

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACION MENSUAL, DE LA
 Facultad de Ciencias Económicas, Centro de Estudiantes
 y Colegio de Egresados.

La Dirección no se responsabiliza
 de las afirmaciones, los juicios y
 las doctrinas que aparezcan en esta
 Revista, en trabajos suscriptos por
 sus redactores o colaboradores.

DIRECTORES:

Raúl Prebisch Por el Centro de Estudiantes	Dr. Alfredo L. Palacios Por la Facultad	Cecilio del Valle Por el Centro de Estudiantes
--	---	--

REDACTORES:

José González Galé Dr. Francisco M. Alvarez Por los Egresados	Dr. Vicente Fidel López	Dr. Hugo Broggi Por la Facultad	Roberto E. Garzoni Benjamín Harriague Por el Centro de Estudiantes
---	--------------------------------	---	--

ADMINISTRADOR: **Bernardo J. Matta**

Año X

Mayo - Junio de 1922

Serie II. N^{os.} 10-11

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
 BUENOS AIRES

Anotaciones sobre nuestro medio circulante ⁽¹⁾

IX

SINTESIS Y CONCLUSIONES

Al desarrollar en los capítulos anteriores, un ligero bosquejo de uno de los aspectos de nuestra historia económica, no nos ha guiado el prurito "académico", de reconstruir lo pasado, como fin en sí mismo; sino que, al desentrañar ciertas regularidades de la maraña de los hechos, investigar la acción de factores que aun perduran, y conocer la génesis de muchos fenómenos actuales, hemos creído encontrar elementos para ponderar los problemas que la realidad presente plantea. Al principio de este trabajo, que según nuestra concepción primitiva no rebasaría el estrecho marco de una crítica a los puntos más salientes que la merecían de un libro recién aparecido, tuvimos ocasión de anotar, que, en la introducción de este último, su autor emprendía un estudio histórico previo de la moneda, el crédito y los bancos en la República Argentina, porque consideraba que su conocimiento ilustraría los problemas actuales; y agregaba: "el pasado y el presente son factores capitales del porvenir". Entendía de este modo, el Dr. Piñero; rendir homenaje al método histórico, que tanto impulso dió a la ciencia económica; pero el hecho es que sus páginas son simples narraciones, en que los hechos importantes figuran en el mismo plano que los detalles insignificantes, y las disposiciones legales atraen demasiado la atención. Por manera que una vez terminada su lectura, queda en la mente la impresión vaga y oscura de un caos de acontecimientos, en cuya producción la contingencia monopoliza todo el terreno.

Por otra parte, esta narración histórica, por cierto muy diferente del método que lleva el mismo nombre, de muy poco

(1) Véase los números 3, 4, 6 y 7, serie II, de esta Revista.

sirve al autor cuando en el último capítulo presenta un plan de reformas de la ordenación presente de la moneda y el crédito, plan que analizaremos más adelante.

Precisa pues sintetizar los rasgos fundamentales de nuestra historia del circulante. Y si la magnitud de la crítica anterior está en desproporción con la modestia de este trabajo, cuando, a su turno, aspiramos a hacer obra constructiva, no se interprete aquella como petulancia de un principiante: sólo hemos pretendido poner de relieve la inutilidad científica de ciertos modos de estudiar los problemas económicos, y al mismo tiempo, sin duda alguna en forma muy imperfecta, demostrar que la historia monetaria y bancaria argentina no es refractaria a la formulación de regularidades y generalizaciones, a la investigación sistemática.

Después de un examen inductivo de la realidad pasada, apuntalado por ciertas deducciones lógicas, sostuvimos que durante la Colonia, y normalmente, no podía circular una moneda metálica fuerte, ya que *el país no tenía capitales acumulados para costear su mantenimiento*. La moneda fuerte, si aparecía, era fugazmente, y no tardaba en abandonar el país, impelida por saldos desfavorables del intercambio comercial. Por lo que, en relación a los fines perseguidos, era ocioso estudiar las disposiciones legislativas, que, sobre la moneda que debía circular en la colonia, nos enviaban desde España.

La misma carencia de capitales propios persiste durante la vida independiente. De ahí lo inocuo de la legislación monetaria de la Asamblea del 13; ni el ardor patricio, ansioso de simbolizar en el cuño la soberanía naciente, ni sus ingenuas creaciones legales, lograron atraer el metálico que serviría de moneda. Mucho más importante en su alcance y en sus efectos, fué el trasplante a un medio refractario, de instituciones bancarias arraigadas en otros ambientes apropiados. El primer banco (1822), se incubaba al calor de los apuros fiscales; y con el exiguo capital metálico extranjero que logra reunir, lanza copiosas emisiones de billetes y otorga fácilmente su crédito. Pero el período de prosperidad ficticia, de subida de valores y de especulación inmobiliaria, que la inflación del circulante genera, concluye en el estallido de una crisis, no bien el crecimiento de las importaciones desequilibra el balance comercial. Ocurre la necesidad de exportar metálico, los tenedores de billetes acuden a convertirlos por oro, ya sea para

responder a esta necesidad, o impulsados por la desconfianza reinante. Incapaz de convertir la gran masa de billetes presentados con las escasas reservas metálicas, el banco suspende sus pagos en metálico. Y el relajamiento del crédito consiguiente al mal estado bancario, da fin a la prosperidad artificial.

Sucede al primer banco, otro que, sobre un capital más deleznable aún, y producto a su vez de necesidades fiscales e intereses inflacionistas, no tarda en convertirse en máquina emisora de billetes cada vez más depreciados e inconvertibles, destinados, casi en su totalidad, a enjugar los déficits de los presupuestos. Más tarde es reemplazado por la Casa de Moneda, de idénticas funciones.

