

Vínculaciones políticas en un régimen de banca libre: el caso de la crisis bancaria de 1878 en Chile

Ignacio Briones R, Escuela de Gobierno UAI

ABSTRACT

In 1878 Chile experienced a severe banking crisis. This ends the Chilean free-banking period started in 1860. Using banking balances sheets and other primary sources in this paper I analyze the period. I argue that the crisis was the result of an increasing relationship between the government and the banking industry allowing banks to receive note issuance privileges in exchange of financing fiscal deficits. I claim that the crisis emerged from a large bank loan by the end of 1877. This induced overissuance and depreciation expectations. As a result, the expected outcome was a bank run. The Chilean case provides valuable evidence on an element frequently neglected by the free-banking literature: the links between banks and government.

RESUMEN

En 1878 una corrida bancaria pone fin al periodo de banca libre en Chile iniciado en 1860 y que se basaba en la convertibilidad metálica. En este trabajo analizo el periodo apoyandome en los balances mensuales de los bancos y otras fuentes primarias. Argumento que la crisis es el resultado de una creciente relación de préstamos y privilegios entre el gobierno y la banca. Muestro que la crisis surge de un importante préstamo con los bancos a fines de 1877. Sostengo que éste inducía a la sobreemisión y a expectativas de depreciación, elementos cuyo resultado racional era una corrida. El caso chileno proporciona evidencia valiosa sobre un elemento que ha recibido poca importancia en la literatura de banca libre: los vínculos entre bancos y gobierno.

KEYWORDS

Free-banking, competing notes, banking crisis, government privileges.

JEL Classification

G01; G21; H30; N26; N20; P16

1-Introducción

La experiencia de países con sistemas de banca libre ha recibido una larga atención de parte de la historia económica. La literatura ha extensamente documentado los célebres casos de Escocia (1716-1844) y Estados Unidos (1837-61), así como otras experiencias relevantes durante el siglo XIX tales como las de Canadá, Suecia, Australia o Suiza. De acuerdo con Schuler (1992), diez países de Latinoamérica habrían tenido alguna forma de free-banking en determinado periodo del siglo XIX. Pese a la relativa influencia de la banca libre en América Latina, la investigación detallada sobre estas experiencias es limitada. Una excepción es Meisel (1992) quien analiza el caso de Colombia (1871-1886). Más recientemente, Zegarra (2013, 2014) ha hecho una importante contribución al estudiar el impacto de las legislaciones bancarias de varios países de América Latina a fines del siglo XIX y principios del XX en la entrada de nuevos bancos y en el desarrollo de la industria bancaria.

Chile fue el país de América Latina que más tempranamente adoptó la banca libre y en el que, en principio, tuvo mayor duración (1860-98). El análisis de esta experiencia proporciona una relevante contribución a la literatura. Por un lado, la ley de bancos de 1860 que da origen al periodo es extremadamente cercana a la ortodoxia de la *free-banking school*. Por otro lado, como argumentaré en este trabajo, el ejemplo chileno proporciona un valioso caso de estudio sobre un elemento largamente ignorado en la literatura de banca libre: los vínculos entre bancos y gobierno y sus consecuencias.

A partir de la ley de 1860, Chile vive casi dos décadas de desarrollo bancario. Así, en 1876 el Ministro de Hacienda de Chile, Ramón Barros Luco, se vanagloriaba de que: « *existen muy pocos países en que se pueda hacer la honorable observación, como en*

nuestro caso, de que sus bancos no hayan dejado en ningún momento de responder religiosamente a sus obligaciones o a la conversión metálica de sus billetes»¹. Sin embargo, esa confianza sobre el buen funcionamiento del sistema se derrumbaría estrepitosamente dos años más tarde. En 1878 el país vive una grave crisis bancaria que deriva en el establecimiento de la inconvertibilidad y el curso forzoso de los billetes de banco.

Las explicaciones tradicionales para la crisis de 1878 han sido de tres tipos: i) el "liberalismo excesivo" de la ley de 1860; ii) la crisis económica internacional de mediados de los 1870s y sus efectos en Chile y iii) los problemas propios del bimetalismo imperante en Chile. En este trabajo ofrezco una explicación distinta.

Sostengo que la crisis surge de la estrecha relación entre el gobierno y la banca que, en los hechos, monetizaba los déficits fiscales. En particular, muestro que la crisis surge de un importante préstamo que empieza a negociarse a fines de 1877 entre el Estado y los bancos.

Apoyándome los balances individuales de los bancos y en el contrato de préstamo, analizo la corrida bancaria de 1878. Argumento que dicho pacto fijaba indirectamente el precio de los billetes desanclando el sistema en un aspecto disciplinador fundamental de un sistema de banca libre y por el cual el "buen" billete está llamado a dominar al "mal" billete. Sostengo que dicho préstamo tenía como resultado esperable una anticipación de sobre emisión bancaria y de depreciación de la moneda local, elementos cuyo único resultado racional era una corrida.

¹ *Memoria del Ministerio de Hacienda, (1876: 38-39).*

El resto del documento se estructura de la siguiente forma. En la segunda sección doy cuenta de la evolución del sistema bancario chileno entre 1860 y 1878. Esto incluye una revisión de los elementos fundacionales contenidos en la Ley de 1860, de las primeras relaciones entre el gobierno y los bancos y de un análisis cuantitativo de la evolución del sistema basado en los balances de todos los bancos. En la tercera sección, analizo el contrato de préstamo de fines de 1877 y la racionalidad para la corrida bancaria ocurrida en 1878. En la última sección se presentan las principales conclusiones.

2- Orígenes y desarrollo de la banca libre en Chile

2.1- El contexto histórico

Hacia 1850, hay escasez de circulante en la economía (Millar 1994) y se discute la necesidad de reemplazar el esquema basado en la circulación metálica por uno de billetes convertibles. El país debía definir si dicho rol debía estar asegurado por un banco estatal o bien por un sistema de bancos de emisión privado.

Es esta última visión la que se impuso. En 1860, Chile dicta la Ley de Bancos de Emisión cuyo autor intelectual fue el economista francés Jean Gustave Courcelle-Seneuil². La influencia de las ideas de Courcelle y de la doctrina de la banca libre eran tales que, durante la discusión parlamentaria de la ley, una parte importante de los círculos

² Courcelle-Seneuil, era uno de los principales exponentes de la *Free-Banking School*. En 1855 fue contratado como profesor de economía política en la Universidad de Chile y como asesor del Ministerio de Hacienda. Durante su estadía en Chile, escribe su famosa obra « *Traité Théorique et Pratique d'Economie Politique* ». Courcelle deja Chile en 1863.

dirigentes mostraba familiaridad con las experiencias de Banca Libre en Escocia y Estados Unidos³.

Aparte de exigírsele a los bancos de emisión contar con un cierto capital mínimo y publicar mensualmente sus estados financieros, los bancos eran prácticamente libres para emitir billetes y desarrollar el resto de las actividades de intermediación bancaria. El siguiente extracto del mensaje del Presidente Manuel Montt ante el Congreso al anunciar la mentada ley, es ilustrativo al respecto ⁴ :

(En Estados Unidos) la mayor parte de estas leyes imponen a los Bancos odiosa restricciones. Algunas prohíben la creación de sucursales; otras determinan la naturaleza de las operaciones que los Bancos deben hacer, y no solo autorizan y prohíben tales o cuales operaciones, sino que se avanzan hasta fijar el plazo de los efectos que pueden ser admitidos al descuento y al número de firmas de que deberán estar revestidos, decidiendo algunas veces si los Bancos pagarán o no intereses por los depósitos que reciben y exigiendo la consignación de títulos de deuda pública como garantía del pago de los billetes. La Ley que os propongo carece de todas estas restricciones y deja un campo mucho más vasto a la libertad.

Las principales características de la Ley General de Bancos de 1860 pueden resumirse como sigue:

1. Cualquiera puede establecer un banco de emisión (Art 1).

³ Ver por ejemplo las intervenciones de los diputados Antonio Varas (30/6/1859) o la del diputado Gandarillas (02/07/1859). En Sesiones de la Cámara de Diputados (en adelante SCD) 1859: 57-58 y 62.

⁴ Ross (1886:43). Ross atribuye la redacción de este discurso al propio Courcelle-Seneuil.

2. Los billetes pueden ser convertibles en todo momento en metálico (oro o plata) a la vista y al portador (arts. 26 and 27).

3. Los bancos no están obligados a mantener un porcentaje mínimo de reservas metálicas. Sin embargo ningún banco podrá emitir en billetes al portador una suma superior al 150% de su capital efectivo (Art. 29). Este capital debe estar constituido ya sea por moneda de curso legal, por reservas metálicas o por obligaciones menores a seis meses de personas notoriamente solventes (Art. 6).

4. Los bancos están obligados a publicar balances mensuales dentro de los 30 días siguientes. Estos balances deben ser auditados por el Ministerio de Hacienda (Arts. 8 and 30). Los préstamos a partes relacionadas deben ser presentados en una cuenta separada (Art. 10).

2.2- Los primeros bancos

Pese al liberalismo y bajas barreras de entrada de la ley de 1860, hasta 1865 solo un banco, el Banco de Chile, emitió billetes y por montos muy reducidos. Esto cambió a partir de 1865 como consecuencia de un préstamo que el Estado negocia con el sector bancario a cambio de condiciones privilegiadas para la circulación de sus billetes. Si bien este hito marca el despegue de los bancos de emisión en Chile, también es el primer antecedente de una estrecha relación que existiría entre el Estado y los bancos en el sistema de “banca libre” chileno.

En septiembre de 1865 Chile declara la guerra a España y se autoriza al único banco existente en ese momento, el Banco Nacional de Chile (sucesor del Banco de Chile), a

emitir hasta enero de 1866 billetes inconvertibles y de recepción forzosa contra todo pago en del Estado por hasta \$4,5 millones (un 50% de su capital pagado).

Detrás de esta concesión se invoca el agravamiento de la escasez de circulante que traería la guerra y la necesidad de alentar el comercio⁵. Una visión menos benévola era la del diputado Ambrosio Montt quien veía en esta medida un mero favor al Banco Nacional.⁶ La lista de accionistas del Banco Nacional en 1865 revela que el banco no estaba exento de vinculación política. En efecto 4 senadores, 13 diputados y el propio ministro de Hacienda eran accionistas con cerca de un 10% de su propiedad

A fines de 1865 el Banco Nacional había aumentado sus billetes en circulación desde \$0,2 millones a \$1,54 millones. El 20 de Diciembre, una nueva ley concede los mismos privilegios a cualquier banco que se constituyera y hasta que concluyera la Guerra y a más tardar junio de 1867. En julio de 1866, otra ley autoriza al Estado a contratar un préstamo con los bancos y en agosto el gobierno firma un contrato de préstamo por \$4.539.000 con los bancos Nacional y Mac Clure y tres nuevos bancos constituidos para tal efecto: Banco de Valparaíso, Banco Edwards y Banco Ossa.

Los bancos prestamistas reciben el privilegio que, por hasta dicha suma, sus billetes gozarían del “*privilegio exclusivo de ser recibidos (contra todo pago en favor del estado) en todas las oficinas fiscales por su valor nominal y como moneda corriente por el término de 22 años*”. Además, cualquier modificación a la ley de bancos de 1860 no les sería aplicable. En contrapartida, la emisión de los bancos no podía sobrepasar los montos

⁵ Ver por ejemplo la intervención del Ministro de Hacienda Alejandro Reyes en el Senado. Sesión Ordinaria del Senado (en adelante SOS), 23/09/1865.

⁶ SCD, 24/09/ 1865.

prestados por cada uno. Los bancos podían renunciar voluntariamente en cualquier momento a su emisión privilegiada.

