólar y del precio del oro, con los índices de precios de cada momento, pues lo que se revela, en el mejor de los casos, es un *paralelismo* de ciertos movimientos sin que sepamos si se trata de una causalidad o de una mera coincidencia. Sin embargo, he expresado, en mi artículo ya citado, que, cuando una depreciación dura varios años, existirá siempre la sospecha de que las causas no sean sólo las oscilaciones de la balanza comercial y de los pagos <sup>(21)</sup>, sino un aumento de la cantidad de billetes y créditos, y en último término, muy a menudo, la política financiera del país.

En mi artículo citado publicado en 1940 en México dije: “Es cierto que para un sabio o experto monetario y financiero es cosa fácil resolver estos problemas. No es él quien tiene que luchar contra la masa descontenta de los desocupados, ni tiene la responsabilidad de mantener un volumen suficiente de armamentos. Sin embargo, le incumbe orientar la mirada del estadista responsable hacia las verdaderas causas del mal. De lo contrario, puede suceder lo mismo que al médico, cuando el paciente muere de tuberculosis mientras curaba solamente la tos”.

---

(21) En las Memorias del Banco Central de Reserva del Perú, las cuales, de vez en cuando, contienen interesantes reflexiones sobre “El Cambio Exterior” se inclina a explicar la baja del Sol Peruano por factores pasajeros y casuales de la Balanza, (por ejemplo: 1937, pág. 32; 1938, pág. 40; 1939, pág. 36).

A N E X O

*Tablas* (\*)

(En cifras redondas)

A. Banco Central de Reserva del Perú (Para el 31 de Enero de cada año)

*I. Encaje legal.*

1932:	Soles oro	57.000.000
1933:	" "	44.700.000
1934:	" "	42.500.000
1935:	" "	44.300.000
1936:	" "	49.500.000
1937:	" "	49.700.000
1938:	" "	59.300.000
1939:	" "	46.600.000
1940:	" "	51.000.000
1941:	" "	49.000.000

*II. Colocaciones: Tesoro Público.*

1932:	Soles oro	—
1933:	" "	2.000.000
1934:	" "	30.000.000
1935:	" "	33.500.000
1936:	" "	33.000.000
1937:	" "	45.000.000
1938:	" "	47.000.000
1939:	" "	85.300.000
1940:	" "	105.200.000

(\*) Fuente: Memorias del Banco Central de Reserva del Perú, 1932 - 1941.

1941:	„	„	130.000.000
1941 Dic. „	„	„	182.300.000

Hay que anotar que el resto de las “Colocaciones” (Diciembre de 1941: 204. 500.000) en cantidad de 22.000.000 contienen en su mayor parte también “redescuentos” que representan empréstitos del Gobierno.

*III. La circulación (emisión de billetes)*

“Circulación”	1932:	Soles oro	52.700.000
	1933:	„ „	50.000.000
	1934:	„ „	66.000.000
	1935:	„ „	74.000.000
“Emisión”	1936:	„ „	83.000.000
	1937:	„ „	93.400.000
	1938:	„ „	94.400.000
	1939:	„ „	105.000.000
	1940:	„ „	127.500.000
	1941:	„ „	143.000.000
	finés de 1941:	„ „	208.500.000

*IV. Los depósitos del Banco Central.*

1932:	Soles oro	4.000.000
1933:	„ „	6.300.000
1934:	„ „	23.300.000
1935:	„ „	26.000.000
1936:	„ „	20.500.000
1937:	„ „	31.000.000
1938:	„ „	42.300.000
1939:	„ „	41.000.000
1940:	„ „	37.000.000
1941:	„ „	50.500.000
fin de 1941:	„ „	47.000.000

V. *Precio medio anual del oro.*

1933:	4,13
1934:	4,61
1935:	4,56
1936:	4,39
1937:	4,32
1938:	4,90
1939:	5,82
1940:	6,67
1941:	7,14

