

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

Victor 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

OCTUBRE, 1932

SERIE II, N° 135

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

de Luis Roque Gondra

La circulación monetaria en la República Argentina^(*)

CAPITULO II

SUMARIO: 40. Oscilaciones de la teoría monetaria. — 41. La influencia de los deudores y de los acreedores. — 42. Moneda fiduciaria y falsa moneda. — 43. Teoría de Alberdi sobre la crisis. — 44. El curso forzoso, según Alberdi. — 45. Su definición del Banco de Estado. — 46. La complicidad de los gobiernos en la emisión de falsa moneda. — 47. La teoría del billete inconvertible. — 48. Crítica de la misma. — 49. Desinflación monetaria y progreso económico. — 50. La abundancia de medio circulante. — 51. El sofisma de la moneda abundante. — 52. Circulación monetaria y actividad productiva. — 53. La escasez de medio circulante. Una observación de Pareto. — 54. Efectos de la liquidación desastrosa de las crisis. — 55. Un ejemplo. — 56. La inmovilización o congelación de créditos. — 57. Supuesta necesidad de esperar el alza de los precios. — 58. La inflación monetaria no elimina los efectos de la depresión. — 59. Las oscilaciones de los precios. — 60. Efectos perjudiciales de la inflación. — 61. Una observación del novelista Maurois. — 62. Fenómenos dinámicos de la liquidación de las crisis. — 63. El caso de la República Argentina. — 64. Problema social y económico. — 65. Las distintas fases de la crisis en los países industriales y agrarios. — 66. La influencia de factores locales. — 67. Influencia bancaria sobre la liquidación. — 68. La influencia de los propietarios del suelo. — 69. Duración relativa de las fases de prosperidad y depresión. — 70. Efectos probables de la inflación monetaria en la República Argentina. — 71. Variaciones de la tasa del descuento y los precios inflados. — 72. La elasticidad de la circulación monetaria. — 73. Criterios arbitrarios. — 74. El caso de la República Argentina. — 75. Una experiencia reciente. — 76. Inflationismo y bolchevismo.

40. “Las teorías científicas — dice Vilfredo Pareto — son de dos clases: en una, las teorías se aproximan indefinidamente a un límite; puede decirse en lenguaje matemático que ellas tienen asíntota. Tales son en nuestro tiempo casi todas las de las ciencias naturales. En la otra clase, las teorías,

(*) Continuación. Véase nuestro número anterior.

en vez de aproximarse a un límite, oscilan perpetuamente entre dos polos o puntos extremos. Tales son casi todas las teorías económicas y sociales'' (1).

La moneda tiene una tendencia milenaria hacia su deterioración; porque en todas las edades de la historia se hace sentir de una manera intermitente la tendencia incoercible de los deudores — sobre todo, cuando tienen el gobierno en sus manos — a despojar a sus acreedores. Por esto, la teoría de la moneda oscila, según Pareto, del polo de la *moneda-mercadería*, donde es un teoría económica, hacia el polo de la *moneda-signo*, donde, más que una teoría económica, es una teoría sociológica que explica la decadencia y renovación de las aristocracias: polo que los deudores deberían proponer que se denominase polo de Knapp, en homenaje al ilustre creador del papelismo, o concepción jurídica, según la cual, moneda es todo objeto que el orden jurídico del Estado reconoce como medio de pago(2).

41. Cuando los loros deudores están en el candelero, la teoría monetaria se aproxima indefinidamente al polo de la moneda-signo. En otros términos, la moneda metálica se falsifica; se pasa de la conversión a la inconversión de la moneda fiduciaria, y por tal medio, los deudores despojan a sus acreedores, o como ahora se dice — eufemismo algo hipócrita —, se transfieren consumos de las clases inactivas a las clases activas(3). Cuando, por el contrario, son los loros acreedores los que se hallan en el candelero, la teoría monetaria se aproxima indefinidamente al polo de la moneda-mercadería, y se respeta o estabiliza el valor de la moneda. A pesar de todas las sutilezas con que Maynard Keynes intenta justificar la inflación monetaria, y lo que llama con otro eufemismo que parece burla cruel o rasgo de humorismo, 'Income Inflation'(4), los hechos prueban que conviene mucho más a la colectividad el gobierno de los loros acreedores que el de los

(1) V. PARETO, *Fatti e teorie*, pág. 195, Firenze, 1920.

(2) G. F. KNAPP, *The State theory of money*, págs. 1-38, Londres, 1924. — Cf. S. LEIERSON, *Exposición y crítica de la teoría estatista de la teoría de la moneda del profesor G. F. Knapp*, Buenos Aires, 1932, *passim*.

(3) Cf. B. FOÁ, *Recenti teorie monetarie del ciclo*, en 'Giornale degli Economisti', pág. 864, diciembre de 1931.

(4) Véase: J. MAYNARD KEYNES, *A. Treatise on Money*, vol. I, págs. 293-298, Nueva York, 1930.

lros deudores. Prueban, además, muy particularmente en el caso de la República Argentina, como se verá, que la inflación, cuando se practica con la falsa moneda del billete inconvertible, agrava los males que pretende remediar, y ocasiona otros peores, como la imprevisión, el optimismo ciego, la relajación de las costumbres, el despilfarro, y en definitiva, daños económicos, destrucción de riqueza, que no se compensan con sus beneficios por lo demás muy discutibles.

42. Es tendencia natural del lenguaje la de llamar ciertas cosas con vocablos cuya significación es diametralmente opuesta a la que aquellas cosas sugieren. Los griegos, por ejemplo, llamaban Ponto Euxino (mar hospitalario) al mar más inhospitalario del mundo antiguo. Por una tendencia semejante, algunos llaman hoy emisión *fiduciaria* a la emisión de billetes inconvertibles, y *redescuento*, a la emisión de billetes también inconvertibles a cambio de títulos de crédito. Huelga el recordar que para que la emisión de billetes — así sean emitidos a cambio de oro o de títulos de crédito —, pueda llamarse moneda fiduciaria, o moneda *regulada*, como la denomina Maynard Keynes ⁽¹⁾, ES MENESTER QUE LOS CAMBIOS SEAN ABSOLUTAMENTE LIBRES; que pueda realizarse sin traba ninguna la conversión de los billetes y la exportación de oro. Si los cambios fuesen libres sería lícito decir que los billetes son moneda fiduciaria. Se podría efectuar una emisión, cualquiera que fuese: el mercado, por acción automática de la libre concurrencia, corregiría el exceso, expulsando de la circulación las cantidades exuberantes. Pero si no lo son, si se suspende la conversión de billetes, y, al propio tiempo, se prohíbe la exportación de oro; si se traba el volante monetario del mercado, el billete deja de ser moneda fiduciaria y se transforma en falsa moneda, que sólo circula por compulsión gubernativa. La inflación produce entonces una falsa prosperidad, cuyas consecuencias lejanas son harto más perjudiciales que la desinflación o enrarecimiento del medio circulante. Tal es el caso de la República Argentina, durante el período 1886-1899, esto es, durante el período que se inicia poco antes del establecimiento de los llamados bancos nacionales garantidos y se prolonga hasta la estabilización monetaria impuesta por la ley 3871. Como se ha visto, aquellos bancos se fundaron con el pretexto consabido de la escasez de

(1) *Op. cit.*, I, págs. 4-10.

medio circulante. En el mismo año de su fundación, empezó

| Años | I | II | III | IV |
|------|-----|---------|---------|---------|
| 1886 | 139 | 89.197 | 165.243 | 38.427 |
| 1887 | 135 | 94.070 | 201.774 | 89.895 |
| 1888 | 148 | 129.505 | 228.524 | 123.077 |
| 1889 | 191 | 163.647 | 254.715 | 304.205 |
| 1890 | 251 | 245.100 | 245.059 | 103.011 |
| 1891 | 387 | 261.408 | 170.426 | 90.315 |
| 1892 | 332 | 281.608 | 204.851 | 80.863 |
| 1893 | 324 | 306.743 | 190.313 | 82.637 |
| 1894 | 357 | 208.702 | 194.476 | 79.442 |
| 1895 | 344 | 296.743 | 215.164 | 70.556 |
| 1896 | 296 | 295.165 | 228.965 | 45.518 |
| 1897 | 291 | 292.703 | 199.458 | 50.909 |
| 1898 | 258 | 292.046 | 241.258 | 40.867 |
| 1899 | 225 | 291.342 | 301.768 | 45.449 |

I. Premio % medio del oro en m\$.
 II. Circulación fiduciaria, miles m\$.
 III. Intercambio con el ext., miles o\$.
 IV. Transmisión inmobiliaria en la capital federal, miles m\$.

el desenfreno de las emisiones inconvertibles y juntamente con ellas, como lo exterioriza el cuadro, el abuso del crédito público y privado y la locura de la especulación inmobiliaria en Buenos Aires, en suma, la falsa prosperidad de los años 1888-1890 ⁽¹⁾. La emisión creció, de pesos 94.070.000, en 1887, a pesos 129.505.000 en 1888, a 163.647.000

en 1889, a 245.000.000 en 1890, pasando después, al caer los bancos nacionales garantidos, con las emisiones directamente sancionadas por el Congreso, a \$ 261.408.000 en 1891, a 281.608.000 en 1892 y al máximo de 306.743.000 en 1893, para descender a 291.169.000 en 1899, al sancionarse la ley 3871. Simultáneamente, las transmisiones inmobiliarias en Buenos Aires aumentaron de \$ 83.895.000 en 1887, a \$ 123.077.000 en 1888, y a 304.205.000 en 1889, para caer súbitamente a 103.011.000 en 1890, — año del *crack* —, y descender más tarde a 40.867.000 en 1898 ⁽²⁾. Las cifras del comercio exterior pasaron de pe-

(1) V. PARETO, *Cours*, vol. I, párr. 315, que también menciona el hecho, sugiere la sospecha de que las estadísticas de exportación, fueron exageradas maliciosamente, para engañar a los prestamistas europeos. Los partidos políticos de oposición atacaron entonces duramente al gobierno, pero no mencionaron el hecho a que se refiere Pareto.