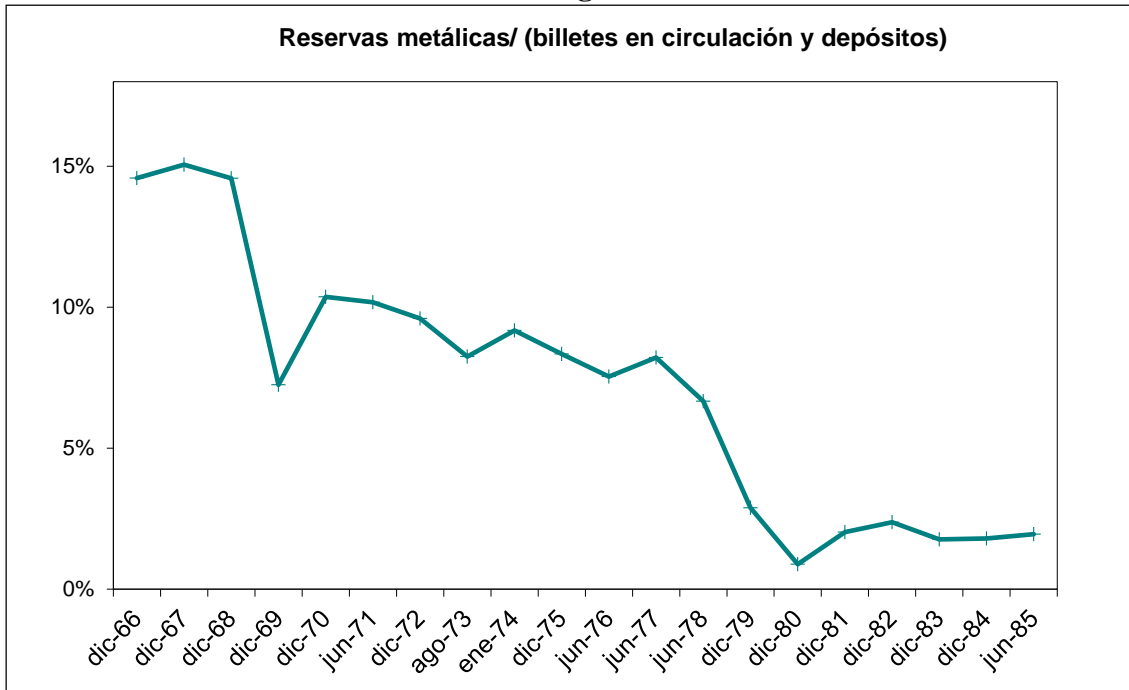
Conceptualmente, es esperable que la emisión privilegiada derivara en un deterioro de la cobertura metálica de los billetes. Al conceder la recepción de esos billetes a su valor nominal contra todo pago en favor del Estado, una “buena” cobertura metálica se hacía menos necesaria como atributo de la emisión para ser aceptada por los agentes⁷. La **Figura 1**, que presenta el ratio de reservas metálicas a billetes en circulación, sugiere que, en efecto, esto fue lo que ocurrió.

Pese a todo, la emisión privilegiada no generó efectos adversos en la estabilidad del sistema bancario. La razón principal radica en que el sistema bancario era virtualmente inexistente y que existía escasez de circulante. No se observa que los montos comprometidos hayan derivado en una sobre emisión de dinero dadas las necesidades de la economía. Hay tres elementos que avalan lo anterior. Primero, la inflación entre 1866 y 1868 es ligeramente negativa (-0.1%). Segundo, un número significativo de otros bancos ingresan al mercado en los años que siguen, sugiriendo que el techo de la emisión privilegiada empezaba a tornarse limitativo (**Tabla 1**). Tercero, el monto de la emisión privilegiada empieza a ser restrictivo para los propios bancos signatarios y una mayoría de ellos decide renunciar voluntariamente al privilegio a partir de los 1870's⁸.

⁷ Desarrollaremos en mayor profundidad este argumento. Por ahora notemos que este primer empréstito es un antecedente importante para entender los alcances del préstamo de 1877.

⁸ Estos bancos eran el Banco Ossa (1871); el Banco de Valparaíso (1872) y el Banco de Matte y Mac-Clure (1875). Desarrollaremos con más detalle este punto.

Figura 1

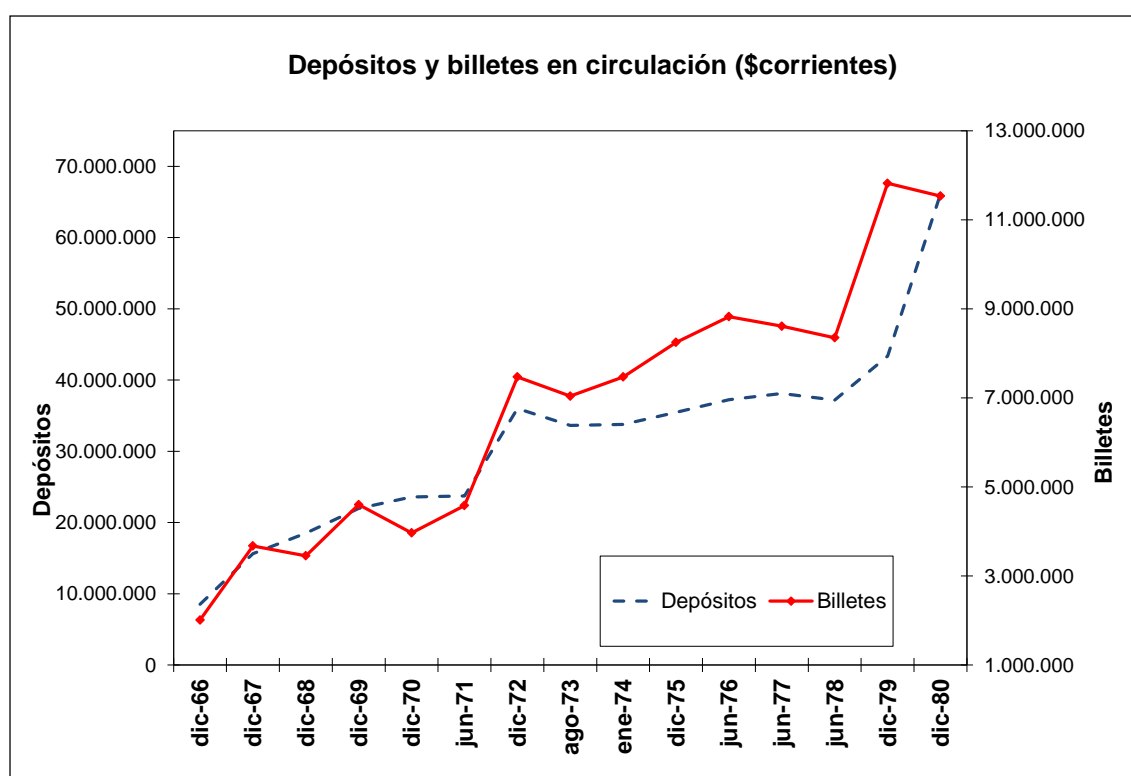


Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos.

2.3- La entrada de nuevos bancos durante los 1870's

A principios de la década de 1870, bajo un contexto económico muy favorable, se produce una significativa expansión del sector bancario. Este vio sus depósitos duplicarse entre fines de los 1860s y principios de 1870 (**Figura 2**). Esto fomentó la creación de nuevos bancos de emisión (**Tabla 1**): el Banco Agrícola y el Banco de Montenegro en 1869; el Banco Mobiliario y el Banco del Sur en 1870; el Banco del Pobre en 1871, el Banco Alianza (que era una filial del Banco Nacional), el Banco Sudamericano y el Banco de Concepción en 1872 y el Banco Consolidado en 1876. Así, a a fines de 1877 existían 11 bancos de emisión en operaciones. El número de sucursales de banco también subió fuertemente, pasando de 4 en 1866 a 23 en 1873 y 37 en 1878 (**Tabla A1**, en Anexo).

Figura 2



Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos.

Tabla 1. Bancos de Emisión creados/cerrados en Chile 1860-1878

Banco	Fundación/Cierre	Primera emisión de billetes
1 Nacional de Chile	1860*	1860
2 Mac-Clure y Cia (***)	1854**	1866
2 Matte-Mac-Clure y Cía (***)	1872	1872
2 Matte y Cía (***)	1876	1876
3 Ossa y Cía	1856	1866
4 Valparaíso	1857	1866
5 Edwards y Cía	1866	1866
6 Agrícola	1869	1869
7 Mobiliario	1870	1870
8 Concepción	1871	1872
9 Alianza (****)	1872	1872
10 de la Unión	1874	1876
11 Consolidado	1876	1877
12 Montenegro y Cía	1869/1874	1869
13 del Sur	1870/1871	1870
14 del Pobre	1871/1877	1874
15 Sud Americano (1)	1872/1873	1872

Fuente: Autor basado en los balances mensuales. (*) Sucede al Banco de Chile fundado en 1859. (**) Sucede al Banco Bezanilla and Mac-Clure fundado en 1854. (***) Mismo banco pero que cambia de nombre. (****) Subsidiaria del Banco Nacional de Chile. (1) en 1873 se fusiona con el Banco de Valparaíso.

La expansión de la economía significó que el techo de emisión privilegiada de los bancos signatarios del acuerdo de 1866 empezara a ser limitativo. En 1872 el banco de Valparaíso, renuncia su emisión privilegiada y cede su derecho al Banco Edwards en un valor que estimamos en torno al 20% del derecho cedido. El siguiente es un extracto de la comunicación que el Banco envía al ministerio de Hacienda⁹:

La emisión privilegiada del Banco de Valparaíso se había transformado en una restricción que afectaba sus intereses. Bajo la ley de 1860 y con un capital efectivo de \$3.600.000 la emisión del banco podía llegar hasta los \$5.400.00 mientras que, de conservar su privilegio, la emisión del banco no podía sobrepasar los \$510.000 prestados al estado en 1866.

De similar manera, los bancos Ossa (1871) y Matte-Mac Clure (1875) cedieron sus derechos de emisión privilegiada en favor del Banco Nacional y recibiendo un pago promedio equivalente que estimamos en un 16% del derecho.

El Banco Nacional descubre una forma adicional para poder expandir su emisión más allá del techo de emisión privilegiada. Al cierre de 1871 el banco tenía una cantidad de billetes en circulación de \$2,77 millones, muy cercano al techo de \$2,805 millones establecido en 1866. Para sortear esta limitación, en 1872 el Banco Nacional crea un banco filial, el Banco Alianza, cuyo capital estaba conformado casi en su totalidad por acciones del banco Nacional (Santelices 1889:41). De acuerdo a un observador de la época "*el banco fue "fundado para burlar la limitación de la emisión del Nacional"*"¹⁰. Y en otro texto

⁹ Memoria del Ministerio de Hacienda, (1876:128).

¹⁰ El Ferrocarril, 06/02/1878. El firmante, aunque anónimo, se trataría del diputado Zorobabel Rodríguez, un discípulo de Corcelle Seneuil.

agrega *“La creación del banco de la Alianza fue verdaderamente un golpe maestro (...) Con dinero prestado por el mismo Banco Nacional se funda un nuevo banco”*¹¹.

El que el techo de emisión de 1866 se tornara limitativo no significaba que éste no confiriera una ventaja. Este derecho que facilitaba la circulación de los billetes privilegiados, tenía un claro valor económico según ya vimos. El siguiente extracto del diario El Telégrafo ilustra el punto¹²:

“No hay duda que los billetes privilegiados por el Estado tenían mucha más aceptación a lo largo del país que los simples billetes convertibles de los otros bancos (...) en muchas localidades del país sólo los billetes de los bancos privilegiados eran recibidos incondicionalmente; para los demás eran solo aceptados a discrecionalidad del agente de un banco y con un descuento elevado”.

