

Revista

de

Ciencias Economicas

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 XVI

Enero 1928

Serie II N° 78

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS, 1835
BUENOS AIRES



La falta de elasticidad del Régimen Monetario Argentino ⁽¹⁾

He de comenzar por deciros que no vengo a plantearos ningún problema nuevo; por el contrario, vengo a aportar unas reflexiones más a la que acaso sea, desde hace muchos años, preferente y constante preocupación de quienes actuáis en el torbellino financiero de Buenos Aires. En la ciencia, como en la vida, muchas veces no son los nuevos problemas los que merecen mayor interés sino aquellos que, por ser fundamentales, exigen imperativamente solución, y mientras ésta no llega, sacuden nuestra atención intensa y reiteradamente. Yo vengo a suscitaros una vez más, repito, un viejo problema vuestro, para someterlo simplemente a la luz de modernas doctrinas y de recientes experiencias de otros países, y si con ello os trajera alguna nueva claridad que atizara vuestra fe o despejara vuestras dudas, yo quedaría plenamente retribuido.

Hay un tema que se repite, con gran frecuencia y con cierta unanimidad de pareceres, en vuestra literatura económica: el de la falta de elasticidad del régimen monetario argentino. Unas veces, con vaguedad, otras más precisamente, lo han conjugado todos los comentarios y proyectos de ley que han caído en mis manos, sobre ese régimen monetario vuestro.

El propio Rosas — creador y defensor del régimen a que aludo — después de describir en su libro titulado “La reforma monetaria en la República Argentina”, las maravillas de ese régimen como sistema de circulación, revela incidentalmente su inquietud de que, en casos de crisis, la inmovilización de capitales en las operaciones de crédito de los Bancos particulares pueda someter a éstos a dura prueba, y afirma: “Si la Caja de Conversión tuviera los medios y autorización necesaria, para ocurrir en tales casos en auxilio del Banco o Bancos en peligro, se evitarían muchos males, sin perjuicio alguno. Los adelantos que se hicieran tendrían que ser muy garantidos, esto es, con pagarés de comercio, letras elegidas y otros valores.”

(1) Conferencia pronunciada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, bajo los auspicios de la Confederación Argentina del Comercio, de la Industria y de la Producción, el 3 de noviembre de 1927.

Yo no sé si Rosas se daba cuenta, al escribir estas palabras, de la contradicción que existía entre el principio que las inspiraba y toda la ideología monetaria clásica que servía de base a sus doctrinas, pero es indudable que se daba cuenta al menos de uno de los postulados más apremiantes de la realidad monetaria; esto es, de la necesidad de acudir en auxilio del mercado monetario, en los momentos de imperativa necesidad, aun quebrantando todas las normas arcaicas de una ideología tan simplista y supersticiosa en su carácter lógico como circunstancial en su justificación práctica — a pesar de sus pretensiones de Sinaí científico y dictador de leyes eternas — como era la ideología de Ricardo y la Currency School que se tradujo del inglés para poner los cimientos monetarios de la Caja de Conversión argentina.

En 1914, ante la excepcional situación que creaba el conflicto europeo, el Parlamento argentino se vió obligado a prever la necesidad de dar elasticidad al régimen monetario y votó la ley facultando al Poder Ejecutivo para autorizar eventualmente a la Caja de Conversión a redescuentar los efectos comerciales al Banco de la Nación, emitiendo al efecto los billetes necesarios, siempre que la garantía metálica de la moneda de curso legal no bajara del cuarenta por ciento. Emilio Hansen, al estudiar entonces las medidas legislativas adoptadas, decía en un folleto que “el asunto del redescuento no era nuevo para el Congreso, pues, según se recordó varias veces en el debate, ya había sido materia de proyectos diversos, presentados en años anteriores por miembros del Congreso...”

Lo que al principio debió aparecer como una previsión para casos excepcionales, fué adquiriendo más tarde el rango de una exigencia permanente del sistema argentino de circulación monetaria, y halló, por otra parte, justificaciones conceptuales más amplias y más diáfanas. En 1919, fué presentado al Congreso un proyecto de ley de creación de Banco de la República que, como tal proyecto, era muy deficiente, pero en cuya exposición de motivos se hacían las consideraciones siguientes:

“El mecanismo de la Caja de Conversión, aunque eficaz en otra hora, no puede subsistir como sistema de legislación permanente en la circulación fiduciaria. Las funciones de la Caja son someramente mecánicas, de simple canje de papel moneda por metálico y metálico por papel moneda; sin que su dirección pueda influir en forma alguna en el aumento o disminución del medio circulante, quedando el monto de éste librado exclusivamente a la influencia o retiro de metálico por los particulares.

“Y como la existencia de oro depende, normalmente, de las compensaciones del intercambio comercial, vale decir, que el actual régimen monetario argentino reposa en las buenas o malas cosechas que se recolecten en el país, desde que son éstas las que determinan los saldos favorables o contrarios en el balance de pagos internacionales.

“Vuestra honorabilidad debe apercibirse con este solo enunciado cuán distantes estamos, por ausencia de una legislación conveniente, de contar con un régimen que asegure la estabilidad y la regularidad de la circulación monetaria.

“Todas las naciones más avanzadas, se hallan provistas de una legislación bancaria destinada a contralorear la circulación interna de su moneda, y mantener, usando de la facultad de su misión, una correlación constante entre los valores en circulación y las necesidades reales de su mercado.