(2) El hecho fué señalado como síntoma del período de prosperidad del ciclo económico, por M. TOUGAN-BARANOWSKY, *Les crises industrielles en Angleterre*, pág. 255, París, 1913: "Las especulaciones sobre terrenos urbanos y la locura de las construcciones alcanzaron, por ejemplo, enormes proporciones en Viena, en vísperas del famoso crack de 1873, en Berlín hacia la misma época, y en la República Argentina hacia 1890".

201.774.000 o/s en 1887, a 254.715.000 en 1889, para descender a 170.426.000 en 1891. "Los años que precedieron inmediatamente a 1890 fueron para la República Argentina una época de la más insensata locura de las especulaciones. Durante tres años, de 1887 a 1890, se formaron 250 sociedades por acciones cuyo capital nominal ascendió a la suma de 764.000.000 de dólares. A lo que se agregó la imprevisión gubernativa extrema: el gobierno argentino, tan desprovisto de escrúpulos como la mayor parte de los otros gobiernos de América del Sur, de ningún modo pensaba en el porvenir. Los déficit habían sido cubiertos por empréstitos⁽¹⁾, pero ni éstos bastaban. El gobierno no temió recurrir al medio extremo, a la emisión de papel moneda. En poco tiempo el país se vió inundado de papel-moneda"⁽²⁾. El grave daño de las emisiones no es el de las primeras, sino el de las que siguen inevitablemente, como se verá por las observaciones de Alberdi; porque una vez implantado el sistema de la emisión, los gobiernos y, desde luego los malos gobiernos, difícilmente renuncian a ella. Lo demuestran las cifras del cuadro.

43. El ilustre escritor argentino J. B. Alberdi fué uno de los primeros en examinar profunda y minuciosamente los efectos perniciosos de la inflación monetaria. Ahondando análisis iniciados por J. Stuart Mill, Coucelle Seneuil y Clement Juglar, cuya densa monografía sobre las crisis comerciales se había publicado pocos años antes⁽³⁾, y particularizándose con el estudio de las crisis argentinas, cuya significación histórica y cuyos trastornos políticos y sociales había explicado luminosamente⁽⁴⁾, vió desde luego el carácter psicológico y

(1) El hecho ha sido señalado antes por J. B. ALBERDI, *Obras Completas*, VII, 207: "nuestros presupuestos jamás dejan de presentar sobrantes, acompañados de *deficit*, que exigen empréstitos, nunca aplicados a cubrir los *deficit*, sino a supuestos trabajos de utilidad pública".

(2) M. TOUGAN-BARANOWSKY, *op. cit.*, pág. 160.

(3) El estudio de Alberdi, comenzado en 1874, se terminó en 1876. — Cf. J. B. ALBERDI, *Estudios económicos*, págs. 5, 274, 323 y 413, en *Escritos Póstumos*, vol. I, Buenos Aires, 1895.

(4) Véanse sus estudios titulados: *De la anarquía y sus dos causas principales, Crisis permanente de las Repúblicas del Plata*, en *Obras completas*, vol. VI, págs. 151, 219, 384 y 430. Aun prescindiendo de las exageraciones a que le indujeron la pasión política y los enconos personales, de que rebosan todos sus escritos, las ex-

moral del fenómeno. Las crisis, escribía, “nacen del pánico y del escepticismo, más que de la destrucción de capital efectivo. Se curan naturalmente por el renacimiento de la confianza, es decir, de la creencia, del crédito” (1). ... “El mal — agregaba —, está en la ignorancia del origen moral de la riqueza y de la causa moral de pobreza, que es el doble vicio del ocio y del dispendio” (2). Alberdi vió con claridad el carácter peculiar de las crisis en América del sur. “Hay una *riqueza* y una *pobreza* que se pueden llamar *Sud-americanas*... Tenemos suelo grande, fértil, variado, de buen clima — luego somos ricos. Y vivimos y gastamos y nos endeudamos como ricos, aunque el suelo esté sin habitantes, es decir, sin sociedad civilizada... Nos dice la ciencia de la riqueza, que la pobreza, su reverso, tiene por causas la *ociosidad* y el *dispendio*... Sin embargo, los mismos que reptimos a cada instante los teoremas de esa ciencia, nos creemos opulentos en medio de los andrajos de la miseria, de la deuda y de la insolvencia, si poseemos un territorio fértil, variado y de buen clima, sin advertir por un momento que la sociedad ociosa y disipada es origen y causa de la pobreza, aunque habite el suelo más privilegiado del mundo” (3).

44. Tratando particularmente del curso forzoso y de la inflación, escribe: “Emitir billetes de circulación pública es levantar empréstitos públicos, que hacen los que reciben los billetes a los que los emiten... (4) El curso forzoso es el crédito impuesto, el préstamo involuntario y arrancado del que es obligado a recibir un billete... Una vez establecido el papel-moneda es difícil suprimirlo, cuando es el Estado el que lo emite, porque suprimirlo es deshacerse del poder de levantar empréstitos ilimitados y sordos; es abdicar el poder omnímodo de disponer de la fortuna de todo el mundo... El vulgo tomando el papel por moneda o medida de valor y el oro por mercancía cuyo valor variable se mide por el papel, incurre en el *qui pro quo* del que piensa que es la barranca la que sube o baja cuando el nivel del río baja o sube... Las crisis comerciales concóncense naturalmente por el instrumento sobera-

plicaciones históricas y económicas de Alberdi son en lo esencial las más satisfactorias, las que mejor convienen a los hechos.

(1) *Escritos póstumos*, I, 28.

(2) *Op. cit.*, I, 46.

(3) *Op. cit.*, I, 64-66.

(4) *Op. cit.*, I, 377.

no de los cambios: —el medio circulante, el dinero, el crédito. El barómetro de sus oscilaciones y movimientos es el descuento de los bancos. El aumento de su cartera revela el de la circulación. El exceso del préstamo engendra naturalmente el exceso de especulación. Puesto así el dinero en manos de todos, todos se creen ricos, aunque el dinero no sea propio. La mera posesión del dinero tiene la virtud de infundir confianza en el poder propio. Todos emprenden y emprenden sobre todo, sin más razón que la de poseer dinero para ello. Todo el mundo gasta como rico, no según sus entradas reales, sino según sus valores imaginarios. De ahí el lujo general que se ostenta en esas situaciones. Cada uno cree poderlo sostener con el dinero que cree poder ganar. Para sostenerlo cada uno quiere ser más rico, y no hay negocio que no emprenda con el dinero facilitado por los bancos. Todos los precios y valores se levantan. Los salarios aumentan de más en más. La inmigración atraída por ellos, aumenta a la par. El oro depreciado corre a torrentes por las calles. La sociedad rebosa de bienestar y progreso; pero en realidad es entonces cuando se encuentra al borde del abismo. Repentinamente cesa ese movimiento, por una mala cosecha o por depresión de los productos del país. Las importaciones exceden a las salidas. Es preciso oro para pagar el déficit. El oro emigra y se encarece a medida que sale del país. El papel se deprecia a medida que el oro sube. La alarma se pronuncia. El crédito se contrae. Los vencimientos llegan. Todo dinero es imposible de obtener. Vienen los protestos, los embargos, las ventas forzadas, las quiebras, las ruinas, los suicidios, las fugas, la pobreza general, la liquidación de todos” (1).

45. Refiriéndose particularmente a nuestro país, agrega: “una república con un banco de Estado es un absurdo, un contrasentido: una república imperial como la de Augusto y Tiberio; un imperio libre como los de Rusia y Brasil, con sus emperadores banqueros, cuya simple voluntad es medio circulante y moneda corriente... Tales bancos son fábricas de crisis, de pobreza pública y de ruina oficial. Lo peor para la República Argentina, es que este sistema está no solamente en sus instituciones, sino en sus costumbres, en sus convicciones, en sus ideas, en su educación” (2). Nadie, como Alberdi, ha

(1) *Op. cit.*, I, 362, 363, 383 y 384.

(2) *Op. cit.*, I, 409, 410.

visto con tanta claridad el mal que ocasiona la inflación y el consiguiente abuso del crédito público y privado. “La crisis que arruina una gran masa de capital en un mercado de Sud América, — escribía, — deja estragos que no se repararán en largo tiempo, porque el capital destruído debió su origen a causas que no existen en el país. Extranjero y exótico de origen, dejó en el país extranjero del que emigró las causas que lo produjeron y formaron; y una vez destruído en el país naciente y pobre de su inmigración, deja un vacío irreparable en él, de otro mdo que por la inmigración de un nuevo capital venido de un país extranjero, en que se produjo y formó el primero”⁽¹⁾. De ahí la importancia fundamental del factor psicológico de la confianza, en países, como la República Argentina, que requieren imprescindiblemente la importación de los capitales extranjeros. Alberdi termina sentenciosamente: “en materia de crédito, como en materia de libertad, el abuso no existe donde falta el uso. El uno parece ser la condición del otro. El crédito como el alimento hace vivir si es moderado y mata si es excesivo”⁽²⁾.

