RAUL PREBISCH

OBRAS

1919 - 1948

Esta publicación ha sido posible gracias al apoyo recibido por el Banco Central de la República Argentina.

RAUL PREBISCH

OBRAS
1919 - 1948

III

FUNDACION RAUL PREBISCH

Supervisión: Dr. Gregorio Weinberg
Recopilación histórica y bibliográfica: Dr. Manuel Fernández López
Corrección de estilo y adecuación de texto: Olga Manfroni
Coordinación general: Dr. Gustavo Ferrari Wolfenson

© Copyright: Fundación Raúl Prebisch
Pasaje La Piedad 24
1037 Buenos Aires – Argentina

1ª Edición 1991
2200 ejemplares
ISBN Nº 950-99792

IMPRESO EN LA ARGENTINA

Prebisch, Raúl (1901 – 1986)

Tomo I : 1919 – 1928 – Artículos y ensayos.
Tomo II : 1929 – 1948 – Política económica argentina e internacional.
Tomo III : 1944 – 1948 – Cursos universitarios e indagatorias teóricas.

INDICE

101. Antecedentes y proyectos de creación de un Banco Central en Argentina 1
102. El control de cambios en la República Argentina 10
103. La política monetaria interna 88
104. Lineamientos de una política monetaria nacional 123
105. La política monetaria nacional y los planes monetarios internacionales 189
106. El Banco Central como agente financiero del Gobierno Nacional 207
107. El patrón oro y la vulnerabilidad económica de nuestros países 228
108. Interdependencia entre el proceso monetario y la actividad económica 249
109. El mecanismo de la moneda, los cambios y el crédito 299
110. La relación entre el ciclo argentino y el ciclo monetario internacional 319
111. Fenómenos monetarios y crediticios del ciclo económico 330
112. El coeficiente de expansión 350
113. El papel de las inversiones en los movimientos cíclicos argentinos 371
114. Las finanzas públicas durante el ciclo económico 381
115. La depreciación monetaria 384
116. Teoría del interés a largo plazo 420
117. Introducción al curso de Economía Política 443
118. Las teorías económicas de Lord Keynes y las doctrinas de los clásicos 450
119. La propensión a consumir y la teoría keynesiana del multiplicador 466
120. El sistema teórico keynesiano y sus proyecciones económicas y sociales 479
121. Introducción al curso de Dinámica Económica 492

101
ANTECEDENTES Y PROYECTOS DE CREACION DE UN BANCO CENTRAL EN ARGENTINA*

Después de casi nueve años de experiencia en el Banco Central argentino, se me ofrece ahora la oportunidad de reflexionar sobre lo que allí se ha hecho, de examinar desde lejos los acontecimientos sin preocupación alguna de acción inmediata, de juzgar éstos con espíritu crítico y visión de conjunto, y de extraer enseñanzas positivas para la política monetaria y financiera.

Hemos vivido con frecuencia al margen de la buena doctrina monetaria; y ha sido tan sistemático el desvío de ciertos principios en la historia de nuestro medio circulante, que cabe preguntarse si esa buena doctrina era realmente buena para nosotros, si respondía fielmente a la índole y estructura de la economía argentina. ¿No habrá llegado el momento de formular nuestros propios principios, derivados, precisamente, de nuestra realidad comprobada y de tener nuestra buena doctrina utilizando y adaptando todo lo útil de los principios generales para fincar una política monetaria nacional?

En un país nuevo y en pleno crecimiento, con amplio campo para la inversión de capitales nacionales y extranjeros, con grandes recursos naturales que desenvolver y con una economía industrial todavía por estructurar con vistas a la integración y autonomía de la nación, se requiere una política monetaria y financiera ajustada a la propia realidad. ¿Por qué no buscar nuestros propios principios si aun los mismos principios tradicionales están sufriendo un severo proceso de revisión crítica?

Viendo los problemas de mi país a la luz de la experiencia argentina, que no es ciertamente breve, puedo asegurar que se ha logrado una organización de la moneda y de los bancos que, combinada adecuadamente con las enseñanzas nacionales y extranjeras, nos permitirá desarrollar una política monetaria y financiera que responda a las auténticas conveniencias nacionales.

* *N. del Ed.* Ciclo de *Conversaciones en el Banco de México S.A.*, ofrecidas por Raúl Prebisch entre el 24 de enero y el 7 de marzo de 1944. Impresas originalmente en mimeógrafo, fueron reeditadas por el Banco Central de la República Argentina en *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943*, 2 volúmenes, Buenos Aires, 1972, págs. 255-623.

Esta actitud no es incompatible con la más estrecha participación de los planes de cooperación internacional si se logra acomodar inteligentemente lo exterior a lo esencialmente nuestro y no lo nuestro a lo exterior. Lo nuestro significa el funcionamiento ordenado de la actividad económica nacional, con el mínimo de repercusión de las fluctuaciones y contingencias exteriores (que se agregan a las propias de un país agrícola) y con la plena ocupación de sus fuerzas productivas. Un plan de cooperación que responda a ello y no sofoque o limite nuestra expansión económica por la inadmisible subordinación a ciertos principios dogmáticos, podrá crear condiciones muy favorables para lograr una activa reanudación del comercio mundial que favorecerá considerablemente el desarrollo de nuestras economías, ya que no es en modo alguno inconciliable su vigoroso desenvolvimiento con una intensa participación en la economía mundial.

Mientras estas ideas se van elaborando, frente a los serios problemas de la realidad argentina y después de una intensa crisis que trastorna profundamente la organización monetaria y bancaria, surge el Banco Central en 1935.

He vivido íntimamente este proceso, y ustedes me ofrecen ahora la oportunidad de situarme en la posición del observador objetivo imparcial. Espero mantenerme en esa posición sin mayor esfuerzo; pero si en algún momento la natural gravitación que ejercen en mi ánimo los acontecimientos en que he intervenido en forma directa me desvían involuntariamente de este camino, espero de la benevolencia de ustedes, la pregunta oportuna o la amable sugestión, me hagan volver a él para no defraudar el propósito de conocer en su verdadero valor la experiencia reciente de la moneda argentina.

