

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

Noviembre 1927

Serie II N° 76

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS, 1835
BUENOS AIRES

A propósito de la reapertura de la Caja de Conversión⁽¹⁾

—

SUMARIO. — I. Introducción. — II. El balance de pagos, los precios y el comercio exterior del metálico. — III. Nuestra moneda, alrededor de 1890. — IV. La ley de Conversión de 1899. — V. La moneda de papel y nuestro "descubierto". — VI. La Caja de Conversión en el período 1899-1914. — VII. Los movimientos del metálico y la Caja de Conversión. — VIII. Conclusión.

I. — Introducción

Acaba de sancionarse, por decreto de agosto 25 del corriente año, la vuelta al régimen de conversión que había sido suspendido a raíz de la situación anormal originada por la guerra europea. Adoptado el cierre de la Caja de Conversión, como mediada de emergencia, y por lo tanto, transitoria, circunstancias diversas hicieron prolongar tal situación durante varios años.

Consideró el Poder Ejecutivo que este momento era oportuno para la reapertura, ya que "las condiciones económico-financieras actuales permiten salir del estado de inconversión sin saltos ni perturbaciones", como lo dice en los considerandos del decreto a que nos referimos. Y agrega más adelante, que nuestra moneda está valorizada y que "el momento es propicio para dar solución al problema de la estabilidad de los cambios y, por ende, obtener la supresión de las oscilaciones monetarias, siempre perjudiciales a la economía nacional; que tales objetivos constituyen, en el momento actual, la preocupación de todos los países que aspiran a poseer una organización económica sana y robusta; que ningún peligro puede ofrecer la conversión en el futuro, a juicio del Poder Ejecutivo, que tiene absoluta confianza en las fuerzas productoras de la Nación".

En mérito a estas consideraciones, se resolvió que recobrase su imperio el artículo 7o. de la ley 3871, suspendiéndose, por consiguiente, al mismo tiempo, los efectos del decreto del 31 de octubre de 1914, que había dispuesto el cierre.

—

(1) Conferencia pronunciada el 24 de Octubre 1927 en la Facultad de Ciencias Económicas bajo los auspicios de la Comisión de Extensión Universitaria del Centro Estudiantes.

Vamos a estudiar algunos aspectos de nuestro problema monetario; justifica nuestro intento la oportunidad de la adopción de la medida gubernativa que nos devuelve a la situación normal de conversión anterior a la guerra. No pretendemos haber hecho un estudio completo; nos hemos limitado a explicar algunas normas teóricas y, en parte, a observar, a través de los hechos revelados por los números, ciertos fenómenos de nuestra vida económica, de la cual no es sino una parte — muy importante por cierto — el estudio de la moneda, la que, según reza la definición corriente, es el intermediario de los cambios o el común denominador de todos los valores.

A propósito de nuestro circulante, como ha de suponerse, se ha escrito mucho; se han lanzado las más variadas opiniones y los más agudos desatinos. Con tal motivo, tendríamos ocasión de poder extendernos en el examen de una literatura tan diversa como pintoresca; pero, a pesar de ser labor inmensa y un tanto penosa, no nos decidimos a ella en previsión de su inutilidad y en la seguridad, además, que tampoco habríamos de corregir el mal de que padecen tantos pseudo-eruditos, de opinar con motivo de cualquier cosa aunque no entre en el dominio de sus conocimientos...

II. — El balance de pagos, los precios y el comercio exterior del metálico

Antes de entrar al fondo del asunto, trataremos de sintetizar algunos conceptos generales, en materia monetaria, haciendo notar las relaciones existentes entre el medio circulante, el nivel de los precios y el balance de pagos internacionales.

En un régimen de circulación de oro, o basado en el patrón oro, la cantidad de moneda que ha de poseer cada país está determinada, en razón de la posición que ese país ocupa con respecto a los demás, condicionada por las transacciones que en él se efectúan.

La mercancía que se utiliza como moneda tiene una doble sollicitación: 1º, como *instrumento de los cambios y*, 2º, *para usos industriales*. De manera que está sujeta en cada una de sus funciones a las variaciones naturales de la oferta y la demanda. No escapa, en consecuencia, a las fluctuaciones que provoca el intercambio entre las naciones.

Veamos cómo funciona el mecanismo en la forma expuesta.

Sabemos que los desequilibrios producidos en el balance de pagos deben saldarse en oro, que es la moneda de pago internacional.

Hemos de hacer notar que en el balance de pagos juega un rol preponderante el comercio exterior; su influencia es, la mayor parte de las veces, decisiva, sin desconocer, por cierto, que existen factores, tales como la introducción de capitales extranjeros, el pago del interés de esos capitales,

la colocación de títulos en el exterior, los préstamos, las remesas de los inmigrantes, los gastos de los turistas, etc., cada uno de los cuales, a su turno, influyen en diverso sentido y determinan, en última instancia, un ajustamiento definitivo del equilibrio económico y monetario.

Supongamos que en un país determinado las partidas deudoras del balance de pagos excedan a las acreedoras, en cierto período de tiempo. Saldada en metálico la desproporción entre sus partidas activas y pasivas, el éxodo de moneda deja en el mercado una contracción del medio circulante. En razón de su menor cantidad, el poder adquisitivo del metálico aumenta en el mercado interno.

En efecto; cada unidad de oro sigue siempre siendo la misma, y sigue conteniendo la misma cantidad de oro; pero a consecuencia de la disminución en la cantidad de metal ha aumentado su poder de compra, es decir, que cada una de sus unidades puede adquirir más, en términos de mercancías; ha bajado el precio de éstas, expresado en unidades de oro. Como el valor de las mercancías está fijado por la moneda, las variaciones en la cantidad de ésta influyen en la determinación del precio de aquéllas.

Reducida, entonces, la cantidad de moneda en circulación, descenderán los precios.

Un ejemplo práctico aclarará la idea. La moneda es el vehículo que conduce las transacciones; equiparémosla a un convoy de tantos vagones como unidades. Si la carga a transportar es una cantidad dada, ésta se repartirá en tantos vagones como haya; de tal manera que, disminuyendo la cantidad de vagones, — si el volumen de la carga no varía — ha de ser mayor la que transportará cada vagón; cada uno de ellos recibirá una carga superior, más considerable cuanto menor sea el número de vagones.