“La eficacia de tales sistemas radica en la elasticidad que adquiere el medio circulante, haciendo desaparecer el factor que provoca siempre los más serios contrastes económicos, o sea el desequilibrio entre la oferta y la demanda de numerario.

“La movilización temporaria de los valores para compensar las fluctuaciones de la plaza económica y financiera, es una consagración de la ciencia y una conquista de métodos modernos que es menester adoptar sin mayores dilaciones.”

En esos párrafos quedaba expuesta terminantemente la cuestión de la elasticidad. Su orientación significaba la ruptura con el sistema tradicional de regulación automática de la circulación monetaria. La correlación entre el medio circulante y las existencias de oro en la Caja de Conversión era reemplazada por “una correlación constante entre los valores en circulación y las necesidades reales del mercado.” Esta modificación alteraba por completo los principios de la política monetaria argentina y hasta la raíz misma de su concepto del dinero. A un sistema de circulación basado en la creencia de que el valor del dinero y, por consiguiente, los precios de las mercancías, depende del valor que como mercancía tiene el metal de que se halla formado dicho dinero y que, en consecuencia, si se ha de conservar en todo momento la hipotética equivalencia entre el valor del dinero y el de las mercancías, en circulación dentro de cada país, es preciso someterse a los flujos y reflujos del oro en la circulación internacional, sustituía otro sistema de circulación derivado de la teoría de que el dinero no tiene, como tal dinero, valor alguno sino que es signo o representación de valor de las mercancías circulantes y que, por lo tanto, todo el problema de la regulación del medio circulante está en satisfacer las legítimas necesidades de la circulación nacional de valores creados, sin entregarse servilmente a la preocupación de los movimientos internacionales del oro.

Esa concepción de la elasticidad, incorporada al proyecto de creación de un Banco de la República, volvió a inspirar el proyecto de “Reforma del régimen de conversión y unidad monetaria” presentado al Congreso por el actual Ministro de Hacienda, doctor Molina, en 1924. Entre las finalidades atribuidas a dicho proyecto, en su preámbulo está la siguiente: “Substitución del canje automático de oro por papel, que autoriza la ley N° 3871, por un sistema que

permita regular la circulación y ajustarla a las necesidades de la industria y el comercio.”

Por todos estos datos puede apreciarse, que se ha hecho crónica y oficial en la Argentina la preocupación por la elasticidad monetaria y que, cuando se habla de dar elasticidad a la circulación, se entiende que esta circulación no siga supeditada a los movimientos del oro en los saldos de las transacciones internacionales, sino que sea dirigida reflexivamente con vistas a las necesidades de la vida económica argentina. “La circulación es elástica, — ha escrito el doctor Alejandro E. Shaw en un interesante folleto titulado “La escasez de numerario y la crisis de nuestro sistema monetario y bancario,—cuando puede ser aumentada o restringida de acuerdo con las necesidades del comercio, se obtiene basando la cantidad de dinero en circulación sobre el volumen del crédito”. Todo esto de las “necesidades del comercio”, a que se refiere el doctor Shaw, o de “Las necesidades de la industria y el comercio”, a que se refería el proyecto de ley pendiente de aprobación en el Congreso, o de “la correlación constante entre los valores en circulación y las necesidades reales de su mercado”, a que hacía mención el proyecto de creación de un Banco de la República, en 1919, requiere un mayor análisis y precisión que más tarde emprenderemos. Por el momento no pretendemos más que hacer constar la forma sistemática en que viene preocupando a financieros y políticos en la Argentina el problema de la elasticidad del régimen monetario, y el sentido general que a dicha elasticidad se le viene dando.

*
* *

Sabéis que el régimen monetario argentino vigente fué establecido en 1899 siguiendo en cierto modo el patrón de la ley inglesa de Peel, de 1844, y para afrontar una situación monetaria parecida. La ley de Peel fué durante un tiempo considerada la última palabra de las teorías monetarias y el más perfecto sistema de circulación del dinero. Este concepto, empero, era totalmente equivocado. La ciencia económica moderna ha puesto de relieve que lo más endeble de las doctrinas de Ricardo — que fueron las que inspiraron, primero el informe del Bullion Committee de 1810 y después la clásica reforma del Banco de Inglaterra — era justamente su teoría del dinero; y la experiencia monetaria ha comprobado que el famoso régimen de Peel fracasó cuantas veces hubo que contrastar su eficiencia en trances económicos difíciles y que, aun para la vida financiera normal de Inglaterra, fué preciso que la Banca particular se creara sus propios medios de circulación, eludiendo el hermetismo del régimen monetario oficial, como después veremos. En su misma época fué discutidísima la doctrina de Ricardo y de la Curreney School, por otro investigador inglés de primer orden, Took, y por los economistas que formaron la que se

llamó Banking School, que después pasó al Continente a través del gran maestro alemán Adolfo Wagner. Sin embargo, a pesar de todos estos ataques y de no haber influido la legislación inglesa seriamente en la política monetaria de casi ningún país, adquirió verdadero prestigio entre los economistas de menor cuantía y entre las gentes de negocios que encontraban en ella cierta solidez práctica y ciertas garantías.

