

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACIÓN DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
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

Víctor M. Molina
Por la Facultad

Juan Girelli

Por el Centro de Estudiantes

Emilio Bernat

Por el Colegio de Graduados

SECRETARIO DE REDACCION

Carlos E. Daverio

REDACTORES

Enrique Loudet

José H. Porto

Por la Facultad

Francisco M. Alvarez

Amadeo P. Barousse

Por el Colegio de Graduados

Andrés D. J. Devoto

Alfredo Bonfanti

Por el Centro de Estudiantes

AÑO XX

AGOSTO, 1932

SERIE II, N° 133

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

de Julio Broide

La controversia monetaria en los Estados Unidos

En diversas ocasiones nos hemos referido al sentimiento inflacionista que tiende a acentuarse progresivamente en los Estados Unidos a medida que avanza la crisis. Este inflacionismo está adquiriendo una forma interesante por su desglose en diversos proyectos cuyo objetivo final es la elevación de los precios en el mercado americano.

Tales corrientes inflacionistas deben ser seguidas con sumo interés por manifestarse ya con un carácter esencialmente político. Así, la Cámara de Representantes de los Estados Unidos acaba de aprobar por una mayoría abrumadora de 289 votos sobre un total de 349, el proyecto Goldsborough que obliga a la Reserva Federal a emprender una política liberal de crédito con el fin primordial de restaurar los precios al nivel imperante durante el período 1921-29 (1).

El problema de la moneda y el crédito comienza a discutirse fogosamente en todos los círculos y no sería entonces de extrañar que en las próximas elecciones presidenciales — si las actuales medidas de reconstrucción económica-financiera del presidente Hoover no surtieran sus efectos — se vieran resurgir polémicas monetarias de tinte exclusivamente político que haría recordar la célebre campaña Bryan con todo su estruendo bimetalista, ocurrida en las postrimerías del siglo pasado.

LAS PROPUESTAS INFLACIONISTAS

Las medidas de inflación propuestas difieren sobre manera y están dando lugar a una interesante controversia monetaria que se agrupa en tres campos, a saber:

- 1º a) La expansión del crédito mediante las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal.

(1) Este proyecto ha sido aprobado por la Cámara baja el día 2 de mayo de 1932.

- b) El proyecto de Goldsborough, que es un corolario del anterior.
- 2º La emisión de papel moneda mediante el pago en efectivo de los bonos a los veteranos de la guerra.
- 3º La desvalorización monetaria por la modificación del contenido áureo del dólar.

No estará de más analizar tales medidas y las críticas hechas a cada uno de estos planes para poder tener una orientación clara del estado actual de la controversia monetaria en los Estados Unidos.

1º) LA POLÍTICA BANCARIA DE LA RESERVA FEDERAL

a) *Operaciones de Mercado abierto:*

Este primer procedimiento es el que tiene la simpatía gubernamental y el que está en estos momentos en pleno funcionamiento. Ha sido llamado por el Secretario del Tesoro americano, M. Wills bajo el nombre de "expansión controlada del crédito". Como es sabido tal expansión se realiza mediante las operaciones de mercado abierto.

La Reserva Federal inició tal política con la sanción de la ley Glass-Steagall, comprando durante el período que corre desde el 24 de febrero de 1932 hasta el 6 de abril ppdo. 144 millones de dólares en títulos del gobierno americano. Pero la polémica monetaria ha arreciado en tal forma en las últimas semanas a raíz de la discusión en el Parlamento del pago en efectivo de los certificados a los veteranos de la guerra, que representaría la emisión de papel moneda por 2.500.000.000 de dólares, que la Reserva se ha visto obligada ante la presión de los hechos a adoptar una política de franca expansión del crédito con el objeto de contrarrestar tal proyecto francamente emisionista.