Si en nuestro supuesto los vagones son unidades monetarias y la carga transportada son las mercancías que entran en las transacciones, esta relación nos dará la medida en que se halla la cantidad de moneda y los precios.

Tal es, en esencia, el fundamento de la teoría cuantitativa de la moneda formulada por Ricardo, es decir, que un aumento en la cantidad de moneda trae un aumento proporcional en los precios; una disminución aparejaría el movimiento contrario. Claro está que, formulada la teoría de modo tan simplista, no se ajusta a la realidad, porque no siempre se produce tal variación en el sentido indicado.

En tiempos de los economistas clásicos no influía el crédito en la vida económica en forma tan activa como en la actualidad; es necesario, pues, introducir este factor para tener una formulación de la teoría que se ajuste más estrictamente a los hechos.

Es cierto que, en definitiva, un aumento o una disminución de la cantidad del circulante influye, respectivamente, en el sentido del alza o de la baja de los precios.

siempre que las demás condiciones no varíen, pero no se realiza esto en forma proporcional y sujeta a una predeterminación; intervienen otros factores, que es necesario tener en cuenta.

La teoría cuantitativa de la moneda ha sido corregida, posteriormente, introduciendo el factor crédito.

Irving Fisher (1), al estudiarla, formula su ecuación del cambio, haciendo intervenir ese factor.

Coloca, así, en el primer miembro de su ecuación a la moneda multiplicada por su velocidad de circulación, sumado al monto de los depósitos bancarios — que, como se sabe, hacen las veces de la moneda — multiplicado por su velocidad de circulación; y, en el segundo, el volumen de las transacciones, vale decir, el volumen físico de las ventas efectuadas multiplicadas por sus respectivos precios (2).

Explica, en esta forma, cómo influye la alteración de un factor con respecto a los demás siempre que no se neutralicen los efectos recíprocos; y concluye demostrando cómo, en última instancia, los demás factores son los determinantes del nivel de los precios; pero no en la forma rudimentaria con que pretendía Ricardo explicar el fenómeno de la alteración proporcional de los precios, provocado por un aumento en la cantidad de moneda.

En nuestra hipótesis anterior, la salida del metálico que accionó en el sentido de la baja de los precios, provocará un aumento en las exportaciones, ya que el extranjero, debido a esa circunstancia, podrá comprar más con igual cantidad de su moneda, siempre que no hubiese disminuido el poder adquisitivo de la moneda exótica.

Al mismo tiempo decrecen las importaciones, por el menor precio que obtendrán las mercaderías que necesitara el país.

Este decrecimiento de las importaciones y ese aumento en las exportaciones, determinará, en el tiempo, un desequilibrio del balance de pagos que habrá de saldarse en metálico. El aumento del circulante, hará que los precios suban de nuevo, situación que influirá en el sentido de una disminución de las exportaciones y un aumento de las importaciones, produciéndose una nueva posición de equilibrio. Así se irán sucediendo diversas situaciones, distintas las unas de las otras.

Tal es, escuetamente expuesta, la interdependencia que existe entre los precios, el balance de pagos y el comercio exterior del metálico.

Esto explicado, comenzaremos el estudio de nuestro medio circulante, haciendo una breve síntesis de las vicisi-

(1) "THE PURCHASING POWER OF MONEY", Mac Millan, New York, 1925.

(2) Interpretada algebráicamente, la ecuación sería la siguiente: $MV + M'P' = PT$.

tudes por que pasó nuestro sistema monetario en los últimos años del siglo pasado y los primeros del actual.

III. — Nuestra moneda, alrededor de 1890

A partir del año 1890 y durante él, al calor de las luchas políticas, se incubaron y desarrollaron diversas iniciativas muy importantes. Entre ellas está la creación de la Caja de Conversión.

El Poder Ejecutivo, desempeñado entonces por el doctor Carlos Pellegrini, por intermedio del Ministerio de Hacienda, a cargo del doctor Vicente Fidel López, envió al Congreso un proyecto, que fué sancionado inmediatamente y promulgado como ley el 7 de octubre de 1890 bajo el número 2741, de creación de una Caja “para atender a la conversión y amortización gradual de la moneda de curso legal”, y entre otras funciones se le atribuía, en el artículo 2o., la obligación de “correr con la impresión, habilitación, emisión, conversión y amortización de toda moneda de curso legal”. Tenemos, pues, instalada nuestra Caja de Conversión, después del derrumbe del 90.

Nuestra historia monetaria anterior a esta fecha es el ejemplo más acabado de anarquía y desorientación.

Un emisionismo exagerado había sido la norma general que había caracterizado la política de los gobiernos en sus intentos desesperados de proveerse de fondos. Tal política trajo perturbaciones de todo orden, de entre las cuales una manifestación evidente fué la crisis que tuvo su punto culminante en 1890, provocando, al mismo tiempo, la revolución.

Pocos años antes se había sancionado la ley de Bancos Garantidos, por la que, en determinadas condiciones, cualquier Banco podía hacer emisiones por su cuenta y riesgo. Tal régimen, que había de abandonarse poco tiempo después, trajo una completa dislocación del sistema monetario; emisiones de los más diversos orígenes se sucedían sin cesar; había en circulación, por tal motivo, una innumerable cantidad de billetes, todos distintos entre sí.

Es en 1890 cuando se manifiesta la bancarrota del sistema y se crea la Caja de Conversión sobre la base de hacerse cargo de todas las emisiones de los Bancos Garantidos y otras que se habían hecho por cuenta del gobierno.

En 1891 se produjo un pánico en el mercado, y los Bancos Nacional y de la Provincia fueron objeto de una corrida, a consecuencia de la cual debieron cerrar sus puertas.

Ahí termina la desgraciada experiencia de los Bancos Garantidos. Con la creación de la Caja y la vigencia de la ley de Conversión, una nueva era se inició en la historia de nuestra moneda.

Al hacerse cargo el Gobierno de todas las emisiones, por intermedio de su Caja de Conversión, quedó en pie el problema de uniformar tan diversos tipos de papel moneda, reemplazándolos por otros de igual forma y tamaño.