Y es que la legislación monetaria inglesa ahuyentaba plena y radicalmente todo temor a los abusos de los Gobiernos y de la codicia privada, que habían ocasionado verdaderos caos en la vida financiera de algunos países, con las emisiones desenfundadas de moneda fiduciaria. El fondo histórico de las teorías metalistas eran los aluviones de papel moneda en Inglaterra y Francia después de las guerras napoleónicas. La ley de Peel fué la reacción contra aquel desorden monetario; la separación de las funciones emisoras, de la iniciativa de los Gobiernos y de los banqueros sin escrúpulos; la inutilización del billete de Banco como recurso financiero del Estado y como instrumento de especulación.

La ley de Peel se limitó a reconocer la circulación fiduciaria mínima que venía exigiendo la vida económica inglesa, y a disponer que, en el porvenir, todo nuevo billete que se emitiera fuese un certificado de un depósito de oro. La ley de Peel se inhibió en el problema del crédito de Inglaterra y dejó que la iniciativa privada lo resolviera como pudiera, sin la ayuda directa monetaria del Banco de emisión.

Medio siglo más tarde, la Argentina, afrontó de manera análoga una situación monetaria similar a la de Inglaterra. La Argentina, más que por guerras y revueltas políticas —aunque también fuera esa una de las causas— por el hecho de ser un país nuevo, de Hacienda pública poco formada y de gran ímpetu especulativo en el terreno particular, había convertido el billete de Banco en el resorte financiero habitual de gobiernos e instituciones de crédito, y se veía en la necesidad de poner orden en aquel desbarajuste, y acostumar al Poder público a vivir de los recursos normales del Presupuesto, y a los banqueros, a buscar dentro y fuera del país los capitales en los cuales basar sólidamente sus concesiones de crédito. Y encontró en la ley inglesa de 1844 un ejemplo apropiado que imitar, y lo imitó amoldándolo, naturalmente, a sus circunstancias. Separó la función emisora de la función bancaria, reconoció una cifra de circulación fiduciaria que de un momento no se podría convertir por oro, y dispuso que, en el porvenir, la Caja de Conversión sólo emitiese billetes a cambio de depósito de oro a razón de 44 centavos oro por peso papel. Salvo diferencias fáciles de advertir—sobre todo el reconocimiento definitivo de la depreciación del peso papel con respecto a la paridad de oro—la Argentina reprodujo el régimen monetario legal inglés; por lo menos su mecanismo, que era lo más esencial en el caso. De este modo resolvió su problema

más elemental e inmediato de evitar que fuese desnaturalizada la función del dinero e imperase el desbarajuste en los precios y la inestabilidad en la vida económica del país.

*
* *

Sin embargo, los reformadores del régimen monetario argentino no repararon en que habían resuelto en una forma meramente negativa; como los ingleses en 1844, habían definido y excluido los malos usos monetarios, pero no se habían representado las funciones positivas del dinero en materia de crédito. En 1899 tenían ya motivos sobrados para haber advertido ese aspecto trascendental. Lo habrían advertido si hubieran estudiado cuidadosamente, y en la realidad, — no en el texto legal — el sistema de circulación de Inglaterra. Se habrían dado cuenta de que en 1899, el régimen monetario implantado por la ley de Peel, había pasado ya en Inglaterra de ser un sistema completo de circulación. La circulación inglesa se hallaba constituida ya en Inglaterra, en su mayor parte, por disponibilidades de crédito en cuenta corriente, y el documento habitual que oficiaba de moneda externa y visible era el cheque. La costumbre del cheque era muy antigua en Inglaterra, y se había desenvuelto naturalmente, sin violencias, al margen de la ley de Peel, dotando a la circulación inglesa de la elasticidad que no encontraba en el régimen de emisión del Banco de Inglaterra. Ricardo y sus partidarios de la Currency School tampoco se habían percatado de que ese medio de circulación, puramente fiduciario y bancario, hacía también las veces de dinero. Este era justamente uno de los argumentos más fuertes que contra ellos esgrimieron Took y su escuela, hasta el punto de obligar a Stuart Mill, que era ricardiano, a completar las ideas del maestro en 1848, incluyendo entre los medios circulatorios los depósitos bancarios. De no haber funcionado como dinero en Inglaterra los depósitos bancarios, ¿qué duda cabe de que la ley de Peel no hubiera sido suspendida solamente en los momentos de crisis de 1847, 1857, 1866 y 1914, sino que hubiera sido derogada a rajatabla por imposibilitar el desarrollo económico de la Nación?

A este respecto escribe una de las primeras autoridades financieras de Inglaterra, Hartley Withers, en su famoso libro "The meaning of money": "Si las intenciones expresadas en la ley de 1844 hubiesen sido realizadas, el enorme desarrollo posterior del comercio inglés, — suponiendo que hubiera sido posible — habría ido acompañado de la acumulación de una inmensa masa de oro en las cajas del Banco. Pero los propósitos de la ley fueron eludidos por el mundo comercial, el cual había apreciado ya para entonces las ventajas de una circulación monetaria basada en el intercambio recíproco de créditos entre él y los Bancos. El mundo comercial cesó de hacer circular los billetes de Banco sometidos a las nuevas restricciones y extendió el empleo, en las transacciones monetarias cotidianas, de un instrumento de

crédito que había adquirido ya cierta popularidad: la letra, o el efecto girado contra un banquero, a pagar a la vista, que hoy se llama comúnmente cheque. La ley de 1844 no limitaba en forma alguna el derecho a librar cheques, y el cheque era, desde muchos puntos de vista, una clase de dinero, más cómoda que el billete de Banco."