Esta enérgica campaña de expansión de la Reserva se ha exteriorizado en la adquisición de títulos del gobierno en el mercado abierto a un ritmo de 100.000.000 de dólares semanales desde el 6 de abril (las compras anteriores habían sido realizadas a razón de 25.000.000 de dólares semanales) según surge de los últimos balances de la Reserva en las últimas semanas en que la cartera de títulos ha crecido en 402 millones de dólares en el ínterin que corre desde el 6 de abril hasta el 4 de mayo, de modo que la cartera de títulos en el último balance dado a conocer por la Reserva, suma 1.287.000.000

de dólares que es una cifra extraordinariamente alta en poder del Sistema, si se la compara con el monto total de la deuda pública americana, calculada en 19.316.000.000 de dólares al día 30 de junio de 1932.

Tales compras han traído una reducción de 329 millones en la deuda de los bancos miembros en la Reserva durante el lapso (febrero 24 - mayo 4), y asimismo un exceso de 269 millones de los depósitos que mantienen dichos bancos en el organismo central. Véase a este respecto el cuadro que sigue.

Los efectos inmediatos de esta política liberal de crédito ha sido la reducción de las diversas tasas de interés en el mercado monetario y el repunte vigoroso de las cotizaciones de los títulos gubernamentales que ha facilitado las nuevas emisiones del gobierno americano necesarias para sustituir no sólo las letras de tesorería a vencer sino las nuevas sumas requeridas para cubrir el déficit presupuestal.

El efecto final de esta política de expandir los préstamos comerciales, anular la reducción intensa de los depósitos de los bancos comerciales y modificar la tendencia declinante de los precios no ha surtido aún efecto.

Títulos del gobierno americano, letras descontadas y depósitos de los bancos miembros poseídos por el Sistema

(En millones de dólares)

F E C H A			Títulos del Gobierno	Letras descontadas	Depósitos de los bancos miembros
Febrero	3,	1932	749	855	1.937
"	10,	"	741	819	1.905
"	17,	"	741	846	1.904
"	24,	"	741	835	1.878
Marzo	2,	"	760	828	1.902
"	9,	"	785	748	1.910
"	16,	"	810	661	1.919
"	23,	"	835	666	1.911
"	30,	"	872	633	1.911
Abril	6,	"	885	635	1.942
"	13,	"	985	629	2.011
"	20,	"	1.078	565	1.979
"	27,	"	1.191	532	2.114
Mayo	4,	"	1.287	506	2.147
"	6,	1931	598	150	2.418

Este último hecho ha descorazonado sobremanera a las clases agrarias que esperan ansiosamente un alza de precios con el fin de pagar sin dificultades sus deudas.

b) *El proyecto Goldsborough, y la Reserva.*

La protesta agraria ha adquirido una enorme fuerza y ya es usual hablar de lo que se ha dado en llamar el “*dólar deshonesto*”, o sea el dólar actual que requiere según una información fidedigna, 1.200 *bushels* de trigo para pagar el interés de una hipoteca de 10.000 dólares en los momentos presentes, mientras que en 1920 exigía sólo 240 *bushels*, debido a la tremenda caída de los precios. Como gran parte de las deudas hipotecarias fueron contraídas en el período de precios alto se explica sin dificultades la razón del clamor agrario que no cree en el restablecimiento del poder de compra mientras los precios agropecuarios no se eleven lo suficiente como para permitir el pago de las deudas.

Este sentimiento se ha visto reflejado en forma intensa en la Cámara de Representantes de los EE. UU. que en forma inesperada aprobó el 2 de mayo el proyecto Goldsborough que se encontraba totalmente olvidado hasta fecha muy reciente en que se iniciaron nuevas encuestas sobre la posibilidad de estabilizar los precios. El proyecto fué aprobado en forma rápida debido a la suspensión del reglamento con el fin de evitar una discusión dilatoria. No puede pronosticarse aún si este proyecto tendrá la misma suerte en la Cámara de Senadores, pero en círculos autorizados se sostiene que el Senado no aprobará el proyecto y en el caso extremo que lo fuera tendría en su contra el veto presidencial.

La Reserva Federal en repetidas ocasiones ha dicho por intermedio de sus miembros más conspicuos que es absolutamente impracticable obligar a la Reserva a restaurar los precios a un nivel determinado ya que los resortes que tiene en su poder para efectuar tal transformación no son lo suficientemente eficaces como para asegurar el éxito en la empresa.