Debido a la existencia del privilegio, cabe esperar que el banco pueda hacer circular su billete con menos cobertura metálica que el resto. Esto proporciona dos fuentes de ganancia económica. Por un lado se economizan reservas metálicas en caja. Por otro, el privilegio permite ganar participación de mercado sobre la emisión y, por esta vía, también en el mercado de depósitos/ colocaciones.

Un análisis de la rentabilidad de los bancos antes de 1872 revela que los bancos privilegiados tenían retornos que eran el doble de aquellos sin privilegio. (**Tabla 2**). A nivel de cobertura metálica, también se observan diferencias significativas. Antes de renunciar a su privilegio, el Banco de Valparaíso tenía un ratio de cobertura metálica

¹¹ El Ferrocarril, 15/02/1878

¹² El Telégrafo, Chillán 25/2/1870.

sobre su emisión y depósitos del 7%. Ese ratio sube a 17% después de renunciar al privilegio. El mismo indicador en el caso de los Bancos Edwards y Nacional (privilegiados) era de 10% y 6% respectivamente. Una conclusión similar se obtiene si la comparación se hace en términos de billetes en circulación como proporción del capital. Entre 1872 y 1878, el valor promedio de este indicador para los Bancos Nacional y Edwards era de 73% y 93% respectivamente. En el caso de los bancos de Valparaíso, Ossa y MacClure (que ya había renunciado a su privilegio) este ratio alcanzaba al 35%, 29% y 50%, respectivamente. Para el resto del sistema bancario (que jamás tuvo privilegios), el valor promedio era de 21%.

Tabla 2. Utilidad anual / capital efectivo circa 1872

Bancos ‘privilegiados’*	19%
Nuevos bancos **	9%

Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos. (*) Los bancos ‘privilegiados’ son: Banco Nacional de Chile, Banco de Valparaíso, Banco Edwards, Banco Ossa y Banco Matte y Mac-Clure. (**) Los ‘Nuevos Bancos’ en 1872 son: Banco Agrícola, Banco Concepción, Banco Mobiliario, Banco Montenegro et Banco Alianza.

En 1877 los Bancos Edwards y Nacional buscan extender el ámbito de su emisión privilegiada. Reclaman al Gobierno que se considerara al correo, al telégrafo y a los ferrocarriles como parte de las oficinas fiscales en las cuales la emisión privilegiada tenía recepción exclusiva. En julio de 1877 el Ministro del Interior accede a esta solicitud, lo que fue fuertemente reclamado por los restantes bancos y generó un profundo debate en las páginas del diario el Ferrocarril durante febrero de 1878. Un observador de la época señalaba:

“(el Banco Nacional) quiso hacer uso del alto prestigio con que contaba en las altas regiones e ideó la peregrina pretensión de que el privilegio de sus billetes para ser los únicamente recibidos en arcas fiscales, se hiciese estensivo a todas las demás oficinas

nacionales. (...) la complacencia de un Ministro (del interior) estuvo a la altura de las pretensiones del banco”¹³.

2.4- Los bancos dominantes

Pese a la emergencia de nuevos bancos durante los 1870s, tres de ellos dominaban el mercado: el Banco Nacional de Chile, el Banco de Valparaíso y el Banco de A. Edwards. Los dos primeros eran sociedades anónimas que cotizaban en bolsa y el banco Edwards una sociedad de responsabilidad ilimitada. Su dueño, Agustín Edwards Ossandon, con una fortuna estimada en casi 5% del PIB, era el hombre más rico de Chile¹⁴. En conjunto, estos bancos representaban cerca del 80% del total de depósitos y billetes en circulación. El Banco Nacional junto a su filial Banco Alianza, era el actor dominante con cerca del 50%. (**Figura 3**).

Luego de renunciar a su privilegio en 1872, el Banco de Valparaíso, adopta una activa estrategia para competirle al Nacional. Entre 1872 y 1877, aumenta su capital desde \$2.400.000 a \$6.150.000 (en el mismo periodo el capital del Banco Nacional lo aumentó solo desde \$2.500.000 a \$4.000.000). Hasta 1872, el Banco Nacional era el único banco que tenía sucursales (cinco en total) en diferentes puntos del país. En agosto de 1873, el Banco de Valparaíso ya había creado cuatro y en 1878, estaba presente en doce ciudades, mientras que el Banco Nacional solo contaba con nueve sucursales (**Tabla A1**, en Anexo).

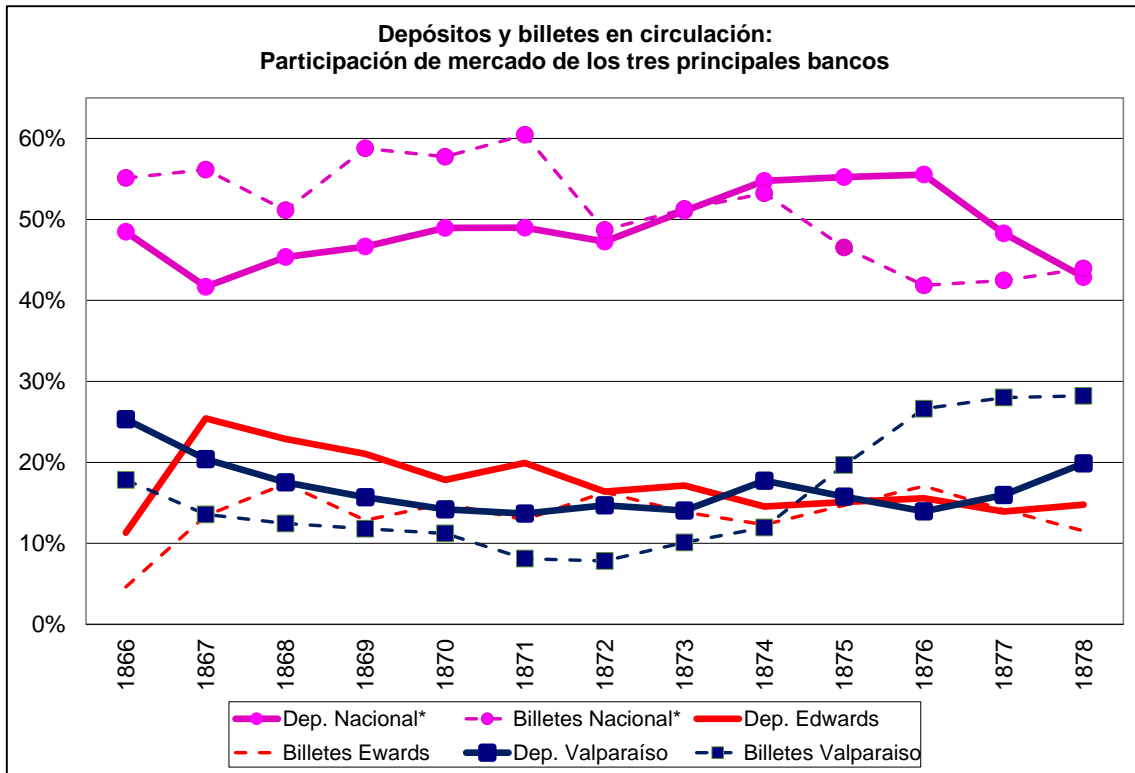
Pese a que el Banco de Valparaíso logró ganar en participación de mercado a nivel de billetes en circulación (desde un 12% del total de billetes en circulación en 1870 a un 28%

¹³ *El Ferrocarril*, 13/02/1878.

¹⁴ Nazer (2000: 370).

en 1877), no logra lo mismo en materia de depósitos. A su vez, su retorno sobre el capital era menos de la mitad de la del banco Nacional (7% contra 17%). Al parecer la emisión privilegiada del Nacional seguía pagando. **(Figura 3)**

Figura 3



Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos. (**)Filial del Banco Nacional

¿Por qué el Banco Nacional se mostraba invulnerable a los esfuerzos de su más agresivo competidor? Una parte importante de la explicación es que, desde finales de la década de 1860, y especialmente durante los 1870's, el Banco Nacional recibió una serie de privilegios adicionales que lo transformaron, casi literalmente, en un banco del Estado.

2.5- Consolidación de un banco privilegiado: el Banco Nacional

En un informe enviado en 1876 por el Banco Nacional al Ministerio de Hacienda, se señalaba¹⁵:

"La relación entre el banco y los intereses fiscales se ha seguido intensificando luego de la apertura de líneas de crédito, tanto en Chile como en Europa, para el seguimiento y la transferencia de fondos entre las distintas agencias del Tesoro y entre los mercados europeos y dentro de la República".

Este pasaje ilustra el tipo de relación que existía entre el banco y el Estado. A partir de 1869, el Banco Nacional firma en exclusividad una serie de contratos con el gobierno. Así, en noviembre de 1869, una ley permite al fisco abrir una línea de crédito por \$ 1MM en el Banco Nacional. En diciembre 1869, otro contrato le da la exclusividad en la recepción de depósitos del Tesoro. En 1873, el Estado amplía a \$ 3,25 MM la línea de crédito que tenía con el banco. A cambio, éste recibe formalmente la exclusividad para la gestión de los fondos del Tesoro por un período de 26 años. El Gobierno le confiere también la responsabilidad para la emisión de bonos soberanos en Londres por un valor nominal de £ 2.140.000¹⁶ y posteriormente le da derechos exclusivos para realizar todas las operaciones de divisas, gestión de la deuda externa en Europa y cualquier negocio o transferencias realizadas con otros países. La señal era clara: el banco se había transformado en una suerte de banco estatal. Un influyente observador de la época señalaba:

¹⁵ Memoria del Ministerio de Hacienda, (1876:120).

¹⁶ Este préstamo estaba destinado a financiar la construcción del ferrocarril entre las ciudades de Curicó y Angol.

*“ Si el señor Antonio Varas, presunto autor de la lei de 1860, quisiera arrojar una mirada retrospectiva a la obra que él trazó, para compararla con lo que tiene ahora a la vista, de seguro que se asombraría, como no puede dejar de asombrarse, al observar que donde él quiso asegurar para su patria todas las ventajas reconocidas de los bancos iguales i libres, indepoendientes de la acción i protección de los gobiernos, tenemos ahora un banco privilegiado, único depositario de las rentas nacionales, i bancos a los cuales las oficinas públicas sirven de agencias para circular i derramar por todo el país sus billetes, como si fueran las únicas monedas corrientes i autorizadas en la nación!”*¹⁷

Según el banquero Nicomedes Ossa¹⁸, los contratos suscritos entre el Banco Nacional y el Gobierno habían transformado a esa institución en:

*“... una especie de Tesorería General del Estado y en un organismo pagador la deuda externa del Estado. (...) El Banco Nacional, que ya era considerado por el público ignorante como un banco estatal, ganaba en materia de crédito, veía entrar en sus arcas depósitos en grandes cantidades, y ampliaba sus operaciones de manera poco prudente. Mientras tanto, los demás bancos estaban obligados de actuar en la dirección opuesta, a la espera del momento en que la evolución natural de los negocios hiciera sentir al Nacional las consecuencias de la falsa posición en que la sombra de sus privilegios lo habían colocado”*¹⁹.

¹⁷ El Ferrocarril, 17/02/1878. Este texto es atribuible al Diputado Zorobabel Rodríguez (ver nota n°10)

¹⁸ Se trata de uno de los fundadores del Banco Ossa y Cía. Fue diputado (1852-55/1864-76) y Vicepresidente de la Cámara de Diputados (1870-76).

¹⁹ Ossa (1888:110-111).

Los hechos avalan la afirmación de Ossa. Como puede apreciarse en la **Figura 3**, a partir de 1870 el Nacional aumenta su participación de mercado en depósitos desde un 46% en 1868 a un 56% en 1877.