PLAN DE LAS CONVERSACIONES

Para comprender mejor el significado y alcance de la experiencia monetaria argentina, me propongo describir primero la grave situación creada en el régimen de la moneda y los bancos por la crisis mundial; y en seguida me referiré a la necesidad que ello origina de corregir y sanear esa situación y construir un nuevo sistema. Expondré a continuación los lineamientos generales de la reforma y sus antecedentes inmediatos según se me ha sugerido. Hecho esto, entraremos al examen concreto de la política monetaria del Banco Central dividiéndola en dos partes: por un lado, la política de cambios o control de cambios y sus transformaciones sucesivas hasta llegar al momento actual; y, por otro, la política de regulación interna de los medios de pago. Ambas constituyen los dos aspectos fundamentales de la política monetaria general que deben combinarse adecuadamente para lograr los objetivos que ésta persigue. Estos no han sido, por cierto, idénticos en el curso de la ex-

periencia del Banco Central; por el contrario, han ido evolucionando y apartándose de ciertos conceptos monetarios tradicionales para llegar gradualmente a manifestarse en el propósito de conseguir el máximo de estabilidad en las actividades internas del país según lo explicaremos a su debido tiempo.

Examinada así la política monetaria del Banco Central, habrá llegado el momento de extraer de ella enseñanzas y sugestiones para elaborar las bases de una política monetaria nacional que corresponda a las exigencias de nuestra realidad económica y nos permita al mismo tiempo participar activamente en aquellos planes monetarios de carácter internacional a que nos hemos referido.

Con ello habremos examinado una de las funciones importantes que corresponden al Banco Central argentino, o sea la de regular la moneda y el crédito. Otra de sus funciones es la de servir como agente financiero y consejero del Gobierno, función cuya ejecución describiremos una vez completada la exposición anterior. Y, finalmente, haremos una breve mención de la tercera función importante del Banco Central, relativa a la inspección de los establecimientos de crédito y la vigilancia del cumplimiento de la Ley de Bancos. Para terminar nuestras conversaciones, haré una referencia general a las tareas de investigación e información económica que realiza el Banco Central, tanto para trazar su propia política como para colaborar con el Gobierno Nacional, tareas a las que desde el primer momento atribuyo una importancia muy explicable, dada la orientación de la política monetaria del Banco Central.

LA CRISIS MUNDIAL

Podríamos resumir los aspectos de la situación creada en el régimen de la moneda y los bancos por la intensa crisis mundial en los siguientes términos:

Primero. Abandono del patrón oro en un sistema monetario rígido. Destrucción de las bases fundamentales de este sistema y necesidad de sustituirlo por otro.

Segundo. Peligrosa situación de los bancos, tanto por los efectos de la crisis como por los errores y abusos que se cometen en la política de crédito. Riesgo de un colapso en el sistema bancario. Necesidad de sanear y consolidar la situación, por un lado, y de prevenir la repetición de los males, por otro.

Tercero. Desorganización del crédito público. Los bancos están cargados de papeles congelados del Tesoro; hay una pesada deuda flotante y falta un mercado financiero organizado en donde el Gobierno pueda colocar regularmente sus emisiones. Necesidad de resolver este problema.

Cuarto. Dispersión de los elementos de la política monetaria y financiera: Caja

de Conversión, Banco de la Nación Argentina, Oficina de Control de Cambios y Tesoro Nacional; necesidad de reunirlos y sistematizarlos, y, finalmente,

Quinto. Quebranto de la confianza pública en el régimen existente de la moneda y los bancos.

Fracaso del anterior sistema monetario

El sistema de la Caja de Conversión fue de extrema rigidez. Se limitaba ella a entregar automáticamente papel a cambio de oro y oro a cambio de papel, de acuerdo con una relación fija. Dentro de este régimen, para mantener la conversión y la estabilidad monetaria, esto es, para mantener el patrón oro, era necesario someter las actividades económicas internas a las bruscas e intensas fluctuaciones del balance de pagos.

El funcionamiento efectivo de la Caja de Conversión (aunque creada desde 1890) se inició prácticamente en 1903 y concluye en 1914, en que se cierra por lo que hace a entregas de oro. Permanece clausurada hasta 1927, en que vuelve a abrirse aunque para tornar a cerrarse en 1929.

La Caja funciona bien mientras ingresa oro para convertirse en papel; pero deja de funcionar cuando, debido a balances de pagos adversos, hay que entregar papel para exportar oro y someter a la economía interna a una violenta deflación.

No obstante el cierre de la Caja en 1929, el Gobierno continúa exportando parte de su oro para atender en el exterior los servicios de la deuda pública. Asimismo, embarca grandes cantidades de ese metal a comienzos de 1931 para contener, sin éxito, la depreciación de la moneda, como lo veremos a su tiempo. Al exportarse el oro en esta forma, disminuye paralelamente la emisión de billetes y se afectan sensiblemente los efectivos bancarios llevándolos a una posición sumamente crítica. A causa de ello, en 1931 el Gobierno decide aplicar la vieja ley de redescuento de papeles comerciales que hasta entonces no se había empledo por temor a la inflación; y la Caja de Conversión emite por primera vez billetes contra dichos papeles. El redescuento se usa moderadamente para reponer los efectivos de los bancos y no para efectuar nuevos préstamos. En 1932 se introduce una nueva modificación en el régimen de la Caja de Conversión; una ley de emergencia le lleva a emitir nuevos billetes contra papeles públicos para pagar urgentes compromisos que sofocaban al Tesoro Público.

Con todas estas modificaciones deja de existir el sistema primitivo de la Caja de Conversión; y así, bajo la presión de las circunstancias, se va abriendo el camino para la creación del Banco Central.

En el último balance de 1935 de la Caja de Conversión, contra los 1.215,7 mi-

llones de billetes emitidos, figura el siguiente activo: Oro, 561 millones; Títulos Públicos, 145,3 millones; Redescuento, 216,4 millones; Descubierto por emisiones del siglo pasado, 293 millones.

Necesidad de sanear la situación bancaria

En un país como el nuestro, la baja de los precios agrícolas en cerca de 50 por ciento durante la crisis mundial, tenía que provocar naturalmente la inmovilización general del crédito bancario. Pero aparte de este fenómeno de orden general, se planteaba el caso especial de bancos importantes que habían inmovilizado una fuerte proporción de sus créditos por una gestión imprudente, mediante préstamos o financiaciones directas a industrias, construcciones u otros negocios de lenta realización, ya sea directamente o por intermedio de filiales. En algunos casos estos préstamos e inversiones fueron sanos y en otros causa de fuertes quebrantos. En cuatro de los bancos más afectados por esta situación se había perdido totalmente el capital y las reservas, y más de la mitad de los depósitos del público. Así, pues, cuando en virtud de las exportaciones de oro se cancela una parte importante de dichos depósitos, y la desconfianza pública comienza a manifestarse, esos bancos tienen que enfrentarse a una situación muy seria, sin la posibilidad de restringir el crédito para afrontarla, tanto por la inmovilización de sus carteras, cuanto por razones psicológicas. Acuden, pues, al redescuento en el Banco de la Nación Argentina, el que, a su vez, se ve forzado a acudir a la Caja de Conversión. Diremos de paso que el Banco de la Nación Argentina es un banco oficial de depósitos y descuento, que tiene una proporción considerable de las operaciones bancarias del país, al cual las circunstancias obligaron a tomar estas funciones de redescuento. El Banco de la Nación Argentina tiene también inmovilizaciones y sufre quebrantos, si bien ampliamente cubiertos estos últimos por su fuerte capital y reservas, a los que se agregaban los préstamos al Gobierno Nacional para cubrir el déficit del presupuesto y los préstamos a los bancos que acabamos de mencionar.