46. Tal es el cuadro de la inflación monetaria, fiel y minuciosamente descripto por Alberdi. Como el Estado es de ordinario el más importante y poderoso de los malos deudores, y cuenta entre sus atributos y recursos *de emergencia*, como suele decirse, el monopolio del fraude monetario, se convierte con suma facilidad en cómplice o instrumento de los malos deudores. De ahí que, según el propio Maynard Keynes lo reconoce, el nominalismo o papelismo de Knapp haya imperado en el mundo por más de cuatro mil años. La historia monetaria argentina, cuyo reflejo teórico es el admirable estudio de Alberdi, comprueba, por lo demás, la verdad de la observación paretiana tocante al carácter mudable de la teoría monetaria: desde 1810 hasta 1932, esto es, en los cientos veintidós años de existencia independiente, la República Argentina ha vivido 32 años en el polo de la moneda-mercadería, y 90, aproximadamente, en el polo de la moneda-signo. La emisión, por desgracia, está como inserta en nuestras costumbres.

47. En diversas oportunidades, las aspiraciones emisio-
nistas de los deudores han encontrado intérpretes —, de ordinario entre ellos mismos —, apologistas del sistema de la

(1) *Op. cit.*, I, 431.

(2) *Op. cit.*, I, 428.

inflación monetaria, al que atribuyen los progresos materiales y el crecimiento del país. La abundancia de moneda, según ellos, estimula y facilita en toda forma la actividad productiva y el aumento de la riqueza, difunde la prosperidad y propaga, por consecuencia, el bienestar a todas las clases sociales (1). Es menester, pues, asegurarla, recurriendo, si a mano viene, a la emisión de los billetes inconvertibles. La desinflación monetaria, en cambio, esto es, la restricción de la cantidad de moneda en circulación, es dañosa, porque restringe la actividad productiva, y disminuye, por consiguiente, la prosperidad y el bienestar del país. La primera afirmación, a saber, la de que la abundancia de moneda estimula y facilita la actividad productiva, cuenta hoy con el sufragio del eminente economista inglés Maynard Keynes, profesor de la Universidad de Cambridge. "La comprobación que emerge de la obra de Keynes, — y que se halla por decirlo así en germen en los breves y brillantes, pero un tanto superficiales capítulos históricos —, no es de las más confortadoras. Atribuye, en efecto, el puesto de honor entre los factores del desarrollo de la sociedad moderna, a un elemento en cierto sentido frívolo y casual, esto es, a la creciente abundancia de medios de pago y consiguiente 'profit inflation' y transferencia de consumos de las clases inactivas" (2).

'48. La afirmación es enteramente arbitraria, y se funda en una hipótesis sutilísima que, tan lógica y verosímil como parezca, no puede comprobarse por medio de la estadística o de la observación directa, a saber, que: "pueden darse ahorros sin inversiones correspondientes, si se considera lo que acaece cuando un individuo se abstiene de gastar en el consu-

(1) "La Argentina es quizás el país del mundo que se emancipó más pronto de la circulación a metálico; y bajo un régimen permanente de billetes, no siempre convertibles, ha logrado envidiable prosperidad." ALVAREZ, *op. cit.*, pág. 97. El razonamiento sería inobjetable, si se demostrase previamente que bajo un régimen de moneda metálica, la 'envidiable prosperidad' hubiera sido menor: necesidad lógica que los emisionistas ni siquiera sospechan. Se demuestra, por el contrario, como puede verse a continuación, que, bajo un régimen de moneda metálica, el progreso económico es más rápido que bajo el régimen de falsa moneda.

(2) B. FOÁ, *ibid.* Tal afirmación asomaba ya tímidamente en el libro anterior de J. MAYNARD KEYNES, *A tract on monetary reform*, págs. 39-40, 1924, cuya argumentación, más artificiosa y brillante que sólida, rebatí en mis *Estudios de historia y economía*, págs. 237 a 255, Buenos Aires, 1930.

mo su rédito monetario... Hay en el mercado un adquirente menos de bienes de consumo, y en consecuencia los precios de éstos disminuyen. Esta disminución de precios aumenta el poder adquisitivo del resto de la colectividad... Si los otros individuos procediesen a reducir correspondientemente su gasto de consumo y a aumentar en consecuencia su ahorro, ello sólo tendría el efecto de aumentar después el poder adquisitivo de aquella parte del rédito que gastan. Entretanto los que ahorran se hallan individualmente más ricos por el importe de su ahorro; pero los productores de mercaderías de consumo que han vendido su producción correspondiente a un precio más bajo se encuentran más pobres por un importe igual" (1). El hecho podría realizarse tal vez en una economía *estática*, en la cual se verificasen punto por punto todas las condiciones de la hipótesis. En la realidad, profundamente *dinámica*, esas condiciones sólo podrían verificarse por una serie de coincidencias muy poco probable. El artificio desmentido por los hechos está precisamente en la frase condicional: *si los otros individuos procediesen a reducir correspondientemente su gasto de consumo*. Porque las demandas de mercaderías de consumos tienen elasticidades muy distintas, y porque también son muy distintas, correlativamente, de un instante a otro, las ofelimitades elementales de aquellas mercaderías. En otros términos, no todos los individuos reaccionan de igual modo ante la oscilación de los precios. Unos aumentan sus consumos, donde otros los disminuyen, provocando en los precios movimientos de diferente amplitud y opuesto sentido. No puede, por consiguiente, afirmarse que el ahorro de los consumidores empobrezca por un importe igual a los productores de artículos de consumo.

49. Los hechos prueban, por el contrario, al menos en lo que atañe a la República Argentina, que los períodos de desinflación monetaria, esto es, los períodos de conversión y contracción del medio circulante, coinciden con períodos de progreso más acelerado en el desarrollo económico. Si se consideran las cifras del comercio exterior como índices de la velocidad del progreso económico, las cifras del cuadro contenido en la pág. 660, demuestran que a la inflación monetaria del período 1890-1893, corresponde un progreso relativamente lento; y en cambio, a la desinflación del período 1894-1901, corresponde un período de progreso relativamente acelerado,

(2) J. MAYNARD KEYNES, *A Treatise on money*, I, 178.

hasta alcanzar un máximum de 301.768.000 pesos en el comercio exterior, que coincide con un mínimum de 291.342.000 de circulación fiduciaria, y con la iniciación de un período de conversión y estabilidad de la moneda. Podría demostrarse que el hecho se verifica también, de una manera general, en un período largo.

50. Parecería inferirse de las afirmaciones de Maynard Keynes que, al hablar de inflación, se refiere a la que, como se ha visto, denomina moneda *regulada*, esto es, a la moneda convertible. Pero nuestros emisionistas, al ensalzar las virtudes imaginarias de la inflación, se refieren a la falsa moneda, esto es, el billete inconvertible. Que la abundancia de moneda verdadera o si se quiere, inflación de billetes convertibles, puede ser beneficiosa para el fomento de la actividad productiva, es cosa que vieron con claridad nuestros viejos financistas, antecesores, en esto, de las hipótesis de Maynard Keynes, en lo que tienen de aceptables.

“Se critica a la Caja de Conversión, — escribía en 1910 el doctor Rufino Varela, — diciendo que está *empapelando* al país con su función de dar ilimitadamente moneda contra oro, y se olvida que eso que se llama *empapelamiento*, es precisamente la función de hacer aptos para el crédito, para el préstamo, para la circulación, los capitales que se han ganado en oro, o que al país se introducen en oro... Hay que convencerse y no considerar como *empapelamiento*, la mayor suma de papel que el público retira de la Caja de Conversión entregándole oro, porque ese papel *es capital en efectivo, que busca entrar en la circulación por el único medio que los hábitos monetarios permiten en nuestro país*” (1).

51. El razonamiento de los emisionistas, entraña, por otra parte, una petición de principio, que invierte arbitrariamente los términos del problema: la prosperidad es grande, se dice, porque abunda el medio circulante. Pero los hechos prueban lo contrario: el medio circulante abunda, porque la prosperidad es grande. Se confunde, pues, por otra manera que aflige, la causa con el efecto. Y hasta sería preferible decir que se confunde una relación de interdependencia funcional con una relación de causalidad. Lo correcto es decir, por consiguiente, que prosperidad y abundancia de medio cir-

(1) CÁMARA DE DIPUTADOS DE LA NACIÓN, *Proyectos financieros y estudios monetarios*, págs. 33-35, Buenos Aires, 1911.

culante se hallan en relación de interdependencia. De donde se infiere que el medio circulante abunda, *cuando* aumenta la prosperidad; pero de ningún modo, que la abundancia de medio circulante sea *causa* de la prosperidad.

52. En efecto, mientras el billete mantiene su calidad de convertible, esto es, mientras no degenera en falsa moneda, la cantidad de medio circulatorio no es arbitraria: se determina, por acción de la libre concurrencia, con todas las otras cantidades económicas, a saber, cantidades y precios de productos y servicios productores. Por esto la ley 9479, en su art. 3º, dispone juiciosamente que la Caja de Conversión sólo descontará documentos 'comerciales de plazo no mayor de 180 días'. La cantidad y el monto de estos documentos, cuando no son de favor, préstamos de consumo improductivo o simples renovaciones de documentos anteriores, depende de la actividad productiva (industrial y comercial). Si esta actividad crece, el número y el monto de aquellos documentos crecen correlativamente. Si, por el contrario, la actividad productiva decrece, también decrece la cantidad de documentos redescontables. Durante los períodos de depresión, como el que hoy atravesamos, la industria y el comercio languidecen por disminución de su actividad; las ventas disminuyen; la masa de documentos redescontables auténticos desciende necesariamente, y por consecuencia, tiende a restringirse la cantidad de billetes que pueden emitirse a cambio de títulos de crédito representativos de las actividad productiva, como lo

| 1932 Meses | I | II | III |
|---------------|-------|-------|-------|
| I | 359.4 | | 359.4 |
| II | 359.2 | | 359.2 |
| III | 359.4 | | 359.4 |
| IV | 359.4 | | 359.4 |
| V | 354.7 | 68.0 | 422.7 |
| VI | 298.3 | 170.0 | 468.3 |
| VII | 278.8 | 170.0 | 448.8 |

I. Redescuento comercial, leyes 9479 y 9577, utilizadas por decreto del P. E. de abril 25 de 1931.
 II. Redescuento de títulos autorizado por la ley 11.580, sobre empréstito patriótico.
 III. Total de redescuento.
 Todo en millones m\$.n. (1).

demuestra el cuadro adjunto, en el cual se verifica que el redescuento comercial, esto es, el que se realiza de acuerdo con las leyes 9479 y 9577, ha disminuído, de enero a julio de este año, al acentuarse la depresión de \$ 359.400.000, a pesos 278.800.000, aumentándose, sin embargo, la suma total del redescuento, por haberse puesto en vigor la ley de

empréstito patriótico, que autoriza al P. E. a redescantar los

(1) BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, *Revista Económica*, V, 89.

títulos de aquél en la Caja de Conversión: forma característica de todas nuestras viejas emisiones de billetes inconvertibles. En tales condiciones, la coincidencia de la depresión y de saldos desfavorables en el balance de pagos internacionales, acentúa el dato más significativo de la restricción fiduciaria, a saber, la fuga del oro, a veces agravada por el déficit financiero y el recargo de los servicios de la deuda externa —, como ha ocurrido en la República Argentina, país esencialmente deudor, esto es, importador de capitales monetarios —, y neutralizada en parte por la dilatación del crédito, o por el aumento de la velocidad del medio circulatorio y de las cuentas corrientes bancarias: efectos que, o se acumulan o se compensan (1).