Sin que el ambiente económico del país hubiera cambiado fundamentalmente, se llega, en la segunda mitad del siglo, a la fundación del Banco de la Provincia. Su capital metálico es insignificante, y si en 1867, la oficina de Cambios anexa ofrece convertir espontáneamente sus billetes, es porque lo permite la afluencia extraordinaria de metálico prestado por el extranjero, que eleva al mismo tiempo el valor del papel. Los billetes que emite la oficina a cambio de metálico, los que emite sin garantía y sin peligro inmediato gracias a los balances de pagos favorables, suministran amplia base para la expansión del crédito. Sobreviene al calor del aumento creciente del circulante, la prosperidad artificial: por una parte se inflan los valores, especialmente los de la propiedad inmobiliaria, y por otra, aumentan considerablemente las importaciones. Pero en cuanto el crecimiento de estas últimas y de los intereses del capital extranjero, y la disminución de la corriente de los préstamos, convierten en desfavorable el balance de pagos, la oficina, al sentir que sus reservas metálicas descienden rápidamente, suspende sus pagos y el billete se deprecia. Cuando la situación cambia de aspecto (1873-75), la restricción del crédito fácil trae el fracaso de la especulación inmobiliaria, la baja de los valores y la liquidación y depresión de los negocios; y la fuerte reducción que experimentan las importaciones, permite arrojar saldos positivos al balance comercial, con que hacer frente a los intereses del capital extranjero.

El período descendente dura pocos años. Al comenzar la década siguiente, se reanudan las fuertes operaciones de crédito con el extranjero, y los balances de pagos favorables, junto a las importaciones consiguientes de metálico producen una crisis cuyo período ascendente es análogo al anterior. El des-

equilibrio en el balance de pagos (1884-85) trae la inconvención y un colapso poco intenso gracias a la continuación de la corriente de los préstamos (ya que en ese caso los mercados monetarios extranjeros no experimentan tensión alguna como en 1873), y de las emisiones excesivas que acrecen la inflación del circulante y la prosperidad ficticia. Empero, el desenlace no se evita: con medidas artificiales se logra contenerle por el momento, postergarle, hasta que en 1890 el balance de pagos desfavorable precipita el estallido violento de la crisis. El período descendente que sigue, se caracteriza a su vez por saldos positivos del balance comercial y por la exigüidad de los préstamos de capital extranjero.

En el resumen que acabamos de hacer pueden observarse ciertas regularidades; algunas son comunes a todas las crisis, y otras, peculiares al grado de formación histórica de nuestra economía.

País sin capitales acumulados, y por tanto incapaz de mantener moneda propia, la Argentina debía tomarlos en el exterior, ya para desenvolverse económicamente, ya para colmar los déficits en los presupuestos. Los capitales prestados permiten, por una parte, el abutamiento de las importaciones de mercaderías extranjeras, y por otra, al incorporarse como metálico a la economía nacional, aumentan la cantidad de medio circulante, y preparan el terreno para la expansión del crédito y un período ascendente; del mismo modo que es el retraimiento de la corriente de estos capitales que, junto a la variación de otros factores sobre los que tienen gran influencia, desequilibran el balance de pagos y producen una situación crítica. *De tal suerte que estos capitales, como expresamos a su tiempo, constituirían los factores objetivos preponderantes en la formación de nuestras crisis.* Sería unilateral darles carácter exclusivo y despreciar la acción de factores subjetivos muy importantes que mantienen con aquellos estrecha interdependencia. Factores subjetivos, tales como la apreciación de las oportunidades que ofrecía la Argentina y de las probabilidades de rápido enriquecimiento, intervenían en la incorporación de nuevos capitales; impulsaban a la clase gobernante, con determinados intereses, sentimientos, ideologías, etc., a contratar dinero europeo para la construcción de obras públicas, a gastar y derrochar las rentas y el producto de los empréstitos. Es algo subjetivo, la confianza, lo que, a más de una base material, permite y acelera el desarrollo de un período ascendente; gracias a ella se amplían los negocios

sobre la base del crédito y toma vuelo la fantasía financiera. Asimismo, es el relajamiento de esa confianza que, ora retrae la corriente de los préstamos y origina el desequilibrio en el balance de pagos, ora determina la restricción del crédito, o ambas cosas a la vez: es cuando el colapso se produce. La inseguridad, depresión y desconfianza subsiguientes, mantienen el estancamiento en los negocios hasta que, insensiblemente, al nublarse cada vez más el recuerdo de las épocas trágicas, la confianza renace y abre el campo para un nuevo ciclo.

Hay pues una serie de acciones y reacciones mutuas entre ambas categorías de factores, por lo que no podría olvidarse la existencia de una de estas. En el presente trabajo, no hemos tratado de penetrar en la complejidad de este entrelazamiento, sin que ello signifique desconocer su importancia. Sólo hemos estudiado la expresión material de los fenómenos y averiguado sus causas objetivas más importantes, que se presentan con regularidad debido a la estructura económica especial del país. Hemos estudiado la acción importantísima que los balances de pagos -- en nuestro país, casi absorbido totalmente en el intercambio con el exterior, y ávido de los capitales extranjeros, -- tienen sobre la situación monetaria y bancaria; y constatado la regularidad con que ciertos fenómenos se producen cuando actúan determinados factores. Ir más allá hubiese significado invadir el campo de otras disciplinas que la Economía. El mismo carácter tendría el estudio interesantísimo, de las fuerzas que determinan la *política* monetaria y bancaria argentina: la influencia por ejemplo, que los intereses, sentimientos, etc., de los grupos que tienen el poder político, ejercen sobre ciertos acontecimientos tales como la política inflacionista que sigue a la crisis del 85, la detención legal del crecimiento del valor del papel moneda y otros más. Estudios que saldrían de los límites de este bosquejo.