VI. *Cambio medio anual (Tipo de venta) del dólar estadounidense.*

1935:	4,19
1936:	4,02
1937:	3,96
1938:	4,47
1939:	5,33
1940:	6,17
1941:	6,50

B. *Indices de precios, etc.*

I. *Precios al por mayor (Promedio anual)*

1932:	170,3
1933:	182,2
1934:	188,1
1935:	188,8
1936:	192,1
1937:	205,1
1938:	204,8

1939:	215,0
1940:	247,8
1941:	290,8

II. *Costo de la vida (Promedio anual)*

1932:	151,2
1933:	147,2
1934:	150,2
1935:	152,1
1936:	159,6
1937:	170,3
1938:	172,1
1939:	170,2
1940:	183,1
1941:	198,2

Estas tablas de índices tienen solamente un valor muy limitado porque existe, en gran escala, una intervención estatal y comunal en el campo de los precios, y además no reflejan en toda su extensión la carestía existente; por razones que no es del caso exponer aquí.

10 — **Actuales problemas monetarios.**

a) *¿Estabilización a otro tipo?*

Mucho se ha discutido, en los últimos años, en el Perú, el problema del *tipo* de estabilización. La última estabilización del sol frente al dólar estadounidense tuvo lugar a fines de mayo de 1940. Con el fin de hacer frente a la escasez de divisas y para evitar por otro lado un control de cambio rígido, que se efectúa en muchos países, causando infinitas molestias al público y los bancos, se introdujo el siguiente sistema: El Ministro de Hacienda sugirió a los gerentes de las

grandes empresas exportadoras que entreguen, en adelante, “voluntariamente” sus divisas, al precio fijo de soles 6.48,5 por el dólar estadounidense al Banco Central; este Banco distribuye las divisas a los bancos comerciales, los cuales por su parte, venden las divisas a los importadores, al precio fijo de soles 6.50 por dólar. Así se fijó la estabilización del sol peruano por un acuerdo (“gentlemen agreement”) el cual, sin embargo, quizá no se llevó a cabo de manera completamente libre, pues parece probable que en caso de que los empresarios exportadores se hubieran negado se habría introducido un control de cambio oficial y más rígido.

Se ha discutido también la cuestión de si el *tipo* de estabilización, de soles 6.50 por dólar, fué justificado. En la población como en algunos círculos bancarios peruanos es corriente la opinión de que el tipo de estabilización fué demasiado *elevado*, perjudicando así a la generalidad de los consumidores, aumentando el alza de los precios de los productos importados y de los costos de producción, reduciendo el poder adquisitivo externo e interno del Perú, por lo que exige así una corrección (22). Uno de los expertos más prominentes, el Dr. Oscar F. Arrús —que no habla en este caso como funcionario del Banco Central sino en su calidad de científico independiente— opina que “la tasa de cambio de soles 6.50 fijada para el dólar es bastante elevada, y sobre todo, no guarda relación con el verdadero valor económico de la moneda nacional. Esta cotización accidental y momentáneamente registrada, implica, al consolidarse, una subvaluación del sol, que habría de tener repercusiones desfavorables en todo el sistema de valores en equilibrio de la economía nacional”. Además, señala el Dr. Arrús que “la brusca alza de la cotización del dólar de soles 5.03 en enero de 1941

(22) Véase la interesante encuesta de la “Revista de Economía y Finanzas”, Lima, (Editor: Barrantes Castro), N.º 97 al 101.

a soles 6.50 a fines de mayo se debió en buena parte a la especulación” (23).

Sin embargo, se objeta de parte de los defensores de la estabilización efectuada, y se puede objetar, además:

a) “Que no existe un tipo de cambio que satisfaga por un período indefinido las expectativas de los importadores, los exportadores y los inversionistas” (Ministro de Hacienda David Dasso) (24).

b) Que toda estabilización, hasta cierto punto, es arbitraria y que toda estabilización histórica, en cualquier país, ha tropezado con la crítica de una parte de los interesados.

c) Que hasta ahora esta estabilización ha funcionado “sin trastornos” — con lo que, sin embargo, no se refuta la comprensión de que, hecha la estabilización del dólar a un tipo demasiado elevado, se perjudicaba a la generalidad de los consumidores en el Perú.

d) Que, estabilizando a un tipo *notablemente* más bajo no se entregarían bastantes divisas para satisfacer la demanda normal de los importadores, etc. a pesar del “gentlemen agreement” subsistente.