53. Suele decirse que la falta o escasez de medio circulante provoca la depresión, y que, por consecuencia, la emisión, remedio infalible de aquélla, según la farmacopea económica de los emisionistas, acaba necesariamente con ésta: *ignorantia elenchi* que, después de las consideraciones precedentes, sería ocioso patentizar si no fuesen tan graves los daños que ocasiona. La depresión y la prosperidad son fases normales y periódicas del ciclo económico, que de ningún modo pueden atribuirse a escasez o abundancia de medio circulante (2). La falsa ciencia de los emisionistas razona, sin embargo, como si la escasez fuera la causa y la depresión el efecto, de donde infiere intrépidamente que, suprimida aquélla, desaparece de necesidad ésta; y no advierte que los hechos prueban cabalmente lo contrario, a saber, que la escasez de medio circulante es, en otros, uno de los síntomas de la depresión: no hay depresión porque haya escasez de medio circulante; antes bien, hay escasez de medio circulante, porque hay depresión.

Las cifras del cuadro inserto a continuación demuestran que la supuesta escasez de medio circulante es el mito

(1) Todos estos hechos se han comprobado, en lo que atañe a nuestro país, en los trabajos que realiza la Oficina de investigaciones económicas del Banco de la Nación Argentina. Véase *Revista Económica*, II, págs. 8-10.

(2) W. Mitchell distingue cuatro fases dentro del ciclo: depresión, renacimiento (revival), prosperidad y receso. Cf. THORP-MITCHELL, *Business Annals*, VI, 37, New York, 1926.

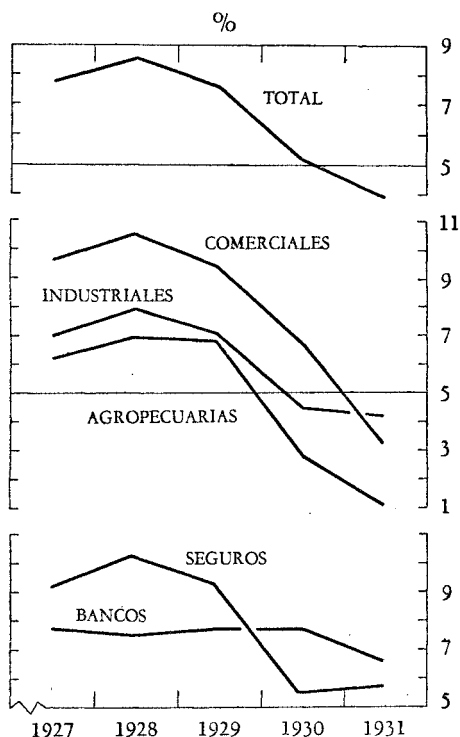
| Años | I | II | Años | I | II |
|-------------|---------|------|-------------|---------|------|
| 1927 | | | 1930 | | |
| A. | 1.383,5 | 98,3 | E. | 1.367,2 | 94,5 |
| S. | 1.451,9 | 98,2 | F. | 1.373,5 | 95,0 |
| O. | 1.519,1 | 97,6 | M. | 1.364,2 | 95,5 |
| N. | 1.538,6 | 98,1 | A. | 1.356,5 | 94,2 |
| D. | 1.564,7 | 98,1 | M. | 1.354,5 | 93,7 |
| | | | J. | 1.352,0 | 92,7 |
| 1928 | | | J. | 1.343,0 | 92,3 |
| E. | 1.623,0 | 98,4 | A. | 1.337,1 | 91,8 |
| F. | 1.660,7 | 98,9 | S. | 1.335,7 | 90,8 |
| M. | 1.723,2 | 99,4 | O. | 1.324,1 | 90,0 |
| A. | 1.744,0 | 99,4 | N. | 1.294,8 | 88,3 |
| M. | 1.774,4 | 99,5 | D. | 1.282,6 | 87,0 |
| J. | 1.784,5 | 99,0 | | | |
| J. | 1.783,7 | 98,9 | 1931 | | |
| A. | 1.782,9 | 98,2 | E. | 1.248,1 | 87,7 |
| S. | 1.781,8 | 98,2 | F. | 1.229,9 | 88,0 |
| O. | 1.757,9 | 97,8 | M. | 1.202,4 | 87,0 |
| N. | 1.757,4 | 97,6 | A. | 1.289,0 | 86,3 |
| D. | 1.749,9 | 97,2 | M. | 1.270,5 | 86,7 |
| | | | J. | 1.254,1 | 86,6 |
| 1929 | | | J. | 1.241,0 | 85,8 |
| E. | 1.744,8 | 97,7 | A. | 1.229,2 | 86,2 |
| F. | 1.738,9 | 97,8 | S. | 1.208,2 | 86,9 |
| M. | 1.698,9 | 98,0 | O. | 1.200,5 | 96,4 |
| A. | 1.666,7 | 97,8 | N. | 1.238,5 | 96,7 |
| M. | 1.638,3 | 95,7 | D. | 1.252,4 | 93,5 |
| J. | 1.559,2 | 95,1 | | | |
| J. | 1.528,1 | 96,6 | 1932 | | |
| A. | 1.514,7 | 96,2 | E. | 1.247,5 | 91,5 |
| S. | 1.487,5 | 96,2 | F. | 1.241,0 | 91,9 |
| O. | 1.442,2 | 96,1 | M. | 1.241,1 | 92,1 |
| N. | 1.381,9 | 95,1 | A. | 1.241,1 | 91,4 |
| D. | 1.340,6 | 94,4 | M. | 1.304,4 | 90,7 |
| | | | J. | 1.350,0 | 90,0 |

I: Emisión fiduciaria, en miles m\$.n.

II: Índice de precios al por mayor (1926 = 100).

con que se pretende infructuosamente disimular la contracción de los créditos bancarios, impuesta por el descenso general de los precios en el mercado mundial, y por la consiguiente disminución de la solvencia, o la total insolvencia, de muchísimos deudores. Sería ocioso demostrar que, al experimentar, los precios de nuestros productos, bajas que oscilan entre el 40 y el 50 %, en el mercado mundial, y al descender por tanto el valor de nuestras exportaciones, disminuyó en unos casos, desapareció totalmente en otros, la solvencia de un gran número de productores. Viéronse, pues, los bancos obligados a disminuir, o suprimir, correlativa y proporcionalmente los créditos que les acordaban. En consecuencia, si en julio de 1928, todavía en plena prosperidad,

la circulación fiduciaria llegó a 1.784.500.000 pesos, no puede pretenderse que sea insuficiente hoy una circulación de 1.350.000.000 de pesos, cuando bastaría, en todo caso, un ligero aumento de la velocidad de circulación, ya fuese de los billetes o de las cuentas corrientes bancarias, para remediar el pretendido defecto. La disminución de 434.500.000 pesos corresponde, por otra parte, a la variación de los demás índices económicos, como puede comprobarse en el gráfico, donde se ve que las ganancias netas de las sociedades anónimas,



República Argentina. Sociedades Anónimas: Variaciones de la tasa de rendimiento, durante el período 1927-1931

comerciales, industriales, agropecuarias, seguros y bancos, alcanzan un máximo durante el año 1928, en el período de prosperidad que terminó a fines de ese año, y descienden luego, a medida que se acentúa la depresión. En la

parte superior del gráfico se ve asimismo que la tasa total desciende, de 8 ½ %, en 1928, a menos del 4 %, en 1931 (1).

Esta forma particular de sofisma (*non causa pro causa*) ha sido también admirablemente ilustrada por V. Pareto:

“Se puede ignorar que B es la consecuencia de A, querer considerarlo deliberadamente consecuencia de C. Los errores científicos entran en el primer caso... Se encuentran ejemplos del segundo caso en las *ficciones legales*, en los razonamientos de que hacen uso los partidos políticos para oprimirse recíprocamente, o en otras circunstancias semejantes; y es así como se razona en la fábula del lobo que quería devorar al cordero. La mayor parte de los razonamientos que se hacen para establecer impuestos pertenece al mismo género: se declara que se quieren los impuestos B (en nuestro caso la emisión B) inspirándose en ciertos principios de justicia o interés general; pero en realidad B se halla vinculado por una relación de causa a efecto, con una ventaja A de la clase dominante.” (2)

54. La observación de los hechos que han ocurrido en la República Argentina durante las depresiones provocadas por la guerra mundial y las que se han verificado después de ella, prueba que las crisis se han liquidado en forma desastrosa. La inconvención y la prohibición de exportar oro han mantenido un estado de inflación monetaria relativa y, por tanto, un alza relativa del nivel de los precios. Al obstruirse en forma permanente la oscilación normal y la baja de aquéllos, se agobia el mercado con un estado de rigidez e inmovilización profundamente dañoso; se permite a muchísimos deudores morosos mantener en sus balances, como si fueran valores reales, valores ficticios o perjudicados que requieren un fuerte correctivo de amortización o disminución; se dificulta la liquidación de una masa tal vez enorme de malos negocios, y se impide por consecuencia que se practique la corrección o reajuste de los precios, sobre la base de valores reales, y no ficticios, abultados por la perspectiva de la liquidación o de la quiebra, corrección que permitiría superar la crisis y reanudar en términos normales la actividad de los negocios.