A estos efectos se dictó la ley No. 3062, de 8 de enero de 1894, que ordenó la renovación de la emisión a cargo del Estado, con la leyenda que actualmente tienen. "La Nación pagará al portador y a la vista... pesos moneda nacional". En esta forma se pensaba uniformar el circulante papel para mayor facilidad y comodidad de las transacciones. "El monto de las emisiones, a cargo del Estado, según el decreto que mandó iniciar la renovación, era entonces de 259.367.733 pesos moneda nacional" (1).

Pero los billetes que se emitieron en cumplimiento de esta ley vinieron a agregar una variedad más a los ya existentes, por lo que fué preciso dictar una ley que fijara un plazo perentorio para el cumplimiento de su fin; ésta fué la de septiembre 20 de 1897, fecha que llevan los actuales billetes, cuya forma había sido reglamentada por la ley de 1894.

A pesar de que fijó en tres años el plazo para su renovación, en realidad, aún cuando buena parte del público, en ese lapso, cumplió con el mandato legal, fué necesario prorrogar el término en ocasiones sucesivas.

IV. — La ley de conversión de 1899

Veamos ahora cómo se preparó la reforma monetaria llevada a cabo por la ley de conversión, de 3 de noviembre de 1899. Sus autores fueron el doctor Carlos Pellegrini, el ministro de Hacienda, doctor José M. Rosa, y el hombre de negocios don Ernesto Tornquist.

La ley de conversión, promulgada bajo el No. 3871, establecía que la Nación convertiría toda la emisión fiduciaria existente en moneda nacional de oro, al cambio de un peso moneda nacional de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de peso moneda nacional oro sellado.

Y en el artículo 7o. estatúa que, por intermedio de la Caja de Conversión, al mismo tipo de cuarenta y cuatro centavos oro por peso moneda nacional, recibiría oro en cambio de papel, o papel en cambio de oro, al que lo solicitare.

Bajo el imperio de esta ley hemos vivido desde su sanción hasta el presente, salvo en el período que abarca desde el año 1914 hasta hace pocos días, durante el cual no se aplicó el artículo 7o. ya citado.

La cantidad total de billetes emitidos al 31 de diciembre de 1926, según los datos que recogemos de la Memoria

(1) PINERO, "La moneda, el crédito y los bancos", pág. 332.

del Ministerio de Hacienda de la Nación, del año 1926 (1), es de 1.319.797.739.72 pesos moneda nacional, que se descompone de la siguiente manera:

Por emisiones anteriores a la ley de Conversión No. 3871, a cargo del go- bierno nacional.	293.018.258.44
Emisiones por la ley No. 3871, garan- tizados con o\$. 451.782.984.018. . .	1.026.779.481.28

Lo que significa que la conversión que ordenó la ley del año 1899, en su artículo 1o., de las emisiones entonces en circulación, alcanza en la fecha, en cifras redondas, a 293 millones de pesos moneda nacional. Tal cantidad no tiene el respaldo metálico que tienen los demás billetes, puesto que estos 293 millones que el gobierno tomaba a su cargo eran entonces inconvertibles, aunque contraía el compromiso de convertirlos cuando lo permitiesen las circunstancias. A estos efectos se creó por la misma ley un fondo de conversión, que en la actualidad alcanza a 30 millones de pesos oro sellado.

La otra parte de la emisión de 1.026 millones tiene en la Caja un equivalente de 451 millones de pesos oro reunidos por el mecanismo de la emisión de papel contra la entrega de metal, en la misma Caja de Conversión, al tipo de 0,44.

Durante todo el período de inconversión, anterior a la ley, el papel se había depreciado en términos de oro. Así, cien pesos oro valían, en 1894, 257 pesos papel, y en el mes de octubre de 1891 alcanzaron a valer 364 pesos papel.

A partir de 1894, el premio del oro comenzó a descender, para llegar, en 1899, a 125 o/o; y entre 1890 y 1899 el premio medio fué de 235 o/o.

Es curioso comprobar que el tipo de 0.44 pesos oro por cada peso moneda nacional (o sea 227,27 pesos papel por cada 100 pesos oro sellado) no respondió sino a la voluntad de los representantes del Poder Ejecutivo que propusieron la ley; fué un tipo impuesto por razones del momento.

Así lo explicó al ministro doctor Rosa, diciendo que, "después de discutir los antecedentes y estudios hechos sobre la materia, y estando el señor Presidente en condiciones de dar su fallo, se aseguró que la sesión del Senado había comenzado, y entonces manifestó que, a su juicio, el tipo de cuarenta y cuatro centavos por cada peso parecía consultar mejor todos los intereses, y que alrededor de este precio giraba la cotización de la Bolsa". (2).

(1) Página 81.

(2) HANSEN, "La moneda argentina", pág. 455.

Fué, entonces, un motivo circunstancial el que fijó el tipo legal de conversión de nuestro billete circulante.

En ocasión de la sanción de la ley, se argumentó que el Estado hacía una expoliación a los tenedores de los billetes, puesto que había prometido, al emitir, pagar 100 centavos oro por cada peso moneda nacional. Pero cuando, a raíz de la depreciación que se vino sucediendo durante varios años, se vió, al pretender sanear la moneda, en la necesidad de intentar su estabilización sobre la base de una disminución de cincuenta y seis centavos en el valor de cada peso, si bien es cierto que efectuó una expoliación, ella fué indeterminada y lo fué para todos por igual.

Tampoco hay que perder de vista que las nuevas emisiones que se hacían estaban afectadas por una depreciación variable según las épocas; sólo nominalmente valía cada peso cien centavos oro.

También es forzoso reconocer que en esta forma se aseguró la estabilización a más corto término; y más pronto se hubiera logrado cuanto menor hubiera sido el tipo establecido. Así los 293 millones sin garantía que estaban en circulación no representaban ya la suma equivalente de pesos oro, sino una menor; calculada al tipo de 0,44 por peso moneda nacional, equivale a 106 millones de pesos oro, más o menos.

Se consiguió, así, arreglar nuestra situación monetaria estabilizando el valor de la moneda de papel, fijándolo en la forma explicada y suprimiendo las oscilaciones del premio del oro, tan perjudiciales para el desenvolvimiento del comercio por la inseguridad que acarrecaba en las transacciones.

