

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACION DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
CENTRO DE ESTUDIANTES Y COLEGIO
DE GRADUADOS

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

DIRECTORES

Dr. Alfredo L. Palacios

Por la Facultad

Ernesto Malaccorto

Por el Centro de Estudiantes

Edmundo G. Gagneux

Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

Dr. Enrique Julio Ferrarazzo

Jacobo Wainer

Por la Facultad

Máximo J. Alemann

Por el Centro de Estudiantes

José Rodríguez Tarditi

Por el Centro de Estudiantes

Año XV

Setiembre 1927

Serie II N° 74

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS, 1835
BUENOS AIRES

Acotaciones al último proyecto monetario del senador Justo

El doctor Juan B. Justo ha presentado a la cámara de que forma parte, un curioso proyecto de ley. Antes de entrar a considerar este proyecto, expondremos brevemente el mecanismo de nuestro actual régimen y veremos, dentro de qué grupo de sistemas, de los actualmente en vigor, puede incluirse.

NUESTRO RÉGIMEN MONETARIO

Como es bien sabido, la ley N° 3871, promulgada el 4 de noviembre de 1899, establece que nuestra emisión de papel moneda debe tener un respaldo de oro del cien por ciento. Si, en la actualidad, la cantidad total de billetes es mayor a la de oro existente en la Caja de Conversión, es debido a que por la citada ley, se dejaron en circulación \$ 293.018.258,44 m/n., de emisiones anteriores, que no tenían contravalor en oro y que constituyen una deuda del gobierno, que éste puede cancelar en el momento que crea oportuno.

En las condiciones expuestas la función de la Caja es, como se ha hecho notar en repetidas ocasiones, eminentemente mecánica: entregar papel en cambio de oro y oro por papel, al cambio legal. No puede dar destino alguno al oro que en ella se deposita, con la sola excepción de lo determinado posteriormente en las Leyes de Redescuento que, por otra parte, no llegaron nunca a aplicarse.

Actualmente, pues, y mientras no se retire esa emisión sin respaldo en oro, aumenta la proporción del encaje metálico con respecto a la circulación total, a medida que se lleva mayor cantidad de oro a la Caja solicitando papel moneda, y aquel porcentaje disminuye, en cambio, cuando se retira oro, presentando billetes para su conversión.

En un régimen de conversión, al que hemos vuelto después de un largo período de más de trece años, el monto de nuestras emisiones oscila, en términos generales, en base a las importaciones y exportaciones de metálico. Aquélla au-

menta en épocas en que el oro afluye al país y disminuye cuando el metal áureo emigra (1).

Cuando existe una mayor circulación, siempre que no se alteren los demás factores, aumenta el nivel de precios interno y cuando este aumento no es concordante con el de los niveles de precios en el exterior, se alteran los ítems de nuestro balance de pagos para corregir esa desproporción. Es decir, aumenta el pasivo de nuestro balance de pagos y disminuye el activo, produciéndose así un saldo negativo que nos lleva a una emigración de oro que provoca una disminución del nivel general de precios interno. En este reajuste son las cifras de importación y exportación las que desempeñan un papel principal.

SISTEMAS MONETARIOS RÍGIDOS Y SISTEMAS MONETARIOS DIRIGIDOS

Hemos visto ya que nuestro régimen monetario es de los llamados rígid^{os}, (2) denominados así porque el monto de la circulación está determinado mecánicamente por los aflujos y reflujos de oro al país, en términos generales, y más estrictamente por los aportes y retiros de metal que se hagan en la Caja.

Este sistema es el contrario de los conocidos bajo el nombre de dirigidos, es decir, aquel tipo de circulaciones monetarias cuyo monto no se halla determinado exclusivamente por los factores que se consideran mecánicos, sino en las que el total emitido se halla regulado, en cierta forma, por los poderes a quienes las disposiciones legales dan facultades al respecto.

Los inconvenientes que se imputan al sistema rígido es que las cantidades en circulación no responden siempre a las necesidades de la plaza; que no se adaptan a éstas con la rapidez que fuera de desear.

No vamos a considerar aquí si es posible poner en vigor un régimen monetario más eficiente. Nos limitaremos a observar que las modificaciones a las disposiciones actuales, que propone el doctor Justo, no descartarían los inconvenientes que se dice aparejan los sistemas monetarios rígid^{os}. Las emisiones no responderían a ningún criterio lógico que tendiera a corregir esos defectos y, por lo tanto, sólo contribuirían a acentuar una posible inflación excesiva de precios en un período de prosperidad y a detener, en un período

(1) Si se comparan las cifras de saldos de importación y exportación de oro y las de aumento de oro en la Caja, durante el período de conversión anterior a la guerra, se constata una notoria correlación, con excepción de los años 1900 a 1903, en los que, al parecer, el sistema no gozaba aún suficientemente de la confianza del público.