(1) BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, *Revista Económica*, V, 105. La oscilación desfavorable se verifica, durante el quinquenio 1928-1932, en casi todos los índices económicos estudiados en esa Revista: V, 84-85.

(2) V. PARETO, *Manuel d'économie politique*, cap. II, No 12.

55. Un ejemplo ilustrará el procedimiento generalmente empleado para dificultar la liquidación de la crisis, al amparo del estado rígido de precios, o poco menos, que la inflación monetaria permite. Un deudor de un millón de pesos, por ejemplo, con garantía hipotecaria de un campo que, según su propia estimación, vale dos millones, formula de ordinario el balance contenido en el cuadro. Balance de ficción, en el

| <i>D é b i t o</i> | | <i>C r é d i t o</i> | |
|--------------------|-----------|----------------------|-----------|
| Deuda | 1.000.000 | Inmueble. . . | 2.000.000 |
| Capital. . . . | 1.000.000 | | |
| Sumas iguales. | 2.000.000 | | 2.000.000 |

que se inscribe por dos millones el valor del inmueble, para que arroje un saldo positivo (capital) de un millón. El deudor sabe, sin embargo, que su campo sólo vale 700.000, y que lejos de arrojar su balance un saldo positivo de 1.000.000, arrojaría en caso de liquidación inmediata un saldo negativo, esto es, una pérdida de 300.000. De ahí que el deudor de nuestro ejemplo, hable de escasez de medio circulante, de circulación monetaria rígida (otra frasesilla equívoca y a la moda durante la depresión, puesto que la rigidez no se nota, como se verá, sino en vísperas de la inflación), y de la necesidad de una circulación elástica, — y del consabido banco central de reserva, — en todo lo cual se disimula en realidad el deseo vehemente de la inflación monetaria, esto es, de nuevas emisiones, aunque sea de billetes inconvertibles, que no dejarían de provocar el alza de los precios. De tal modo, el deudor del cuento, acaso con la complaciente y explicable inacción de su acreedor, que fué tal vez cómplice del abuso de crédito, y no se resigna a confesar un quebranto de consideración en su propio balance, por temor a sus accionistas, puede seguir manteniendo la ficción del balance, y esperar un alza artificial de los precios — *artificial*, puesto que no corresponde a una mayor o más intensa productividad, y sólo se debe, por ejemplo, a un nuevo flujo de inflación monetaria — que le permita restituir en mala moneda el préstamo que recibió en buena moneda.

56. Puede juzgarse del grado de inmovilización, considerando que sólo en el Banco Hipotecario Nacional, los préstamos en mora ascendían, según la memoria del año 1930, a \$ 742.224.733 m/l., y los servicios en mora correspondientes a esos préstamos, a \$ 88.216.501. La memoria de 1931 ya

no consigna la cifra de los préstamos en mora, acaso porque no se ha estimado prudente divulgarla. Por extrapolación lícita, tratándose de una fecha inmediatamente próxima, puede calcularse que excede ya de 800.000.000 de pesos y los servicios en mora correspondientes, a 127.512.317 pesos m/l., según balance al 31 de julio del corriente año. Habría que agregar a esa suma, los créditos también en mora del Banco de la Nación Argentina (cauciones oficiales + créditos garantizados + deudores en gestión + casi la totalidad de las prendas agrarias, y sin contar las renovaciones de documentos en cartera), que según balance al 30 de junio de 1932, ascienden a 648.000.000 de pesos, aproximadamente, y los de instituciones y bancos particulares. Se llegaría quizá a una suma no menor de 2.500 millones de pesos, que hoy oprime al mercado y dificulta el retorno a la normalidad.

57. Los emisionistas razonan aquí en la misma forma sofisticada ya referida. Para liquidar, — dicen, — hay que esperar a que los precios suban. La realidad prueba, en cambio, inexorablemente, lo contrario: para que el movimiento ascensional de los precios se reanude, es menester liquidar previamente. Si, entretanto, el flujo de la inflación monetaria crece con nuevas emisiones de billetes inconvertibles, la falsa prosperidad que se provoca con ella no elimina las causas de la depresión; muchos acreedores y rentistas son expoliados del fruto de sus ahorros; la liquidación sólo se realiza en apariencia, provocando fuertes traslaciones o remociones de riqueza, — las consabidas transferencias de consumos de las clases inactivas a las clases activas, — que arruinan o empobrecen a muchas categorías de individuos; los efectos de la depresión, eliminados superficialmente, por aquello de que no puede taparse el cielo con una criba, se acumulan; en definitiva, el malestar crece; y sobrevienen nuevas depresiones más profundas aún que las anteriores, como lo revelan en forma inequívoca las cifras del cuadro contenido en la pág. 660, para el período 1886-1890. El estimulante de la inflación concluye por matar al paciente, porque como la morfina o la cocaína para los viciosos, requiere, a fin de lograr los mismos efectos, aumentos gradualés de dosis que acarrearán la muerte. Los acreedores bancarios, por su parte, cómplices inconscientes o aturdidos, a veces, de la morosidad de los deudores, hubieran podido liquidar, con quebrantos de 10, 20, o tal vez 30 %, descongestionando el mercado, y apresurando de tal suerte

el fin de la depresión; y terminan por liquidar con quebrantos de 60, 70, y aún 100 %⁽¹⁾. Los hechos prueban, en efecto, que, si en materia médica se da oxígeno al moribundo, pues hasta el último instante hay una esperanza de reacción, en materia económica (industrial y comercial) hay que despearlo a tiempo, pues la prolongación de la agonía puede causar daños a los sobrevivientes.

58. La inflación monetaria no elimina los fenómenos característicos de la depresión, a saber, el exceso en el número de empresarios y en el monto total de la producción, la desaparición de los beneficios, el pesimismo y el retraimiento de los rentistas, que no acuden a invertir sus ahorros en la producción, la disminución gradual de los consumos y la consiguiente baja de los precios. Así, pues, la prosperidad ficticia que provoca en un país determinado la inflación monetaria, concluye por agravar los males que pretendió remediar. Porque la experiencia demuestra que los precios *inflados* no poseen las propiedades saludables de los precios naturalmente *elevados*. Para que aquéllos tuviesen tales propiedades, sería menester que el mundo formase una sola colectividad, donde un superior político practicara un sistema universal de inflación monetaria. Aún en tal hipótesis, evidentemente absurda, la pretensión de mantener un nivel constante o casi constante de precios, modificando, como lo pretende Maynard Keynes, las tendencias *alcistas* o *rebajistas* del público⁽²⁾, sería una quimera, por cuanto hay factores psicológicos que ninguna autoridad podría regular. La conveniencia misma del tratamiento sería tan discutible como la pretensión de un médico, que se propusiese mantener indefinidamente, en el organismo humano, una pulsación constante, privándole así de su fuerza más eficaz y saludable de reacción.

59. Las oscilaciones periódicas de los precios, de las cuales es como un síntoma la supuesta escasez de medio circulante, lejos de ser un mal, son el mejor estímulo de la producción; el acicate que obra con mayor eficacia sobre los empresarios de la producción, induciéndoles a combinar los coeficientes de fabricación, — esto es, a reducir los costes unitarios de producción, — alcanzando la dimensión más econó-

(1) Tales son los casos de créditos garantidos con segundas y aún terceras hipotecas.

(2) J. MAYNARD KEYNES, *Treatise*, vol. I, págs. 140-146.

mica de la empresa, en forma que aumente al máximo posible la renta de los consumidores.

60. Si, por el contrario, la inflación destruye o neutraliza, sea como fuere, la fluctuación normal de los precios, en poco tiempo el falso miraje y la ilusión engañosa de los precios inflados se disipan; y la persistencia de los quebrantos o pérdidas, cuyas causas no se han eliminado con la inflación, ahonda el perjuicio que deben soportar los crédulos y los incautos, por la desproporción entre el beneficio exiguo y el capital nominalmente mayor que la inflación ha exigido, y tal vez por la pérdida inesperada que debe soportarse. El que, por ejemplo, adquirió una fábrica o un campo, a precios inflados por exceso de falsa moneda, comprueba que la venta de productos, lejos de aumentar, sigue disminuyendo, y que los precios no crecen, o no crecen en la proporción que sería menester a fin de asegurarle un beneficio. La decepción y el quebranto son relativamente mayores; la caída de la depresión, aun más profunda si cabe; y los efectos de aquella van poco a poco acumulándose.

61. Estos males, que parecían triste privilegio de la inexperiencia sudamericana, empiezan de nuevo a propagarse por todo el mundo. En la última de sus novelas, el escritor francés André Maurois, con intuición feliz del problema, hace hablar sobre la depresión a uno de sus personajes, el banquero Börsch: —“¿Por qué hay crisis? —se pregunta éste—. Porque se conceden demasiados créditos en el aire, y se mantiene un nivel artificial de precios, y porque se desarrolla de tal suerte la producción más allá de las necesidades. ¿Qué es lo que puede detener la crisis? La desaparición del exceso de productores, esto es, de los menos aptos para la lucha. Todas las crisis precedentes se terminaron de tal modo. Llega un instante en que el mercado se sana, y en que los organismos fuertes que han sobrevivido a la epidemia, pueden respirar de nuevo” (1).