En este interesante detalle, no repararon sin duda los imitadores argentinos del régimen monetario de Inglaterra. No repararon en que la circulación en Inglaterra se hace primordialmente a base, no de billetes como en la Argentina, sino de cheques y transferencias de cuenta. No tengo el dato de la proporción en que entra la moneda legal en la circulación inglesa, pero Fisher nos dice cómo estaba constituida antes de la guerra la circulación norteamericana, que tiene una anatomía parecida: de un medio circulante total que importaba 8 $\frac{1}{2}$ billones de dólares, 7 eran depósitos bancarios movilizables por cheque, 1 moneda fiduciaria legal, y $\frac{1}{2}$ moneda de oro. Es evidente, por tanto, que los legisladores argentinos, atraídos en exceso por el texto legal inglés, no observaron sino muy parcialmente el sistema de circulación de Inglaterra, y pretendieron dar a este país un medio circulatorio que en Inglaterra no pasaba de ser una reserva. Todos sabéis cómo funciona esa reserva. De un modo permanente, compensando los saldos de la balanza de cuentas internacionales y, de un modo eventual, constituyendo para el público una última garantía, más figurada que real, que permita a los Bancos particulares redescantar sus carteras, en caso de apuro, y exhibir inscripciones de crédito en el Banco de Inglaterra que bastan para tranquilizar a los clientes y hacen innecesaria la propia ampliación de la emisión de billetes.

Al llegar a este punto, se presenta la reflexión siguiente: si el régimen monetario argentino tiene tal rigidez y la economía argentina no lo ha burlado, como la inglesa, mediante la sustitución de la moneda legal por el cheque, ¿cómo ha sido posible que la Argentina no viera contenido desde hace ya tiempo su desenvolvimiento económico por la escasez de medio circulante? Sé que muchos de vosotros tenéis pronta la respuesta. Este aspecto ha sido observado con indiscutible claridad por economistas y políticos argentino. Carlos F. Soares, en el primer tomo de su obra "Economía y Finanzas de la Nación Argentina", publicado en 1916, escribe: "Siempre, en todas las épocas, cuando las crisis económicas y financieras se produjeron en el país, hubo un recurso para aminorar sus efectos, para conjurarlas: el crédito exterior en buenas condiciones." El doctor Bianco, en su libro "La crisis", editado en el mismo año, dice: "El depósito que existe en la Caja de Conversión no es ahorro nacional. Es capital extranjero." El doctor Damián M. Torino, en su "Política Bancaria y Financiera Argentina", publicado en 1917, abunda en los mismos conceptos. El doctor Ernesto Hueyo, en un artículo titulado

“Es menester arbitrar medios para evitar las consecuencias de otra escasez de numerario”, que publicó “La Nación” de 29 de junio de 1925, opina: “La escasez de numerario no es un fenómeno ocasional. Por el contrario, ha de repetirse en el futuro cada vez con mayor intensidad, mientras no tengamos un balance de pagos favorable, cuya consecuencia sea una fuerte importación de oro.” Y el doctor Alejandro E. Shaw, en su estudio antes citado, escribe: “Sólo accidentalmente una circulación rígida puede coincidir con las necesidades de un país; es algo así como pretender que una pieza de ropa cubra bien al niño y al anciano.

“Entre nosotros ha existido esa coincidencia mientras predominaba el comercio exterior en forma absoluta en el volumen total de nuestro intercambio. Entonces una circulación subordinada a los saldos del comercio exterior, era adecuada y sabia, pues la elasticidad era procurada por el aumento o disminución de esos saldos representados por la importación o exportación de oro. El correctivo estaba en los grandes créditos con que el país contaba en el exterior, y, dentro del mercado interno lo procuró la moneda de los países limítrofes, y luego el papel moneda. Pero el día en que el oro dejó de exportarse o importarse libremente y en que se cesó de emitir papel sin garantía de oro y que paralelamente con saldos económicos adversos, se creó un mercado importante de comercio interno, la situación cambió fundamentalmente en lo que es hoy.”

La orientación está clara en este importante aspecto; talvez quepa únicamente afinar un poco más el pensamiento. La economía argentina encontró la elasticidad que faltaba a su régimen legal monetario, en la afluencia excepcional de capital extranjero, que estuvo entrando durante muchos años. Como casi todas las actividades económicas argentinas, también la financiera y bancaria ha sido promovida y dirigida, (o por lo menos ha estado entregada), a la iniciativa del extranjero.

No han sido saldos de la balanza de cuentas, los que han dado entrada al oro, pues por lo general esos saldos han sido pasivos. Ahora mismo se está confundiendo el saldo favorable de la balanza comercial, en lo que va de año, con el de la balanza de cuentas, que también será probablemente pasivo. El oro que está entrando actualmente en la Argentina, ha sido enviado ciertamente por haber aumentado las exportaciones de mercancías y disminuído las importaciones, pero la condición ineludible para su envío han sido los 139 millones de pesos oro que suman los empréstitos concertados hasta ahora, en 1927, en el extranjero — según datos que ha tenido la bondad de facilitarme el ingeniero Bunge — aparte del capital que haya podido venir del exterior por otros conductos. El medio circulante de la Argentina no ha escaseado y no ha provocado una crisis crónica porque la economía argentina ha sido uno de los más poderosos centros de atracción de capitales de Europa por los beneficios que prometía.