X

LA CRISIS DE 1913

Breve síntesis de la evolución de nuestro circulante en los últimos años

Interdependencia entre la moneda y el crédito

Si en el siglo pasado las funciones bancarias y monetarias, al ser ejercidas por institutos de emisión a la vez que de depósito y descuento, han estado íntimamente ligadas, en lo presente,

sin perder su interdependencia, se desarrollan en dos planos distintos. La cantidad de billetes en circulación ya no depende directamente de los establecimientos de crédito, sino del estado del balance de pagos. La Caja de Conversión, única institución emisora, entrega billetes por oro u oro por billetes (prescindimos de la anormalidad actual), según la necesidad que el país tenga de importar o exportar oro; por manera que, sólo de esta forma, la circulación de billetes se expande o retrae. En cambio, en el régimen anterior, si bien los movimientos del balance de pagos influenciaban poderosamente la cantidad de billetes en circulación, la dependencia no era tan directa, automática, como bajo el sistema presente. Los bancos no estaban sujetos a la relación estricta que implica un exacto contravalor en oro por cada billete emitido, sino que podían lanzar billetes a la circulación, sin garantía metálica expresa; y en la práctica sobrepasaron siempre el margen clásico fijado por la experiencia. Es por esto que, al sobrevenir un desequilibrio en el balance de pagos que hiciera necesaria la exportación de metálico, y por lo tanto la conversión de billetes, las reservas aéreas, de suyo exiguas en relación al papel emitido con exhuberancia, decrecían rápidamente, y los establecimientos emisores, en la imposibilidad de hacer frente a la conversión exigida, suspendían sus pagos en metálico.

Actualmente, al ajustarse la emisión a un exacto respaldo en oro, la inconversión, de hecho, por el juego de factores económicos, no podría producirse. Es cierto que la masa de billetes sin garantía expresa, legado de las emisiones del siglo pasado, da lugar a temores, y los temores a proyectos de reforma. Ya veremos cuán infundados son unos como otro. Asimismo, nos referimos a la inconversión actual, producto político y no económico.

Que ambas funciones referidas se desarrollen en diversos planos, no excluye la existencia, entre ellas, de un intrincado plexo de acciones y reacciones. El aumento de billetes causado por la afluencia de metal amarillo, traído a su vez para saldar balances favorables, es base propicia para una expansión del crédito. El oro, en sí mismo o por medio de billetes, va directamente a las reservas de los bancos — que son quienes lo importan al país — o indirectamente, al ser depositado por el público después de haber circulado. Y al aumentar el coeficiente de las reservas, se aflojan los resortes del crédito.

El juego diverso se desarrolla cuando ocurre un trastrue-

que en la situación. Si un desequilibrio negativo en el balance de pagos exige salidas de metal, las reservas bancarias comienzan a devolver los billetes que otrora las alimentaran, disminuye la circulación, y acaece una restricción del crédito drástica, si el desequilibrio es fuerte o su expansión fué desmesurada, menos intensa, si aquel no es grave o la política bancaria anterior fué prudente.

En todo caso la conversión continúa; pero la disminución de los billetes y sus consecuencias, recién apuntadas, traen una crisis bancaria y comercial más o menos intensa según la amplitud relativa de la restricción del circulante (billetes y crédito) y la existencia de otros factores accidentales.

No termina aquí la interdependencia entre moneda y crédito. Baste recordar lo que dijimos en otro capítulo respecto la acción estimulante de la inflación interna del medio circulante sobre el comercio exterior y la corriente de los préstamos, cuyas variaciones, al modificar el balance de pagos, afectan las importaciones y exportaciones de metálico, y, a través de ellas, la situación monetaria.

La estabilidad monetaria

Las anotaciones que en otros capítulos hiciéramos sobre la historia de nuestro medio circulante, han pretendido arrojar luz sobre aquella interdependencia entre el movimiento internacional de cuentas del país, y el mercado monetario y bancario interno. No se abandona el terreno estrictamente objetivo, al servirse de la experiencia pasada como canon de interpretación de los acontecimientos más salientes de los últimos años y de lo presente.

Producto de intereses de fuerte gravitación en la política del país, la Ley de Conversión, si bien lesionaba otros, tuvo benéficos efectos sobre la economía de la clase dominante y la consolidación monetaria. Retornar al peso de cien centavos de la ley monetaria de 1881, — al dejar rienda suelta a la valorización del billete determinada por balances de pagos favorables y la absorción paulatina del papel inconvertible por el crecimiento de las transacciones — hubiese significado el brusco reajuste de la vida económica del país, a una unidad monetaria que si existió alguna vez, fué de un modo muy fugaz. Durante todo el siglo pasado, el circulante efectivo fué el billete inconvertible y depreciado; las conversiones, de vida muy efímera, fueron plantas de invernáculo alimentadas con la savia incons-

tante del oro extranjero. En el siguiente cuadro que comprueba este aserto, puede observarse que sólo en los años 1883 y 1884 el papel valía 100 centavos oro (éxito efímero de la ley monetaria); que en los cinco años siguientes en que acaecen grandes emisiones, el término medio de su valor metálico fué 68 centavos, y que en los diez años precedentes a la ley de conversión este valor medio es muy inferior al tipo fijado de cuarenta y cuatro centavos.

CANTIDAD DE BILLETES EN CIRCULACION Y VALOR METALICO DEL PAPEL (1)

(MILES DE PESOS)

1883		<u>100</u>
1884		<u>100</u>
1885	74.820	73
1886	89.197	72
1887	94.070	74
1888	129.504	68
1889	163.647	<u>52</u>
1890	245.100	40
1891	261.408	26
1892	281.608	30
1893	306.743	31
1894	298.702	28
1895	296.743	29
1896	295.115	34
1897	292.703	34
1898	252.046	39
1899	291.342	<u>44</u>

La ley de Conversión, al aprovechar la coyuntura de la valorización del papel, a la par que despejó el camino para la estabilización del billete — lo que por sí mismo trajo mayor seguridad en las transacciones — consagró una situación de hecho, de mucho tiempo arraigada: la depreciación. Si bien es cierto que esta ley, sin la serie de balances de pagos favorables que entonces tuvo la Argentina, hubiese sido una de las tantas disposiciones legales cuya influencia no pasaba más allá del papel; no se puede negar que la fijación del tipo en 44 centavos, tuvo influencia no despreciable sobre la estabilidad monetaria ulterior. En efecto, si se hubiese dejado libre el campo al ascenso del valor metálico del papel hasta llegar a la paridad de la ley del 81,—a más de las continuas fluctuaciones que impli-