En resumen, el análisis del período 1860-1877 pone de relieve importantes particularidades del sistema de banca libre chileno. Por un lado, la creación de bancos es alentada por un préstamo con el Estado que establecía el privilegio de recepción de los billetes de esos bancos a valor nominal contra pagos en favor del fisco. Por otro lado, a partir de los 1870s el banco Nacional se transforma en un cuasi banco estatal cuya relación privilegiada con el Estado limitaba la competencia que se suponía debía existir en un esquema de banca libre. Si bien, estas distorsiones no habían comprometido la estabilidad del sistema, esto cambiará a partir de fines de 1877.

3. La crisis bancaria de 1878 y sus explicaciones tradicionales

Durante el primer semestre de 1878 se produce una corrida bancaria que deriva en un salvataje del gobierno a través de la suspensión de la convertibilidad y el curso forzoso el 27 de julio de 1878.

3.1. La corrida bancaria y los bancos afectados

El Banco Nacional fue el principal banco afectado por la corrida. Por su importancia, las consecuencias sobre el resto del sistema bancario eran sistémicas. El semanario financiero *The Chilean Times* daba cuenta de esta situación (27/7/78): *“It is no secret that of late a heavy run has been made on at least one important institution, which if*

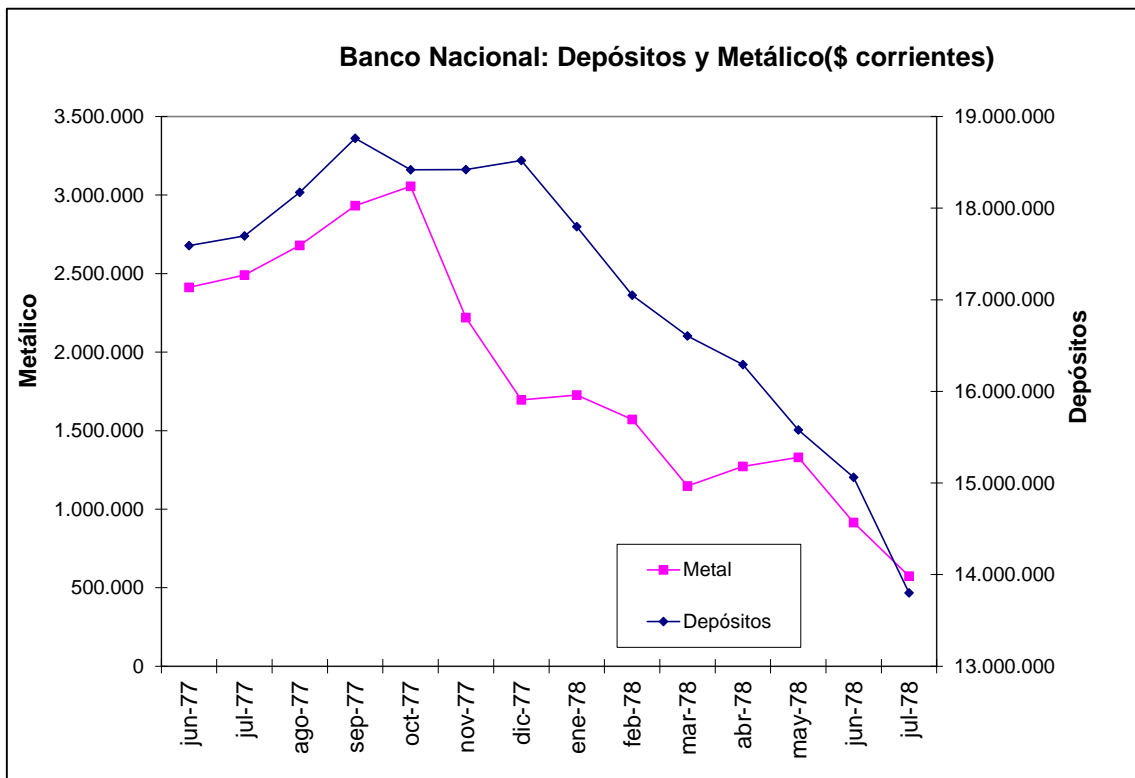
continued must have resulted in its suspension, and this would have undoubtedly brought about a regular panic and a general crash”.

Desde fines de 1877, el Banco Nacional experimenta una baja significativa de sus reservas metálicas y un retiro importante de depósitos. Entre enero y julio los depósitos caen en \$4 MM (22% del total), mientras que sus reservas metálicas caen desde \$1.721.000 en enero a \$910,000 en Junio y a \$570.000 en julio (**Figura 4**). El ratio de cobertura metálica del Banco disminuye desde un peak de 15% en octubre de 1877 a valores de 5% en junio y de apenas 3,3% en julio de 1878.

De acuerdo a la ley de 1860, los bancos debían hacer llegar sus balances mensuales en un plazo máximo de 15 días al Ministerio de Hacienda. Enseguida estos eran publicados por los principales diarios del país. En el caso del Banco Nacional esta práctica se mantuvo ininterrumpida²⁰ por lo que podemos afirmar que el público fue capaz de seguir la evolución financiera del banco.

²⁰ Las fechas de publicación de los balances del Nacional fue la siguiente (fecha y nombre del diario entre paréntesis): octubre 1877 (*El Ferrocarril*, 18/11) , noviembre 1877, Diciembre 1877 (*El Ferrocarril* 10/01/78), Enero 1878, Febrero 1878 (*El Ferrocarril* 21/3/78), Marzo 1878 (*El Ferrocarril* 27/04/78), Abril 1878 (*El Ferrocarril*)18/05/78), Mayo 1878, Junio 1878 (*El Mercurio de Valparaíso* 12/07/78)

Figura 4

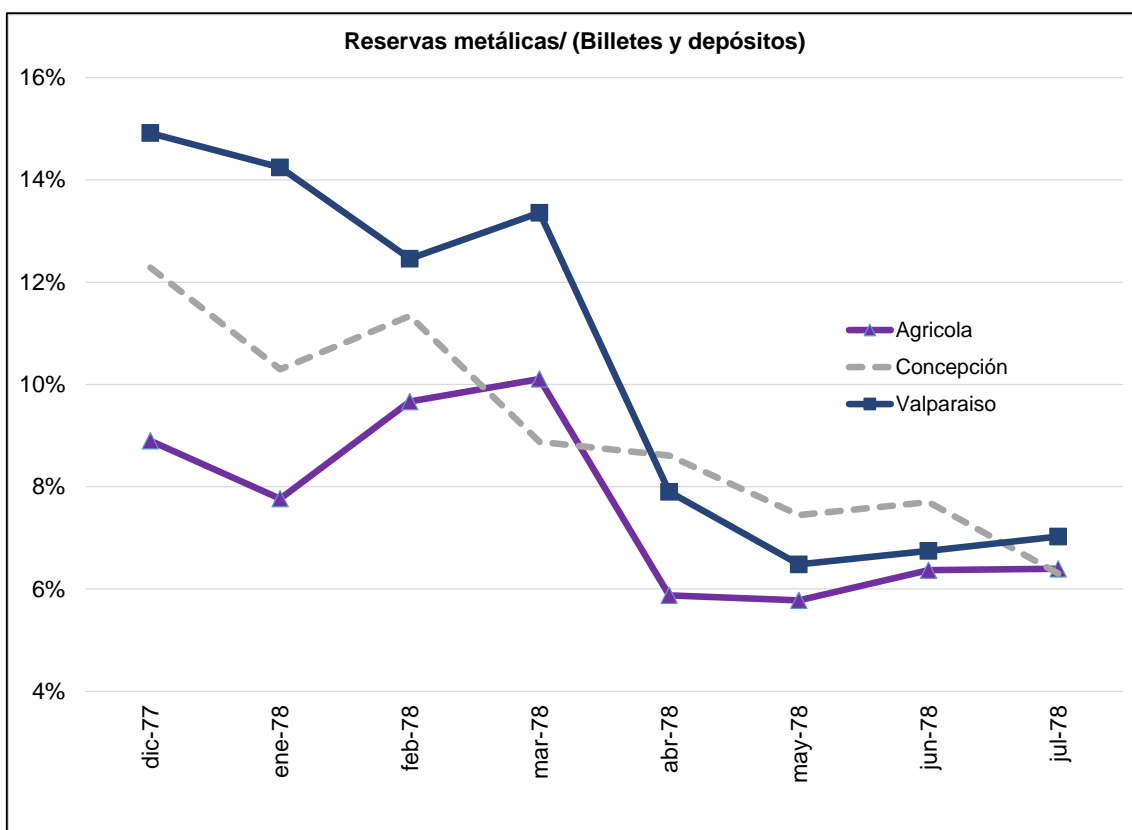


Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos

Los bancos de Valparaíso, Concepción y Agrícola, muestran una caída relevante de su ratio de cobertura metálico a partir del primer trimestre de 1878 y llegando a valores de solo el 6% de sus depósitos y billetes en circulación en junio de 1878 (**Figura 5**). El caso del banco de Valparaíso es relevante por su importancia (20% del mercado). Pese a que no se observa un patrón de retiro masivo de depósitos, el banco sufre una cuantiosa disminución de reservas metálicas a partir del segundo trimestre de 1878. Estas caen casi \$700.000 entre abril y junio de 1878 (50% de sus reservas). Así, su ratio de cobertura metálica sobre depósitos y billetes baja desde un 15% a fines de 1877 a un 7% en junio y julio. Los balances de banco sugieren que la disminución de metálico pudo deberse a las dificultades que experimentaba el Banco Nacional. En efecto, desde fines de 1877 y hasta junio de 1878, la cuenta del balance “cheques y billetes de otros bancos” que el

Banco Nacional mantiene en caja cae en \$700.000. Dado el tamaño del banco de Valparaíso y el hecho que solo éste y el Nacional tenían sucursales a lo largo del país, es plausible suponer que una fracción relevante de este monto fue convertido en el banco de Valparaíso.

Figura 5



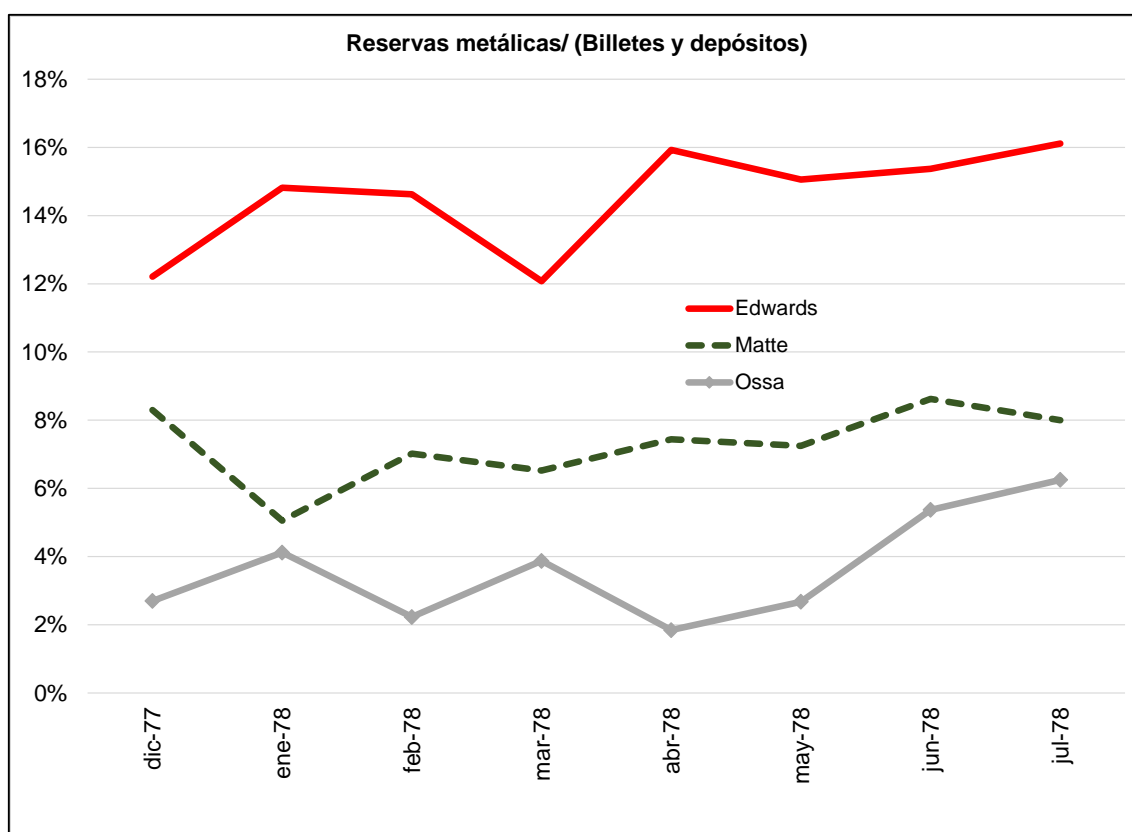
Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos

El caso del tercer banco en importancia, el Banco Edwards. Es competamente distinto. Sus depósitos se mantienen relativamente estables y no se observa un deterioro de su cobertura metálica. El mismo patrón (**Figura 6**) se observa en los casos del banco Matte (7% del mercado) y del pequeño banco Ossa (1% del mercado).