62. El procedimiento de agravación y demora, que prolonga la fase descendente del ciclo económico, con daño de la colectividad, es como un estado crónico de ciertos países. Supóngase: A. Un comerciante que da balance al fin del ejercicio y comprueba que sus beneficios líquidos alcanzan, por

(1) ANDRÉ MAUROIS, *Le cerde de famille*, pág. 300.

ejemplo, al 25 %. Aumenta entonces innecesariamente el giro de sus negocios, invierte capitales excesivos, complica su administración, o lo que es más frecuente, aumenta con exceso sus consumos, sus gastos improductivos. *B*. Otro comerciante que, al verificar en su balance anual un beneficio de tal entidad, castiga los principales rubros de su activo, creándose reservas, manifiestas u ocultas, y en tal forma reduce sus utilidades líquidas al tipo del interés corriente. En el ejercicio siguiente los negocios no marchan con la misma prosperidad. Ha sobrevenido, por ejemplo, una depresión; y los nuevos balances arrojan pérdidas más o menos considerables. El comerciante del caso *A*, esto es, que no fué prudente, y descontó el futuro, como si la prosperidad actual hubiese de continuarse indefinidamente, se ve tal vez ante la quiebra. El comerciante del caso *B*, en cambio, el que procedió con prudencia y admitió la posibilidad de una depresión, hace uso de sus reservas y salva sus dificultades, aun las de una eventual restricción de crédito.

63. Si el tipo *A* prevalece sobre el tipo *B* la depresión de ordinario se agrava, y la crisis se liquida más lentamente y con mayores dificultades y quebrantos. Si, por el contrario, el tipo *B* prevalece sobre el tipo *A*, la crisis se atenúa y la depresión transeurre con mayor celeridad. Los perjuicios de la liquidación se reducen al mínimo posible. En la República Argentina, la preponderancia del tipo *A* sobre el tipo *B* ha contribuído con frecuencia al agravamiento de las depresiones, volviendo muy lenta su liquidación y muy onerosos los daños de la misma⁽¹⁾.

64. Con estas observaciones llegamos a la zona en que la economía confina con la sociología, mejor dicho, con la psicología social. Porque los dos tipos descriptos corresponden a dos mentalidades distintas. El tipo *A* corresponde en nuestro país al de cierta mentalidad ganadera; el tipo *B*, al productor o al comerciante activo, prudente en su gestión, previsor y precavido en sus cálculos y moderado en sus consumos. Uno y otro dan lugar a una evolución muy

(1) Si el tipo *A* se halla en el candelero, provoca la intervención gubernativa en la liquidación de la crisis, y agrava de tal suerte la depresión, con las ampliaciones de crédito bancario y las esperas indefinidas que obtiene para los deudores en estado de insolvencia.

semejante a la de los Estados Unidos, en la primera mitad del siglo XIX. Veíanse allí también los dos tipos referidos: el plantador de los Estados del sur, gran señor de costumbres y gustos aristocráticos (propietario de grandes extensiones de tierra y de recuas de esclavos) cuya existencia zozobranante transcurría entre fiestas mundanas y viajes a Europa, bajo la constante amenaza de sus acreedores; y el comerciante o el industrial de los Estados del norte, generalmente moderado y sobrio en sus gustos, activo y emprendedor en sus negocios, y a quien, en gran parte, se deben la prosperidad y el engrandecimiento del país⁽¹⁾.

65. En los países industriales la prosperidad se inicia en las industrias metalúrgicas y mineras, esto es, en las que transforman el ahorro en capitales nuevos, y se propaga después a las otras ramas de la producción. En los países agrícolas y ganaderos, como la República Argentina, el movimiento se inicia en la producción de subsistencias y materias primeras, y se propaga luego a especulación sobre valores inmobiliarios, — campos y terrenos, — que dependen de aquella. Las transformaciones y los movimientos del ahorro son en general menos lentos en la industria y en el comercio que en la agricultura y en la ganadería. Por esto, sin duda, la liquidación, durante la fase descendente, se realiza en los primeros, con mayor celeridad que en las segundas. En suma, las transformaciones del capital mobiliario, que se halla expuesto a mayores riesgos de deteriorización o destrucción, son menos lentas que las del capital inmobiliario. El ahorro se transforma con facilidad en este último, esto es, en terrenos y campos y en mejoras de los mismos; pero se retira de ellos lenta y parcialmente. Y esta modalidad del ahorro por lo que atañe a los capitales inmobiliarios, contribuye también a prolongar la liquidación de la crisis, en los países en que la producción es principalmente agrícola y ganadera.

66. En la República Argentina median además otros elementos puramente locales de prolongación o agravación. El banco oficial, por efecto de una serie de remiendos introducidos a su ley orgánica, en esos mal llamados 'momentos o situaciones de apremio o emergencia', funciona simultáneamente como banco de descuento y como banco central de

(1) Cf. sobre el punto las observaciones sugestivas de E. CHANNINGS, *Histoire des Etats-Unis d'Amerique*, págs. 10-12, París, 1919.

circulación, puesto que tiene a su cargo el redescuento a cambio de títulos de crédito, con todos los inconvenientes de semejante concurrencia, y sin las ventajas separadas de los dos tipos de bancos. Representa, por sí solo, poco más o menos, el 50 % de toda la actividad bancaria. En abril de 1932, sobre un total de préstamos de \$ 3.506.800.000 m/l., el banco oficial acordó \$ 1.730.300.000. Este banco es, por su organización anticuada y defectuosa, una entidad burocrática; y con su lentitud paquidérmica y su tasa de descuento generalmente rígida, según las circunstancias, el peso muerto que deben soportar, o la ventaja exorbitante a veces con que se benefician los otros bancos. Sin contar con que algunos de éstos son meras dependencias del banco oficial, que viven ficticiamente del redescuento, — en nuestro país, forma habitual del oxígeno que se suministra a muchos moribundos, — y de la caución de documentos oficiales. Por uno y otro concepto, les acordó en el expresado mes de abril de 1932 hasta la cantidad de 514.600.000 pesos.

67. Los graves inconvenientes de este sistema mixto, burocrático y comercial, cuyos efectos perniciosos deben soportar los otros bancos, esto es, las instituciones comerciales auténticas, que no viven ficticiamente como dependencias o apéndices del banco oficial, se hacen sentir particularmente durante la depresión, con todas sus consecuencias. La influencia política, esto es, el influjo deletéreo de los politicastros y sus patronos o clientelas electorales, actúa entonces sobre los directorios del banco oficial y de los bancos satélites, prolongando indefinidamente el reintegro de muchos créditos, y entorpece la liquidación de las crisis, contribuyendo así al aumento de las llamadas hoy 'carteras congeladas', que tal vez sería más correcto denominar 'carteras petrificadas', en el sentido de que no hay frecuentemente calor de circulación fiduciaria capaz de provocar su liquidación. Probablemente los bancos particulares auténticos tratan de substraerse en cuanto es posible a este sistema de liquidación; y cuando por acción conjunta, — que suele denominarse 'arreglo colectivo', — se ven implicados en éste, consideran el quebranto, invariable y prestamente pasado a ganancias y pérdidas, como un perjuicio menor que el que deberían soportar, creando por su propia cuenta, con independencia del banco oficial, un sistema sensato de liquidación, verdaderamente comercial.

68. Poco tiempo hace, en el gran certamen de la ga-

nadería nacional, uno de los oradores oficiales dijo, refiriéndose a ella, que sus intereses eran sagrados y estaban por encima de todas las luchas de clases y de partidos. El hecho tendría por sí solo una significación muy laudable, como expresión de solidaridad nacional y de cultura política, si no se comprobase, como por desgracia se comprueba, que la solicitud verdaderamente paternal con que el gobierno atiende a los intereses de la gran industria, alcanza también a los abusos y a las prácticas dañosas. Así se hallen en el gobierno los tirios o los troyanos, y cualesquiera que sean los enconos y odios de la lucha política, la liquidación de los malos negocios, cuando afecta de algún modo a los propietarios y hacendados, se prolonga indefinidamente, acumulándose los efectos de la depresión, a la expectativa de una quimérica reacción de los precios, que no sobreviene, precisamente, porque no la precede la liquidación del pasado. La posesión del suelo entraña, pues, un poder político importantísimo, a saber, el de modificar en provecho propio la repartición de los impuestos, en otros términos, como dice profundamente Vilfredo Pareto, la facultad de recaudar tributos sobre las otras clases de la población⁽¹⁾. En la República Argentina, la caída y la liquidación desastrosa de los bancos oficiales, la prolongación de las depresiones, por el abuso profundamente nocivo de las esperas o renovaciones, — y quiera Dios que algún día no tengamos que decir lo mismo que los de hoy, — comprueban la verdad de la observación paretiana. Frente a los depositantes y tenedores de cédulas, el Estado tuvo que hacer efectiva su propia responsabilidad; y de tal suerte la prodigalidad y el despilfarro de aquellos bancos, consumados en favor de especuladores y propietarios del suelo, fueron por último soportados por las otras clases de la población.