(1) *Boletín Semestral de la Dir. Gral. de Est.* (Resúmenes.)

cara y a la intensa crisis que trajera—los 291 millones de pesos sin garantía metálica expresa, hubiesen tenido un significado mucho más importante: en lugar de representar 128 millones de pesos oro al tipo fijado de 0.44, equivalieran a 291 millones. Cantidad que, frente a otra igual de billetes emitidos al tipo de 100, y por lo tanto con igual garantía metálica que su valor nominal, representaría el 50 % de la circulación total sin garantía; mientras que, frente a la misma cantidad de oro canjeada por billetes al tipo de 44 centavos — o sea 609 millones de pesos papel — significaría apenas el 30 % de la emisión en descubierto. Por consiguiente, cuanto más reducido hubiese sido el tipo adoptado, mayores probabilidades de éxito habría tenido la Ley de Conversión.

Intensa reanudación de las corrientes de metálico

A partir de 1903 el billete se torna estable, sobre la sólida base de los balances de pagos favorables producidos por los saldos positivos del balance comercial y la reanudación de la corriente de los capitales extranjeros, por una parte; y por otra, gracias a la cesación definitiva de las emisiones sin respaldo metálico exacto. Es el ensanche de aquella corriente, que, a fines de la primera década, permite a nuestro país, atraer fuertes cantidades de metal amarillo y acrecer extraordinariamente la cifra de sus importaciones de mercaderías. Y al calor del oro extranjero, se incuba el período ascendente de una crisis, análogo en muchos aspectos a los que preceden los colapsos de 1875, 1885 y 1890.

Aserto que puede comprobarse al examinar los balances de pagos y la evolución de sus factores. Por lo pronto, la existencia visible del metálico en el país (en la Caja de Conversión y en las arcas de los bancos, según los balances) que en 1905 es de 128.6 millones de pesos oro, asciende a 253.5 millones en 1910, es decir, casi duplica en un lustro. Y si entonces se pudo creer que este aumento de la masa metálica, al menos en los dos últimos años, era el halagüeño resultado del “exceso de la producción nacional sobre el consumo”, puesto de relieve en los copiosos superávits del balance comercial; no pasaría lo mismo en los años posteriores, por más que la prensa y la “opinión pública” aturdidos por el ruido del metal amarillo, cantaban loas a la futura grandeza nacional.

Las cifras desvanecen toda ilusión. Según los cálculos que el Ministro de Hacienda, Dr. Rosa, expresara en el Congreso en 1910 para contener a su tiempo la febril contratación de emprés-

titos públicos en el extranjero, — característica de nuestros períodos de inflación que ya apuntaba con contornos muy nítidos—, el servicio de los 2.600 millones de capital extranjero colocados en diversas formas en nuestro país, las remesas de los inmigrantes y los gastos de los viajeros argentinos en el exterior, recargaban el pasivo anual de la Argentina hacia el extranjero, en más de 200 millones de pesos oro. En tanto que el superávit comercial de aquel año apenas alcanzaba a 9,7 millones de pesos oro; *lo que significaba que tanto el aumento de la existencia metálica, como el pago de casi la totalidad de aquella fuerte suma del pasivo, se efectuaban con los nuevos fondos que nos prestaban los capitalistas europeos.*

Puede examinarse con más claridad esta situación en el balance de pagos correspondiente al año económico de 1911-12, que es característico de esta época de inflación. Las cifras que expresa, hasta ahora inéditas, han sido consultadas en la excelente biblioteca de la casa E. Tornquist Ltda., y corregidas según los valores "reales" de la estadística del comercio exterior.

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES CORRESPONDIENTES AL AÑO ECON. 1911-12
(EN MILES DE PESOS ORO)

ACTIVO	
Exportaciones	448.141
Empréstitos Públicos colocados en el extranjero	48.500
Cédulas Hipotecarias colocadas en el extranjero	36.155
Capitales extranjeros invertidos en distintos ramos de la producción nacional, hipotecas, terrenos	186.857
Total del Activo	<u>719.653</u>
PASIVO	
Importaciones	428.953
Servicios de la Deuda Pública pagaderos en Europa	43.600
Servicios de las Cédulas Hipotecarias colocadas en Europa ..	8.400
Intereses sobre el capital Ferroviario extranjero	46.000
Intereses sobre los demás capitales	69.500
Ahorros remitidos por los inmigrantes	43.000
Gastos de los viajeros argentinos en el extranjero	44.000
Total del Pasivo	683.453
Saldo activo en oro: Aumento de la masa metálica ..	+ 36.200
	<u>719.653</u>

Por amplio que pudiera ser el margen de error en estas cifras, no se presta a dudas el estado real del país en su movimiento económico con el exterior, de que depende su circulación monetaria y la superestructura del crédito. El saldo exiguo de las exportaciones sobre las importaciones (19 millones solamente), que venían experimentando un rápido crecimiento desde los años anteriores, carece de importancia en relación al enorme servicio financiero anual — cada vez mayor por la incorporación de nuevos capitales — que el país debía pagar al extranjero por los conceptos expresados en el pasivo, y cuyo monto giraba alrededor de 250 millones de pesos oro. Casi toda esta suma era cubierta, por lo tanto, indirectamente, con la disposición de nuevos capitales extranjeros, cuyos dos primeros rubros, expresados en el “Activo” del balance, son de más fácil y segura estimación que el tercero. Y sobre responder a estos servicios financieros, los nuevos capitales permitían aún que nuestras reservas metálicas aumentaran en 32.2 millones de pesos oro (cifra que representa la suma del crecimiento del encaje de la Caja de Conversión, más el de las existencias de oro de los bancos), aumento que redundaba, en gran parte, en el ascenso de la cantidad de billetes en circulación y en la mayor expansión del crédito, en beneficio de las actividades especulativas y fomento de la prosperidad ficticia.