Nos detendremos ahora a observar los factores que determinaron al régimen de la ley de 1899 en los últimos nueve años anteriores a su promulgación.

La época anterior se caracterizó por la importación de capitales al país y por la contratación de grandes empréstitos para obras públicas y para satisfacer las demandas fiscales.

A partir del año 90, si bien los préstamos habían disminuído notablemente, los nuevos no alcanzaban para el pago de los intereses de los anteriores, por lo que sus saldos se mantenían negativos. Sin embargo, los saldos del Balance de pagos del país fueron, alternativamente, positivos y negativos.

La razón de ello fué que nuestro comercio exterior, en pleno desenvolvimiento, fué arrojando saldos positivos cada vez mayores, que lograron ir equilibrando el balance de pagos y determinaron una baja del premio del oro. El papel, al final del período 1890-1900, se fué apreciando considerablemente.

Este fenómeno fué observado detenidamente por el "travelling fellow" de la Universidad de Harvard, John H. Williams, de cuyo estudio. "*El Comercio Exterior Argentino en un régimen de papel moneda inconvertible*", sacamos los datos que nos permitieron construir las curvas respectivas. (Cuadro N° 1).

El país — decía Williams — creció hasta alcanzar circulación.

Cuadro N° 1

SALDOS DE LOS BALANCES DE PRÉSTAMOS, COMERCIAL Y DE PAGOS (1)
(1890-1900)

(Miles de pesos oro)

Años	Balace de préstamos	Balace comercial	Balace de pagos
1890	— 14.846.—	— 41.422.—	— 56.268.—
1891	— 23.333.—	+ 36.011.—	+ 12.678.—
1892	— 15.873.—	+ 21.889.—	+ 6.016.—
1898	— 20.130.—	— 2.133.—	— 22.263.—
1894	— 30.577.—	+ 8.889.—	— 21.688.—
1895	— 20.952.—	+ 24.971.—	+ 4.019.—
1896	— 2.719.—	+ 4.638.—	+ 1.919.—
1897	— 5.690.—	+ 2.880.—	— 2.810.—
1898	— 4.467.—	+ 26.400.—	+ 21.934.—
1899	— 29.732.—	+ 68.067.—	+ 38.335.—
1900	— 31.033.—	+ 41.115.—	+ 9.082.—

Como se vé, (Gráfico N° 1) en el período 1890-1900, la curva de los saldos del balace de préstamos se mantiene debajo de la línea de 0, es decir, son negativos, mientras que la curva de los saldos del comercio exterior, con excepción de los años 1890 y 1893, se mantiene constantemente positiva y con un punto máximo en 1899, año de la conversión, con 68 millones de pesos. Como consecuencia de esto, la línea de los saldos del Balance de pagos sufre variaciones, oscilando en los campos positivo y negativo del diagrama hasta el año 1887, para elevarse en los años posteriores, manteniéndose invariablemente positiva desde entonces.

La ley de conversión fué, pues, una medida acertada que vino a corregir una situación de hecho — la redundancia del billete — producida por la política inflacionista seguida por los gobiernos anteriores; y fué sugerida por la va-

(1) Datos extraídos del estudio de JOHN H. WILLIAMS, "El comercio exterior argentino en un régimen de papel moneda inconvertible", págs. 70 y 74.

V. — La moneda de papel y nuestro “descubierto”

Hemos analizado ya las circunstancias que rodearon la sanción de la ley de Conversión y la obligación asumida por el Estado de poner a su cargo las emisiones efectuadas hasta entonces, que oscilaban — como hemos dicho — alrededor de 293 millones de pesos moneda nacional que no tenían su contravalor metálico en parte alguna.

Las emisiones que se hicieron con posterioridad debieron forzosamente tener su equivalen de oro en la Caja, puesto que la función esencial de ésta la constituyó el cambio del papel moneda por el oro que acudía a sus arcas, al tipo de ley.

Con la experiencia de 28 años de vigencia de ésta, podemos afirmar que el hecho de la existencia de tal “descubierto”, — como se lo llama comúnmente — no ha traído ninguna contrariedad a nuestro régimen circulatorio.

El único defecto que se imputa al sistema es el de su rigidez en mérito a la función mecánica que desempeña la Caja, es decir, se le acusa de falta de elasticidad, inconveniente que subsana los sistemas monetarios dirigidos; pero no entra en nuestro propósito, por el momento, buscar soluciones ni analizarlas.

A propósito, estudiaremos nuestra situación y los errores en que incurren, a menudo, los escritores nuestros, cuando ven la solución ansiada en la cobertura de la emisión *en descubierto*, que el Estado garantiza con su crédito.

Partiremos del supuesto de una circulación que se efectúe enteramente a oro e introduciremos, sucesivamente, las complicaciones a que da lugar una situación más compleja.

Si de la circulación — formada exclusivamente por moneda metálica — se retirara una parte de ésta y se emitiera, en sustitución, el equivalente en moneda de papel, claro está que no habrá de modificarse la situación anterior siempre que el contravalor áureo estuviese depositado en el establecimiento emisor, a disposición del tenedor del billete, quien, en cualquier momento, podría ir a reembolsarse de su importe de acuerdo al cambio estipulado.

Tampoco ocurriría ninguna modificación sustancial si se retirara toda la circulación metálica y se la sustituyese por igual cantidad de billetes, en las condiciones analizadas. Se dejaría, en tal forma, librada a las necesidades del país, la regulación automática de la circulación por el mecanismo que conocemos.

En un régimen de libertad monetaria como éste, la condición que determina una buena circulación, es la facilidad con que las necesidades del momento se ven satisfechas, por la disponibilidad que otorga el establecimiento emisor de obtener indistintamente oro o papel. En una palabra, tal condición es el hecho de la convertibilidad de que goza el billete representativo de oro. De tal manera, que puede

darse el caso — y se dá en realidad — de que una parte de la circulación de billetes no tenga su respaldo metálico correspondiente sin que por esto se dificulte su circulación ni se modifique su carácter fiduciario.

Estudiando circunstanciadamente las necesidades de cada país, puede calcularse porcentualmente la cantidad de *descubierto* que permite su circulación; en estas condiciones el hecho no entraña peligro alguno.