La particularidad de estos tres bancos era que eran sociedades de responsabilidad ilimitada. Ello podría explicar el que no se haya producido corrida contra estos bancos.

Este esquema societario era ampliamente difundido de cara al público como muestra de solvencia. De hecho el 2 de enero de 1878, cuando fallece el fundador del Banco Edwards, el banco publica en la prensa un anuncio señalando que seguirá en manos de su sucesión y ponía especial énfasis en que mantendría su condición de sociedad de responsabilidad ilimitada.²¹

Figura 6



Fuente: Autor a partir de los balances individuales de los bancos

3.2- Las explicaciones tradicionales de la crisis

Una de las principales explicaciones invocadas para la crisis de 1878, es la del “liberalismo excesivo” del la Ley de 1860. De acuerdo a Subercaseaux (1922), esto habría

²¹ El Ferrocarril 10/01/1878.

inducido un comportamiento irresponsable de los bancos. Fuentealba (1945) se refiere a los “*errores del liberalismo*” de Courcelle-Seneuil. Para el banquero Agustín Ross (1910: 35), la ley de 1860 alentó “*no a la libertad, pero el desorden.*” Espinoza (1909: 537), argumenta que “*en 1878 Chile fue precipitado por los bancos de emisión a todos los desastres del curzo forzo (..) y como consecuencia de las liberalidades extremas de la ley de 1860*”.

Otros autores (Millar 1994, Llona 2000, Ross 1910) han puesto el acento en el bimetalismo que operaba en Chile. La baja del precio de la plata a mediados de 1870 habría generado una exportación de numerario metálico (oro) que afectaba la caja de los bancos. Este argumento presenta dos problemas. Por un lado, la eventual exportación de numerario bajo un sistema bimetálico implica la salida de un metal y no de los dos. Por otro lado, un análisis de los puntos de salida del oro y de la plata muestra que, hasta 1878 no se puede excluir que Chile haya operado bajo un bimetalismo efectivo. En efecto, el sistema bimetálico chileno definía una paridad implícita entre el oro y la plata de 1:16,39. Los puntos de salida de la plata y del oro, respectivamente, los podemos estimar en 15,1 y 17,8²². Si bien a partir de 1875 el precio relativo del oro está por sobre el nivel central de 16,39, nunca superó el punto de salida de 17,8.

La tercera explicación es un deterioro de la situación económica producto de la depresión mundial en los años 1870s. Esto agravado por una sucesión de malas cosechas en Chile entre 1875 y 1877, derivó en un retroceso del PIB de 2% anual entre 1876 y 1877 (Braun et. al. 2000). La combinación de estos factores, se señala, habría deteriorado

²² Puntos calculados tomando los costos de transporte y seguros basados en Seyd (1868:257) y Ross (1910:39).

significativamente la posición de los bancos²³. Sin desconocer la importancia que un shock externo puede tener en los sistemas financieros, en mi opinión esta explicación ha sido sobredimensionada.

Por un lado este deterioro no se aprecia en los balances de los bancos. En relación al numerario metálico, la caja y el capital pagado, entre 1875 y 1877 las obligaciones totales a favor del público (billetes más depósitos) tienen, respectivamente, los siguientes valores (1875/1877): 7,2%/8,2%; 12,8%/ 16%; 35%/40%.

A su vez, un análisis de los términos de intercambio y de la balanza de pagos muestra un deterioro en ordenes de magnitud relativamente acotados. De acuerdo con Braun et. al (2000), en 1876 los términos de intercambio alcanzan el peak de la década y sufren una caída de 8% en 1877, aunque se mantienen en los niveles promedio del decenio. Llona (2000:182) habla de una crisis masiva de balanza de pagos desde mediados de los 1870s pero la gravedad invocada no concuerda con los datos. La balanza comercial muestra un déficit anual promedio de 1,3% del PIB entre 1875 y 1877, comparado con un superávit anual promedio de 0,9% entre 1870 y 1874. A su vez el déficit en cuenta corriente en 1876 y 1877 es de 1,6% del PIB, comparado con un déficit promedio anual de 0,9% del PIB en el periodo 1870-1877. Estos valores están lejos de marcar una situación de crisis. Todo lo anterior hace sostener que el argumento del shock externo, aunque plausible, no parece por sí solo suficiente para explicar la crisis de 1878.

Una variable macroeconómica que sí presente un sistemático e importante deterioro en esos años es el déficit fiscal (**Tabla A2** en Anexo). Entre 1874 y 1877 este acumula un

²³ Ver, por ejemplo, González (1889), Millar (1994), Subercaseaux (1922), Sater (1979), Hirschman (1963).

déficit promedio anual de 4% del PIB. Este déficit no necesariamente está influenciado por un mal entorno económico externo. En efecto, durante los primeros años de los 1870, con una economía en bonanza, el déficit fiscal llegaba al 2% del PIB.

4- Una explicación alternativa: el préstamo de 1877-1878

A continuación argumentaré que el verdadero problema que origina la crisis bancaria de 1878 es la monetización de estos déficits a través de préstamos bancarios y la concesión masiva de privilegios. Esta visión es compartida por el Diario the Chilean Times (Valparaíso), semanario dirigido a los inversionistas extranjeros. Este señalaba²⁴:

“We have said that the present difficulties of the banks are in great measure due to the government, and that this is really the case anyone may be convinced who will recall to mind the many appeals it has made to those institutions during the past few years. Deficit after deficit has been covered by loans thus obtained instead of being provided for by additional taxation”.

El déficit fiscal creciente lleva al gobierno a a buscar financiamiento. En agosto de 1876, el Parlamento lo autoriza para colocar bonos internos por \$ 3 MM y en enero 1877 por \$ 5 MM²⁵ . En enero de 1878 se autoriza al fisco a recurrir al endeudamiento interno por un monto de entre \$4 y \$6 millones de pesos.

²⁴ *The Chilean Times*, 27/07/1878.

²⁵ Leyes del 19 de Agosto de 1876 y del 18 de enero de 1877. En Anguita y Quesney (1902 : 283 y.289-290).

El 27 de marzo de 1878²⁶, el gobierno firmó un contrato privado de empréstito con nueve de los once bancos de la plaza por un total de \$ 2.525.000 bajo condiciones de privilegio que emulaban las de 1866. Los bancos firmantes recibieron hasta 1888 el privilegio exclusivo de poder emitir billetes por hasta \$12 MM²⁷ los que serían aceptados a su valor nominal contra cualquier pago en favor del Estado.

Resulta importante constatar que estas negociaciones con los bancos comenzaron con bastante anterioridad y eran conocidas del público. Conoboy (1976) señala que estas comienzan en octubre de 1877²⁸. De acuerdo a un artículo publicado en el Diario el Ferrocarril en febrero de 1878, las conversaciones se iniciaron incluso antes. Señala que siendo ministro de Hacienda Rafael Sotomayor (septiembre 1876-octubre 1877), se empieza a negociar con los bancos. Los términos del acuerdo descrito son casi idénticos a los adoptados finalmente en 1878.²⁹

Las negociaciones definitivas fueron encabezadas por el Ministro de Hacienda, Augusto Matte, socio del Banco y Matte McClure y accionista del banco Nacional³⁰. Pese a haber participado de las negociaciones, los bancos de Valparaíso y de Concepción optaron por marginarse del acuerdo aduciendo que, éste debía contemplar el fin a la exclusividad del Banco Nacional para recibir los depósitos del Estado. En un inserto publicado en el Diario el Ferrocarril el 7 de abril de 1878, el banco explicaba en detalle al público las conversaciones con el gobierno y las razones para marginarse. Señalaba que los términos

²⁶ Espinoza (1913 : 194-195).

²⁷ Si bien la ley habla de una emisión privilegiada por 4 veces los montos comprometidos, el monto fue ligeramente mayor (\$10,5 MM) debido a que ciertos bancos pequeños recibieron un derecho de emisión algo mayor. El monto final podía llegar hasta \$12.000.000 por acuerdo de todos los bancos signatarios y la asignación por el adicional para cada banco se haría a prorata (Art. 8).

²⁸ Conoboy (1976 :20).

²⁹ *El Ferrocarril*, 14/02/1878.

³⁰ En 1880, poseía el 0,2% del a propiedad del banco Nacional.

del acuerdo eran excesivamente restrictivos. Se le ofrecía un techo de emisión privilegiada de \$2.8 millones, cifra que era “insignificante” respecto al capital pagado del Banco. El Banco también se preguntaba por las consecuencias de renunciar al privilegio. Confiaba en que su alto capital y el disponer de una amplia red de sucursales a lo largo de Chile permitirían neutralizar el efecto adverso:

“Estamos persuadidos de que la confianza pública será en todo caso la más sólida base de prosperidad del banco, i que consagrado nuestros esfuerzos a conservar i robustecer esa confianza, no tendremos motivos de arrepentirnos por haber asumido una actitud que deja al Banco de Valparaíso con su entera libertad de acción i al amparo de la lei común”.

Debido a que el acuerdo de 1866 protegía la exclusividad de privilegios preexistentes de los bancos Edwards y Nacional, estos debían renunciar a ellos para extender los nuevos privilegios a otros bancos. Esta “renuncia” fue compensada por el Estado a través de una remuneración anual hasta 1888. Adicionalmente estos bancos reciben niveles de emisión privilegiada mayores que el resto, no solo en términos absolutos sino también en relación a su capital. La **Tabla 3** muestra las cantidades comprometidas por cada banco y su umbral de emisiones forzosas contra el Estado.

Si bien formalmente el préstamo es aprobado por amplio margen por el Congreso el 21 de junio de 1878³¹, se trató de un *fait accompli*. En efecto, luego del acuerdo formal de marzo de 1878, los bancos empiezan a traspasar las sumas comprometidas al Estado en cuatro pagos iguales el 1 de abril, el 15 de abril, el 1 de mayo y el 15 de mayo. Más aún,

³¹ El proyecto obtuvo 26 votos a favor y solo 6 en contra (SCD, 21/06/1878 : 138).

el propio proyecto de ley señalaba (Art. 12) que si no se aprobaba antes del 1 de Julio, los bancos podían exigir el reembolso inmediato de las sumas vertidas y con una tasa de interés anual de 10%.