Pero la Cámara de Representantes no cree lo mismo pues supone que la Reserva tiene la suficiente fuerza como para efectuar una transformación en el nivel de precios según surge el proyecto Goldsborough que dice:

Proyecto con el fin de restaurar y mantener el poder adquisitivo del dólar

Sec. 1. Por este artículo se declara que es la política de los EE. UU. que el promedio del poder adquisitivo del dólar fijado por el Departamento de Trabajo en los mercados de productos al por mayor durante el período que cubre los años 1921 a 1929 inclusive, será restablecido y mantenido por el control del volumen de crédito y moneda.

Sec. 2. El Consejo de Reserva Federal, los Bancos de Reserva Federal y el Secretario del Tesoro, se encuentran obligados por esta ley a hacer efectiva tal política.

LA CRÍTICA.

Tanto la compra de títulos en el mercado abierto por la Reserva, como la filosofía que define el proyecto Goldsborough que constituye en síntesis la fijación coercitiva de una política bancaria determinada, dedicada a restablecer los precios al nivel vigente en el lapso 1921-29, encuentran la crítica de ciertos economistas que sostienen que actualmente el gran problema americano no consiste en realidad en la caída en sí, de los precios, sino en la circunstancia de la dispersión arbitraria entre diversas categorías de precios que crea un verdadero desequilibrio entre la producción y el consumo.

Se cita a este respecto las investigaciones del profesor Ripley de la Universidad de Harvard que ha llegado a computar la existencia de 400 precios monopolísticos en los EE. UU. que se mantienen no obstante la vigencia de las leyes de "anti-trust" (1).

Esta enorme cantidad de precios de monopolio explicarían entonces la causa de la gran discrepancia que existe entre los precios industriales (en que prima el precio monopolístico) y los precios agropecuarios regidos primordialmente por la libre competencia internacional.

Se encuentran entonces en discusión no ya los principios teóricos de la libre competencia sino más bien los principios de su funcionamiento anormal y es discutible entonces toda

(1) Citado por el Dr. Parker Willis, profesor de Economía Bancaria en Columbia, en su conferencia universitaria del 28 de abril de 1932.

política bancaria que tienda a elevar los precios cuando éstos no se encuentran en un pie de relativa igualdad. La expansión del crédito — de acuerdo a tales críticos — elevaría los precios pero no corregiría las fallas mencionadas que impiden un restablecimiento normal del consumo. Es asimismo discutible la posibilidad de solucionar mediante el mero arbitrio del crédito el problema de los precios de ciertos artículos que sufren de enorme sobreproducción y cuyo precio se rige por el mercado internacional por una cooperación estrecha de los principales bancos centrales.

El mismo grupo de economistas critica asimismo la política de mercado abierto de la Reserva sosteniendo que el fracaso observado hasta ahora en la obtención de un crecimiento satisfactorio de los préstamos comerciales no obstante la campaña liberal de crédito del Sistema, estriba en la inexistencia de prestatarios legítimos que hagan seguro el préstamo bancario. En rigor, gran cantidad de corporaciones y empresas comerciales se encuentran con exceso de fondos para hacer frente al actual movimiento de sus negocios y les es completamente innecesario el uso de mayor cantidad de crédito. Únicamente con un restablecimiento de las actividades productivas se podría producir un aumento en la demanda de crédito.

A estas observaciones de Reserva parecería contestar con las enérgicas compras de títulos en el mercado abierto en la creencia de que el procedimiento surtirá efectos a corto plazo basado en experiencias anteriores. Como los bancos comerciales son entidades cuyo fin primordial es la obtención de un lucro, el hecho que a raíz de la política del Banco Central se encuentren con un monto importante de fondos ociosos inyectados deliberadamente por el Sistema, los obligará a la larga a invertirlos en nuevos préstamos comerciales, ya que el interés que puedan obtener en el mercado monetario es sumamente pequeño por el bajo interés que disfrutaban actualmente tanto los títulos del gobierno como las aceptaciones bancarias que constituyen las inversiones más seguras del punto de vista bancario.