a esos capitales, y sobre todo a los que vinieron en mayor cantidad, a los capitales de Inglaterra. En esos desplazamientos de capital hallaba la Argentina amplios márgenes para la dilatación del volumen de sus instrumentos de circulación, y sobre esa base se determinaban también las contracciones, cuando procedía. Las crisis generales — salvo las pasajeras dificultades de liquidación naturales en toda economía sujeta a las variaciones de las cosechas, o las represiones eventuales de la especulación — eran reflejos de crisis internacionales que motivaban el drenaje de capitales de los Bancos extranjeros aquí situados, o que contenían transitoriamente el aluvión de capital emigrante. Sólo para construcción de ferrocarriles estuvieron entrando durante muchos años capitales alrededor de cien millones de pesos oro anuales, a los cuales había que añadir los que afluían a otras empresas privadas, los que venían a acrecentar los recursos de los Bancos, las concesiones de créditos que el comercio extranjero haría al argentino, y los resultados de cuantiosos y múltiples empréstitos públicos que se concertaban en los mercados monetarios exteriores.

Con la guerra, la situación cambió notablemente. Parte de esos recursos desaparecieron temporalmente, y los principales sólo se han restablecido de un modo parcial. En consecuencia, el problema de la falta de elasticidad del régimen monetario argentino, que antes se planteaba ocasional y poco frecuentemente, se convierte en problema más agudo y permanente, apareciendo con carácter imperativo y urgente en cuanto se piensa que quizá la Argentina, en el futuro, no sea tan favorecida como lo fué en un tiempo, por el capital extranjero, y necesite utilizar mejor sus recursos financieros nacionales para sustituir con elementos propios la disminución que pueda notar en el apoyo ajeno. Durante algunos años hubo la defensa de haber mejorado excepcionalmente la balanza comercial, por repercusiones de la guerra; y ahora la defensa, aunque precariamente, se viene desenvolviendo con la contracción de empréstitos públicos en el exterior. Sabéis que en el último trienio estos empréstitos han excedido de 300 millones de pesos oro. Pero el procedimiento nadie lo considerará muy aceptable, ni sería, por otra parte, suficiente solución.

Por cualquier cara que hoy se mire la situación económica de la Argentina, aparece la misma interrogante: ¿ha llegado la hora de variar el rumbo de la política económica argentina, en el sentido de contar más — no digo exclusivamente — con los recursos e iniciativas nacionales, y menos con los extranjeros? Y si ha llegado esa hora, ¿no sería preciso comenzar por tomar seriamente las riendas — en lo financiero como en todo — de la economía argentina, en vez de seguir confiando en una pródiga divinidad universal que tal vez no siga ya velando por el desarrollo de la riqueza de esta República con la liberalidad de otros tiempos? En mis conferencias de la Facultad de Ciencias Económicas he pro-

curado hacer resaltar los cambios que la guerra ha promovido en la estructura económica internacional, y cómo afectan particularmente esos cambios a la economía argentina.

Estudiando el problema, no desde el exterior como yo lo he estudiado, sino desde el interior de vuestra economía, el ingeniero Bunge os hizo, en la "Revista de Economía Argentina", correspondiente al mes de febrero último, una serie de reflexiones interesante y sagaces — como todas las suyas — sobre las enseñanzas que la realidad acusaba. Yo he prescindido y prescindo de sacar de tal clase de observaciones consecuencias generales optimistas ni pesimistas. Soy hombre de estudio y no profeta, y sé por lo menos que, donde hay medios y vitalidad pueden ser vencidas muchas dificultades y resueltos muchos problemas. Pero sí creo que en el porvenir no se van a agolpar espontáneamente a las puertas de la Argentina tantas fuerzas económicas y que, por consiguiente, si ha de mantener este gran país el intenso ritmo de desarrollo que en otro tiempo tuvo, tendrá que atraérselas o que creárselas, por lo menos una parte de ellas. Y con lo primero que ha de contar es con el órgano promotor y regulador de las fuerzas financieras que dan vida al sistema circulatorio de la economía.

La elasticidad que el arcaico régimen monetario argentino halló en otro tiempo en los tropeles de oro que penetraban del extranjero en forma de capital, se ha aminorado considerablemente, y su defección puede atenuarse, con incalculable estrago, la marcha de la economía. El mundo comercial inglés halló en el cheque la solución que no le proporcionaba la organización monetaria legal. Pero esos cambios de costumbre no pueden ser impuestos, y la Argentina no está en las condiciones propicias en que Inglaterra se hallaba para extender semejante práctica circulatoria. Ni creo tampoco que presente las resistencias dogmáticas ni los recelos circunstanciales que a una transformación más sincera y perfecta del régimen, habría presentado la Inglaterra de hace un siglo.

Pero, ¿qué escrúpulos podrían oponerse a un cambio de sistema? En primer lugar, sospecho que el dogma de la convertibilidad. Es más de temer, la gente que tiene una sola idea que la que no tiene ninguna. A Ricardo lo conocen directamente muy pocos de los aficionados que, sin suficiente preparación, suelen ocuparse de estos asuntos; el mecanismo de su teoría, seguramente tampoco se lo representan muchos con diafanidad; pero esa vaga idea que él dejó de la presunta relación entre el valor metálico del dinero y el valor de las mercancías circulantes, es tan sencillo y se presta tanto a las argumentaciones periodístico-parlamentarias, que han de pasar los siglos sin que por completo se acabe de desterrar.