No parece entenderse esto siempre así, pues días pasados el doctor Mario A. Rivarola publicó un artículo (1) que contiene algunas apreciaciones que tienen atingencia con este punto y que no nos parecen acertadas, las que trataremos — en lo posible — de rectificar.

Al mismo tiempo, ampliaremos algunos de los conceptos ya vertidos.

Se refiere en primer término, el doctor Rivarola, a lo que da en llamar “emisión” en contraposición a “lo que hace o puede hacer la Caja de Conversión”, esto es, entregar billetes por oro y oro por billetes, al cambio de 0.44. Lo que quiere diferenciar en esta forma es la emisión con garantía metálica de la emisión sin garantía.

En rigor ambas cosas, ni en el lenguaje técnico, ni en el sentir del diccionario de la Academia, están diferenciadas en la forma que lo pretende el articulista.

No es preciso darle a las cosas más nombre que el que en realidad tienen; la acepción de emisión, aplicable al caso, es la de “poner en circulación papel moneda o cosa semejante”, de general aceptación; este acto claro está, puede afectar — en un régimen de circulación interna de papel moneda — diversas modalidades, condicionadas por la forma en que se realiza, que podemos enunciar de la siguiente manera:

- 1º — *Emisiones con garantía metálica.*
- 2º — *Emisiones con garantía de papeles de crédito; y*
- 3º — *Emisiones sin garantía real.*

En esta forma, y sin introducir innovaciones en el lenguaje consagrado por la ciencia, en cuanto a la función monetaria se refiere, quedan bien definidas las cualidades de la *emisión*, cuyo alcance se pretende restringir a la última de las modalidades enunciadas.

Pero no es esto lo más interesante.

El doctor Rivarola se propone sugerir algunas medidas para “sanear total y definitivamente nuestro maltrecho peso”. Y es aquí donde parecen no estar muy claras sus concepciones monetarias.

(1) En LA RAZÓN, agosto 31 de 1927, titulado “Las emisiones y la apertura de la Caja de Conversión”. Fué reproducido en el Segundo Suplemento del núm. 164 de la REVISTA ARGENTINA DE CIENCIAS POLÍTICAS, págs. 628 y siguientes.

A su juicio, la falla fundamental de nuestro sistema monetario está en el hecho de que haya una parte de nuestra circulación que no tiene un exacto respaldo metálico; esa es su preocupación, que quiere disipar en una forma peregrina, como veremos a su tiempo.

Veamos: "Entre nosotros — dice — nuestra moneda ofrece una circunstancia especialísima: la de haber en circulación algo más de doscientos noventa millones — saldo de calaveradas financieras que hemos pagado bien caras — que no responden al equivalente de oro amonedado que representa el resto del dinero en circulación".

Y continúa: "Este "descubierto" de los billetes entregados a la circulación no puede ya preocuparnos, en primer lugar, porque si se declarase desmonetizado nuestro billete a tres meses de plazo, nuestro gobierno, a pesar del excesivo uso del crédito que hemos hecho en el extranjero, encontraría siempre cómo colocar un empréstito de 26 millones de libras esterlinas o de 120 millones de dólares para traer ese oro". Con lo que pareciera que lo que el doctor Rivarola nos propone para sanear nuestro *maltrecho peso* es cubrir totalmente nuestro *descubierto* monetario.

Pero no es esto sólo; hay otra razón, además que — según su teoría — debe hacer que nos preocupemos en menor grado de la existencia del *descubierto* a que nos venimos refiriendo, y es la circunstancia de que el gobierno visto en el trance de la desmonetización del billete, "se encontraría con la no desagradable sorpresa de no haber en todo el país y revisados los rincones del último bolsillo suficientes billetes para extraer el oro así traído a la Caja". "Nada de extraordinario tendrá — agrega — que los billetes perdidos, destruidos, guardados por los coleccionistas, etc., durante un cuarto de siglo, representasen una buena parte de esos billetes que otrora no sustituyeron oro ingresado a la Caja".

En verdad, lo confesamos honradamente, nunca habíamos pensado que los coleccionistas de billetes habrían de tener alguna participación en la solución de nuestro problema monetario...

Pero dejando de lado esta cuestión de la "desmonetización", entremos a la parte fundamental del artículo que es la que se circunscribe a estudiar las medidas preparatorias para el establecimiento de un régimen de "elasticidad" en la emisión; lo esencial, y como medida previa, a juicio del articulista, es conocer, a ciencia cierta, la relación que existe entre los billetes en circulación y el oro depositado, para poder, al fin, contratar el empréstito que permita formar un fondo que "responda a la totalidad de los billetes".

Como se vé, lo que se pide es que la Caja tenga un encaje metálico de 100 por ciento.

A este respecto parece desconocerse una cuestión que es fundamental en la teoría monetaria y, por otra parte, comprobada repetidamente por la realidad: el hecho de que pueden

requerirse en un mercado abierto, dos especies de moneda, para usos diversos: *una para la circulación interna; otra para el comercio internacional.*

La circulación interna es la que se efectúa, casi sin excepción, con el papel moneda; en cambio, los pagos en el exterior, han de hacerse forzosamente en oro.

Hay pues una parte de la circulación que está en continuo movimiento, que responde a los flujos y reflujos del balance de pagos y otra que, destinada a servir para las transacciones internas, se efectúa a base de papel; nadie tiene porque ir en demanda de su equivalente metálico si la cantidad de papel emitido no excede a la necesidad que hay de él en el mercado local. Esa parte es, precisamente, la que no necesita tener su respectivo respaldo áureo ya que no ha de presumirse que los tenedores del billete han de ir a la Caja en demanda de oro.

La razón está en el hecho de que el papel moneda incorporado a la circulación es tan necesario, tan cómodo y el hábito del público de manejarlo está tan arraigado que se hace imprescindible; nadie, en consecuencia, puede suponer juiciosamente que el público habría de desprenderse de él ya que hace el mismo servicio que efectuaría el oro pero con mucha más ventaja. No hay motivo para presumir que podría llegar el caso de que el público se desprendiera del billete para obtener el equivalente metálico, si se tiene en cuenta que el billete, a pesar de no estar respaldado completamente, conserva en un régimen de conversión su carácter fiduciario, es decir, que el poseedor está en la seguridad de que podrá obtener en cualquier momento metal amarillo, en cambio.