Pero este razonamiento no satisface a los que objetan tal procedimiento que sostienen que la Reserva no puede más que realizar un papel en cierto modo pasivo aliviando y haciendo más fácil la situación del mercado monetario pero quedando siempre a cargo de los bancos miembros el deber de iniciar la expansión de los préstamos comerciales.

El hecho que la Reserva no pueda dirigir directamente

el crédito a la masa consumidora ha dado lugar al auge de la segunda escuela inflacionista que en estos momentos se halla típicamente representada por los que propician el pago de los bonos en efectivo a los veteranos de la guerra.

2º) LA EMISIÓN DE PAPEL MONEDA Y LOS VETERANOS

No entraremos aquí en detalles sobre la naturaleza de tales certificados otorgados a los veteranos de la guerra ni tampoco sobre los gastos que esos pagos representan para el Tesoro Nacional. Únicamente diremos que esos certificados que recién vencen en 1945 se desean hacer canjeables en estos momentos lo que representaría una erogación de 2.500.000.000 de dólares.

Como el gobierno federal se encuentra con un déficit que sobrepasa los 2.000.000.000 de dólares, los sostenedores de este proyecto acuden lisa y llanamente al arbitrio de la emisión de papel moneda (greenbacks) que serían entregados a los veteranos en canje de sus obligaciones y que constituiría según la feliz expresión del Secretario del Tesoro, Mr. Wills un procedimiento destinado "a pagar una obligación no vencida en moneda que no es honesta" (se refiere al papel moneda).

Con el fin de dar fuerza a sus manifestaciones los parlamentarios que apoyan esta medida sostienen que esta emisión de nueva moneda restaurará el poder de consumo, ya que los veteranos utilizarían esos fondos en la compra de mercaderías, que se reflejaría en una reducción de los *stocks* y en un rápido aumento de la producción para hacer frente a este mayor consumo que se realizaría contemporáneamente con una elevación de los precios. Se iniciaría entonces el período de expansión industrial que permitiría la disminución de la desocupación.

LA CRÍTICA.

Las objeciones a este proyecto son sin duda de trascendencia y de enorme gravedad. Es una propuesta típicamente *emisionista*. Atenta contra el funcionamiento del patrón oro y constituye la puerta abierta a futuras emisiones de papel moneda que no podrían tardar en envilecer el dólar y llevarlo en un futuro no lejano a la posición de depreciación del

franco postbélico o del marco alemán si se tratara de una inflación desenfrenada (1).

Por otro lado no hay justicia en la distribución de esa suma de dinero a los veteranos. No hay indicio suficiente de que los ex soldados sean actualmente los que se encuentran en peores condiciones económicas. Por otra parte los agrarios tendrían asimismo derecho de solicitar una porción del circulante con que hacer frente a sus enormes deudas que presionan fuertemente sus ingresos a raíz de la merma de los precios agrícolas. No hay en consecuencia límite alguno a la futura inflación y la desconfianza que una propuesta de esta naturaleza produciría sobre el crédito nacional americano y la estabilidad de la moneda sería enorme y anularía sin duda los fines tenidos en cuenta en el proyecto.

3º) LA DESVALORIZACIÓN DEL DÓLAR

Queda aun por considerar el pensamiento de un grupo importante de políticos que creen que es necesario adoptar una medida más radical. ¿En qué consiste tal medida? Simplemente en modificar el precio oficial del oro. La modificación del precio oficial del oro significa en buen romance la desvalorización del dólar o en otros términos la modificación del contenido metálico del dólar, vale decir la reducción de la cantidad de granos de oro que contiene el dólar; reducción que se realizaría en una proporción que estuviera de acuerdo al porciento de aumento en los precios que se deseara obtener.