69. Las investigaciones de Mitchell y Thorp ponen en evidencia los diferentes sistemas de la liquidación de la crisis. Los países que practican un sistema puramente comercial y rápido de liquidación, ajeno por completo a influjos capaces de prolongarla sin necesidad, tienen una relación o cociente de periodos de prosperidad por periodos de depresión, mayor que los países en los cuales esa liquidación se prolonga en forma perjudicial. Mientras en los primeros, la relación varía de 1.86 a 1.61, durante el período 1886-1913, en la República Argentina, como lo indica el cuadro, des-

(1) V. PARETO, *Cours*, vol. I, párrafo 551.

ciende de 1.07 a 1.00, durante el período 1921-1932: prueba inequívoca de la lentitud y acumulación de las depresiones⁽¹⁾.

| REPUBLICA ARGENTINA DURACIÓN RELATIVA DE LAS FASES DE PROSPERIDAD Y DEPRESIÓN | |
|---|------------------------------|
| Períodos | $\frac{p}{d}$ ⁽¹⁾ |
| 1890 - 1920 | 1.07 |
| 1890 - 1913 | 1.06 |
| Períodos | — ⁽¹⁾ |
| 1921 - 1932 | 1.00 |

(1) p = prosperidad.
 d = depresión.

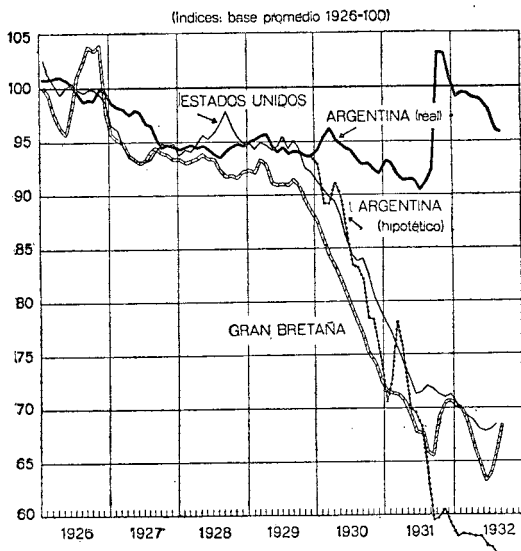
70. La historia prueba que no hay acontecimientos absolutamente malos o buenos, acaso porque los hombres no somos ni ángeles ni demonios, como quiera que participemos en proporción variadísima de la naturaleza angélica y de la naturaleza diabólica. Así, pues, si se pretendiera eliminar la depresión y dar mayor elasticidad, según suele decirse, a

nuestra circulación monetaria, mediante la inflación, deberíamos calcular sus efectos probables, sean benéficos o perjudiciales. Esto es lo que aconseja un criterio elementalísimo de prudencia. Huelga demostrar que no es así cómo proceden los emisionistas. Por aquello de que cada uno habla de la feria según le va en ella, ponderan las ventajas de la emisión, pero no admiten ni por asomos que pueda ocasionar daños. Conviene, por consiguiente, que miremos por el reverso la nueva moneda que nos ofrecen, y veamos lo que contiene por dentro; no sea que resulte como aquellos *foderati* de los tiempos de Nerón: monedas doradas y brillantes por fuera, y de cuero por dentro.

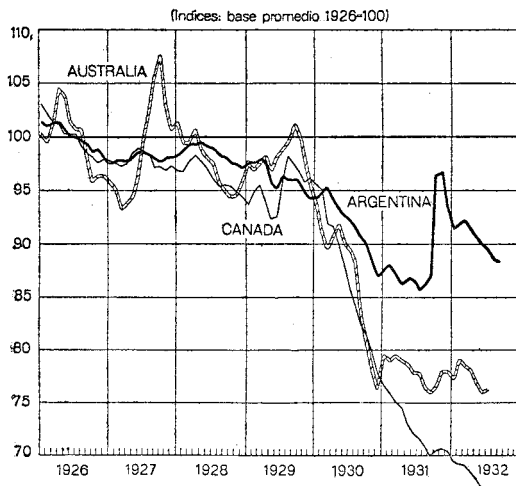
a) Recordemos, desde luego que inflación monetaria es todo aumento de la cantidad de moneda en circulación, relativamente a la cantidad de cosas que con la moneda pueden comprarse. Hay quienes creen, o fingen creer, que 'inflación' es el aumento *absoluto* y que no lo es, en cambio, el aumento *relativo*, que resulta de mantener en circulación una cantidad mayor que la necesaria para el volumen total de las transacciones. Con el primer procedimiento *se provoca el alza*, con el segundo, *se impide la baja*

(1) MITCHELL-THORP, *Business Annals*, vol. VIII, pág. 65.

de los precios. Este último, es decir, el sistema de inflación relativa y de precios rígidos, es el que, con intermitencias, se viene practicando en la República Argentina, desde 1914, como se ve claramente en el gráfico. Desde 1926 (= 100),



mientras el índice de precios al por mayor ha experimentado un descenso de 32 % en los Estados Unidos y en la Gran Bretaña, de 24 % en Australia y de más de 30 % en



Canadá; en la República Argentina ese descenso ha sido de 10 %. El mismo gráfico revela que, de no mediar la inflación relativa provocada por la inconvertibilidad, el des-

censo habría sido de más de 40 % (línea de puntos del índice hipotético). Hoy el sistema resulta insuficiente; la depresión se prolonga; y la esperada reacción de los precios no se produce. De ahí la insistencia con que se viene reclamando la emisión, esto es, la inflación absoluta. Como las causas de la depresión son *exteriores*, vale decir, proceden del mercado mundial, la emisión reclamada, fenómeno puramente local de proporciones ínfimas, no tendrá efecto ninguno sobre ellas. Producirá un alza general de los precios en el mercado interno; lo cual equivale a decir que las libras, los dólares, los francos, que se pagan en el mercado mundial por nuestros productos, se traducirán a otro lenguaje monetario. Si antes se decía, por ejemplo, que un producto que valía un dólar se traducía en \$ 3,88 m|l, se traducirá con la inflación en \$ 6, 7 u 8 m|l.

b) Una experiencia milenaria demuestra — y lo admiten también los emisionistas — que un flujo más o menos violento de inflación monetaria no dejaría de ocasionar la deterioración, baja del poder adquisitivo de la moneda, esto es, el encarecimiento del costo de la vida, en perjuicio de todos aquellos que tienen réditos monetarios fijos, a saber, rentistas, locadores por contrato de plazo no vencido, empleados, obreros, etc. Si, como es probable, la composición de la población argentina no ha variado mayormente desde el censo de 1914 acá, la emisión inferiría un grave daño al 70 % de los habitantes del país; en buen romance, provocaría un despojo — una transferencia de consumos de las clases pasivas a las activas, según el eufemismo de marras — en perjuicio del 70 % y en beneficio del 30 % restante. Las clases referidas se hallarían más pobres; se hallarían, en cambio, más ricas, las clases de los propietarios no sujetos a contrato, los industriales, los comerciantes, los hacendados y los agricultores⁽¹⁾.

(1) En los cuatro primeros meses que siguieron a la inconversión decretada en diciembre de 1929 (enero-abril de 1930), el importe de la traslación o remoción de riqueza fué de 21.250.000 dólares, aproximadamente, por lo que se refiere a las cifras de la importación y la exportación. Aquella suma, que ganaron los exportadores y tal vez un número limitado de productores, la perdieron los importadores, o los consumidores que compraron los productos importados. Cf. L. R. GONDRA, *Estudios de historia y economía*, pág. 195, nota 1. Habría que sumar, si fuera posible calcularlas, todas las demás, que se verificaron entre las otras clases — suma algebraica, porque no todas ellas son del mismo signo, en las distintas clases — y se tendría seguramente el importe o valor de la traslación total, con todos sus trastornos.

Pero, como lo que no se va en lágrimas, se va en suspiros, veamos ahora lo que acontecería probablemente a estos últimos, es decir, a los hacendados y a los agricultores.

c) Nuestro principal mercado de carnes y cereales es Inglaterra, donde aquéllos se cotizan, según sus tipos. Mientras el cambio no varía, los precios de nuestros productos no fluctúan; pero si un flujo de inflación provoca la baja, esto es, la depreciación de nuestra moneda en el mercado mundial, la concurrencia entre los exportadores se acentúa; y con el propósito de aumentar el volumen de sus ventas, disponiendo ya de un apreciable beneficio en el cambio, bajan el precio de oferta en el mercado importador, esto es, en Inglaterra. Un beneficio inesperado en el cambio, por baja de nuestra moneda, de 4 %, por ejemplo, les permite ofrecer el producto con una rebaja de 1 %, pongo por caso, y aun ganan 3 %. Y no faltará luego quien se contente con ganar 2 %, rebajando en 2 % el precio de oferta. Al conocerse en Buenos Aires estos precios en baja, descienden aquí también los precios; y a poco que el pánico intervenga, el fenómeno de la baja se acentúa. O, porque la concurrencia entre los vendedores se vuelve más activa, como acontece con los cereales; porque media un acuerdo entre los exportadores, como el *pool* de los frigoríficos tantas veces denunciado, a la depreciación de nuestra moneda, en el mercado exterior, por efecto de la inflación, seguirá probablemente la baja de nuestros productos.

d) Aquella copla tan resobada de que la mala moneda estimula la exportación es de ordinario incierta. No lo es, en cambio, por desgracia, al menos para nosotros, la de que: *moneda depreciada envilece el valor de nuestros productos*. Y aun habría que agregar — estrambote muy poco chistoso de la copla — que la inflación, el encarecimiento del coste de la vida que sería su consecuencia, reagraría el malestar de las clases populares, con todas sus consecuencias de huelgas y agitaciones sociales, que suelen ser frecuentes en estos casos, y que no serían, hoy, sin duda, una perspectiva muy lisonjera.

e) Suele distinguirse la tasa *real* del interés bancario, de la tasa *monetaria* del mismo. Si un individuo recibe prestada la suma de cien pesos al 5 % de interés anual, al cabo de un año deberá restituir a su acreedor la suma de ciento cinco pesos. Si entretanto el precio de la moneda en numerario baja en 10 %, el acreedor recibirá un valor nominal de ciento cinco pesos, y un valor *real* de \$ 94.50. Contra este riesgo de la deterioración monetaria, efecto inevitable de la inflación, se defiende el banquero mediante una prima de seguro, que

puede ser considerable. La experiencia demuestra que la tasa del interés crece con tal motivo en mayor proporción que la depreciación monetaria. Es también incierta esta otra copla, de que: inflación o abundancia de dinero significa `tasa reducida del interés bancario.