Invitado por la redacción de la ya citada “Revista de Economía y Finanzas”, me abstuve de expresar una opinión respecto a la estabilización. Una de las razones que me indujeron a esta negativa, fué el sentimiento de una gran responsabilidad moral: Como persona privada no dispongo de un material bastante grande ni de relaciones suficientes para poder juzgar con seguridad sobre el problema sumamente difícil que se considera. Lo único que me parece es que en este país el peso que representan los intereses de los exportadores, *puede* ser fuerte, y que en cuestiones monetarias a menudo estos intereses primarán sobre el bienestar de la generalidad: No parece

(23) Revista de Economía y Finanzas, Lima, 1941, Enero, N° 97, página 66.

(24) La misma Revista, 1941, Enero, página 6.

improbable que un cambio estabilizado a un tipo tan desfavorable que llama la atención, se explique por la influencia silenciosa de estos círculos muy poderosos e interesados.

En la encuesta que la "Revista de Economía y Finanzas" organizó en 1941, se ha planteado además el problema de si es posible *mejorar* la cotización de nuestra moneda con relación al dólar, y si ello es posible, porqué medios. Proponer un determinado tipo de estabilización que represente el ideal del observador, como por ejemplo, postular que, sea por otra fijación de la cotización del dólar, etc., o sea por medidas directas, (aumento de los sueldos de los servidores públicos) "se dé al Sol Peruano la potencialidad adquisitiva del Sol Peruano en 1935 o mejor, en 1931", como lo propone otro observador (25), parece un tanto utópico, y, en cuanto se trata del aumento de los sueldos, peligroso, porque iniciaría la espiral infinita de una inflación más fuerte. Con esta observación ya hemos tocado el problema de la cotización *future* del Sol peruano. Aún en caso de que como resultado de una investigación fundamental sobre el problema de la justificación del tipo actual, resultara que la cotización es demasiado elevada, la reglamentación ha tenido la ventaja de mantener estable, desde hace dos años, el curso del Sol peruano, factor que siempre presta una cierta seguridad a las relaciones comerciales, sacudidas ya bastante por los acontecimientos de guerra y las medidas efectuadas a consecuencia de ellos. Teniendo en cuenta las relaciones que existen entre el Perú y los Estados Unidos en los campos político, cultural y económico, me parece improbable que sea posible en el Perú efectuar una política monetaria completamente libre e independiente, aunque tal política correspondería naturalmente a los ideales de muchos peruanos.

Partiendo de esta idea fundamental, recuerdo que es mi

(25) Dr. Volencia Cárdenas, en Revista de Economía y Finanzas, 98/9, Febrero y Marzo de 1941, página 112/3.



firme convicción, expuesta en los últimos años en varias publicaciones (26), de que Estados Unidos, a consecuencia del monto ingente de gastos irrentables que se efectúan en la realización del programa armamentista, experimentará una inflación de notable grado. Esto quiede decir que el dólar perderá una parte del poder adquisitivo que tenía en 1939 y que tiene todavía hoy. ¿Pero si Estados Unidos, en el curso de este desarrollo, se viera obligado a hacer otra *devaluación* del dólar (la segunda después de 1933/4) con el fin de sancionar claramente de una vez lo que ya se habría efectuado realmente, no parece probable que el Perú, entonces, como país exportador tendría que *seguir* al dólar con el fin de evitar un empeoramiento de la fuerza de sus empresas de exportación? Plantear el problema significa afirmarlo. Y aunque no soy amigo de las depreciaciones y devaluaciones, habiendo desconfiado siempre de las devaluaciones voluntarias e innecesarias, tengo que admitir que en tal caso a las autoridades del Perú no les quedaría la posibilidad de elección entre seguir o no el ejemplo del país más poderoso. Así, me parece que el desarrollo de la política económica exterior señala ya en el sentido de eventuales devaluaciones ulteriores. Difícil es suponer que la política financiera interna del país, la cual, hasta cierto punto, parece ser la causa de la depreciación del Sol peruano, encontrará de repente el freno que impida una depreciación ulterior.