(2) Lo es, por lo menos virtualmente, aun después de la sanción de las leyes de redescuento, desde que éstas no se aplican.

de depresión, una desinflación monetaria, necesaria para restablecer el equilibrio roto por un período anterior de inflación.

Es lo que veremos más detenidamente al tratar especialmente el proyecto.

PROPORCIÓN DE LA EXISTENCIA METÁLICA CON RESPECTO AL MONTO EN CIRCULACIÓN

Para referirnos ahora a la proporción necesaria de oro en la Caja, para mantener una circulación monetaria sana, debemos decir que las manifestaciones del doctor Justo, concebidas en los siguientes términos (1): “Todo el mundo comprende cada vez más y la práctica y la teoría van afirmándolo de consuno, que lo que se necesita para mantener un sano estado monetario es sólo la cantidad de oro indispensable para hacer la conversión del papel que se presente. Y como esta cantidad y esta demanda pueden variar considerablemente de un momento a otro, se tiene un fondo de conversión que baste para hacer la conversión en los peores momentos de crisis, cuando las transacciones más se restrinjen, cuando hay mayor cantidad de pagos, para hacer, grandes y chicos. Se considera que para ese fin, en los países en general, basta un cuarenta por ciento como fondo de conversión”, están en un todo de acuerdo con lo que la experiencia monetaria ha demostrado y que se trata de una de las más sólidas y fundadas afirmaciones de la teoría económica. Pero después del análisis que vamos a efectuar, creemos no puede concebirse que sea la proyectada, la mejor forma de movilizar ese oro.

EL PROYECTO

El proyecto presentado, que tuvo entrada en la Cámara de Senadores el día 15 del actual y que estaba suscripto por los senadores Justo y Bravo, se halla concebido en los siguientes términos:

Artículo 1º — Siempre que a la Caja de Conversión se hagan nuevos aportes de oro, en las condiciones del artículo 7º de la ley 3.871, la Caja emitirá y pondrá a disposición del poder ejecutivo, 454,54 pesos papel por cada 100 pesos oro que reciba.

Art. 2º — Si en virtud de lo que establece esta ley y de los retiros de oro, el tesoro de la Caja de Conversión llegara a no exceder de 22 pesos oro por cada 100 pesos papel

(1) Diario de Sesiones de la Cámara de Senadores.

en circulación, la caja limitará sus operaciones a las que señala el artículo 7° de la ley 3.871 (1).

LA APLICACIÓN DEL PROYECTO LLEVARIA A LA INFLACIÓN

Veremos ahora lo que sucedería con la aplicación del sistema propuesto por el doctor Justo aceptando, por un instante, que la emisión sólo se verificaría cuando el oro acuñera *normalmente* a la Caja, como supone el doctor Justo debiera necesariamente acontecer. Esto último distaría mucho de ser fatal, como observaremos más adelante.

El doctor Justo propone que al presentarse a la Caja, por ejemplo, \$ 44.000 oro en demanda de papel moneda, se entreguen, como hasta ahora, \$ 100.000 en billetes al portador del metal, pero que en lo sucesivo se pongan simultáneamente a disposición del Poder Ejecutivo otros \$ 200.000 en billetes.

Los \$ 100.000 que ingresarían a la circulación por intermedio del depositante del oro, responderían a un aumento determinado por las condiciones del balance de pagos, pero los \$ 200.000 que recibiría el Poder Ejecutivo y que deberían necesariamente aplicarse a pagos internos, desde que el papel moneda no tiene circulación internacional — con las excepciones que no es del caso estudiar aquí — aumentarían en igual cantidad nuestra circulación interna y desde que no responderían al mismo criterio que los \$ 100.000 restantes, provocarían una verdadera “inflación” (2).

(1) Los demás artículos del proyecto dicen así:

Art. 30. — El poder ejecutivo destinará el dinero recibido en virtud de esta ley:

1o. A la construcción de edificios para escuelas primarias que se construirán bajo la dirección de la oficina de arquitectura del Consejo Nacional de Educación. Estos edificios serán de modelos higiénicos, económicos y adaptados al clima de las distintas zonas de la República. Las escuelas rurales tendrán el anexo necesario para habitación de los maestros.