Está demostrado, teórica y prácticamente, hasta la saciedad, que el dinero no vale más ni menos porque sea de metal o de papel, porque tenga o no tenga lo que llaman garantía. Se ha visto países de circulación papel con precios bajos y

países de circulación oro con precios altos; se ha visto que mantenían durante muchos años la paridad monetaria con el oro, naciones de escasa reserva metálica, y tener, en cambio, su moneda depreciada, naciones que contaban con una reserva proporcional muy superior: se ha visto en un mismo país estar más alto el cambio cuando era menor la reserva, y estar, por el contrario, más bajo cuando era mayor la reserva. Se han hecho, en fin, toda clase de experiencias. En la propia Argentina pueden exhibirse unas cuantas bien ilustrativas: primera, valía más el dinero — es decir, los precios eran más bajos — en 1914, cuando la reserva de oro era mucho menor proporcionalmente que la actual, que ahora; segunda, me remito para acreditarla a una afirmación que se hace en la exposición de motivos del proyecto de ley, del doctor Molina, a que antes he hecho referencia: “Es inconcebible — dice — que países que han incurrido en un emisionismo exagerado y evidente, tengan premio para su moneda, sin garantía efectiva ni reservas metálicas, mientras el peso argentino se respalda en un stock de oro pocas veces igualado”.

No hay más fundamentos para suponer que vale más el dinero y tiene mejor cotización exterior cuanto mayor sea su llamada garantía metálica que el eco rutinario de una teoría centenaria y mal comprendida, y cierto paralelismo que suele darse entre el aumento de las reservas de oro y la mejora del cambio, y el cual se interpreta inversamente, es decir, tomando por causa lo que es efecto. No mejora el cambio por el incremento de la reserva, sino que, por el contrario, aumenta la reserva porque mejora el cambio, y los países deudores, o exportadores de capital a la Argentina, para evitar que continúe depreciándose su moneda con respecto al peso, dan salida al oro. Ese fenómeno tenéis en la hora presente buena ocasión para observarlo.

El dinero no tiene valor alguno, dicen los especialistas más autorizados de la ciencia monetaria moderna. Lo que llamamos valor del dinero no es sino una representación de los precios de las mercancías que están en circulación, siendo indiferente, por tanto, la materia de que el dinero se halle formado. Lo que no es indiferente es la cantidad de dinero que haya en la circulación, pues de ella depende el nivel de los precios, es decir, lo que se denomina el valor del dinero. Por lo que se ha desprestigiado tantas veces el dinero fiduciario y se ha supuesto que tenía menor valor que el metálico, es porque la facilidad de aumentarlo lo ha hecho responsable de todas las inflaciones monetarias. Sin embargo, durante el período anormal de la guerra y la post-guerra, hubo ocasión de apreciar en los Estados Unidos una perniciosa inflación monetaria por exceso de oro, como se había apreciado en toda Europa en los siglos XVI y XVII a consecuencia de las importaciones de oro y plata procedentes de las nuevas minas americanas. Lo importante en una circulación no es que el medio circulante sea de una clase u otra, o

tenga tales o cuales garantías — que en caso de tener que hacerlas efectivas resultarían totalmente irreales — sino que conserve un nivel de precios legítimo y estable. Para eso no hace ninguna falta el oro sino una buena regulación de la circulación. Esa regulación puede hacerse ciertamente utilizando el oro y estableciendo una proporción entre el encaje de oro y los billetes circulantes, pero no es preciso que sea el oro el que realice esa misión. Hay otros procedimientos. En Francia, por ejemplo, se limitó siempre la cifra de circulación y se estableció un impuesto sobre la circulación sin cobertura metálica. Lo corriente ha sido establecer una relación del 30 ó el 40 por ciento entre el encaje metálico y los billetes circulantes, pero tal práctica no tiene fundamento alguno científico; es la supervivencia de una costumbre bancaria de los tiempos de circulación del oro — es la reserva que los banqueros calculaban que debían conservar para hacer frente a los pedidos de la clientela, — y si se mantiene es porque al público le inspira todavía el oro misteriosa confianza, y esa confianza, fundada o infundada, tiene su utilidad práctica. Por otra parte, es siempre un obstáculo para que los políticos no se lancen alegremente a ampliar el límite de circulación para socorrer al Presupuesto del Estado.

El oro no tiene una función específica verdaderamente útil e insustituible, en un sistema de circulación, más que en la compensación de los saldos internacionales. En el cambio exterior, las monedas pierden su carácter de dinero para convertirse en mercancías cuyo precio se regula en el mercado de cambios, como el de todas las mercancías, esto es: por la oferta y la demanda, en este caso, de divisas — billetes, cupones y letras extranjeras. El oro, por su carácter de mercancía universalmente admitida a un precio prácticamente inalterable, añade la cantidad precisa para saldar las cuentas internacionales sin necesidad de ofrecer moneda nacional y sin deprimir, en consecuencia, el cambio. De ahí que en todo sistema monetario haya que contar con una reserva de oro — cuya importancia ha de ser distinta en cada nación, — y que se haya hecho depender a veces de esa reserva, incluso la posibilidad de la defensa nacional. De ahí, también, que cuando la reserva de oro se halla encerrada y no sale a llevar su función compensadora en los cambios — talvez por fundado temor a que emigre, en períodos de desequilibrio de la balanza — no esté desempeñando otra misión que la de esperar el día en que el destino vuelva a proporcionarle ocasión de rendir alguna utilidad.