Además, el Banco de la Nación durante el proceso de la crisis acude con frecuencia a su cartera para aliviar la situación de empresas a las que otros bancos restringían el crédito llevados por la absurda práctica de liquidar en tiempos de dificultad. A consecuencia de esto el Banco de la Nación Argentina se enfrenta a una situación difícil que es necesario remediar. Por ello se requiere:

a) Sanear a fondo la situación bancaria. Con este propósito se crea, por un lado el Instituto Movilizador, y, por otro, el Banco Central aplica planes graduales de liquidación y recuperación, mediante la aplicación especial de las utilidades de los bancos. El Instituto Movilizador obtiene sus recursos de la revaluación del oro.

b) Prevenir la desviación de las buenas prácticas bancarias, las inmovilizaciones y créditos abusivos. Con este objeto se dicta la Ley de Bancos y se crea la Inspección de Bancos como dependencia del Banco Central.

c) Crear un organismo regulador de la moneda y el crédito bancario para orientar a los bancos en el desarrollo de su política de crédito. Este organismo es el Banco Central.

Necesidad de organizar el mercado financiero

Desde 1931 hasta 1935 se realiza la tarea de saneamiento de las finanzas públicas, se restringen severamente los gastos, se crean nuevos impuestos y se convierte la deuda pública. Lo más apremiante de la deuda flotante del Tesoro se paga primero con un empréstito que, en parte, se coloca entre el público y en parte se cauciona en la Caja de Conversión, dando lugar a la emisión de billetes, según se ha visto. El resto de esta deuda flotante, que pesa principalmente sobre los bancos, se liquida después con parte del producto de la revaluación del oro, al crearse el Banco Central.[1]

El Tesoro Nacional no tiene en aquella época un mecanismo para colocar sus papeles. En 1932 costó mucho trabajo suscribir al público los 130 millones de pesos del empréstito a que acabo de referirme para pagar la deuda flotante. No existe propiamente un mercado financiero y el Tesoro coloca esporádicamente sus títulos por ventas directas en la Bolsa y en algunos bancos. Por otra parte, las letras de Tesorería a corto plazo se encuentran inmovilizadas en los bancos por muchos años. Es, pues, indispensable organizar el sistema de crédito público y el mercado financiero, y al Banco Central, en su carácter de agente financiero del Gobierno, le corresponde en gran parte esta tarea.

Dispersión de los elementos de un Banco Central

Antes de la creación del Banco Central habían funcionado ya en forma dispersa algunos de los elementos que corresponden a una institución reguladora de esta naturaleza. En efecto, el Banco de la Nación Argentina prestaba a los bancos mediante el redescuento y prestaba además al Tesoro, desempeñando funciones primarias

[1] La revaluación del oro y la ganancia por moneda subsidiaria al crearse el Banco Central produjeron 701 millones, de los cuales 390 se destinaron al Instituto Movilizador, 301 al pago de la deuda flotante del Tesoro y 10 millones al pago de las acciones del Gobierno en el Banco Central.

de agente financiero; todo ello a expensas de los recursos de que disponía para cumplir sus funciones específicas de banco comercial, agrario e industrial. La Caja de Conversión emite contra oro, contra documentos comerciales y contra títulos del Estado. El Tesoro coloca precariamente sus títulos y papeles y atiende directamente el pago de sus servicios; maneja, además, un incipiente Fondo de Divisas para regular los cambios por intermedio del Banco de la Nación. La Oficina de Control de Cambios, aparte de sus relaciones con importadores y exportadores, controla los movimientos de divisas de los bancos; su política tiene importantes repercusiones monetarias. Todas estas funciones, excepto aquella parte de las tareas de la Oficina de Control de Cambios relacionadas con los importadores y exportadores, pasan a ser los elementos constitutivos del Banco Central en 1935.[2]

Quebranto de la confianza

La desconfianza del público en los bancos impone la necesidad de tomar medidas; no había, sin embargo, un ambiente público preparado para crear el Banco Central; por el contrario, existía indiferencia y cierto recelo por la inflación que pudiera sobrevenir como consecuencia de la creación de este organismo. En este ambiente fueron necesarios la autoridad y prestigio del Ministro Pinedo y su experiencia parlamentaria, unidos a su tenacidad y energía para lograr del Congreso una pronta aprobación de los proyectos de reforma monetaria y bancaria consistentes en la creación del Banco Central como institución permanente, en la del Instituto Movilizador como institución transitoria para liquidar los activos congelados de los bancos y en la expedición de la Ley de Bancos.

ANTECEDENTES DEL BANCO CENTRAL

El proyecto Niemeyer

El régimen de la Caja de Conversión fue criticado siempre en la Argentina. Hubo, sin embargo, una gran resistencia a reformarla por el temor de volver a las viejas experiencias inflacionistas que tantos trastornos habían causado en el siglo pasado.

Hay varios proyectos de bancos de emisión; uno de ellos de carácter oficial, que envía el Presidente Irigoyen en 1917 al Congreso Nacional y que éste no consi-

[2] El resto de las tareas de Control de Cambios pasó al Banco Central en 1941.

dera. A la posibilidad de estudiar la creación de un Banco Central alude por primera vez la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación en un documento de 1929, impresionada por el cierre de la Caja de Conversión y el curso que había tomado el descenso cíclico. El Presidente del Gobierno Provisional, en enero de 1931, se pronuncia públicamente a favor de la creación del Banco Central, en pleno desarrollo de la crisis. Algunos meses más tarde, el Ministro de Hacienda Uriburu proyecta uno basado en la revaluación del oro. Este proyecto sigue en su estructura los lineamientos generales del que había sido preparado por Sir Otto Niemeyer para el Brasil algún tiempo antes. Poco después el Ministro de Hacienda Hueyo, que había formado parte de la Comisión que proyectó el Banco Central bajo el ministerio de Uriburu, abandona la idea de la revaluación del oro y se limita a proyectar una Ley de Bancos y algunas reformas a la Ley de Redescuentos destinadas a facilitar fondos a los bancos con inmovilizaciones. Al mismo tiempo solicita el asesoramiento de Sir Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra, quien a comienzos de 1933 elabora un Proyecto de Banco Central y otro de Ley de Bancos. En 1934 llega al Ministerio el doctor Pinedo y emprende la reforma del régimen de moneda y bancos. Los proyectos que envía al Congreso se ajustan a los de Sir Otto Niemeyer en su estructura y disposiciones técnicas; hay, sin embargo, diferencias fundamentales de concepción de la política bancaria, tanto en lo que concierne a la situación bancaria presente, como al desarrollo futuro de esa política. Veamos en qué consisten estas diferencias:

En cuanto a la situación bancaria, los proyectos de Niemeyer no preconizan medida alguna de saneamiento; en cambio, los nuevos proyectos crean con este objeto el Instituto Movilizador con fondos de la revaluación del oro, según se ha visto. Se consideraba esencial el saneamiento bancario para que el Banco Central principiara a funcionar sin tropiezos ni desviaciones. En cuanto a la deuda flotante, mientras los nuevos proyectos acuden también a la revaluación para pagarla, el proyecto de Niemeyer propone, por el contrario, utilizar 130 millones de fondos del Tesoro para amortizarla y una parte de los beneficios del Banco Central.

En cuanto a la política del Banco Central, las diferencias fundamentales son las siguientes:

Primero. Los nuevos proyectos crean la Inspección de Bancos como dependencia del Banco Central, con amplias facultades de examen de la situación de los establecimientos de crédito. En cambio, en los proyectos de Niemeyer, solamente se exige a los bancos la presentación de balances al mismo Banco.

Segundo. En los nuevos proyectos se da al Banco Central un instrumento de absorción de fondos sobrantes en el mercado a fin de actuar en el proceso cíclico. En los proyectos de Niemeyer no se hace referencia alguna a un instrumento de esta naturaleza.

Tercero. Mientras en los proyectos de Niemeyer el Banco Central podía tener divisas sin limitación alguna, en los nuevos proyectos del Gobierno solamente puede tener en divisas un 20 por ciento del total de oro y divisas, y el resto debía estar completamente en metálico; y de este 20 por ciento en divisas solamente la mitad podía computarse en el cálculo de la reserva legal del Banco Central.

Cuarto. En los proyectos de Niemeyer se dispone la elevación de la tasa del redescuento del Banco Central cuando la proporción de la reserva monetaria con respecto a los billetes sea inferior al de 33 por ciento. En los nuevos proyectos del Gobierno se suprime esta medida restrictiva que sin duda habría tenido serias repercusiones sobre la situación económica general en caso de aplicarse en una fase de descenso cíclico y exportaciones de oro.

Quinto. Mientras los nuevos proyectos del Gobierno, teniendo en cuenta la índole de las carteras bancarias y las modalidades de nuestros bancos, admiten el redescuento de papel de una sola firma, más la firma del banco que redescuenta, el proyecto de Niemeyer exige dos firmas independientemente de la bancaria y elimina el papel industrial del redescuento.

Sexto. Los proyectos de Niemeyer no se ocupan ni del Fondo de Divisas, ni del Control de Cambios, elementos que los proyectos del Gobierno incorporan al Banco Central, según se ha visto.

Del cotejo que acaba de realizarse se desprende claramente que nuestra Ley de Banco Central ha hecho el esfuerzo de adaptar al medio argentino el proyecto de Niemeyer, modificándolo en tal forma que se ajuste a la realidad de nuestro país. Esto mismo le lleva a dar mayor intervención al Estado asignándole la mitad del capital, aunque sin derecho a voto en las asambleas, dejándole el nombramiento de presidente del Banco, funcionario con amplias funciones ejecutivas y el del síndico del Banco, con facultades de fiscalización. Se criticó en aquellos tiempos en el Congreso la desviación que significaban estas disposiciones del modelo original. Hoy se censura, por el contrario, la escasa intervención del Gobierno. Creo que ambas críticas son infundadas y que la ley y la experiencia han colocado al Banco Central en la justa situación en que debe actuar como organismo encargado de importantes funciones estatales, como lo veremos a su tiempo.

Expuestos así, en forma muy sucinta los antecedentes del Banco Central Argentino, en la próxima conversación comenzaremos a exponer la política de cambios o sea uno de los aspectos de la política monetaria general del Banco Central.

102
EL CONTROL DE CAMBIOS EN LA REPUBLICA ARGENTINA*

I. INTRODUCCIÓN

El sistema de control de cambios se implantó en Argentina a fines de 1931, bajo la presión de los acontecimientos, como suele ocurrir con medidas de esta naturaleza. Todos creíamos que se trataba de una medida de emergencia, de duración limitada, destinada a desaparecer después de normalizada la situación. Sin embargo, ha durado un tiempo considerable y hoy, si bien se ha aflojado en muchos aspectos, a tal punto que ya no existe control alguno en materia de importaciones, perduran otros elementos del sistema.

En todo ese período, su organización ha ido transformándose, así en la técnica como en los objetivos, adaptándose a los cambios que continuamente sobrevenían en la realidad y aprovechando el resultado de la experiencia que se lograba en su aplicación.

El sistema ha sido manejado con aciertos y errores que vamos a puntualizar después. Gracias a la experiencia derivada de su aplicación, puede decirse que hoy nuestro país tiene en sus manos un instrumento que sin duda le ha de ser necesario, si no indispensable, en los primeros tiempos de la postguerra. Más aún, acaso podría llegar él a ser de uso permanente, y aplicarse con mayor o menor intensidad, en forma intermitente y no continua, según las condiciones, como elemento complementario de la política monetaria del Banco Central. Acaso el control de cambios en una forma elástica y muy atenuada en algunos de los rasgos más crudos del sistema anterior, pueda llegar a ser un instrumento valioso que nos permita establecer en un país de la fisonomía económica de la Argentina, un compromiso razonable entre el sistema rígido del patrón oro, que hemos visto que sometía a la economía del país a grandes e intensas fluctuaciones, y el régimen de la moneda inconvertible, depreciada y fluctuante, que tiene también sus graves inconvenientes.

* *N. del Ed. Conversaciones en el Banco de México S.A.*, t. II, 1944, págs. 15-106, enero 24, 26 y 31; febrero 4 y 7. Reproducido en *La creación del Banco Central* ..., ob. cit., págs. 275-355.