2o. A la construcción de edificios para los demás establecimientos nacionales de educación que no estén convenientemente instalados.

3o. A los trabajos públicos ordenados por la ley 11.389, reduciéndose en igual cantidad la autorización para emitir títulos de deuda pública que confieren al poder ejecutivo las leyes 11.260, 11.319, 11.333 y 11.389.

4o. Al rescate de títulos de la deuda pública externa.

Art. 40. Dentro del destino que el artículo 30. asigna a los recursos creados por esta ley y del orden de preferencia señalado por sus incisos, el poder ejecutivo determinará, en cada caso, según las posibilidades del momento, la aplicación inmediata de los dineros que en virtud de ella reciba.

Art. 50. De los recursos fiscales creados por esta ley y de su empleo se llevará por la Contaduría General de la Nación una cuenta especial titulada Fondo de Edificación Escolar y extinción de la deuda pública externa.

Art. 60. Comuníquese al poder ejecutivo.

(2) Independientemente de la que pudiera existir en ese momento.

Ya hemos analizado más arriba, al referirnos a nuestro sistema monetario a qué respondían las entradas y salidas de oro y vimos cómo influía en la circulación monetaria.

Dijimos que la mayor cantidad de moneda en circulación aparejaba un aumento en los precios. Tengamos ahora en cuenta que de acuerdo al proyecto, las emisiones ya no se harían en la proporción actual de acuerdo a los depósitos de oro en la Caja (100 a 44), sino en una proporción triple (300 a 44).

El nivel de precios interno está influenciado por la cantidad de papel moneda en circulación y no por la de oro en la Caja.

Así, la influencia sobre aquél resultaría mayor con estas emisiones triples, es decir, que los precios aumentarían con una intensidad muy superior. Naturalmente que a la larga obrarán los factores que llegarían a corregir esta situación, pero todo ello no obstaría a que la inflación resultara mucho mayor que lo que hubiera sido sin la intervención de la emisión fiscal.

El autor del proyecto afirmaba que: *“si se produjera una ligerísima inflación monetaria en el momento de salir esa emisión fiscal agregada a la otra, esa inflación se corregiría de inmediato por el hecho de estar abierta la Caja. Estando abierta la Caja para dar oro por papel, no cabe inflación monetaria, pues desde el momento que se la sienta por los tenedores de papel, afluirá a la Caja y desaparecerá de la circulación.”*

He ahí un error grave. Porque lo que no cabe, estando abierta la Caja y manteniéndose el régimen de conversión, es el “premio” del papel moneda respecto del oro, vale decir, la diferencia entre el valor del papel moneda y el del oro, pero cabe sí una inflación interna desde que los reajustes que deben sobrevenir para ponerle término no son inmediatos; son, por el contrario, en ciertos casos, sumamente lentos.

Es indiscutible que en un sistema monetario de patrón oro al producirse una inflación interna que no corresponde a una elevación paralela externa de precios, la inflación misma origina posteriormente un reajuste que se operará por el balance de pagos, por un aumento de las partidas deudoras y una disminución de las acreedoras, pero esta influencia no es inmediata: el reajuste no se opera, pues, como parece suponerlo el doctor Justo, de un día para otro, y ocasiona serias perturbaciones en el intervalo.

Nuestra historia monetaria está llena de ejemplos interesantes respecto a los perjuicios producidos por las emisiones excesivas de los gobiernos. Y ello lo ha reconocido el Dr. Justo en muchas ocasiones. Bien es cierto que en el caso que se nos presentaría con un régimen como el propuesto en el proyecto, la inflación tendría un límite — límite que no conocía la insa-

ciabilidad de nuestros gobiernos del siglo pasado — pero ese límite no impediría la inflación hasta que se llegara a él.

Creemos, con esto, haber llegado a establecer que el proyecto es eminentemente “inflacionista” y que no produciría una *ligera inflación*, fácilmente corregible automáticamente, sino que la intensidad de aquélla dependería del volumen de la emisión y de las condiciones económicas del momento.

LAS EMISIONES DE PAPEL SERÍAN CONTINUAS

Es infundada la suposición de que las emisiones de papel moneda serían graduales, y se verificarían *necesariamente* en los períodos de afluencia de oro al país, como ha establecido el Dr. Justo al decir: “Proponemos que la salida de oro sea gradual e indirecta, que no se haga sino cuando se confirme la necesidad en ese momento del papel que hay en circulación, siempre que se lleve nuevo oro a la Caja en cambio del papel, y demuestre que, en opinión del portador de ese oro, no basta con el papel circulante, que se necesita más (1). Sería en esas ocasiones, en que quedaría demostrado el robustecimiento creciente de la economía argentina, que se harían esas emisiones triples: una para canjear el oro que se reciba y dos para entregar al Poder Ejecutivo.