Y ahora volvamos al problema de la elasticidad. Decíamos que no tiene, ni ha tenido nunca, sentido alguno, dejar que una circulación nacional se adapte pasivamente a la regulación automática de los movimientos internacionales del oro, y que el dinero, en su función reguladora del crédito, debe servir expresamente los fines de la circulación interior. Suele decirse que sirve estos fines adaptándose a las necesidades de la producción y del comercio. Pero entendámonos.

Esto no puede significar que debe crearse todo el dinero que soliciten la producción y el comercio. El dinero es simplemente un medio de hacer circular los valores creados; entiéndase bien: los valores creados. "El dinero es el intermediario entre la producción y el consumo, — dice Bandien, la primera autoridad de la ciencia monetaria alemana moderna. — Quien recibe dinero a cambio de cierto servicio, queda satisfecho desde el punto de vista del derecho privado; pero económicamente, con el dinero en la mano, está facultado para reclamar en su favor otros servicios correspondientes. Así, pues, el dinero que, considerado jurídicamente, es un instrumento de pago, económicamente es una participación en la producción consumible dispuesta para el mercado, participación que ha sido adquirida gracias a servicios anteriores."

En consecuencia, el dinero que no está sujeto a alternativas de valor, y que, por tanto, no influye en los precios — el que Bendixen llama dinero clásico — es el que se crea en pago de servicios ya prestados o de mercancías producidas y aceptadas por la comunidad. "La creación de dinero debe ser organizada de tal manera que todos puedan recibir dinero en pago de sus prestaciones. Cuando se trata de prestación de servicios personales o de prestaciones auxiliares a la industria, el que presta el servicio ha de entenderse con el que lo utiliza. Por consiguiente, éste es el que tiene frente a la comunidad el derecho a reclamar signos monetarios para aquél. Esto no obstante, el derecho a signos monetarios que tiene frente a la comunidad el propietario de una industria, depende de que sus productos o mercancías estén efectivamente a la disposición de la comunidad y sean aceptados por ésta. Así quedan excluidos los propietarios de mercancías que no quieren venderlas — porque piden precios más altos — o no pueden venderlas — porque no son utilizables." "Pero, en segundo lugar, el dinero ha de ser de tal naturaleza que desaparezca al ser consumidos los bienes para cuya creación ha servido. Representando bienes de consumo, no puede sobrevivir a ellos."

"Existe un dinero que explica claramente este concepto: el billete de Banco emitido a consecuencia de descuentos comerciales. Un fabricante ha transformado en mercancía su capital y ha agotado sus recursos. Para la mercancía ha hallado un comprador; pero éste solicita crédito, porque necesita tiempo para hallar a su vez compradores, y no percibe inmediatamente el dinero. El comprador, en estas condiciones, acepta una letra a tres meses, letra que el fabricante descuenta en el Banco. De este modo, el fabricante obtiene de nuevo dinero, puede comprar materias primas, pagar a sus obreros y producir nuevas mercancías. A los tres meses el comprador satisface su deuda al Banco, con el dinero que le ha producido la reventa de las mercancías."

Para Bendixen, pues, una circulación perfecta y elástica es la que facilita medios de pago para cambiar las mercan-

eías producidas y a disposición del comprador o los servicios realizados. Para este objeto concreto puede crearse indefinidamente dinero y toda cortapisa que lo dificulte estorbará el desarrollo de la economía. Por eso no debe ponerse traba alguna al redescuento de letras comerciales en la institución emisora de moneda. El Banco Imperial de Alemania ha sido el que, en época normal, ha seguido esta política de circulación con un criterio más certero y sistemático. El Banco Imperial de Alemania se ha atenido siempre a estos tres principios: primero, no emitir jamás un billete para facilitar una pignoración de títulos, de cualquier clase que fuera; segundo, no descontar letras que no sean comerciales, es decir, letras que representen crédito de inversión y no una transacción comercial; tercero, negar toda renovación de las letras descontadas.

Una excepción se ha respetado en ese criterio: las necesidades transitorias de crédito que suelen presentarse, por lo general trimestralmente, para pago de intereses, rentas, etc. A esas necesidades — que son transitorias y restituyen prontamente el medio circulante de que disponen — siempre se ha provisto. También se ha provisto siempre — y ello es obvio — a las exigencias eventuales y apremiantes de los momentos de pánico.

¿Se deduce de aquí que toda otra forma de crédito que no sea la comercial ha de quedar desamparada? De ninguna manera. La emisión de dinero no es la única fuente de recursos para atender al crédito. Hay otra, que es más importante, y que es la tradicional: el ahorro nacional o la importación de capital extranjero. Lo que hay que hacer es separar aquellas operaciones de crédito que no justifican la emisión de nuevo dinero, y si se emite altera los precios, de aquellas otras que, por representar valores en circulación, no alteran los precios. Estas últimas, que son las que se sirven de la letra comercial como instrumento jurídico, deben poder ser redescontadas en el Banco emisor, aunque exijan la ampliación de la circulación fiduciaria. Las otras operaciones de crédito pueden ser también facilitadas por el Banco emisor cuando éste sea a la vez Banco de depósito y tenga, además de su capital, una masa de ahorro por colocar, pero en ese caso hay que tomar precauciones para evitar que las últimas operaciones mencionadas den lugar a ampliaciones del medio circulatorio.