Tabla 3. El préstamo de 1877-1878: montos comprometidos

Bank	Préstamo \$	Techo de emisión privilegiada (1) \$	Techo de emisión (% del capital efectivo)	Techo de emisión privilegiada (2) \$	% del total de emisión “privilegiada”	Emisión -1 \$
Nacional de Chile	1.100.000	4.400.000	110%	5.023.787	44%	2.381.472
Edwards y Cía.	540.000	2.160.000	144%	2.466.223	21%	1.217.930
Consolidado	250.000	1.000.000	67%	1.141.770	10%	261.231
Matte y Cía.	200.000	800.000	80%	913.416	8%	296.052
Alianza	150.000	600.000	60%	685.062	6%	1.274.609
Agrícola	100.000	600.000	33%	685.062	4%	185.234
Unión	75.000	300.000	75%	342.531	3%	54.212
Ossa y Cía.	60.000	250.000	50%	285.442	2%	75.935
Mobiliario	50.000	400.000	36%	456.708	2%	122.157
Total	2.525.000	10.510.000		12.000.000	100%	5.939.822

Fuente: Autor a partir de los balances de los bancos y Ley del 27 de junio de 1878. Emisión-1, corresponde al monto de billetes en circulación antes del acuerdo de préstamo. (1) Monto de emisión privilegiada definido; (2) Monto máximo al que podía llegar.

4.1- Análisis del préstamo de 1877 y Diferencias fundamentales con el préstamo de 1866

Pese a que el préstamo de 1877/ 1878 replica la misma lógica que el de 1866 existen importantes diferencias para dimensionar sus alcances.

1 – Techo de la emisión privilegiada: El préstamo de 1877/78 permitía a los bancos emitir billetes que serían recibidos a valor nominal contra todo pago en favor del Estado por hasta \$12.000.000 (es decir casi 5 veces los montos prestados al Estado). Dicho monto implicaba duplicar la cantidad de billetes en circulación que los bancos signatarios tenían hasta ese entonces (\$5,9 millones), casi triplicar la cantidad de emisión privilegiada en la economía (desde \$4,5 millones a \$12 millones) e incrementar en 70% la cantidad total de

billetes del sistema si uno considera el stock total de billetes en circulación inmediatamente antes del acuerdo. Las condiciones establecidas implicaban aumentar además significativamente la proporción de billetes privilegiados sobre el total de billetes en circulación. Hasta antes del préstamo de 1877/78 la emisión privilegiada vigente del préstamo de 1866 representaba un 52% del total de billetes en circulación en la economía. Luego del préstamo, dicha proporción podría elevarse hasta el 82% del total³².

Los préstamos se dan en contextos monetarios completamente distintos. El préstamo de 1866 facilita la emergencia de un mercado bancario inexistente en una situación de fuerte contracción monetaria. En cambio, el acuerdo de 1877 se realiza en una industria ya madura.

2- Anclaje de la casi totalidad del sistema: Al incluir 9 de los 11 bancos existentes, el acuerdo anclaba a la casi totalidad del sistema bancario a una emisión privilegiada. Interesantemente, una de las razones dadas en la discusión en el Parlamento para aprobar formalmente este préstamo fue precisamente que se hacía "justicia " al extender el privilegio de casi todos los bancos³³.

« (...) el contrato permite poner fin al privilegio concedido a solo dos bancos [Banco Nacional y Banco Edwards] y su extensión al resto de los bancos con excepción de dos bancos que no quisieron participar del préstamo [Banco de Valparaíso y Banco de Concepción]. [...]El Gobierno ha estimado que ese privilegio podía ser suspendido o limitado al conferir ese mismo privilegio a otros bancos»

³² Valores calculados suponiendo constante la emisión que los bancos de Valparaíso y Concepción (que no participaron del acuerdo) tenían a junio de 1877.

³³ Ramón Barros Luco, miembro de la Comisión de Finanzas y de la Industria y el ex ministro de Hacienda (1872-76). En SCD, 12 de Junio de 1878.

3- Mecanismo de coordinación entre competidores. El acuerdo de 1877/78 también puede ser visto como un mecanismo de coordinación entre actores que supuestamente compiten. A través de este acuerdo, en la práctica, los actores fijan sus participaciones de mercado en el mercado de billetes y, por esta vía, también indirectamente el de del mercado de depósitos.

4.2- Incentivos a una corrida bancaria

Hay dos elementos clave para entender por qué debía producirse una crisis. Primero, comprender por qué bajo las reglas del acuerdo los bancos tenían incentivos a deteriorar la calidad de sus billetes y a sobre emitir. Segundo, por qué a partir de lo anterior una corrida bancaria era inevitable.

4.2.1- Incitaciones a la sobre emisión y al deterioro de la calidad de los billetes

En un sistema competitivo de banca libre bajo convertibilidad metálica, el billete de banco puede ser visto como una opción financiera que ofrece a su tenedor la posibilidad de convertirlo en metálico bajo demanda. El equilibrio competitivo requiere que los billetes en circulación en una misma localidad se vendan a su valor par (Fama 1983, Gorton 1996,1999). Si se vendieran con descuento existirían oportunidades de arbitraje. A su vez, el billete tiene un valor por el servicio financiero que presta como medio de intercambio (Klein 1974). La aceptación como medio de intercambio es función, entre otras, de las reservas metálicas de los bancos para asegurar la conversión de los billetes y darles circulación. En el equilibrio competitivo debe existir una única calidad que asegura

la circulación de un billete como medio de pago. Así, el “buen billete” domina al “mal billete”. Cuando los agentes son capaces de diferenciar entre la calidad o “marcas” de billetes (Selgin 1988), entonces el banco que deteriora la calidad de sus billetes o sobre emite es devuelto a su emisor. El mecanismo de “adverse clearings” opera (Dowd 1988, 1996; Selgin 1988, 1994, White 1984).

El acuerdo de 1877/78 rompe este mecanismo disciplinador de la emisión privada. Para entender por qué, recordemos que todos los billetes de los bancos signatarios, gozarían del privilegio exclusivo de ser recibidos por el fisco a su valor nominal. Es decir, gozarían del mismo valor legal. Esto permite dar “salida” o circulación a los billetes independientemente de su calidad entendida como su respaldo metálico.

Lo que indirectamente hace el fisco con las condiciones del empréstito es fijar el tipo de cambio entre billetes. Al hacerlo emerge la famosa Ley de Gresham y el “mal billete” domina al “buen billete”. Las condiciones del préstamo generan, entonces, incentivos a deteriorar la calidad de las emisiones.

Tomando como dada la participación de los bancos en el acuerdo (volveremos sobre este punto más adelante), la respuesta racional de cada uno de ellos es a utilizar todo el techo de emisión privilegiada. Ello sucede por dos razones. Primero porque el costo de aumentar la emisión es más bajo que si esta emisión tuviera que tener mayor respaldo metálico. Segundo, porque el acuerdo de empréstito configura un juego en el cual si el banco A sobre emite (utiliza todo su techo de emisión) y el banco B no lo hace, la posición competitiva de B se deteriora. Ello ocurre porque, a ojos del público, los billetes de los

bancos A y B tienden a ser perfectos sustitutos dada su aceptación a valor nominal contra todo pago en favor del fisco.

En suma, el empréstito rompe el mecanismo de disciplina de mercado sobre los que se ancla un sistema de banca libre e incita a un deterioro de la calidad de los billetes y a una sobre emisión igual al techo fijado. Durante la discusión del empréstito en el Parlamento, algunos diputados comprendieron perfectamente este riesgo:

Debido a la emisión privilegiada, si por desgracia el préstamo es aprobado, nos llevará directamente a la inconvertibilidad y a una circulación superior a las que las condiciones actuales de la economía puedan absorber [...] Vuestra ley será la semilla de dos leyes futuras inevitables. Debido a que el Estado está legitimando la circulación de esos billetes, la primera será la legitimidad de esta para cancelar deudas. La segunda será extender esta práctica a toda suerte de operaciones comerciales, en otras palabras, decretar el curso forzoso de esos billetes. A aquellos que concuerdan con este proyecto, les digo que no deben olvidar que nos llevará directo a un régimen de papel moneda (...) el fisco, conciente o inconcientemente estará garantizando a cada billete de banco de mala calidad y a cada banquero que experimente problemas.³⁴

4.2.2- Presiones a la depreciación de la moneda local

Bajo un régimen de convertibilidad metálica y una economía pequeña (tomadora de precios) y abierta como la Chilena en esa época, en principio existe un tipo de cambio

³⁴ Extracto del discurso del Diputado Ambrosio Montt. En SCD (10 de Junio de 1878: 58 y 63).

fijo entre el peso chileno y otras monedas como la Libra esterlina ancladas sobre un padrón metálico (oro). Dicho tipo de cambio está determinado por el contenido de metálico de la moneda subyacente y los arbitrajes que pueden surgir en caso de existir una diferencia en el precio del subyacente. Como ya señalamos, pese a la depreciación de la plata, Chile operaba de facto bajo un sistema de bimetálico. Esto quiere decir que en un contexto de convertibilidad, si bien el tipo de cambio no era completamente fijo, sus variaciones eran pequeñas y estaban dentro de la banda de arbitraje definida por los puntos oro y plata.

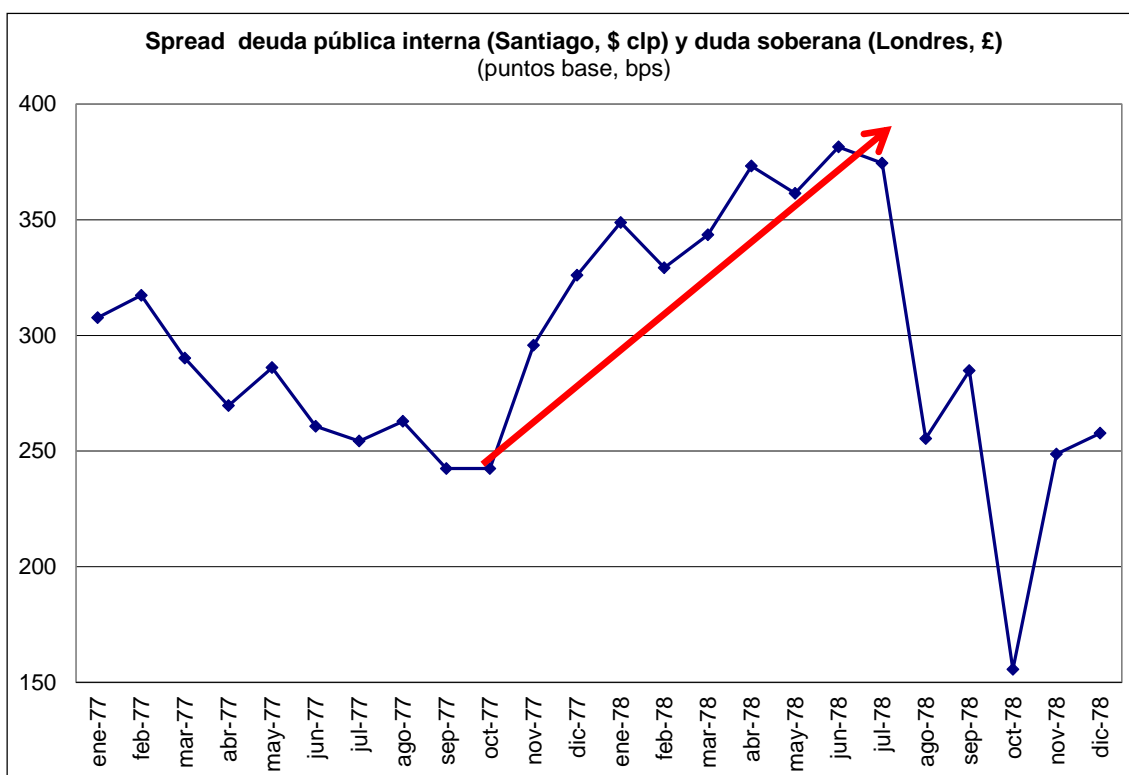
El punto clave es que lo anterior solo está garantizado en la medida que la conversión de los billetes en numerario metálico es creíble. El préstamo de 1877/78 atentaba contra esta credibilidad, generando así expectativas de depreciación del peso. Hay dos formas de entender por qué.