Puede complementarse el análisis de este período ascendente generado por el torrente de capitales extranjeros, después de haber analizado un balance de pagos típico, con la observación del siguiente cuadro en el que hemos agrupado el comercio exterior, las existencias de metálico, el papel en circulación y el crédito bancario.

EVOLUCION DEL COMERCIO EXTERIOR, DE LAS EXISTENCIAS METALICAS Y DEL CIRCULANTE (BILLETES Y CREDITO) EN EL PERIODO 1905-14

(MILES DE PESOS ORO)

Años	Exportación	Importación	Saldo	Existencia Visible de Metálico		
				Caja de Conv.	Bancos	Total
1905...	322.8	205.1	+ 117.6	90.1	39.6	129.7
1906...	292.2	269.9	+ 22.2	102.7	26.0	128.7
1907...	296.2	285.8	+ 10.3	105.1	40.2	148.3
1908...	366.0	272.9	+ 93.0	126.7	47.6	174.3
1909...	397.3	302.7	+ 94.5	172.5	67.2	239.7
1911...	342.3	405.0	- 62.7	186.0	67.5	253.5
1910...	389.0	379.3	+ 9.7	189.0	59.3	248.3
1912...	501.6	446.8	+ 57.8	222.8	68.9	291.7

1913...	519.1	496.2	+ 22.9	233.1	- 53.9	- 287.1
1914...	403.1	322.5	+ 80.6	- 224.4	- 45.7	- 270.1

(MILES DE PESOS PAPEL)

Años	Billetes encirc.	Préstamos Bancarios			
		Todos los Bancos	Banco de la Nación	Bancos Nacionales	Bancos Extranjeros
1905.....	498.1	621.6	164.3	270.0	187.3
1906.....	526.7	699.4	173.7		
1907.....	532.1	763.7	218.7		
1908.....	581.2	835.0	249.4	371.8	213.8
1909.....	685.3	1.043.4	299.0	499.7	244.6
1910.....	715.9	1.297.8	361.1	661.4	275.4
1911.....	722.9	1.463.2	406.6	738.9	307.7
1912.....	799.8	1.532.4	419.6	812.0	300.8
1913.....	823.3	1.540.8	477.7	- 738.0	325.1
1914.....	803.2	1.195.6	496.7	472.6	- 226.3

Las importaciones que en 1905 apenas alcanzaban a 205 millones de pesos oro, después de un crecimiento acelerado, alcanzan la cifra máxima de 496 millones en 1913, año que marca la cresta del período ascendente. Los saldos positivos exigüos del intercambio comercial, y el déficit de 62 millones en 1911, en frente al ascenso continuo de las existencias visibles de metálico y a lo considerable del servicio financiero a pagar al exterior (alrededor de 250 millones oro, según la estimación para 1911-12), justifican el haber generalizado para todo este período las conclusiones que surgían del balance de pagos correspondiente al año económico 1911-12, a saber, que la Argentina contaba anualmente con fuertes sumas de capitales extranjeros con qué pagar el diezmo financiero al exterior y expandir su circulación monetaria interna. Esto no significa sostener que los nuevos capitales servían *directamente* para responder a estos dos últimos fines, como tampoco podría sostenerse que las exportaciones pagaban directamente las importaciones; es sólo una manera esquemática de expresarse para hacer resaltar las características de esta situación; ya que las partidas activas de los balances de pagos se confunden entre sí para constituir la oferta de cambios sobre el exterior, del mismo modo que las partidas pasivas, para formar la demanda. Por medio del mercado de cambios así resultante, se producen las entradas o salidas de metal amarillo, que influyen sobre la cantidad de circulante, y por medio de éste, sobre los precios y la situación de los negocios; estos dos últimos factores reaccionan a su vez sobre el balance de pagos. Es así que en el caso que consideramos, el abultamiento de las importaciones, que achi-

ca extraordinariamente el superávit comercial, ha encontrado su estímulo ya directo, ya indirecto a través del nivel de precios y de los tiempos de bonanza traídos por la expansión del circulante, en la caudalosa corriente de los capitales prestados. Por la misma circunstancia, cuando esta corriente disminuye, desciende a su vez el monto de las importaciones; punto sobre que volveremos más adelante.

Por el mecanismo bancario ya explicado en otra ocasión, el aumento de la cantidad de billetes, suministra una base propicia para la expansión del crédito. Las cifras comprueban una vez más esta afirmación. La circulación de papel, que en 1905 era de 498 millones de pesos, asciende a su máximo de 823 millones en 1913. A su vez el monto de las diversas clases de crédito concedidas anualmente por los bancos (descuentos, adelantos, cauciones), se eleva de 621 millones en 1905 a 1540 millones en 1913 (máximo). Pero no sabría confundirse en una sola designación a todos los bancos, en vista de la política diferente seguida por los mismos respecto al crédito, por lo que se los ha clasificado en tres grupos en el cuadro anterior (1).

Los bancos nacionales, sin considerar el Banco de la Nación — no desmintieron la tradición criolla que constituye el rasgo dominante en la historia de nuestra política bancaria: la imprevisión, la confianza excesiva, y el marcado espíritu de especulación y de aventuras financieras. Fueron los que con su crédito abundante y fácil azuzaron la especulación desenfrenada en inmuebles — también alimentada por la enorme extensión de las operaciones hipotecarias, tanto del banco oficial, como de los particulares, que se efectuaban en su mayor parte con oro extranjero prestado bajo la forma de grandes cantidades de cédulas exportadas o de dinero efectivo importado por las sociedades hipotecarias, — hasta pujar sus precios a sumas exorbitantes. (Hasta en este aspecto se asemeja esta crisis a las anteriores, en que predomina la especulación inmobiliaria; lo que bien se explica por las características económicas de nuestro país). El monto de los préstamos que en 1905 llegaba a 270 millones de pesos papel, sube hasta el máximo de 812 millones en 1912 para descender a 738 y 472 millones en 1913 y 1914 respectivamente, en que la situación cambia de tono. Y sobre la política inflacionista en

(1) Adoptamos la división que el malogrado doctor Enrique Kohn solía hacer en sus penetrantes crónicas financieras de su *Buenos Aires Handels Zeitung*, cuya colección nos ha sido de gran utilidad al escribir estas páginas, por los datos y sugerencias que contiene.

relación al crédito, fomentan el agio con la emisión de nuevas acciones a precios subidos: en lugar de engrosar sus fondos de reservas con las primas así recibidas, repartieron estas últimas en calidad de beneficios a los accionistas, e inflaron, de esta suerte, sus propias acciones. Ambas políticas, movidas por el mismo hilo, son un antecedente necesario para comprender la situación dificultosa en que, poco tiempo después, cayeron estos bancos, y la naturaleza de las medidas que sugerían a los poderes públicos para salir del paso.