71. Como se ha dicho, una cantidad excesiva de moneda verdadera, esto es, de billetes convertibles, se corrige automáticamente por acción de la libre concurrencia, como lo prueban las cifras del cuadro inserto en la pág. 670. Durante el período 1927-1929, los cambios fueron enteramente libres: funcionó sin el menor tropiezo el mecanismo de la conversión de los billetes, por medio de la Caja; y fué libre la exportación de oro. La tasa del descuento bancario (descuento de pagarés) descendió, oscilando entre 6.05 y 6.85 % y comprobándose así el teorema de Macleod: el valor de la moneda varía en sentido inverso del precio [de la letra de cambio] y en el mismo sentido del descuento⁽¹⁾. En cambio, durante el período 1929-1932, bajo régimen de falsa moneda, esto es, de inflación monetaria, la tasa del descuento aumentó, oscilando entre 7.10 y 7.50. La diferencia entre precios *inflados* y precios *elevados* se traduce, pues, en un hecho de la mayor importancia, a saber, en oscilaciones opuestas de la tasa bancaria de descuento. Con los primeros, el descuento crece; porque el banquero sabe lo que presta pero ignora lo que recibirá en pago. Se cubre, pues, del riesgo de la deterioración monetaria, con una prima de seguro, esto es, con un aumento de la tasa *real* del descuento bancario, que puede ser considerable, como lo fué, por ejemplo, en Alemania, durante la gran inflación monetaria que siguió a la terminación de la guerra de 1914⁽²⁾. Por el contrario, con los segundos, esto es, con los precios naturalmente altos, la tasa del descuento descende; y no se recarga con la prima referida, porque el riesgo de la deteriorización monetaria no existe.

72. La falta de elasticidad de la circulación fiduciaria, de que tanto se hace mérito, para reclamar la emisión inconvertible, es uno de los recursos desesperados a que suelen apelar los deudores en trance de restricción de crédito y liquidación forzosa. Cuando no media intromisión del Estado, generalmente inspirada en estos casos por sus propios desórdenes y por intereses particulares que de ordinario no coinciden con

(1) E. D. MACLEOD, *Filosofía Económica*, cap. IV, párrafo 24.

(2) Cf. J. MAYNARD KEYNES, *Monetary Reform*, pág. 23.

el interés de la colectividad, la acción automática de la libre concurrencia determina la cantidad necesaria de medios de pago. La doble demanda industrial y monetaria de la mercadería-moneda, en el mercado hermético, a la que se suma el doble juego de la importación y exportación en el mercado abierto, bastan para disminuir o aumentar aquella cantidad, vale decir, para darle la elasticidad que reclame la actividad de los negocios, esto es, el intercambio de productos y servicios. Durante el período de actividad o fase ascendente del ciclo económico, si por acaso la cantidad efectiva de medios de pago es insuficiente, un aumento en la velocidad de circulación de la moneda y de las cuentas corrientes bancarias basta para corregir el defecto. Durante la depresión o fase descendente, la exportación, la desmonetización y el atesoramiento bastan para corregir el defecto contrario.

73. Lo singular de este pretendido defecto del mecanismo monetario, es que sólo se nota durante la depresión. En general, nadie se queja del exceso de medio circulatorio, ni se oyen lamentos por falta de elasticidad, en el período de ascenso o de prosperidad. Antes bien, una plétora de oro, una cantidad exuberante de medios de pago, aunque sobrevenga de súbito, suele ser motivo de orgullo y algo así como prueba de la solidez del estado económico y financiero del país, para los que, más tarde, cuando la depresión llega por sus pasos contados, reprochan a la circulación su poca o ninguna elasticidad. La moneda, según parece, debe ser elástica para que aumente; nunca para que disminuya. Falta de elasticidad significa, pues, disminución, que se invoca precisamente, cuando la cantidad de moneda debe por fuerza disminuir, porque durante la depresión, disminuye la actividad de los negocios, esto es, la masa de transacciones que requieren intervención de moneda.

74. Nuestra circulación monetaria, era relativamente rígida, antes de la ley 3871, porque dependía, por manera casi exclusiva, como el sistema americano de la ley de 1863, de la emisión de fondos públicos. Era, pues, una deuda pública, que sólo guardaba muy remota relación con la actividad productiva. Sancionada que fué nuestra ley de conversión, en 1899, nuestra circulación fué, por un contingente mínimo de 295.000.000, una deuda pública, garantida o cubierta con fondos públicos, bien que aquella ley arbitrara los medios de constituir para esa deuda un fondo de conversión, que alcanzó como es notorio a 30.000.000 de pesos oro. En cuanto excede de aquel contingente rígido, es una creación automá-

tica de la actividad productiva y depende principalmente de ella, según lo ha evidenciado la experiencia, durante más de 30 años. Tiene, por tanto, la elasticidad que ha menester, como ya lo vieron nuestros viejos financistas, Rosa, Terry y otros. Así, pues, seguir ahora recitando la cantilena ya molesta de la falta de elasticidad, es, como suele decirse, oír campanas y no saber dónde.

75. Una experiencia reciente ha puesto en evidencia la elasticidad de nuestra circulación fiduciaria. Durante el período que transcurre desde agosto de 1927 a diciembre de 1929, los cambios fueron enteramente libres: la conversión de los billetes y la exportación de oro se realizaron sin trabar ninguna. En otros términos, la libre concurrencia obró con plena eficacia. Considerando la elasticidad de la circulación monetaria, conforme a la definición marshaliana, como un caso particular de la elasticidad de la demanda, en función del índice o nivel de precios, se obtiene un coeficiente de correlación entre circulación y nivel de precios, de 0,64 poco más o menos. Si se considera el período de intensa exportación de oro que va de junio de 1928 a diciembre de 1929, el coeficiente de correlación es de 0,89 poco más o menos. En cambio, durante el período que transcurre desde enero de 1930 a junio de 1932, durante el cual, bien que imperfectamente, funcionaron los elementos del instituto central de emisión, a saber, variaciones reguladas de la tasa del descuento bancario, y redescuento a cambio de documentos comerciales y fondos públicos (los del empréstito patriótico), el coeficiente de correlación desciende a 0,40 poco más o menos⁽¹⁾. Durante el primer período de correlación, esto es, la interdependencia entre circulación e índice de precios, es mucho mayor que durante el segundo. El primero es un período de circulación relativamente elástica. Por el contrario, el segundo es un período de circulación relativamente rígida.

Nuestros emisionistas no ignoran que la circulación monetaria de la República era elástica y es hoy *deliberadamente* rígida; porque en rigor lo que buscan, contando hasta cierto punto con el sufragio de Maynard Keynes, es transformar nuestra moneda, natural, automáticamente elástica, en moneda *regulada o dirigida*, en moneda cuya elasticidad no depende de la acción automática, espontánea y saludable de la libre concurrencia, sino del designio regulador o directivo del

(1) Las series utilizadas para el cálculo son las del cuadro inserto en la pág. 38.

instituto central de emisión, o tal vez, de la presión incontenible de los deudores. Porque, de tal suerte, según la frase consabida, "se transfieren consumos, de las clases inactivas a las clases activas", particularmente, cuando las clases activas se hallan en el gobierno, y, como es natural, con gran regocijo y no poco beneficio de las clases activas.

76. En estos tiempos tan atribulados de patriotismo, de miseria demagógica y de moda oligárquica y mundana, — maridaje harto sospechoso, — y de supuesto peligro comunista, que vamos corriendo, es peregrino el comprobar que muchas personas, cuyo espíritu reaccionario y aún timorato en materia de reformas sociales es punto fuera de duda, son comunistas y promueven iniciativas o reformas comunistas, sin saberlo, como el personaje de Molière, que un buen día descubrió que hablaba en prosa y no lo sabía. Hasta del propio Maynard Keynes, cuya malicia en lo tocante a este punto no sería prudente poner en tela de juicio, se ha observado que: "el mecanismo de la creación de crédito, con su proceso de transferencia (sea *espontánea*, sea *forzada* o *inducida*) de poder de compra, de grupos a grupos, y el deber, postulado por los bancos centrales, de influir directamente en la distribución de los recursos colectivos, aumentando al máximo posible la cantidad de recursos, y por consiguiente los consumos, de las clases *activas* y productivas, y la gradual expropiación de las clases improductivas, mediante procesos de inflación, tiene un grado impresionante de semejanza con algunas características del sistema monetario e industrial soviético, tal como nos lo describen escritores dignos de fe"⁽¹⁾. Porque, a través de todas las variaciones de formas de organización social, jactanciosamente ensalzadas, el fondo codicioso y maligno de la naturaleza humana persiste sin variación alguna, y nos recuerda que todos, sin excepción, debemos, como nos dice la palabra del Señor, velar y orar para no caer en tentación; y porque, los procedimientos de expoliación y de violencia, propios del espíritu bolchevista, carecen de originalidad, y son, más o menos perfeccionados, imitación de los que pusieron en práctica los falsificadores oficiales de la moneda y los emisionistas, en todas las edades de la historia ⁽²⁾

(1) Los datos estadísticos utilizados en este estudio han sido revisados, bajo la dirección del autor, por el Instituto de investigación permanente de la Facultad de Ciencias Económicas y por la Oficina de investigaciones económicas del Banco de la Nación Argentina.

(2) B. FoÁ, *op. cit.*, pág. 871.