En primer lugar, las condiciones del acuerdo debían generar una disminución del respaldo metálico de las futuras emisiones de billetes disminuyendo así su capacidad de conversión. Por otro lado, un incremento sustancial de la emisión debía traducirse en un aumento del nivel de precios doméstico. En una economía abierta donde tiende a operar la ley de un solo precio, este aumento de la inflación doméstica debe traducirse en presiones a la depreciación de la moneda local.

La evidencia empírica está en línea con el argumento anterior. En la **Figura 7** muestro que a partir de octubre de 1877 se produce un marcado incremento de expectativas de depreciación. Estas resultan de comparar el diferencial de tasas entre los bonos soberanos chilenos (de similar duración) denominados en libras esterlinas en Londres con los bonos

del fisco denominados en pesos y transados en Chile. Esta evidencia es consistente con Sicotte et.al (2010) quienes documentan que, a fines de 1877, se produce un aumento “inexplicado” del riesgo soberano chileno medido por el diferencial de tasas de las obligaciones chilenas en Londres sobre los British consols. La explicación podría deberse precisamente a expectativas de depreciación del peso chileno inducidas por el acuerdo: una depreciación del peso hace menos probable el pago oportuno de las obligaciones fiscales en libras.

Figura 7



Fuente: Para la deuda soberana transada en Londres, *Investor's Monthly Manual*. Para la deuda pública transada en Santiago, *Diario El Ferrocarril*. Detalle en bibliografía.

4.2.3- La corrida bancaria: el único resultado posible

Habiendo mostrado que el resultado esperable del acuerdo es una baja en el respaldo metálico de los billetes, sobre emisión y presiones a la depreciación del peso, lo que sigue es entender por qué esto podía generar un colapso bancario. La razón es simple. Todo

ahorrante o tenedor de billetes prefiere tener un peso fuerte en la mano que uno depreciado. Cuando los agentes tienen la expectativa de que el peso se depreciará, lo racional es ir al banco a convertir sus billetes por metálico y recomprar esos billetes una vez que el peso se deprecie, obteniendo así una ganancia. Con bancos con reservas fraccionarias, resulta clave ser el primero en llegar al banco: si llega a tiempo obtiene el valor en metálico del billete, pero si llega tarde no obtiene nada. La corrida bancaria se produce.

4.2.4- ¿Por qué los bancos participan del acuerdo?

Si el acuerdo tenía como resultado esperado un colapso del sistema ¿Por qué los bancos deciden suscribirlo?

La respuesta deriva de una situación análoga al dilema del prisionero. Si bien para el sistema bancario en su conjunto participar del acuerdo, sobre emitir y generar una crisis no resulta deseable, para los bancos individualmente considerados era una estrategia racional.

El hecho clave es que los bancos saben que tener una emisión privilegiada facilita la circulación de sus billetes y que no tenerla los hace estar en una posición desventajosa respecto a los que la tienen. El precedente de los privilegios de 1866 era claro a este respecto: los bancos privilegiados tenían una mayor aceptación de sus billetes, una mayor participación de mercado y tasas de retorno que duplicaban las del resto de la industria.

Bajo estas condiciones, el incentivo individual es a participar del acuerdo y a sobre emitir. Esto resulta particularmente cierto en el caso de bancos pequeños, máxime considerando

la condición de cuasi banco estatal del Banco Nacional, que representaba la mitad del mercado, y cuyo historial de privilegios hacia razonable pensar que participaría del préstamo al fisco.

Analicemos más formalmente esto. Primero tomaremos como dada la participación de los bancos en el acuerdo y mostraremos que, pese al colapso esperado, la sobre emisión es la opción racional para los bancos individualmente considerados. Enseguida extenderemos el resultado para mostrar que también resultaba racional participar del acuerdo.

La **Tabla 4**, permite modelar primer caso. Por simplicidad asumimos que existen dos bancos idénticos. Cuando ningún banco sobre emite (NS) la ganancia diferencial de cada banco es 0. Si un banco sobre emite (S) pero el otro no (NS), suceden dos cosas. Por un lado el banco que sobre emite obtiene una ganancia adicional que normalizamos a la unidad. Dicha ganancia proviene del señoriaje asociado a la mayor emisión, la menor tenencia de reservas, y su expansión en el mercado de depósitos. Por otro, el banco que no sobre emite deteriora su posición competitiva. Suponemos que este deterioro es tal que la circulación de ese banco se reduce a cero y el banco quiebra perdiendo su capital (K)³⁵. Si ambos bancos sobre emiten, se produce una corrida y los dos bancos pierden su capital (K). Sin embargo existe la probabilidad (Pr) de que el Estado rescate a los bancos decretando la inconvertibilidad de los billetes. En ese escenario los bancos subsisten y obtienen una ganancia de I. Como I es positivo, es fácil ver que la sobre emisión es una estrategia dominante.

³⁵ Este supuesto es consistente con la ventaja absoluta que tiene el billete privilegiado sobre el que no lo es. El argumento es particularmente válido, además, en el caso de un banco pequeño que se enfrenta a uno grande como el Banco Nacional.

Es importante notar que, tanto el tamaño (too big to fail), como la relación estrecha entre Banco Nacional y el gobierno, hacían razonable pensar que éste apostara a un salvataje del Estado en caso de problemas. En el modelo anterior, esto deriva en que los incentivos del Banco Nacional a participar del acuerdo se ven exacerbados. Dado el tamaño de ese banco (50% del mercado), la participación de los restantes bancos, condicional a la participación del Banco Nacional, también se incrementa.

Tabla 4 : Incitaciones a sobre emitir

		NAC	
		NS	S
EDW	NS	0 ; 0	-K ; +1
	S	1 ; -K	$-KxPr + (1-Pr)xI ; -KxPr + (1-Pr)xI$

La extensión del resultado anterior a la decisión de participar o no en el acuerdo es trivial. Dado que la estrategia dominante condicional a la participación en el acuerdo es a sobre emitir, entonces la decisión de no participar en el acuerdo es análoga a participar en él y decidir no sobre emitir. Como vimos esta opción no es de equilibrio³⁶.

4.3.- Epílogo

En julio de 1878, cuando las reservas metálicas del Banco Nacional casi se habían agotado, sus autoridades le piden al Gobierno la ley de inconvertibilidad. Según el diario El Mercurio de Valparaíso³⁷, el 20 de julio el Director del Banco Nacional, Melchor

³⁶ Esto deja abierta la pregunta de por qué los bancos de Valparaíso y de Concepción se excluyen del acuerdo. Por un lado, como ya señalamos, estos bancos exigían el fin de un trato privilegiado del Banco Nacional y que eso no les fue concedido. Sabemos también, en el caso del banco de Valparaíso, que el techo de emisión que se le ofrecía era extremadamente limitativo considerando su capital pagado.

³⁷ El Mercurio de Valparaíso, 25/07/1878.

Concha y Toro³⁸ tiene una audiencia con el Ministro de Hacienda, Augusto Matte, pidiendo la suspensión de la convertibilidad metálica. Al día siguiente, se produce una reunión entre José Besa, director del Banco Nacional, Agustín Edwards y Jorge Ross, del Banco Edwards, y varios ministros para discutir la situación del Banco Nacional. El Banco Edwards se oponía a darle una salida al Nacional. El Banco de Valparaíso, que no había participado en el préstamo de 1877 y que se oponía firmemente a la inconvertibilidad, no fue invitado.

Además de la relación privilegiada que mantenía con el Estado, el poder de negociación del Banco Nacional se veía reforzado por el hecho de que, en los últimos dos años el Estado había aumentado considerablemente la deuda que mantenía con el banco³⁹. El Banco Nacional tenía buenas razones para confiar en un rescate por parte del Estado. Tal como señalaba el banquero Agustín Ross: *"Esta deuda del Gobierno con el Banco sirvió como argumento para que pudiera influir en el Congreso y acordarle la ley de inconvertibilidad"*⁴⁰.

Al final, Edwards aceptó las condiciones impuestas por el Banco Nacional y firmó, junto a Ross, Besa y el Ministro de Hacienda, el borrador del proyecto de inconvertibilidad. La noche del 21 de julio, el proyecto fue presentado al Congreso. Este había sido convocado con urgencia y operó en sesión secreta. El proyecto de ley fue aprobado por unanimidad en el Senado y por 45 votos contra 9 en la Cámara de Diputados⁴¹.

³⁸ Miembro de una de las familias más emblemáticas de Chile, con intereses económicos en la banca y en las minas. Fue diputado (1864-1869 / 1873-79), Ministro de Hacienda (1869-70), vice-presidente de la Cámara de Diputados (1876-79) y Senador (1879-91).

³⁹ Ross (1894:26) habla de préstamos por \$1.700.000 a fines de 1876 y de \$2.500.000 a fines de 1877.

⁴⁰ Ross (1910:36).

⁴¹ SCD (sesión secreta), 22/07/1878.

Originalmente, la ley de inconvertibilidad solo consideró a los 9 bancos signatarios del préstamo. Les confirió la inconvertibilidad y el curso forzoso no por los billetes que efectivamente tenían en circulación a ese momento, sino por el techo de emisión privilegiada considerada en el préstamo de 1877. En septiembre de 1878 una modificación de la ley incorporó a los bancos de Valparaíso y de Concepción. Ello previo préstamo al fisco de \$1.000.000 y \$125.000, respectivamente, con lo que el total de la emisión inconvertible y de curso forzoso se elevó a \$15.100.000.

La inconvertibilidad era supuestamente una medida transitoria. Inicialmente el retorno a la convertibilidad metálica estaba previsto para 1879, pero rápidamente ese plazo fue postergado a 1880. A partir de ese año, teóricamente los bancos estaban nuevamente obligados a convertir sus billetes. En la práctica, el papel moneda seguiría siendo la norma hasta 1895. La razón es que a partir de 1880 el propio Estado empieza a efectuar sus emisiones de curso forsozo, reemplazando al metálico como activo de conversión para las emisiones de los bancos privados. De esta forma, 1878 marca el fin de la banca libre en Chile un sentido estricto y que tiene como requisito la emisión privada y la convertibilidad metálica.

5- Conclusión

Pese al liberalismo teórico de la Ley de Bancos de Emisión de 1860, entre 1860 y 1878, el sistema bancario Chileno se fue alejando progresivamente del ideal de los modelos de banca libre como el que el inspirador de la ley chilena, Jean Gustave Courcelle-Seneuil tuvo en mente.

En este trabajo he mostrado que, desde su origen, el gobierno tuvo una relación estrecha con el sistema bancario chileno y con un banco en particular, el Banco Nacional, que daba cuenta de más de la mitad del mercado y que se fue transformando en un cuasi banco estatal. Esto tendría consecuencias a la hora de explicar el descalabro de 1878.

Uno de los elementos esenciales de la banca libre consiste en que los bancos de emisión compitan por que sus billetes sean aceptados por el público. La competencia por señalar la calidad de sus emisiones es fundamental para inhibir la sobre emisión y asegurar que el “buen billete” domine al “mal billete”. Una condición necesaria para esto es que exista flexibilidad en la tasa de cambio entre billetes de tal forma que el “buen billete” sea preferido al “mal billete” como medio de pago en un mundo donde el público tiene la opción de convertir en todo momento los billetes en metálico. Este mecanismo disciplinador esencial se pierde si es que hay una desconexión entre la calidad del billete y esta tasa de cambio.

He mostrado que eso es exactamente lo que ocurrió con un préstamo por sumas considerables negociado por el Estado y los bancos a fines de 1877. La particularidad de dicho préstamo es que garantizaba que la emisión futura de los bancos préstamos fuera recibida a valor nominal contra todo pago en favor del Estado. Por esa vía, independientemente de la calidad de los emisores, sus billetes tenían el mismo valor. Ello generó incentivos a la sobre emisión y expectativas a la depreciación de la moneda local. De esta forma, era esperable una corrida bancaria como la que se produjo desde fines de 1877 y que termina en la inconvertibilidad y el curzo forsozo en julio de 1878.