Cuando estuve hace tres años en Buenos Aires, hablaba un día de estos asuntos con uno de los amigos argentinos más competentes y conocedores de vuestra vida financiera, y al mostrarle yo mi asombro porque no fuesen corrientes las operaciones de redescuento comercial en la Caja de Conversión, me expuso su temor de que cayera sobre dicha caja un torbellino de redescuentos. Entonces me dí cuenta de la falta de especialización del crédito en la Argentina, y de la consiguiente simplificación de los instrumentos de crédito. Resulta, por lo que tengo entedido, que toman la forma de

descuentos comerciales, créditos destinados a circulación propiamente dicho, a capitales de explotación y aun a capital de inversión. Contrasta dicha mescolanza con la especialización de un mercado monetario tan refinado como el inglés donde cada forma de crédito tiene su dinero adecuado según el plazo. Hay desde el crédito a la vista, para un plazo máximo de ocho días, hasta el crédito de inversión por veinte o cincuenta años; y cada tipo de operaciones tiene muchas veces su corredor, agente o Banco especial, y siempre su fuente de dinero apropiada.

Pero lo menos que cabe es hacer una separación apropiada del crédito bancario de circulación y del crédito bancario de producción, en sus formas agrícola e industrial. Hay una serie de operaciones en el Banco de la Nación que tienen forma de descuentos comerciales y que debieran desplazarse, con formas jurídicas más apropiadas a un Banco especial Agrícola y a un Banco especial de Industria. Entonces se dedicaría claramente a esas inversiones, muchas veces de largo plazo, el capital que debe dedicarse, y no habría tanta confusión respecto de la masa de descuentos que podrían caer sobre la institución emisora. Pero de todos modos, y en tanto no se crean en la Argentina los institutos especiales de crédito que se están necesitando, no puede suspenderse indefinidamente el establecimiento normal del redescuento; y todo lo que haría falta sería imponer a las autoridades de la institución emisora la discriminación de los documentos redescontables, por razón de la naturaleza de las operaciones de crédito que los engendraron. Esto se hizo sistemáticamente en los Bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos, durante el período de desinflación que siguió a la Gran Guerra.

Ahora bien: para fijar el redescuento a la emisión de dinero y, en general, para gobernar conciente y adecuadamente la circulación monetaria y regular el crédito de la Argentina, sería indispensable unir la función emisora a la bancaria, como lo está en todo el mundo, incluso en Inglaterra, puesto que si no lo está la función emisora de moneda legal lo está la emisora de cheques, que es la principal. No sólo hay que poder apreciar técnicamente las operaciones que justifican la salida de dinero, sino también la conveniencia de dilatar o contraer la circulación mediante la tasa del descuento. He observado que vuestras autoridades financieras se preocupan de que la tasa del interés, en un país en formación como éste, sea capaz de estimular la atracción de capitales extranjeros; pero el hecho de que esa tasa haya de ser, por consiguiente, más elevada que las de los países exportadores de capital, no exige su inmovilidad. La tasa del descuento debe oscilar de acuerdo con las entradas y salidas de oro en el intercambio internacional y atenta, al mismo tiempo, a las necesidades de la circulación interna.

Ya me hago cargo de que sería preciso prever la desconfianza que podría sentirse al pasar de una circulación

automática a una circulación regulada, por temor a la falta de severidad de quienes administraran un Banco emisor de esa naturaleza. Lo que puede haber de fundado en esa desconfianza se ha salvado en la generalidad de los países poniendo la institución en manos y sometiéndola a la responsabilidad, de la empresa privada, interesando en el Banco capital particular y creando un Directorio mixto que, al propio tiempo que diera a la política la sensación de que no se trataba de un organismo susceptible de servir fines políticos partidistas o malas orientaciones financieras, asegurase el control del Estado en materia de circulación monetaria. Por otra parte, habría que imponerle a semejante Banco dos normas inquebrantables, de verdadera garantía para el valor de la moneda: primera, una proporción entre la moneda circulante y la reserva de oro; segunda, que la circulación fiduciaria habría de estar siempre cubierta por el encaje de oro y por letras comerciales. Esas son las únicas garantías efectivas que a los poseedores del dinero fiduciario se pueden ofrecer; las que aseguran la estabilidad de los precios, o sea el valor de la moneda circulante.

Y nada más. Lamento mucho no haber podido en una sola conferencia apuntalar con erudición doctrinal y con datos de experiencia, algunas de las ideas que he expuesto, aunque me doy cuenta de que los acontecimientos monetarios de los últimos doce años han quebrantado tantos dogmas y han habituado a tantas cosas que lo que ayer podía parecer revolucionario hoy ya a nadie asombra. En este, como en otros muchos aspectos de la vida, las necesidades van abriendo camino al pensamiento. En el aspecto monetario se lo abrió bien ancho la Gran Guerra. Yo espero, pues, que la República Argentina, país joven y con prurito de modernidad, ha de haber aprendido también algo de esas enseñanzas y no ha de seguir aferrado a un régimen monetario casi medioeval.

Luis OLARIAGA

Profesor de la Universidad
Central de Madrid.