En cambio, la política del Banco de la Nación y de la banca extranjera, fué cautelosa como lo hace ver el análisis de sus préstamos. El primero aumenta sus préstamos de 164 millones en 1905, a 361 en 1910 y 477 en 1913; el crédito concedido por los segundos, alcanza 187 millones 1905, a 275 en 1910 y apenas demuestra un ascenso hasta 325 en 1913, cifra máxima que decae al año siguiente.

Mientras las bases materiales en que la confianza descansaba no se conmovieran, y la afluencia de metálico extranjero continuase expandiendo la circulación de billetes, la superestructura del crédito seguiría, a su vez, ensanchándose. En última instancia, la savia que alimentaba la política expansiva de los bancos y las actividades especulativas, emanaba de la disposición de los capitalistas europeos, a concedernos más dinero prestado.

A mediades del año económico 1912-13 comienza a sentirse con persistencia los primeros síntomas de un fracaso. Es que las complicaciones que nublan el horizonte político de la Europa prestamista, ponen en tensión sus mercados monetarios, tensión que obstaculiza y debilita las caudalosas corrientes de capitales a que nuestra economía se había adaptado en los últimos años. La reacción se pone de manifiesto muy claramente al examinar la contextura del balance de pagos correspondiente al año económico 1913-14, y comparar sus rubros con los ya estudiados cuando analizamos un balance típico del período ascendente. Los nuevos capitales tomados a préstamo en el extranjero, 114 millones de pesos oro, por la razón anotada, ni siquiera alcanzan a la mitad de lo contratado en 1911-12, a saber, 271 millones de pesos oro. En tanto que las sumas a remesar al exterior, aun después de haber descontado 18 millones de créditos en suspenso por quiebras, el principio de la guerra europea y las moratorias internacionales, alcanza a la suma, mucho mayor, de 177 millones de pesos oro. Para cubrir esta suma no bastan juntos los nuevos capitales y el escaso superávit comercial; por manera

que el déficit tiene que colmarse con exportaciones de metálico efectivo, que disminuyeron nuestra masa metálica en 32,6 millones de pesos oro.

BALANCE DE PAGOS CORRESPONDIENTE AL AÑO
ECONOMICO 1913-14 (1)
(MILES DE PESOS ORO)

ACTIVO	
Exportaciones	404.250
Empréstitos públicos	46.200
Emisiones de empresas argentinas en Europa	34.300
Títulos vendidos a Europa (cédulas, bonos).....	23.500
Nuevos capitales extranjeros (en hipot. y demás inversiones)	10.000
Créditos en sus penso (quiebras, etc.)	18.550
	<hr style="width: 100%;"/>
	536.800
	<hr style="width: 100%;"/>
PASIVO	
Importaciones	392.100
Servicios financieros	177.300
	<hr style="width: 100%;"/>
	569.400
Menos el <i>Saldo Pasivo en metálico</i> , representado por las exportaciones de oro	— 32.600
	<hr style="width: 100%;"/>
	536.800
	<hr style="width: 100%;"/>

Cuando comienzan las primeras exportaciones de metálico, y la rarificación consiguiente de los billetes en circulación, cunde violentamente la desconfianza y los bancos restringen su crédito. Restricción tanto más intensa, cuanto más imprudente fué la política expansiva anterior. Es cuando los especuladores, privados del crédito fácil y abundante, no pueden solventar sus compromisos, y se ven obligados a liquidar sus inmuebles a precios deprimidos. La baja de los valores inmobiliarios es mucho más brusca que el rápido ascenso que habían experimentado en los años precedentes de prosperidad ficticia. Los bancos argentinos, otrora tan pródigos, por instinto de propia conservación, se niegan a socorrer a los negociantes como ellos quisieran, a saber, con la renovación íntegra de sus documentos.

La reacción, que se presentaba con este carácter agudo en los que más habían abusado del crédito, y les hundía en la ban-

(1) Primero de los publicados por el señor Carlos A. Tornquist.

carrota, repercutía, aunque con menos intensidad, en el mundo de los negocios (quien más, quien menos, todos se beneficiaron en la época anterior). Pero el comercio sano, aunque vió deprimidas sus operaciones, pudo capear la tormenta y mantenerse en pie: los bancos no lo abandonaron.

Caracterízase este período crítico, como todo otro, por una acelerada desinflación del circulante. Los bancos argentinos, cuya extravagante política ya conocemos, reducen drásticamente la suma de sus préstamos: de 812 millones de pesos papel en 1912 y 738 en 1913, a 472 en 1914. Los bancos extranjeros restringen también su crédito, aunque en menores proporciones que los argentinos; y la solidez de sus encajes les permite soportar con tranquilidad la disminución subsiguiente de su clientela y del volumen de sus operaciones. En cuanto al Banco de la Nación, si bien sigue auxiliando a su clientela con nuevos créditos, el pequeño aumento en sus préstamos entre 1913 y 14, — es decir durante la crisis del mercado monetario interno, lo que demuestra su potencialidad financiera — no guarda proporción con el crecimiento de los años anteriores. Pero este ligero ascenso, apenas pesa en el conjunto de los préstamos; es así que la cifra correspondiente a todos los bancos, desciende, entre 1913 y 1914, de 1540.8 millones, a 1195.6.