El préstamo de 1877 es el punto cúlmine de un esquema que empieza a fraguarse a poco de la ley de 1860. Tempranamente el Estado desarrolló una relación estrecha con los bancos que aceptaron prestarle dinero para financiar los déficits fiscales a cambio de la concesión de privilegios de emisión. A su vez, el fisco fue desarrollando una relación privilegiada con el principal banco del país, el Banco Nacional, banco con el que contrajo deudas y al que le concedió el monopolio para administrar los depósitos del fisco y las operaciones de deuda soberana y de cambios internacionales.

Irónicamente, un poderoso argumento en la dictación de la Ley de 1860 era la confianza en que bajo un sistema de bancos de emisión privado se eliminaba la tentación de que un emisor centralizado, el Estado, pudiera monetizar sus déficits fiscales. Esa era la convicción de Courcelle-Seneuil al declarar que:

La prosperidad de los bancos solo puede ser garantizada mediante la continua aplicación de capacidades comerciales vituosas. Estas no son aseguradas de la mayor forma por los hombres en el gobierno. En efecto, casi siempre ocurrirá que el Gobierno será un mal banquero o, lo que es peor, un banquero irresponsable⁴².

Pero este supuesto estuvo lejos de materializarse en el caso chileno. Las relaciones entre el Estado y los bancos privados fueron diezmado esa ventaja de un sistema de emisión privado. El climax de esa historia fue el préstamo que de fines de 1877 y que, argumento, es la causa de la crisis de 1878.

⁴² Courcelle-Seneuil (1857:45).

El caso chileno es una valiosa experiencia dentro de la literatura comparada de episodios de banca libre. Se trata de un caso que subraya la importancia de la economía política. En particular, de los vínculos políticos entre el sector bancario y el gobierno. Un vínculo que la literatura debe mirar con atención a la hora de analizar los supuestos casos históricos de banca libre.

Anexos

Tabla A.1: Bancos con más de una oficina 1866-1878
(En negrita la oficina central)

AÑO	SUCURSAL (ciudad)				
	1866	1870	1873	1876	1878
Banco Nacional de Chile	1. Valparaíso 2. Santiago	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Concepción 4. La Serena 5. Talca 6. Chillán	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Concepción 4. La Serena 5. Talca 6. Chillán	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Concepción 4. La Serena 5. Talca 6. Chillán 7. Los Angeles 8. Valdivia	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Concepción 4. La Serena 5. Talca 6. Chillán 7. Los Angeles 8. Valdivia 9. San Felipe
Banco de Valparaíso	1. Valparaíso	1. Valparaíso	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Curicó 4. Talca 5. Chillán 6. San Felipe	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Curicó 4. Talca 5. Chillán 6. San Felipe 7. Los Andes 8. Ovalle 9. Concepción 10. Los Angeles 11. Angol	1. Valparaíso 2. Santiago 3. Curicó 4. Talca 5. Chillán 6. San Felipe 7. Los Andes 8. Ovalle 9. Concepción 10. Los Angeles 11. Angol 12. Quillota
Banco Edwards	1. Valparaíso	1. Valparaíso	1. Valparaíso	1. Valparaíso 2. La Serena	1. Valparaíso 2. La Serena
Banco de Concepción			1. Concepción	1. Concepción 2. Linares	1. Concepción 2. Linares 3. Chillán
TOTAL SUCURSALES (incluye otros bancos que solo tienen una sucursal)	4	12	23	33	37

Fuente: Autor a partir de los balances de bancos.

Tabla A2: déficit fiscal de Chile 1860-1878

	Déficit fiscal (millones de \$)	% PIB
1860	-0.1	-0.1%
1861	-0.8	-0.5%
1862	-0.2	-0.1%
1863	-0.5	-0.3%
1864	-2.0	-1.1%
1865	-3.7	-2.0%
1866	-11.1	-5.7%
1867	-8.2	-4.3%
1868	-5.7	-2.9%
1869	-2.3	-1.1%
1870	-4.1	-1.8%
1871	-5.6	-2.4%
1872	-4.8	-1.8%
1873	-5.8	-1.9%
1874	-13.4	-4.7%
1875	-11.4	-3.7%
1876	-9.8	-3.2%
1877	-12.2	-3.9%
1878	-7.2	-2.3%

Fuente: Braun et al (2000).

Bibliografía

1. **ANGUITA, R. Y QUESNEY, F. (1912):** *Leyes Promulgadas en Chile. Desde 1810 hasta el 1° de junio de 1912.* Santiago, Chile: Imprenta Nacional.
2. **BRAUN, J., BRAUN, M., BRIONES, I., DÍAZ, J., LÜDERS, R. y WAGNER, G. (2000):** *Economía Chilena: Estadísticas Históricas.* Documento de Trabajo n°187. Facultad de Economía Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile.
3. **CONOBOY, P.J. (1976):** *Money and Politics in Chile, 1878-1925,* Ph.D. Dissertation. University of Southampton.
4. **COURCELLE-SENEUIL, J.G. (1857):** “Bancos de Circulación”. Santiago, Chile: *Revista de Ciencias y Letras*, pp.37-50,
5. **DOWD, K. (1988):** “Automatic Stabilizing Mechanisms under Free-Banking”. *Cato Journal* , Vol. 7, n°2, pp.643-659.
6. **DOWD, K. (1996):** “The case for Financial Laissez-Faire”. *The Economic Journal* 106, pp. 679-687
7. **ESPINOZA, R. (1909):** *Cuestiones Financieras de Chile.* Santiago, Chile: Imprenta Cervantes:
8. **ESPINOZA, R. (1913):** *La Reforma Bancaria y Monetaria de Chile.* Santiago, Chile: Imprenta Barcelona
9. **FAMA, E. (1983):** “Financial Intermediation and Price Level Control”. *Journal of Monetary Economics.* 12, n°1, pp.7-32.
10. **FUENTEALBA, L. (1945):** *Courcelle-Seneuil en Chile. Errores del Liberalismo Económico.* Santiago, Chile: Prensas de la Universidad de Chile.
11. **GONZÁLEZ, M. (1889):** “La Crisis del cambio en Chile, sus causas y remedios”. En *Estudios Económicos.* Santiago, Chile: Imprenta Gutemberg, pp.243-265.
12. **GORTON, G. (1996):** “Reputation Formation in Early Bank Notes Market”. *Journal of Political Economy*, Vol.104, n°21, pp.346-398.
13. **GORTON, G. (1999):**”Pricing Free Bank Notes”. *Journal of Monetary Economics*, 44, pp.33-64.
14. **KLEIN, B. (1974):** “The Competitive Supply of Money”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.6, n°4, pp. 423-53.
15. **LLONA, A. (2000):** “Chile During the Gold Standard : A Successful Paper Money Experience”. In Martín Aceña, P. and J. Reis (Eds.) *Monetary Standards in the Periphery : Paper, Silver and Gold, 1854-1933.* New York: St. Martin's Press, pp.174-206.
16. **MEISEL, A. (1992).** “Free anking in Colombia” in Dowd, K. (Ed.) *The Experience of Free Banking.* London and New York: Rutledge, pp. 93-102.
17. **MILLAR, R. (1994):** *Políticas y Teorías Monetarias en Chile 1810-1925.* Santiago, Chile: Universidad Gabriela Mistral.
18. **NAZER, R. (2000):** “La fortuna de Agustín Edwards Ossandon: 1815-1878” *Historia*, Vol°33, pp. 369-415.
19. **OSSA, N. (1888):** “Ligeros Apuntes Sobre el Establecimiento y Desarrollo de los Bancos de Emisión en Chile”, Valparaíso, Chile: *Revista Económica*, n°9, pp. 97-112.
20. **ROSS, A. (1886):** *Los Bancos de Chile y la Lei que los Rige.* Valparaíso, Chile: Imprenta Excelsior.

21. **ROSS, A. (1894):** *El Problema Financiero. La acción de los Bancos de Emisión para Producir la Situación Actual en Chile.* Valparaíso, Chile: Imprenta del Universo de Guillermo Helfman.
22. **ROSS, A. (1910) :** *Le Chili 1851-1910. Soixante ans de questions financières, d'études monétaires et de problèmes des banques.* Valparaíso, Chile: Editorial no identificada.
23. **SANTELICES, R. (1900):** *Los Bancos de Emisión.* Santiago, Chile: Imprenta Nacional.
24. **SATER, W.F. (1979):** "Chile and the world depression of the 1870's". *Journal of Latin American Studies*, n°11, pp.67-99.
25. **SCHULER, K. (1992).** "The world history of free banking: an overview," in Dowd, K. (Ed.) *The Experience of Free Banking.* London and New York: Rutledge, pp. 7-47.
26. **SELGIN, G. (1988):** *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue.* Cato Institute, Rowman & Littlefield Publishers.
27. **SELGIN, G. (1994):** "Free Banking and Monetary Control". *The Economic Journal*, Vol. 104, n° 427, pp. 1449-1459.
28. **SEYD, E. (1868):** *Bullion and foreign Exchanges.* Londres: Effingham Wilson, Royal Exchange.
29. **SICOTTE, R., VIZCARRA, C. AND WANDSCHNEIDER, K (2010):** "Military conquest and sovereign debt: Chile, Peru and the London bond market, 1876–1890". *Cliometrica* (4) pp. 293–319.
30. **SUBERCASEAUX, G. (1922):** *Monetary and Banking Policy of Chile.* Oxford: Clarendon Press, Humphrey Milford.
31. **WHITE, L. (1984),** "Competitive Payments Systems and the Unit of Account" *American Economic Review*, Vol.74, n°4, pp.699-712.
32. **ZEGARRA, L.F. (2013):** "Free banking and bank entry in Latin America," *Journal of the Spanish Economic History Association*, vol. 9(03), pp. 131-142.
33. **ZEGARRA, L.F. (2014):** "Bank laws, economic growth and early banking in Latin America: 1840–1920. *Explorations in Economic History* pp. 101–119.

Archivos y Fuentes primarias

1. *Balances de bancos: Archivo del Ministerio de Hacienda, República de Chile.*
2. *Ministerio De Hacienda (1876): Memoria del Ministerio de Hacienda.* Santiago, Chile
3. *Sesiones Ordinarias Cámara de Diputados, República de Chile; Sesiones Ordinarias del Senado, República de Chile* (fechas en notas al pie).
4. *Diarios: El Ferrocarril, El Mercurio de Valparaíso, El Telégrafo, The Chilean Times* (fechas en notas al pie).

Fuentes de datos para Figura 7:

5. *Diario El Ferrocarril (Chile)*, (3/01/1878) ; (14/1/1877) ;(11/3/1877) ; (8/4/1877) ; (6/5/1877) ; (3/6/1877) ; (8/7/1877) ; (2/9/1877) ; (6/10/1877) ;

(4/11/1877); (2/12/1877);(5/1/1878); (3/2/1878); (10/3/1878); (7/4/1878); (15/5/1878); (9/6/1878); (22/6/1878); (13/7/1878); (10/8/1878); (14/9/1878); (12/10/1878); (10/11/1878); (8/12/1878).

6. *The Investors Monthly Manual (London)*, (27/6/1877, p.5); (24/2/1877 p.41); (31/3/1877, p.81); (28/4/1877, p.121); (26/5/1877, p.181); (30/6/1877, p.201); (28/7/1877, p.241); (25/8/1877, p.281); (29/9/1877, p.321); (27/10/1877, p.361); (24/11/1877, p.401); (29/12/1877, p.448); (26/1/1878, p.5); (23/2/1878, p.45); (30/3/1878, p.89); (27/4/1878, p.129); (25/5/1878, p.169); (29/6/1878, p.209); (27/7/1878, p.249); (31/8/1878, p.289); (28/9/1878, p.329); (26/10/1878, p.369); (30/11/1878, p.409); (28/12/1878, p.456).