No es pues sobre estas bases que se ha de intentar reforma monetaria alguna, ni estudiar un régimen de elasticidad en la emisión.

Explicada la teoría de la intervención del papel moneda en la circulación y justificada la existencia de nuestro *descubierto*, que tanto preocupa, seguiremos el desenvolvimiento de la Caja de Conversión, desde la promulgación de la ley de 1899 hasta 1914.

VI. — La Caja de Conversión en el período 1899-1914

Es interesante observar el funcionamiento de la Caja, a raíz de la promulgación de la ley de conversión y su desenvolvimiento posterior, al primer período de prueba, hasta el año 1914, en que se decretó el cierre.

Durante los primeros años después de la sanción de la ley 3871, el oro persistió en no permanecer largo tiempo en la Caja. Así lo demuestran las cifras del movimiento de oro sellado, de entradas y de salidas.

En diciembre de 1899 (a un mes de la promulgación de la ley), entran 1573 pesos oro y salen 110; se cierra el año, en consecuencia, con un saldo favorable de \$ 1463 o/s.

En el año siguiente, 1900, durante el primero y segundo trimestre, hay entradas y salidas considerables de metálico y, al final de este último, existían en la Caja \$ 12.274.90.

A propósito de esto, hacía notar el presidente Roca, al abrir las sesiones del Congreso Argentino en mayo de 1900, que desde que se presentó el proyecto el 31 de agosto de 1899, la cotización del oro había sufrido variaciones insignificantes y que durante los últimos meses (marzo y abril), el precio del oro había permanecido inmóvil en el tipo fijado por la ley.

Exclamaba entonces el general Roca que "la Caja de Conversión tenía ayer la suma de 5.500.000 \$ oro que el público le había llevado en cambio de papel".

Pero, en verdad, durante el tercer trimestre del mismo año la Caja vió evaporarse de sus arcas la existencia de oro que tan poca permanencia había tenido en ellas y cierra el ejercicio sin saldo alguno.

Por el contrario, en el último trimestre de 1902, hay, en cifras redondas el siguiente movimiento: Entradas, 21.000 pesos o/s.; salidas, 18.000, y el saldo positivo que arroja esta vez ha de ir desde entonces en aumento, siguiendo una tendencia general ascendente.

Que estos movimientos recelosos de oro en la Caja de Conversión, en los primeros tiempos, no tenían correlación alguna con el comercio exterior lo muestran las cifras claramente.

Los saldos fueron todos positivos en los cuatro años considerados. (Ver cuadro No. 2).

Cuadro N° 2

COMERCIO EXTERIOR Y SALDOS DE ORO EN LA CAJA

(1899 - 1902)

Años	Importaciones (Millones de pesos oro)	Exportaciones	Saldos	Saldos en la Caja (Pesos oro)
1899	116,8	184,9	68,0	1.463
1900	113,4	154,6	41,1	—
1901	113,9	167,7	53,7	—
1902	103,0	179,4	76,4	2.843,44

Es recién en 1903, cuando comienza a entrar prácticamente en vigencia la ley de conversión; el movimiento habido durante ese año es importante, para cerrarse el ejercicio con un saldo de algo más de 38 millones de pesos. La confianza que el público le dispensó a la Caja se fué afianzando paulatinamente. Desde entonces el saldo de existencia ha ido en constante aumento (1). (Ver cuadro No. 3).

(1) Ya vimos que el saldo al 31 de diciembre de 1926, era de \$ 451.782.984.01 o/s., más del duplo que en 1914.

Así el saldo de oro en la Caja que es de 38 millones en 1903, llega en 1907 a 105 millones para aumentar a 185 millones en 1910, es decir, hubo un incremento de

Cuadro N° 3

SALDOS DE ORO EN LA CAJA A FIN DE AÑO
(1903 - 1914)

Años	Pesos oro sellado
1903.	38.241.147.22
1904.	50.341.638.81
1905.	90.152.048.90
1906.	102.731.014.39
1907.	105.113.871.50
1908.	126.721.723.948
1909.	172.519.897.658
1910.	185.994.385.950
1911.	189.048.628.629
1912.	222.875.530.660
1913.	233.197.716.028
1914.	221.710.205.267

80 millones en tres años. Finalmente, llega en 1914 a 221 millones, después de haber alcanzado el máximo del período que consideramos, en 1913.

VII. — Los movimientos de metálico y la Caja de Conversión

Hemos visto ya como funcionó la Caja durante el período anterior a la guerra y a partir de la sanción de la ley de conversión, e hicimos notar el creciente ingreso de oro a sus arcas. Vamos a examinar ahora el grado de correspondencia que existe entre las entradas efectivas de oro al país y los ingresos de metal a la Caja. A estos efectos, hemos indagado algunas cifras durante el período 1902 a 1914, en la que la Caja, efectivamente, ejerció su función de dar oro por papel y papel por oro. Y aun dudando de la perfección de los datos y de la exactitud en su compilación, nos hemos encontrado con el resultado previsto, al comenzar la investigación.

Ya que poseíamos las cifras de importaciones y exportaciones de metálico (1) y los saldos del movimiento de oro en la Caja de Conversión (2) a fin de año, calculamos las diferencias que había en el movimiento de metálico en

(1) DIRECCIÓN GENERAL DE ESTADÍSTICA DE LA NACIÓN, Boletín número 199, pág. 14.

(2) MEMORIA DEL MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN. Año 1926, págs. 99 y siguientes.