Tal medida traería *ipso facto* una modificación de la paridad del dólar con las demás monedas extranjeras. El objeto

(1) El informe de la mayoría de la Comisión de la Cámara de Representantes al expedirse en contra del proyecto el día 7 de mayo, rechaza las ideas económicas de que es necesario una mayor cantidad de circulante para restablecer el poder adquisitivo de las masas. Así dice: "En los momentos presentes los Estados Unidos tiene 5.400.000.000 de dólares en circulación. La propuesta emisio-nista "representaría una inflación inmediata del 45 % de la moneda en circulación". "Se sostiene que es necesario más moneda en circulación para poder restablecer los precios de 1929, pero en 1929, había 900.000.000 de dólares menos en los Estados Unidos de lo que circula actualmente, resultando desde luego difícil entender la verdadera razón de la propuesta." "No existe escasez de circulante" termina diciendo la Comisión. Existe toda la cantidad de moneda necesaria."

fundamental de tal procedimiento sería el de solucionar la enorme injusticia que existe actualmente entre las clases deudoras y acreedoras de la colectividad. La clase agraria se encuentra en enormes dificultades de pagar sus hipotecas y demás deudas, a raíz de la enorme depreciación de los productos agropecuarios. Estas deudas han sido contraídas en períodos en que los precios eran enormemente superiores a los actuales de modo que la cancelación de esas deudas con el dólar actual resulta sumamente difícil porque obliga al productor a ofrecer una cantidad mucho mayor de su producción con el fin de cumplir sus compromisos que a su vez se refleja desfavorablemente en el mercado de productos por la mayor presión de la oferta.

Esta modificación del contenido metálico del dólar constituiría entonces un gran alivio para las clases deudoras y representaría la cancelación de una proporción apreciable de sus respectivas deudas.

Pero el problema tórnase inmediatamente complejo ante la existencia de un número enorme de contratos basados en el dólar del actual peso y fino (cláusula áurea) que significaría que el cumplimiento de estos contratos no podría ser afectado con el nuevo dólar a no ser que tales contratos sufran un reajuste correspondiente en una de sus cláusulas básicas, que se hace difícil por la disposición de la constitución americana en materia de intangibilidad de las relaciones contractuales.

LA CRÍTICA.

Esta cláusula áurea, traería ya de por sí una situación de injusticia entre los mismos deudores, pues mientras unos podrían liberarse de una proporción de sus deudas pagando sus obligaciones en el nuevo dólar de menor peso áureo, los otros deudores sujetos a la cláusula áurea deberían cumplir sus contratos pagando en el dólar antiguo estipulado en esos contratos.

Es claro ver entonces que la desvalorización del dólar en los Estados Unidos no tendría el mismo efecto producido en otros países en punto a las relaciones creadas entre los deudores y acreedores. La reducción de la deuda sería relativa debido a la existencia de la cláusula áurea. Las grandes corporaciones que han emitido debentures o bonos conteniendo tal cláusula no se verían beneficiados en absoluto y la tenta-

tiva de solucionar sobre bases equitativas la actual injusticia se vería enormemente dificultada.

A su vez el comercio internacional que actualmente se encuentra prácticamente estrangulado por las enormes vallas arancelarias y el caos monetario, vería surgir un nuevo problema en la competencia internacional, a saber, la aparición de un nuevo competidor exportador de productos en moneda desvalorizada.

Cabe preguntarse entonces si se produciría una expansión del comercio exterior americano ante la existencia de Gran Bretaña, que realiza en estos momentos enormes esfuerzos para expandir su comercio basada en la mayor baratura de sus productos en el mercado mundial por el menor valor de la libra esterlina.

La posible lucha que podría entablarse entre estos dos colosos industriales (Estados Unidos y Gran Bretaña) es difícil de pronosticar. Lo único cierto es que se substituirían los efectos de una leal competencia internacional basada en monedas estables, por una razón de cambio netamente arbitraria y flexible que dependería exclusivamente del por ciento de depreciación de las monedas.

Puede decirse enfáticamente que la lucha por la conquista de los mercados mundiales mediante el uso flexible de la moneda desvalorizada se transformaría a la larga en un círculo vicioso no sólo por las represalias aduaneras que se producirían en defensa de los productos nacionales — de que se tienen ya pruebas en el último año transcurrido —, sino también por las circunstancias de que la prima a la exportación producida por una moneda depreciada es válida únicamente cuando el resto de las monedas que juegan un papel importante en el comercio mundial permanecen estables; si ello no ocurre, la desvalorización de una moneda se ve neutralizada por la merma ocurrida en las otras unidades de cambio internacional, de suerte que en última instancia el mayor incentivo a las exportaciones desaparece y queda únicamente subsistente los efectos de toda desvalorización monetaria, a saber, una redistribución sensible de la riqueza social que si se lleva a límites extremos puede producir la desaparición de la clase rentista (clase típicamente de ahorro) como ocurrió radicalmente en Alemania y en menor proporción en Francia en el período postbélico, produciendo en el caso del pueblo germano la destrucción casi completa del capital circulante, que sigue siendo aún hoy uno de sus problemas de solución más apremiante.