b) *¿Introducción de otro sistema monetario?*

El lector medio —no el que conoce a fondo la economía monetaria, como los especialistas banqueros, economistas y sabios— esperará de un trabajo que versa sobre el régimen monetario del Perú, que el autor proponga de todos modos

(26) En primer lugar: Finanzas y Guerra, Librería Internacional del Perú, S. A., Lima, 1941.

un nuevo y mejor sistema monetario, que funcione sin fallas. Hasta se menospreciará a un autor, que no exponga ese nuevo sistema. Para el concededor, en cambio, para el cual, en primer término, se escribe este estudio, no se necesita decir más que:

1°. Como ya se ha dicho, parece improbable que se pueda introducir un nuevo sistema monetario, para el Perú, sin tener en cuenta el sistema —modificado eventualmente— de Estados Unidos y de otros países americanos. Pues un régimen monetario, por su íntima conexión con el comercio extranjero debe estar en comunicación con el de los países con quienes el primer país tenga relaciones comerciales, para posibilitar que las cotizaciones de los “cambios” extranjeros se estabilicen. Es según G. E. Knapp, una de las finalidades más importantes de toda política monetaria, mantener “cambios” (cotizaciones de divisas) estables como base del comercio extranjero (27).

Hago notar que el autor juzga con cierto excepticismo a todos los proyectos de una moneda *internacional*, aún solamente *interamericana*, proyectos cuya ejecución supondría la eliminación continua de las particularidades nacionales que presenta la economía de tan distintos países, y un robustecimiento artificial y perpetuo de los países económicamente débiles por los fuertes —lo que a la larga parece poco factible. Ya la primera suposición —estabilización continua de los *presupuestos* de todos los países participantes (por ejemplo americanos)— parece utópica.

(27) El autor acentúa, que él está lejos de postular una adaptación del régimen monetario del Perú al sistema de Estados Unidos por razones políticas, promoviendo así una dependencia del país más pequeño respecto del país más fuerte. Comprende perfectamente que en muchos círculos nacionales del Perú tal dependencia no es bien vista. Sin embargo, cree que en el campo monetario no hay otro remedio que buscar una cierta aproximación — sin incurrir en la falta de Kemmerer, de aconsejar el sacrificio de la independencia del núcleo áureo del país.

2°. El autor se ha ocupado con más detención de la acostumbrada por la mayoría de los tratadistas, de la exposición y crítica de los sistemas de índices, propagados por J. Fisher, Silvio Gesell, J. M. Keynes y otros (28) señalando nueve razones por las cuales tal sistema no parece *factible*, y algunas otras razones más, por las que tal sistema no parece *deseable*. Excedería el marco de este trabajo el recapitular siquiera el contenido principal de esta exposición. Parece, quizá, un poco arrogante, repetir que un experto peruano dijo que desde la aparición de la citada crítica del autor (la que se publicó por primera vez en Noviembre de 1937 en el “Boletín del Banco Central de Reserva del Perú”), el proyecto del sistema de índices en el Perú se ha sepultado. Pero lo que no es sabido es que casi no hay —entre los miles de proyectos monetarios existentes— ninguno que no coincida, en su esqueleto, con una forma de sistema de índice, sea a base del oro, sea con eliminación completa, o parcial del oro como elemento del sistema, y que casi todos los proyectos monetarios existentes, en distintas combinaciones se resuelven en los siguientes postulados:

1 — *Eliminar*, total o parcialmente, al oro como elemento del sistema.