Cuadro N° 4
COMERCIO EXTERIOR DEL METÁLICO Y SALDOS DE ORO EN LA CAJA
(1902-1914)
En pesos oro

Años	SalDOS del comercio exterior de metálico	SalDOS del movimiento de oro en la Caja
1902	+ 5.824.745.—	+ 2.843.44
1903	+ 24.890.032.—	+ 38.238.303.78
1904	+ 23.313.659.—	+ 12.103.335.03
1905	+ 31.739.965.—	+ 39.810.410.09
1906	+ 16.630.183.—	+ 12.578.965.49
1907	+ 20.431.072.—	+ 2.382.857.11
1908	+ 28.638.956.—	+ 11.607.852.45
1909	+ 66.205.985.—	+ 45.798.173.69
1910	+ 35.358.044.—	+ 13.374.488.31
1911	+ 9.755.639.—	+ 3.054.242.68
1912	+ 35.492.186.—	+ 33.826.902.28
1913	+ 3.562.856.—	+ 10.322.185.37
1914	— 13.334.263.—	— 8.792.418.—

favor o en contra del país para poder compararlas. Y hemos podido observar una correlación casi perfecta entre las dos curvas en el período que estudiamos. Tal correlación no subsiste a partir de 1914, debido a la situación anormal que introlujo el cierre de la Caja. (Ver cuadro N° 4)

Pero, durante ese lapso, a excepci6n de los años 1903 y 1905 la correspondencia es marcadísima. (Ver gráfico No. 2).

A mayor ingreso de oro al país, corresponde una mayor entrada de oro en la Caja. Las importaciones de metálico traían, pues, como consecuencia, una mayor circulaci6n de billetes, puesto que al entrar el oro — como éste no se usa en las transacciones internas, ya lo dijimos — iba el metal a la Caja en demanda de aquéllos.

Aunque lógicamente este es el resultado a que se debe arribar, no por eso deja de ser interesante esta comprobaci6n estadística.

Hemos tratado de investigar, también, las *variaciones estacionales* en el movimiento de oro de la Caja y aunque hubiera sido interesante, para que la comprobaci6n fuese más precisa, obtener datos más analíticos — mensuales, por ejemplo — nos hemos tenido que limitar a trabajar con datos trimestrales; pero a pesar de tal contratiempo, pudimos observar el fenómeno de los movimientos anuales del metálico, a través de varios años.

En posesi6n de los saldos del movimiento de oro en la Caja, durante un período considerable (1900 a 1914), 15 años, los dividimos en cuatro grupos trimestrales, es decir, sumando todos los saldos del primero, del segundo, del tercero y del cuarto trimestres de los años considerados, por

separado, obtuvimos cuatro cifras correspondientes a cada trimestre, respectivamente considerados en orden cronológico.

Con tales cifras hemos construido un gráfico (No. 3) cuya simple observación permite descubrir una notable diferenciación en los períodos trimestrales agrupados de los 15 años que hemos estudiado.

SALDO DEL COMERCIO EXTERIOR DE METÁLICO Y MOVIMIENTO DE ORO EN LA CAJA

(1902-1914)

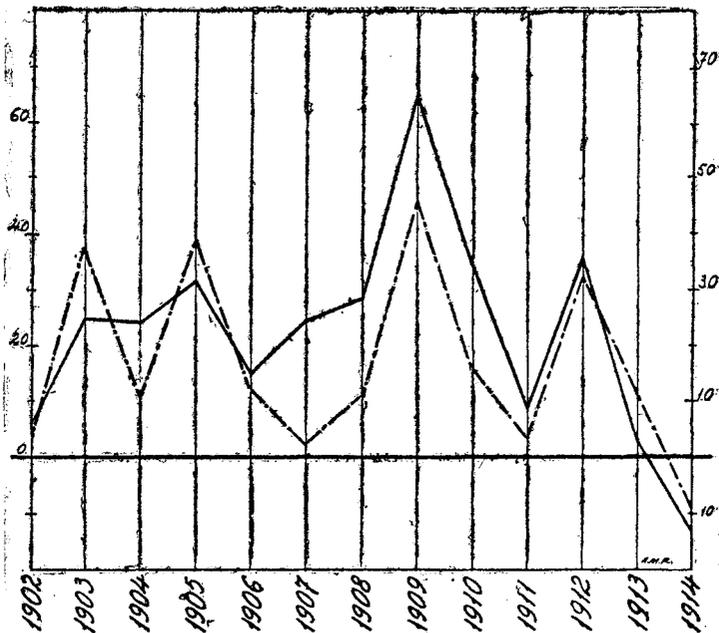


Gráfico N° 2

———— Saldos del comercio exterior de metálico.

-.-.-.- Ingresos anuales de oro en la Caja.

En efecto; durante el primer trimestre el oro acude a la Caja en demanda de billetes: es la época de las cosechas. Durante el segundo trimestre va disminuyendo la cantidad de oro que ingresa; ha salido gran parte del metal acumulado durante el primero. El tercer trimestre es de franca salida de oro, los saldos son negativos; en este período culmina la tendencia descendente del movimiento del oro para, en el cuarto trimestre, volver a subir aunque con menor intensidad, preparando la ascensión del trimestre próximo (1).

(1) Sería interesante indagar las relaciones que existen entre estos movimientos de oro y las cifras del comercio exterior, tomadas, también, trimestralmente. Tenemos el propósito de hacerlo en otra oportunidad.

REAPERTURA DE LA CAJA DE CONVERSION 1223

MOVIMIENTO ESTACIONAL DE LA EXISTENCIA DE ORO EN LA CAJA
Trimestres de 1903 a 1914