Cuando se contempla en su conjunto esta situación, forzosamente es concluir que era el reverso lógico, la reacción natural y sana, de aquel período de prosperidad artificial que le precedió. Período en que el volumen creciente de las importaciones—parte para la producción, parte para el consumo “improductivo”—dejaba exiguos saldos positivos en nuestro intercambio comercial; nuestros servicios financieros se cubrían con nuevas deudas; nuestro circulante se expandía en grandes proporciones, sobre la flotante estructura del oro extranjero, y pujaba sin cesar los valores inmobiliarios. En cuanto los mercados europeos nos prestaron menos dinero, tuvimos que exportar metálico para pagar los servicios financieros, disminuyeron los billetes, se ajustaron las llaves del crédito, y el colapso arrastró a los que antes jugaron con este. Es sorprendente la analogía de esta situación con las que caracterizan las crisis argentinas del siglo pasado, estudiadas en capítulos anteriores. En aquellas, como en estas, es un desequilibrio negativo en el balance de pagos, producido por el mismo juego de factores, que trae el colapso. Es entonces que de la malla de intereses tejidos a la sombra de la inflación, parten los más peligrosos proyectos financieros, que,

con medidas artificiales, pretendían detener la necesaria liquidación.

Alguien habló entonces de la torpe política de evitar la salida de oro del país, por medio del cierre de la Caja de Conversión y la prohibición de exportar el metal amarillo. Por donde se ve que la legislación de emergencia que se dictaría meses más tarde, al estallar la guerra, tiene sus raíces en este proyecto, que, no por su lógica simplista, respondía menos a los intereses inflacionistas.

Pero, más que el cierre de la Caja, la emisión libre de billetes, el redescuento, atraía las miradas ansiosas de los especuladores embarrancados. Junto a los proyectos que con este fin inflacionista se formulaban por los particulares, surgían otros en la cámara de diputados. Diferentes en su mecanismo externo, estos proyectos, aparentemente encaminados a perfeccionar nuestro ordenamiento bancario, encubrían bajo su atrayente ropaje la intención aviesa, de sacar a flote la especulación en fracaso por la restricción del crédito, al permitir a los bancos que la habían alimentado y que ahora se negaban a seguirlo haciendo redescantar los documentos de sus carteras. Ya directamente en la Caja de Conversión, ya indirectamente a través del banco oficial, el redescuento se resolvería en la emisión de billetes cuya única garantía expresa estaría constituida por los papeles redescantados. Por uno de los proyectos la garantía metálica total de la circulación, es decir de los billetes nuevos como de los viejos, no podría descender más allá del 40 %; según otro, el más peligroso para la estabilidad del billete, la "Caja de Descuentos" podría emitir cuanto papel moneda exigiesen las "necesidades de la circulación" (recuerde el lector que en nombre de estas "necesidades reales" se llevó a término la locura emisionista precedente al colapso del 90, y verá claro lo que este término puede ocultar); el tercero de los proyectos acudía a la formación de un "fondo de redescuentos" con el producto de un empréstito de 200 millones de pesos; de tal suerte que, dada la imposibilidad de hecho de colocar empréstitos tan crecidos en nuestro mercado interno — cerca del 90 % de las cédulas hipotecarias y de los títulos de la deuda interna estaban en aquel entonces radicados en el extranjero, — la Argentina continuaría la expansión desenfrenada de su medio circulante, sobre el costoso y a la vez nada seguro basamento del oro extranjero (y aquí apelamos de nuevo a nuestra historia monetaria).

Discutiremos en otro lugar la conveniencia del redescuento

en nuestro país como institución permanente. En el presente caso, frente a la situación crítica del 13, le condenamos con acritud, en vista del emisionismo que solapadamente perseguía. Es cierto que copiosas emisiones de billetes hubiesen detenido la liquidación de la crisis al azuzar de nuevo la especulación y recomenzar la puja hacia arriba de los valores inmobiliarios; que el oro hubiese podido seguir su fuga y en realidad, desalojado por los billetes a través del mecanismo que el lector ya conoce, se habría exportado en mayores proporciones, sin que esta fuga trajese consigo rarificación del circulante. Empero, los factores responsables de la situación crítica persistieran latentes y aun agravados: el desequilibrio en el balance de pagos se hubiera tornado más intenso debido al abultamiento de las importaciones que la inflación interna trajera consigo. Y exportado el metálico, y frente a balances de pagos desfavorables, la inconvertibilidad y depreciación del billete, fueran un hecho seguro. Por otra parte, detener la liquidación de la crisis, apenas significa postergarla; ni la confianza sobre que descansa el crédito, ni la expansión de este, como tampoco la subida de valores, pueden seguir continuamente: cualquier hecho, en situación tan falsa, es susceptible de precipitar la crisis en un colapso mucho más intenso que el que se quiso evitar con paliativos. Recordará, quien nos sigue a través de este escrito, que las medidas artificiales que pretendieron evitar la reacción natural en 1873, condujeron a una situación crítica peor dos años más tarde; y como análogos procedimientos puestos en juego para esquivar la liquidación que debió sobrevenir a 1885, condensan más tarde el terrible colapso del 90.

Efectuada una encuesta sobre los proyectos de redescuento (a mediados de 1913), si bien de los 14 bancos consultados, 11 se declararon a favor del proyecto, tales adhesiones provenían de bancos chicos que, de buen grado, consideraban las perspectivas de ventilar sus carteras inmovilizadas. En cambio, los bancos más serios, principalmente los extranjeros, caracterizados por sana y prudente política, se pronunciaron en contra: "en nuestro concepto, decía el Banco de Londres, el establecimiento de la referida institución, ni es indispensable, ni llenaría necesidad alguna sentida en nuestra plaza"; después de análogas consideraciones, el Banco de Londres y Brasil agregaba: "podría tener un resultado contrario a los fines que se perseguirían con su implantación a nuestra plaza".