Propondría dividir esta exposición en varias partes: primero, mencionar brevemente los antecedentes del control de cambios, la situación que llevó al Gobierno a establecerlo apresuradamente; luego, las distintas etapas o fases de su evolución; en seguida estudiaríamos la organización administrativa y algunos aspectos técnicos importantes y la evolución que va sufriendo conforme se modifica la realidad. Todo ello haciendo las críticas y juzgando los resultados. Finalmente, trataremos de proponer las bases generales para una política de cambios si las condiciones de la postguerra y la continuación de los movimientos cíclicos aconsejan introducir como rasgo permanente del sistema monetario ciertos elementos del control de cambios. Es lo que desearía exponer al final de estas explicaciones: dar el resultado de las observaciones que los hechos nos han permitido hacer y formular un plan acerca de cómo la Argentina podría establecer un sistema de control de cambios después de la guerra, aprovechando toda la larga experiencia del período anterior y haciéndolo en tal forma que signifique el mínimo de intromisión en la vida económica y el mínimo de complicaciones administrativas.

ACONTECIMIENTOS QUE IMPUSIERON EL CONTROL DE CAMBIOS

Abandono del patrón oro en 1929

Comenzaremos por la exposición de los antecedentes del sistema de control de cambios. En la exposición anterior sobre el Banco Central hemos visto cómo nuestra vida económica es una continua sucesión de ciclos. El inmediato anterior a la crisis mundial se inicia en 1926 con una fase ascendente en la que el balance de pagos del país se vuelve francamente favorable: ingresa oro y ello nos permite llegar, sin violencia alguna, al restablecimiento del patrón oro después de tantos años de inconversión.

Pasamos muy fugazmente por este régimen de patrón oro, pues en 1929 hubimos de abandonarlo; ya después de invertirse el proceso cíclico y salir el oro del país hasta terminar con todo el que había entrado anteriormente, se cierra la Caja de Conversión. Así entramos en un régimen de inconversión en el que se exporta oro sólo para atender los servicios de la deuda pública. En 1931, la caída de los precios internacionales, por un lado, afecta en tal forma el valor de nuestras exportaciones, que se empieza a sentir una escasez considerable de cambios, mientras que, por otro, las importaciones continúan a un alto nivel debido a la expansión de crédito. Así, pues, no obstante el cambio político producido a fines de 1930, que momentáneamente da más confianza con respecto al valor del peso, éste continúa depreciándose. ¿Qué hace el Gobierno para atacar este mal de la depreciación que

tanto preocupa al país en esos momentos? Pues tomar las típicas medidas ortodoxas que la buena doctrina recomendaba para casos similares: primero, equilibrio del presupuesto, con una severa restricción de los gastos y aumento de los impuestos; aumento de los derechos de aduana con el doble propósito de dar mayores ingresos al fisco y de acelerar la compresión de las importaciones; en seguida se crean el impuesto a los réditos y otros tributos. En materia monetaria, no obstante que la Caja de Conversión está cerrada, a principios de 1931 se sigue una política resuelta de exportar oro para mantener el valor de la moneda. (1)* La disminución de los efectivos de los bancos provocada por la salida de metálico los lleva a la restricción del crédito.

Medidas ortodoxas contra la crisis

De manera pues, que tenemos el cuadro completo de las medidas ortodoxas: equilibrio del presupuesto, restricción de crédito y exportaciones de oro para mantener el valor de la moneda. Naturalmente que el país y sus dirigentes veían con gran aprensión la magnitud de las exportaciones de oro, pero se reflexionaba en que ya la fase descendente, iniciada a mediados de 1928, tenía una duración bastante larga y no tardaría en terminar, como habían terminado los otros ciclos anteriores en la vida del país. Por otro lado, ustedes recordarán que a principios de 1931 las noticias que nos llegaban acerca de la evolución de la crisis mundial eran más bien favorables, especialmente en las publicaciones de Estados Unidos; todas ellas señalaban que el restablecimiento ya estaba a punto de iniciarse. Creíamos, pues, que estábamos al borde de una recuperación.

También esta política ortodoxa de exportar oro se basaba en la posibilidad de hacer un gran empréstito en Francia, es decir, en recurrir a otra de las recetas clásicas. Efectivamente, en esos primeros meses estaban muy adelantadas las negociaciones para conseguirlo; pero en el mes de abril se produce en nuestro país una gran crisis política, porque el nuevo Gobierno, que creía tener el apoyo popular, es derrotado en la provincia de Buenos Aires por el partido que meses antes había sido desalojado del poder. Esto trae una situación tal de desconfianza y produce tal sacudimiento psicológico, que no tardamos en sentir inmediatamente las consecuencias sobre el peso argentino: una gran especulación y fuga de capitales. Desaparecen por completo las posibilidades de empréstitos. Nadie quiere prestar en

* *N. del Ed.* Los números entre paréntesis remiten al final del capítulo, donde se publica el diálogo que se estableció entre Raúl Prebisch y algunos de los asistentes a las *Conversaciones...*, con respecto a determinados temas.

esas condiciones políticas del país. Al mismo tiempo, la situación económica empeora y no permite recurrir a ninguna fuente de crédito.

De manera, pues, que a partir de abril de 1931 se tiene que abandonar esa política de apuntalar la moneda con grandes exportaciones de metal. Se deja deslizar la cotización y empieza entonces el peso a ser movido, no sólo por las corrientes reales del balance de pagos, sino por las psicológicas que se manifiestan en la especulación y en la fuga de capitales. Así llegamos al momento dificilísimo en que la Gran Bretaña abandona el patrón oro, hecho que, en un país con vinculaciones económicas tan estrechas con la Gran Bretaña, tenía que producir consecuencias desastrosas y una nueva depreciación de nuestra moneda. Frente a nosotros no había más salida que el establecimiento de un sistema de control de cambios. Ya se había probado la exportación de oro, nuestras reservas se habían vaciado en una forma impresionante y no se veía otra forma para contener la depreciación del peso que fijarlo artificialmente, mediante un sistema de control. Es lo que se hace en los últimos meses de 1931.

Antes de ver en qué consiste el sistema, será interesante examinar rápidamente las cifras de nuestras tenencias metálicas. En enero de 1926, al iniciarse la fase ascendente, teníamos un equivalente de 1.080 millones de pesos papel (equivalente a la par; todas las cifras que doy se basan sobre la antigua paridad); en junio de 1928 llegamos a 1.491 millones, punto éste el máximo. Ahí comienza el descenso: al cerrarse la Caja de Conversión, teníamos 1.047 millones, o sea algo menos que lo que teníamos antes. Comprobación de lo que se dijo acerca de nuestro proceso cíclico: generalmente sale más oro del que ha entrado. El proceso continúa: después, en diciembre de 1930, pasamos a 989 millones, en diciembre de 1931, a 600 (quiere decir que, para 1931, el costo de haber pretendido mantener el valor de la moneda era de 389 millones de pesos). Al iniciar sus funciones el Banco Central, en 1935, teníamos 561 millones contra 1.080 diez años antes. Esto nos da una idea de la intensidad con que la crisis afecta al sistema monetario y permite comprender el estado de ánimo en que el Gobierno se vio arrastrado a implantar el sistema de control.