2 — *Manipular* la cantidad monetaria en concordancia con la demanda que parezca “sana” e ideal.

3 — Eliminar las oscilaciones de los *precios*.

4 — *Aumentar* el *circulante* y los *créditos*.

5 — *Devaluar* la moneda.

6 — Introducir, eventualmente, una moneda *internacional*.

Y de todos estos postulados me he ocupado detenidamente en el trabajo ya citado, señalando cuán utópico y peligroso es el carácter de la mayoría de ellos.

(28) B. Moll. La Moneda, Lima, 1938, pág. 306-26.

Quedan, por fin, los problemas del bimetalismo; que no se han tratado en este esbozo. El autor ha expresado en un estudio detenido, en su libro "La Moneda", 1938, su convicción de que no hay perspectivas a favor de la rehabilitación de la plata en el mundo, como metal monetario, a pesar de las reacciones ocasionales que suele experimentar este metal durante las guerras.

c) *¿Embargo del oro producido en el país?*

1 — De vez en cuando, observadores peruanos han aconsejado *embargar* la propia *producción* de oro del país con el fin de robustecer el fondo de oro que se encuentra en las bodegas del Banco Central. En efecto, es una particularidad favorable de la situación monetaria del Perú, que la producción de oro que se efectúa en este país ha llegado en los últimos años a ser tan considerable, que el empleo del producto de dos o tres años para fines monetarios habilitaría al Banco Central para mejorar fundamentalmente el respaldo de su emisión de billetes. (29). Sin embargo, tal hecho no representaría una solución completa del problema monetario, pues también este aspecto corresponde al punto de vista únicamente "metalista", el que no tiene en cuenta el difícil problema de la dinámica: Crear en el Banco Central del Perú un fondo de oro que suba a un múltiplo del monto actual serviría poco si al mismo tiempo la circulación de billetes aumentara en una extensión siempre creciente, financiándose los gastos públicos por el camino de los empréstitos. He expuesto la opinión, un poco herética para un partidario del oro, que aún Estados Unidos está amenazado por una inflación, aunque posee un gigantesco tesoro de oro.

(29) El valor de las exportaciones del oro fué, en 1939: 20 1/2 millones; en 1940: 38 millones de soles. (Extracto Estadístico del Perú, 1940, página 351); el valor de la producción total en 1939: 51 millones; en 1940: 58 millones de Soles (página 214).

2 — Embargar el oro no puede significar, cuando se quiere tratar a los capitalistas y empresarios tanto nacionales como extranjeros con lealtad, *confiscar* simplemente el oro, sino embargarlo, *indemnizando* a los expropiados, o sea a las sociedades mineras, etc., pagándoles el precio del oro embargado con papel moneda peruano. Esto quiere decir, sin embargo, que en la misma cantidad absoluta en que aumentaría el fondo de oro, crecería también la emisión de billetes, pues no sería factible pagar este oro con otros fondos ya existentes. Entonces tendríamos, supuesta una producción de cincuenta millones de soles como valor de promedio de tres años de la producción, un *encaje* que se compondría de 150.000.000 de soles, más 61.000.000 de soles valor actual, o sea 211 millones de soles, y la emisión de billetes subiría a 212 millones valor actual más 150 millones emitidos para indemnizar a las compañías auríferas, etc. y el monto en que además aumentaría en tres años la emisión normal de billetes, digamos solamente de 75 millones (igual al aumento de la emisión en 1938-1941), o sea, 437 millones de soles. Así mejoraría notablemente la *relación* entre la emisión y el encaje, pero se *inflaría* la circulación total, y todo esto solamente bajo la suposición de que no se emitieran nuevos billetes en una escala y proporción siempre mayor y más rápidamente, lo que, sin embargo, parece probable según el desarrollo de los últimos años.

Hay que admitir no obstante que en la *existencia* de la producción nacional de oro siempre reposa una *reserva* valiosa del país.

d) *¿Financiación de una mayor parte de los gastos irrentables por el camino de la tributación?*

Es sabido que el sistema tributario actual del Perú es deficiente.