CONCLUSIONES

Hemos tratado de bosquejar en las líneas anteriores los diversos planes monetarios que tienen un mayor número de adherentes en los Estados Unidos. Hemos visto que todos ellos, desde el llamado de "expansión controlada del crédito" por la Reserva Federal, hasta la desvalorización del dólar con el plan intermedio de emisión de papel moneda, tienden en último grado a obtener un restablecimiento del poder de consumo y de los precios.

Desde un punto de vista científico, y teniendo en cuenta la experiencia monetaria de la postguerra, debe rechazarse de plano toda tentativa de emisión de papel moneda que lleva a la inflación ininterrumpida y al colapso monetario, así como debe también rechazarse todo proyecto de desvalorización del dólar. Si bien es cierto que la modificación establecida de la cantidad de granos de oro constituye un por ciento fijo de inflación en el momento de producirse la sanción legislativa, no puede olvidarse que vista la posibilidad de disminuir el contenido metálico del dólar, no sería difícil que la medida se practicara sistemáticamente en el futuro toda vez que nuevas dificultades económicas crearan una situación difícil a la clase deudora (1).

Nos queda finalmente por considerar las operaciones actuales de la Reserva cuyo poder legal de expansión ha sido aumentado grandemente con la sanción de la ley Glass-Steagall, que hemos analizado del punto de vista bancario en otra oportunidad.

Cábenos decir ahora simplemente que los Estados Unidos se encuentra embarcado en una política enérgica de expansión del crédito por medio de la Reserva que no tiene precedentes en la historia de la banca central americana por la extraordinaria fuerza con que la inyección de crédito al mercado se realiza.

(1) Téngase muy en cuenta que nos estamos refiriendo a la posibilidad de desvalorizar en una proporción determinada por mero arbitrio legislativo una moneda que se halla en plena convertibilidad y no nos referimos a una moneda ya de por sí depreciada por el abandono del patrón oro producida generalmente por una política errada en materia bancaria o monetaria (inflación del crédito o circulante) o por continuos déficit de presupuesto que torna imposible el mantenimiento de la convertibilidad monetaria.

En estos momentos ya no cabe la menor duda sobre la razón de tal política bancaria. Se trata de restablecer los precios a un nivel más satisfactorio, y si bien la Reserva no desea estar sujeta a una disposición imperativa de la ley que la obligue a ejecutar tal hecho (proyecto Goldsborough); en la práctica trata de hacerlo por medio de un resorte que ha adquirido una extraordinaria importancia en los momentos presentes y que se encuentra en verdadera prueba de suficiencia, a saber, la compra de obligaciones del gobierno en el mercado abierto.

Esta importancia surge especialmente por la disposición de la ley Glass-Steagall que permite establecer como garantía de los billetes de la Reserva, los títulos del gobierno siempre que el respaldo metálico de los billetes en circulación no descienda del 40 por ciento.

Que esta facultad establecida por la ley Glass-Steagall deberá aplicarse muy en breve es evidente, debido a la forma extraordinaria en que la Reserva ha estado aumentando su cartera de obligaciones gubernamentales, de modo que el *quantum de oro libre* en su poder ha disminuído considerablemente y la obligará a utilizar las prerrogativas de la ley Glass-Steagall, siempre que considere que las operaciones de mercado abierto deben seguir el mismo ritmo actual durante un cierto número de semanas hasta que los efectos de tal política se verifiquen claramente en las estadísticas de los bancos miembros (expansión de los préstamos y depósitos) y si fuera posible en los precios, cuya probable incidencia en la estructura de los precios internacionales será seguida con enorme interés en el mundo económico.

Universidad de Columbia.

N. York, 9 de mayo de 1932.