Las cinco fases del sistema de control

En la evolución del sistema de control pueden distinguirse claramente cinco etapas, que mencionaré enseguida para mayor facilidad de mi exposición. Estas cinco etapas están, desde luego, vinculadas en forma muy íntima a la mayor o menor cantidad de divisas que tiene el país y a la experiencia que se va obteniendo en la aplicación del sistema. La primera etapa es la de la improvisación; no se sabe

bien cómo administrar el sistema y se tiene la idea primitiva que suele tenerse cuando se acomete un problema de esta naturaleza por primera vez: fiscalizar todo, controlar todas las transacciones para no dejar un solo resquicio por donde se pueda filtrar movimiento alguno de divisas. El sistema fracasa, como veremos después.

Pasamos en seguida a otro régimen que, teniendo en cuenta la experiencia anterior, ya no persigue el propósito primitivo de abarcar todo, sino que se contenta con abarcar una parte, aquella que la experiencia demuestra que puede controlarse; el resto se deja libre. También se recoge experiencia en cuanto al control de las importaciones, y se establece un sistema de control previo, exigiendo un permiso para poder importar. Esta es la segunda fase.

Algún tiempo después se inicia la época de crecimiento de las tenencias de cambio, en una nueva fase ascendente; se alivian entonces las restricciones y el permiso previo de cambio, que había sido el instrumento esencial del control, se debilita como instrumento restrictivo y pasa a ser, más bien, uno de selección de las importaciones por países. Esta es la tercera fase. (2)

En la cuarta se recrudecen las restricciones, porque las divisas vuelven a escasear y es necesario aplicar el sistema en forma severa a algunas de nuestras importaciones. Pero surgen algunas nuevas tendencias. Ya no se trata de actuar tan intensamente como antes en la restricción directa de las importaciones, sino por intermedio del tipo de cambio.

La quinta fase es, a causa de la guerra actual, de aflojamiento del control de las importaciones y de sustitución de ese control por otro impuesto por circunstancias exteriores. En cambio, lo que antes no habíamos controlado, el movimiento de capitales, comienza a serlo.

PRIMERA FASE: FIJACIÓN DE UN TIPO RÍGIDO

El control total

Vamos a comenzar nuestro examen con el estudio de la primera fase del control de cambios. Como he dicho, el Gobierno dispuso que todas las transacciones de cambio pasaran por un organismo llamado Comisión de Control de Cambios, ante la cual tenían que ventilarse todos los permisos para remitir fondos al exterior. Estábamos tan privados de experiencia en esa materia, y en materia de cambios en general, que fue necesario integrar esa comisión con dos miembros extranjeros; los argentinos hasta entonces no habían prestado mayor atención a esos problemas.

En cuanto concierne a la oferta de cambio, se disponía que los exportadores quedaban obligados a entregar todo el cambio proveniente de sus exportaciones, a

medida que las fuesen realizando. Ya se habían notado frecuentes actos de especulación de los exportadores, que previendo una mayor desvalorización del peso, retenían su cambio para lanzarlo luego al mercado, una vez acentuada la depreciación. De manera que la primera reacción fue la de obligarles a entregar a la Comisión la totalidad de su cambio, calculado según el valor que ellos declaraban. En cuanto a los importadores, podrían seguir haciendo sus pedidos al exterior en la forma habitual, pero se racionó el pago de las importaciones. Cuando el importador tenía que hacer éste, debía dirigirse a la Comisión de Control y solicitar un permiso, la cual lo otorgaba distribuyendo entre los importadores y demás remitentes de fondos el cambio que los exportadores entregaban en el día.

El tipo rígido de cambio

No fue el objeto primitivo establecer un tipo rígido de cambio: por el contrario, la primera idea fue ir estableciendo un tipo de acuerdo con la oferta y la demanda: el tipo de cambio se establecía según fuese más o menos grande la cantidad de cambio entregada por los exportadores y la demanda de los importadores, empresas extranjeras y remitentes particulares. Mas esa situación duró muy poco. En seguida sobrevino la tentación de fijar el tipo, de estabilizar artificialmente el valor de la moneda y de suprimir las fluctuaciones. Y así se hizo, sólo que fijando, en realidad, un tipo muy inferior a lo que las circunstancias del mercado aconsejaban. Fue un tipo artificialmente bajo para el dólar. Las consecuencias de esta operación no tardaron en sentirse. Para que se pueda mantener un precio bajo, ya sea el de una divisa o el de cualquier mercadería, es necesario racionar estrictamente la escasa cantidad de que se disponga para su compra. No se hizo así en este sistema: no se racionó previamente la importación, sino su pago. ¿Qué ocurrió entonces? En primer lugar, el tipo bajo del dólar estimuló la importación. De haberse puesto un tipo más alto, la importación se hubiera comprimido. Al ponerse un tipo bajo, se la estimuló con una prima de cambio, y así se pudo observar que, en 1932, no obstante que continuaba la baja de precios internacionales y, por lo tanto, la contracción de las exportaciones, las importaciones tendían a volver a crecer.

Lo mismo puede decirse de los servicios financieros, que en nuestro país se determinan generalmente en pesos; las ganancias en pesos que hace el capital extranjero significan una mayor o menor demanda de dólares según que el tipo sea bajo o alto. Por lo tanto, este tipo artificialmente bajo no sólo daba una prima a la importación, sino también una prima sobre los capitales remitidos al exterior.

Inexperiencia e improvisación

En cuanto respecta al funcionamiento administrativo del sistema, se tuvo que pasar por todas las consecuencias iniciales de la improvisación e inexperiencia; no había plan. La caída de la libra fue tan súbita y la necesidad de implantar el sistema tan urgente, que se procedió sin programa alguno. Por otro lado, no había mucha inclinación a formular un plan de vasto alcance, porque se tenía el sentido de la transitoriedad. No hubo tiempo, tampoco, para preparar las bases estadísticas indispensables en todo sistema de control; no sólo el conocimiento bien detallado de las mercaderías que el país importa, de su clasificación, del destino final de los distintos artículos, sino también el conocimiento de lo que cada firma ha importado, para poder aplicar las restricciones en forma equitativa.