1 — En el presupuesto de 1941 el total de ingresos sube a no más de 214 millones de soles oro. Sin embargo, encontramos un catálogo de 163 partidas, de manera que en el *promedio estadístico* corresponde a cada partida solamente un importe de aproximadamente 1 1/3 millones de soles. Pero hay partidas de solamente 100 soles (por ejemplo 94), mientras el rendimiento más grande hace 30.000.000 de soles (15, aduanas marítimas y fluviales).

2 — No existe una línea clara de demarcación entre las rentas provenientes de *impuestos* y las rentas no provenientes de impuestos, como lo son las contribuciones *especiales*, tasas y rentas del dominio.

3 — El *orden* de las rentas, la denominación de muchas partidas, que tienen un origen local muy especial y accidental, hace imposible alcanzar una visión clara del conjunto de rentas. Mientras todo hombre culto puede comprender, sin gran preparación, el presupuesto de Inglaterra, hoy día más o menos 500.000 veces más grande que el peruano, el estudio del presupuesto peruano significa la aplicación de una ciencia de jeroglíficos, un arte secreto y oculto — no obstante que ya la tantas veces citada misión Kemmerer anotaba estos defectos, sugiriendo su eliminación.

4 — La costumbre difundida en todos los países menos Inglaterra, de agregar de manera oportunista y casual siempre nuevos impuestos, en vez de un verdadero *sistema* de impuestos, se manifiesta en el Perú en una escala muy grande.

5 — La falta de claridad hace imposible un *control* de las finanzas, por medio de la publicidad, hasta el punto de eliminar el *interés* para un asunto tan obscuro.

6 — En todos los países coloniales y agrarios el rendi-

miento de los grupos “impuestos de consumo y derechos aduaneros, como otros impuestos indirectos” e “impuestos neutrales” prepondera frente al producto de los “impuestos directos” (sobre renta, herencia, y eventualmente el patrimonio). En el Perú el desarrollo es muy atrasado: Los principales impuestos directos parecen desmedrados. Del propio impuesto sobre la renta se esperó, en 1941, no más del 12 ½ % del ingreso total del presupuesto, del impuesto de herencias menos de 1 %, mientras no existe impuesto sobre el patrimonio.

Por otro lado, según una comparación internacional <sup>(30)</sup>, los impuestos *directos* (sobre renta, productos, patrimonio y herencias) produjeron en 1936 del rendimiento total de los impuestos directos (con exclusión de las contribuciones comunales, de provincia, etc.) en:

Gran Bretaña:	51 %
Alemania:	37 %
Francia:	28 %
Japón:	32 %
México:	31 %
Chile:	23 %
Colombia:	23 %

Y en Estados Unidos de N. América en 1941 el producto del Incometax subió a casi la mitad de los ingresos ordinarios, mientras para 1942 se espera más de la mitad y para 1943 casi el 69 % del ingreso total de este solo impuesto.

No hay espacio para tratar en el marco de este estudio monetario el problema de las reformas con que se puede modernizar el sistema *tributario* del Perú. Pero es evidente que el sistema puede corregirse y mejorarse, en varios puntos importantes, produciendo así un mayor rendimiento, con el fin

---

(30) Statistische Jahrbuch fuer das Deutsche Reich, 1938, pág 286.

de aumentar el monto de los gastos que pueden satisfacerse con contribuciones en vez de empréstitos (inflación). Y este hecho tiene suma trascendencia bajo el punto de vista de la futura estabilización de la moneda peruana, aunque se debe tener en cuenta: 1) que las tarifas de los impuestos directos que encontramos en los países beligerantes no pueden servir de modelos, por ser "confiscatorias", 2) que según la opinión reinante, de los 7 millones de habitantes con los cuales cuenta el Perú, a lo más un millón se tienen en cuenta como "consumidores" de notable poder adquisitivo.

BRUNO MOLL.