Para el bien de la economía nacional, los proyectos de rescuento, no plasmaron en la práctica. La liquidación seguía su marcha lenta; y, relajada la tensión de los mercados monetarios europeos, el oro, en pequeñas cantidades, recommenzó a visitar nuestras playas, en marzo de 1914. Pero pocos meses después un acontecimiento de la mayor trascendencia, la guerra, trajo de nuevo al tapete la cuestión monetaria y bancaria.

La conmoción que las primeras noticias produjeran en el público, y las inciertas perspectivas de lo futuro, justificaron el feriado de la primera semana de agosto en favor de los bancos y la Caja de Conversión, que tenían posibles corridas sobre sus depósitos. Asimismo, por idénticas razones, y por la actitud de bancos como el Francés, que, en previsión del conflicto exportó parte de sus reservas metálicas, el cierre por treinta días de la Caja de Conversión y la prohibición de exportar metálico, fueron medidas que se explican a la luz de la prudencia.

Aberración fué, en cambio, convertir en instituciones permanentes, estas dos leyes de emergencia. Del cúmulo de razones dadas en favor de tal intromisión política en el mecanismo monetario, trasciende con fuerza el fantástico temor de una depleción de nuestras reservas metálicas, debida a la acción de las potencias beligerantes. No concebimos, en verdad, los medios desconocidos de que estas se hubiesen valido para extraer de por sí nuestras reservas de metal amarillo. Por otra parte, no nos molestamos mucho en indagarlos; creemos muy posible que la política criolla y nuestros financistas espurios, se hayan servido de este artificio accesible al público, de suyo ingenuo e impresionable. Tal como hoy, para mantener la misma política, sugieren en la imaginación popular, el manotazo del Tío Sam a nuestro tesoro metálico.

Lo más probable es que el hilo oculto que guiaba esta política partiese de la madeja inflacionista de la crisis del 13; más arriba llamamos la atención sobre la primera iniciativa de cierre, para evitar la salida natural del oro debida a la tensión de los mercados monetarios europeos. Al comenzar la guerra era evidente que los capitalistas europeos, por mucho tiempo, no nos prestarían más dinero; por lo tanto, para hacer frente a la carga financiera anterior, se tendría que exportar metálico hasta que el balance comercial se reajustase. Y esta rarificación del circulante, era lo que de ningún modo querían aceptar los abogados del cierre.

El hecho real fué que el aumento notable del valor de las

exportaciones — por la intensa demanda de los productos argentinos — compensó con creces la desaparición de los capitales extranjeros en nuestros balances de pagos del período bélico: los saldos positivos del intercambio comercial no sólo bastaron para cubrir el diezmo al extranjero, sino que sirvieron para repatriar parte de nuestra deuda, y aun proveer al país de fuertes cantidades de metálico que directa o indirectamente se canjearon por billetes y acrecieron la circulación. Es así que durante la guerra, fueron completamente inútiles y rutinarios el cierre de la Caja y la prohibición de exportar metálico, gracias a una serie de balances de pagos favorables, cuya existencia puede constatarse palpablemente por las cotizaciones a premio del peso argentino.

El balance correspondiente al año económico 1914-15, suscripto por el señor C. A. Tornquist, comprueba nuestro aserto, al mismo tiempo que su comparación con los correspondientes a los años anteriores, resume en pocas cifras, la situación económica del país, que terminamos de estudiar a grandes rasgos (1).

LOS BALANCES DE PAGOS INTERNACIONALES Y LA
"CRISIS DEL 13"

(EN MILES DE PESOS ORO)

<i>Activo:</i>	Años económicos		
	1911-12	1913-14	1914-15
Exportaciones	448.14	404.25	556.90
Empréstitos públicos en el extranjero	48.50	46.20	14.70
Emissiones de empréstitos argent. id..	—	34.30	20.05
Ventas de valores, etc., id.	36.15	23.50	—
Nuevos capitales extranjeros	186.85	10.00	—
Créditos en suspenso	—	18.55	—
Haberes Banco de la Nación	—	—	8.00
Total del Activo	719.65	536.80	600.10
<i>Pasivo:</i>			
Importaciones	428.95	392.10	268.00
Ahorros de inm. y gastos de viajeros.	87.00	—	—
Servicios financieros	167.50	177.30	173.10
Repatriación de títulos	—	—	11.00

(1) El autor espera completar este somero estudio de la crisis del trece y de los acontecimientos posteriores, en un estudio más sistemático y que contemple aspectos que en esta monografía se pasan por alto.

Reembolso de hipotecas	—	—	10.00
Reembolso de créditos	—	—	63.60
	<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>
Total del Pasivo	683.45	569.40	527.79
Saldo en metálico	+ 36.20	— 32.60	+ 74.40
	<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>
	<u>719.65</u>	<u>536.80</u>	<u>600.10</u>

En este balance puede notarse que el decrecimiento en el valor de las importaciones (428 millones en 1911-12, 392 en 1913-14 y 268 en 1914-15), junto a un aumento en las exportaciones (448, 404 y 556 respectivamente), permite al balance comercial arrojar un enorme saldo de 288 millones. Este saldo capacita al país para pagar los servicios financieros al exterior que casi no alteran (167, 177 y 173 millones) ya que la contratación de nuevos capitales con que antes se pagaban alcanza apenas a 35 millones, contra 114 en 1913-14 y 271 en 1911-12; y aun reembolsar títulos, hipotecas y créditos por valor de 84 millones y aumentar el metálico perteneciente al país en la suma enorme de 74 millones de pesos oro.

Por manera que la guerra europea, al afectar por medio de balances de pagos favorables, nuestras existencias metálicas, interrumpe la gradual liquidación de la "crisis del 13". La evolución subsiguiente de nuestro medio circulante, hasta llegar a las circunstancias actuales y las reformas propuestas por el doctor Piñero, serán materia de un último artículo.

RAÚL PREBISCH.

[Handwritten signature and scribbles]