Nada de eso se hizo. Por ello, pues, conforme iba entrando el cambio, se distribuían los permisos de importación sin ajustarse a normas, lo cual daba lugar a considerables protestas de la gente que no se sentía igualmente tratada que sus competidores. Hubo de seguirse este procedimiento necesariamente arbitrario y caer en una complicación administrativa considerable, puesto que a las demandas de los importadores y de las empresas exteriores se unían las demandas de los particulares, y éstas eran tan numerosas, y había tantas quejas, que el propio Ministro de Hacienda de aquellos momentos, hombre muy meticuloso, resolvió él mismo autorizarlas, con un trabajo que ustedes podrán imaginarse. Esas fueron las complicaciones de los primeros tiempos.

Incidencia desastrosa de la baja de precios

Vamos a ver ahora las consecuencias de este régimen, que duró desde fines de 1931 hasta fines de 1933. No repetiremos lo que se dijo acerca del tipo artificialmente bajo para el dólar. Lo más grave fue que al estabilizar la moneda en esta forma artificial, en momentos en que continuaba acentuadamente la baja de los precios-oro en el mercado universal, se hacía incidir sobre la economía interna toda la baja; así, el nivel de precios agropecuarios llegó a fines de 1932 a ser la mitad de lo que había sido en 1926. Fueron muy grandes las perturbaciones provocadas por este hecho. A la protesta creciente de la campaña, había que añadir también las consecuencias de la baja de los precios industriales. Nuestra incipiente industria comenzó a sentirlas intensamente; y el fenómeno de la desocupación, provocado por ello y por la falta de poder de compra de la campaña, se manifestó en forma muy adversa.

Además, comenzaron a bloquearse los fondos, puesto que al estimularse la im-

portación, según se ha visto, y no encontrar luego el cambio necesario para cubrirlas, empezó a acumularse una demanda atrasada de cambio. (3)

La bolsa negra de cambio

Finalmente, se desarrolló, como tenía que suceder, el mercado negro de cambios, la bolsa negra. Todo aquel que no podía lograr el cambio necesario para pagar íntegramente su importación, o para remitir el pago de servicios, o para hacer remesas particulares, en seguida se encontró con que algún exportador o negociante estaba dispuesto a venderle divisas en la bolsa negra. O alguien que quería remitir dinero a la Argentina, invertir capital, también vendía divisas a precios altos en el mercado clandestino. Y así vimos el desarrollo rápido del mercado negro, con todas las consecuencias, muy desfavorables, que tiene este fenómeno. En primer lugar, la competencia desleal: el importador que espera quedar en condiciones inferiores que el importador impaciente que acude al mercado negro. El exportador que vende cambio en el mercado oficial lo está que aquel otro que vende una parte en el mercado negro, y así se va propagando este procedimiento y afectando hondamente al régimen de control, haciéndole perder la autoridad indispensable, sin la cual un sistema de esta naturaleza no puede aplicarse eficazmente.

SEGUNDA FASE: MODIFICACIÓN DEL SISTEMA ORIGINAL

Así llegamos a noviembre de 1933, en que llega al Ministerio de Hacienda el doctor Pinedo con nuevas ideas sobre el problema de los cambios, e inicia una serie de reformas muy importantes que nos hacen entrar en la segunda fase de las cinco en que habíamos dividido esta evolución. Los tres puntos fundamentales de la reforma fueron: primero, el establecimiento de un permiso previo para la importación. Ya no se podría importar lo que se quisiera, sino lo que la autoridad cambiaria daría mediante permisos, en función de las disponibilidades de divisas del país. Segundo, se abandona el propósito de control absoluto y se dice más modestamente: vamos a controlar lo que la práctica nos enseña que puede controlarse y lo demás se deja afuera, en un mercado completamente libre. El tercer punto, fue el desplazamiento de los tipos de cambio. Se abandona ese tipo artificialmente bajo y se busca otro nivel más de acuerdo con las circunstancias.

Los dos mercados de cambios

Vamos a ver en qué consiste esta reforma. Primero, el mercado libre. ¿Qué se hizo para evitar la bolsa negra? La respuesta fue sencilla: legalizarla, dar autorización para que se haga públicamente lo que no se puede evitar que se haga en la oscuridad. Así se divide el sistema en dos mercados: el mercado oficial y el mercado libre. Vamos a ver qué es lo que se autoriza a negociar en cada uno de ellos. En el mercado oficial, los exportadores siguen obligados a vender su cambio, pero ya no el monto total, sino una parte. La realidad demostró que era prácticamente imposible determinar el verdadero valor, aun el de las exportaciones de productos con mercado universal, porque un exportador podría hacer mil maniobras, tanto más en las exportaciones que están controladas por combinaciones, como son las de la carne. Entonces se decidió fijar un aforo por unidad física de producto. Este aforo era un precio oficial de venta, muy cercano al real, pero que, en todo caso, se prefería fijar abajo del real y no en exceso de él. El exportador quedaba obligado a vender la parte correspondiente al aforo y el resto podía negociarlo —y lo negociaba— en el mercado libre.

En esta forma, si bien es cierto que se perdía para el mercado oficial una parte del cambio, éste no se perdía para el país. El cambio se negociaba en el mercado libre, y como todos los exportadores estaban en igualdad de condiciones, la fracción que se vendiera a precios más altos en el mercado libre tenía necesariamente que influir en el nivel de precios internos de los productos por el juego de la competencia. Los exportadores tenían que vender sus divisas en el mercado oficial, pero no todas: sólo las derivadas de las exportaciones que el país hacía habitualmente, es decir, las de sus grandes productos. Había otras exportaciones de carácter menos regular, esporádicas, de productos de pequeña importancia, resultantes de la acción de grupos o entidades que trataban de abrirse nuevos mercados. Con respecto a ellas, se resolvió no controlar el cambio, tanto por razones de carácter económico, para estimularlas con un mejor tipo, como para no perderse en detalles y controles inagotables, acerca de su verdadero valor. Se autorizó así a vender en el mercado libre las divisas de estas exportaciones "no regulares".

Las exportaciones a los países limítrofes, por las mismas razones económicas y administrativas, se dejaron al mercado libre. Esto significaba, en aquella época, más o menos la siguiente proporción: para las exportaciones que debían vender su cambio en el mercado oficial libre, un 15 por ciento. Esta proporción se modificó después. (4)

De manera, pues, que el mercado oficial se alimentaba, en cuanto a la oferta, por una parte importante del valor de las exportaciones tradicionales del país. En

cuanto a la demanda, por las importaciones con permiso previo y los servicios financieros a los países con convenio de cambios.