Si se analizan los balances de la Caja de Conversión de los años en que estuvo realmente en vigencia la ley 3871, se comprueba que en todos, simultáneamente con retiros, aparecen depósitos de oro, aun en aquellos períodos de franca exportación de metálico. Siendo así, las emisiones a favor del gobierno serían continuas hasta que se lograra reducir el encaje metálico al 50 o/o.

Y así, además, no sólo se intensificaría la inflación en los períodos de prosperidad, sino que esas emisiones vendrían a aumentar en proporción anormal nuestra circulación, aun en momentos en que, precisamente, todos los factores están determinando su disminución, como sucede en los períodos de desinflación monetaria. En estos períodos en que se está saneando la situación, en que la disminución en los precios es el factor que obra con mayor eficacia y que esa disminución se halla determinada y facilitada por la existencia de un total decreciente en circulación, resultaría que el aumento artificial de la emisión vendría a obstacu-

(1) Lejos está de haberse demostrado que cuando el oro afluye a la Caja es porque se requieren más billetes. El oro afluye a la Caja en los momentos de importación de metálico, que nadie tiene interés en conservar, desde que no se utiliza en los pagos internos. La frase siguiente insiste sobre el mismo concepto: “que cuando el oro afluye al país se asiste a un robustecimiento creciente de la economía argentina”. De ser ello así, bastaría que nuestro balance de pago presentara un saldo favorable, aun en momentos de intensa depresión, debido, por ejemplo, a un fuerte empréstito externo, para que debiéramos afirmar que estaríamos asistiendo al “robustecimiento creciente de la economía argentina”.

lizar, momentáneamente, la baja de precios y prolongar indebidamente una situación desfavorable.

PELIGRO DE LLEGAR A UN REGIMEN DE INCONVERSION

Analizaremos ahora otro aspecto del proyecto; es el que se refiere a la posibilidad de llegar, por la aplicación de las normas legales que venimos considerando a un régimen de in-conversión.

El balance de la Caja de Conversión al 31 de agosto próximo, presenta como cifra de la circulación la de pesos 1.329.387.776,82 moneda nacional de curso legal. Vamos a considerarla, en cifras redondas, de 1.350 millones (1). Esta es la cantidad de billetes que, a paridad legal con el oro, se requiere actualmente para las transacciones internas. Ella puede elevarse o disminuirse, en cierta medida, de acuerdo con las variaciones del estado de la situación económica del país; pero, en un corto término — y descartando acontecimientos mundiales de gran significación en lo que a moneda respecta—podrá variar intensamente en un momento dado, pero deberá después, progresivamente, restringirse nuevamente hasta un nivel no muy superior al anterior.

Vamos a suponer que, en una situación como la que revelan las cifras actuales, el país entrará en una época de importación de oro, de elevación de precios, en uno de esos períodos ascendentes de los movimientos cíclicos de los negocios y podríamos imaginar que el metálico importado al país en todo ese período llegara a la suma de 330 millones de pesos oro, o sean, traducidos en papel moneda, al cambio legal, 750 millones de pesos papel. Ese oro se depositaría en la Caja y se harían emisiones por valor, no ya de 750 millones, como sucedería con la aplicación de lo establecido por la ley 3871, sino por 2.450 millones de pesos papel. Llegado al máximo el período de prosperidad, asistiríamos a un pánico más o menos pronunciado y comenzaría un período de depresión. Llegaremos en nuestra deducción hasta suponer que los 330 millones de pesos oro que entraron al país respondieron a un aumento necesario de nuestra circulación por un crecimiento de nuestra producción.

Durante el período de depresión, desaparecerá todo el exceso de circulación (\$ 2.250 millones emitidos, menos los 750 millones a un crecimiento real de nuestra economía), o sean 660 millones oro. El total de oro en la Caja, que había ascendido así a un máximo de 795 millones de pesos oro, quedaría rebajado a la suma de 135 millones oro, para hacer frente a una circulación papel de \$ 2.100 millones, o sea, que el encaje llegaría al 14,6 o/o.

(1) También en cifras redondas consideramos el respaldo en oro de 465 millones.

Tal como hemos planteado la situación, llegaríamos a reducir nuestro encaje oro a una insignificancia. Y arribados a esos extremos, fácil es prever una contracción de la circulación por el deseo de los tenedores de billetes de obtener oro de inmediato, debido al temor de no poder conseguirlo al día siguiente. El factor psicológico obraría con intensidad.