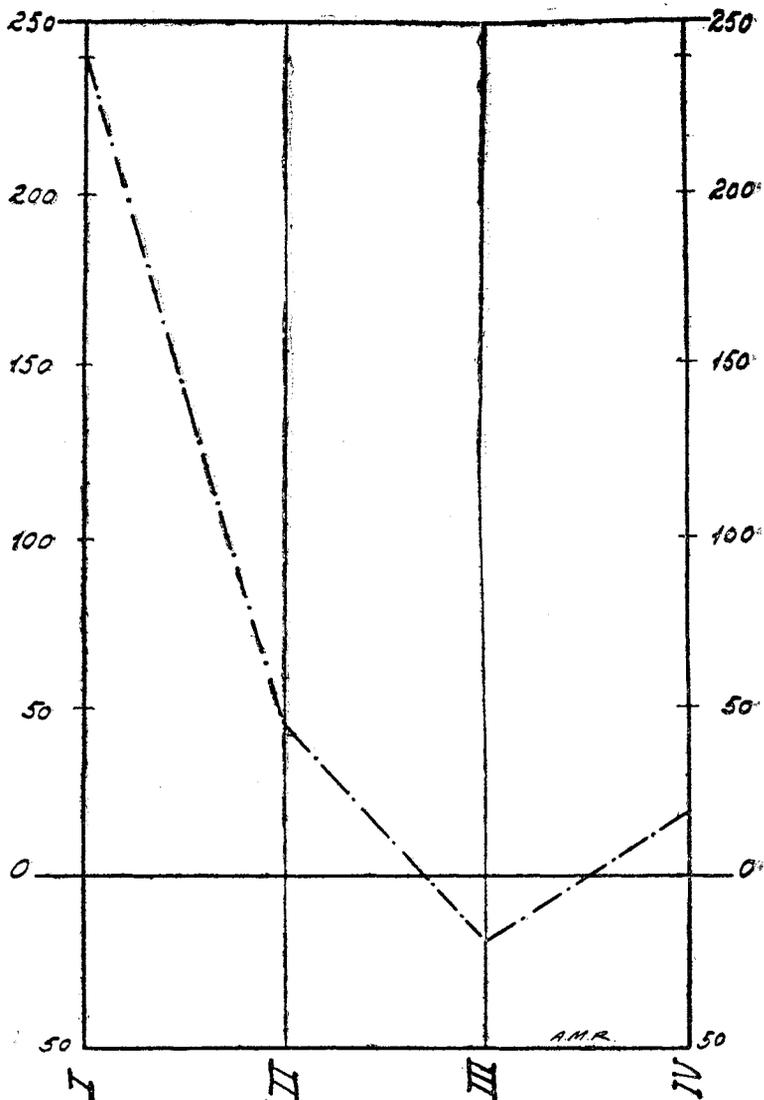


Gráfico N° 3

Que estos movimientos estacionales son evidentes en toda forma, lo demuestra el hecho de que, observando todos los saldos de los primeros trimestres de los años considerados, constatamos que todos ellos son positivos, a excepción de 1914: las entradas son superiores a las salidas. En cuanto a los terceros trimestres que, como hemos visto anteriormente, son, en conjunto, de franca salida de metálico, sus

saldos, en la mayor parte de los años, resultan negativos, a excepción de algunos en que llegan a ser positivos, pero con pequeñas cantidades. Por lo menos, la tendencia general que se evidencia al observar los movimientos de esas series trimestrales, es para el primer trimestre a mantenerse en la parte superior del gráfico, en el campo de los saldos positivos, y, para el tercero, a colocarse debajo, esto es, en el campo de los saldos negativos, con ligeras variantes.

Tal es el resultado a que hemos podido llegar *grosso modo*, debido a la carencia de datos que nos permitieran establecer una comparación más minuciosa.

VIII. — Conclusión

Hemos procurado dar una visión de conjunto de nuestro panorama monetario y señalado el lugar que la Caja de Conversión ocupa en él. Aunque, con retardo, la medida adoptada últimamente por el Poder Ejecutivo, la reintegró a su funcionamiento normal.

SALDOS DE METÁLICO DE LA CAJA DE CONVERSIÓN
(Primer y tercer trimestre, años 1903 a 1914)

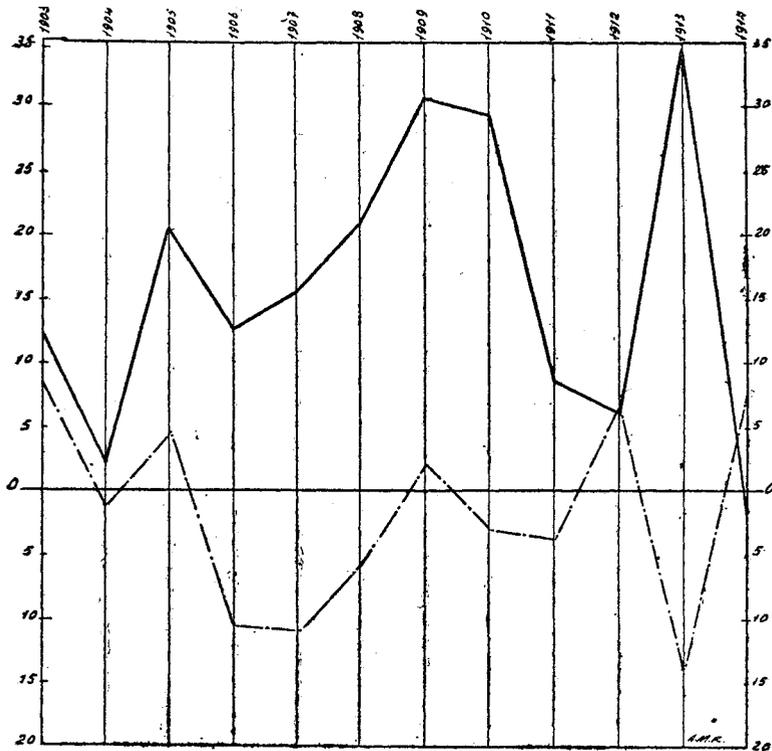


Gráfico N° 4

———— Primer trimestre.
- - - - - Tercer trimestre.

Contrariamente a lo que se sostiene comúnmente que con la reapertura de la Caja el oro ha de abandonar sus arcas, creemos haber puesto de manifiesto que en nuestro régimen actual, no podría haber un éxodo ni una entrada permanentes de oro, pues se producirían los reajustes necesarios en el balance de pagos, para corregir tales situaciones.

Con la reapertura, se han renovado los antiguos ataques a nuestro sistema monetario rígido, cuyo órgano esencial es la Caja, con una función meramente mecánica.

Si se ha de estudiar uno nuevo — como se pretende — habrá de hacerse contemplando nuestra propia realidad, sin perder de vista la historia de nuestra moneda y con la seguridad de poder instalar el órgano que con competencia, honestidad y probidad, pulsara nuestra vida económica adaptando a sus exigencias la circulación monetaria. Solamente sobre esas dos sólidas bases podría intentarse reconstruir nuestro sistema circulatorio, sino no.

Hay que aprovechar, en esto como en todo, la experiencia ajena; pero hay que tener en cuenta, con prioridad, nuestro pasado, nuestras instituciones y nuestra idiosincrasia.

Manuel M. PÉREZ TABOADA.