Fácil es, además, que antes de llegar a esos límites se decretara la inconvertibilidad.

Al tomar como base las cifras que hemos presentado, lo hemos hecho con el solo objeto de emplear en nuestra discusión datos concretos, creyendo con ello simplificar la explicación.

INTERVENCIÓN QUE POR ESTE PROYECTO SE DARIA AL GOBIERNO EN NUESTRO RÉGIMEN MONETARIO

Es muy interesante analizar hasta en sus detalles la intervención que con la sanción de un proyecto así, obtendría el gobierno en nuestro régimen monetario.

Es evidente que en el régimen actual, el gobierno no tiene interés en llevar oro a la Caja—directa o indirectamente—sino en los instantes en que posee oro que no utiliza y necesita, en cambio, papel moneda para destinarlo a pagos internos.

Pero ¿la situación seguiría siendo la misma después de la sanción de un proyecto de la índole del que estamos analizando? Es notorio que no; desde que el gobierno, con fines plausibles o no, siempre que deseara dinero para aplicarlo a los objetos que el proyecto expone (1), podría provocar una afluencia artificial de oro (2) para obtener papel moneda de la Caja. En los momentos de exportación de metálico, por ejemplo, bastaría, en rigor, que detuviera brevemente una partida de oro destinada a la exportación y retirara con ella papel moneda por un valor triple. Volvería luego, con una tercera parte de los billetes obtenidos, a recuperar el oro antes depositado. Extremando el argumento puede afirmarse que ni tan siquiera requiere una suma inicial de metálico, dado que con billetes podría obtener metálico y con ese mismo oro obtener la emisión que deseara.

En los períodos de importación de metálico, es decir, en que se aumentan las emisiones, el gobierno podría provocar una elevación mayor del total emitido que el que se produciría naturalmente, con sólo retirar oro para volverlo a depositar de inmediato y obtener un monto de billetes triple al primitivo.

Ninguna disposición del proyecto prohíbe que el gobierno *directamente* realice una operación de esta índole. Si la hubiera no es ello que, a nuestro juicio, constituiría un escollo para que, a pesar de todo, ellas se efectuaran; y es que no po-

(1) Artículo 3 del proyecto.

(2) Y decimos artificial porque no estaría determinada por la situación de la plaza.

demos imaginar cómo podría impedirse que el gobierno la hiciera *indirectamente*.

En términos generales, puede llegar a afirmarse que se daría al Poder Ejecutivo la facultad de transformar la Caja de Conversión en una simple institución productora de billetes, la facultad de empapelar al país en cualquier instante. Por supuesto que esperamos que no se nos objetará aquí que ese empapelamiento tendría un límite: cuando se llegara a un encaje de 50 o/o!!!!

Y lo que conceptuamos gravísimo en este proyecto no es, sobre todo, esa posibilidad en sí, que se da al gobierno de intervenir en la regulación del medio circulante.

Creemos, sí, que un sistema relativamente rígido es actualmente, entre nosotros, un bien, debido a que no permite intromisiones del gobierno. Y creemos que todavía nuestros gobernantes suelen con demasiada frecuencia recurrir a procedimientos que, para salvar situaciones del fisco, lesionan los intereses generales, o de determinados grupos sociales.

Ello no significa, por cierto, que tengamos la convicción de que debemos mantener para siempre nuestro actual sistema monetario.

Pero hay algo más fundamental en la crítica a esas atribuciones al Poder Ejecutivo: es que no se ha dado ninguna importancia, en el proyecto, a la intervención del gobierno. Se convierte de hecho nuestro actual régimen en un sistema "groseramente dirigido", sin que se haya tenido, al parecer, la intención de hacerlo. Así, sólo puede preverse una anarquía en la intervención que el Gobierno tendría sobre el medio circulante: no se lograría una mayor regularidad en nuestra vida económica, sino que, por el contrario, resultarían más violentas y sensibles sus oscilaciones.

CONCLUSIÓN

Al poner término a este ligero análisis, séanos permitido sacar en conclusión que no creemos se pueda, con sinceridad, acompañar al Dr. Justo cuando afirma rotundamente: "Este proyecto de ley crea recursos; los crea sin quitar nada a nadie, a diferencia de los impuestos, que siempre son a expensas de alguien; los crea sin ocasionar el más mínimo trastorno en las relaciones privadas de las personas, ni en la economía nacional".

Edmundo G. GAGNEUX.

Septiembre de 1927.