¿Cómo se constituyó la oferta en el mercado libre? Primero, con esas exportaciones que se llamaron entonces exportaciones no regulares; segundo, con las exportaciones a los países limítrofes; tercero, con las inversiones de capital y de más remesas a la Argentina; cuarto, con la diferencia entre el aforo, de acuerdo con el cual tenía el exportador que entregar su cambio, y el precio real a que podía venderlo libremente.

¿Qué demanda de cambios se ejercitaba en el mercado libre? Primero, para pagar las importaciones que no tenían permiso previo, abriéndoles así una válvula de escape. Se controla, estrictamente, la importación, sometiéndola a un permiso, pero se consiente en que el que no quiera, o no pueda, realizar importaciones en esa forma, las realice por el mercado libre. Vamos a ver que esa situación no dura mucho. Después todos los servicios financieros que no se autorizan en el mercado oficial y todas las remesas de capital (o de fondos de cualquier índole) al exterior, que también se pueden realizar sin trabas por el mercado libre.

Dos tipos de cambio

En el mercado oficial se establecen dos tipos de cambio: el tipo de 15 por libra esterlina para la compra de las letras de los exportadores y, luego, un tipo distinto, más alto que el anterior, para la venta de las letras de cambio a los importadores. Pero como no se tenía idea de cuál sería el nivel real del mercado, porque se le había sujetado durante dos años a un aparato ortopédico muy severo que le impedía moverse, se ideó la siguiente forma: ofrecer al mejor postor, en licitación, el cambio que iba entrando día a día al mercado oficial. Así, pues, todos los días se hacían licitaciones que dieron al peso un valor superior al de 17 por libra. El procedimiento subsistió por algún tiempo, pues después del año '35 empieza una nueva fase cíclica ascendente con su saldo favorable. Entra cambio y ya no hay por qué racionarlo o entregarlo todos los días, sino que se puede constituir una reserva y regularizar esta situación. Y entonces se termina con el régimen un tanto molesto de las licitaciones y se establece un tipo fijo en 17 pesos por libra.

De manera, pues, que había un tipo comprador de cambio de 15 pesos y un tipo vendedor de 17, y los dos pesos de diferencia iban a una cuenta llamada Fondo de Beneficio de Cambios o, más comúnmente, Margen de Cambio. (5)

En cuanto al mercado libre, dije que se había fijado, por la oferta y la demanda, en los primeros tiempos, un tipo hasta de 21 pesos por libra esterlina; luego bajó y osciló alrededor de 20. Vean ustedes la intensidad de la depreciación que el tipo

rígido no había permitido manifestarse: de 12.85 se pasó en el mercado libre al de 20. Es cierto que el mercado libre sólo representaba una pequeña parte de las transacciones fundamentales. (6)

Sentido de transitoriedad

No se pensó a fines de 1933 en que éste sería un sistema de mucha duración. Al contrario, el propósito que tenía el Gobierno era ir pasando, poco a poco, elementos del mercado oficial al libre, hasta poder llegar, algún día, al mercado libre completo. Paso de importancia que deseaba darse sinceramente, en la creencia de que sobrevendrían condiciones favorables. Ya veremos que no fue así.

El mercado libre fue después la verdadera válvula de escape del mercado oficial, y eso es lo que permitió la desaparición total del mercado negro y del bloqueo de fondos. Pero a pesar de ser libre, el Gobierno no se desentendió de él por completo, sobre todo a partir de la creación del Banco Central. Este empezó a operar en el mercado, no en forma de permisos, sino de compras y ventas de cambio —como vamos a ver en seguida— y tuvo, y ha seguido teniendo, una intervención muy marcada.

Señalaremos ahora cómo se resuelven los otros problemas creados por el régimen anterior. Ya dijimos que desaparece el tipo artificialmente bajo, que se establece el permiso previo y la posibilidad de operar en el mercado libre.

Influencia sobre los precios

Vemos, además, la influencia que tuvo sobre los precios agropecuarios la depreciación de la moneda, o, más bien dicho, el haber permitido que la depreciación latente se manifestara concretamente en los hechos. El tipo comprador de 15 pesos por libra significa más o menos una apreciación de 20 por ciento de la libra. Los precios de exportación subieron aproximadamente en la misma proporción. El nuevo tipo vendedor para las importaciones significaba una apreciación de la libra de cerca de 40 por ciento; los precios de importación subieron en cerca de 17 por ciento. La razón es muy sencilla: el precio interno de las importaciones está compuesto de una parte exterior, en moneda extranjera, y de una parte interior, más o menos grande, en moneda nacional, derechos de aduana, utilidad del importador, etc., de tal manera que la incidencia sobre la importación fue menor. Y es interesante ver lo que ocurre con el índice del nivel general de precios al mayoreo: sube también con la depreciación y llega a un nivel apenas inferior en 5 por ciento al de

1926, mientras el precio del oro había subido en todo ese período en 121 por ciento. Quiere decir que toda la depreciación monetaria argentina apenas neutraliza en el nivel general de precios las consecuencias de la baja drástica de precios habida en el mercado internacional. En el año '34 nuestro nivel es aproximadamente el mismo, una ligera diferencia de 5 por ciento con respecto a 36, mientras el oro vale 121 por ciento más. A pesar de todos estos trastornos monetarios mantenemos un nivel general de precios estable, compuesto por precios agropecuarios más bajos que los anteriores y precios de importación más altos; pero el promedio da esa impresión de estabilidad.

Eliminación de los fondos bloqueados

¿Cómo se resuelve el problema de los fondos bloqueados? Gran parte de esos fondos corresponden a empresas ferroviarias, a grandes empresas de capital extranjero y se les ofrece esta disyuntiva: o esperan una oportunidad más propicia para enviar sus fondos al exterior, o aceptan en pago títulos de la deuda pública en moneda extranjera. Aceptan la segunda forma de pago firmas que representan un total de 325 millones de pesos; el resto de los fondos bloqueados se va liquidando gradualmente a través del mercado libre. Con esas operaciones de bloqueo se despeja también el terreno y se evita que el mercado libre surja con una presión muy grande que hubiese llevado al peso a un nivel mucho más alto. (7)

Enero 24, 1944.

TERCERA FASE: AFLOJAMIENTO DE RESTRICCIONES

Ajuste del balance de pagos

Vimos en la conversación anterior que el sistema de control de cambios tuvo distintas fases en su desenvolvimiento. De esas fases explicamos la primera y la segunda. Ahora nos corresponde entrar en el examen de la tercera.

La forma restrictiva en que se otorgan en los primeros tiempos los permisos previos de cambio y la elevación de los tipos tienen necesariamente que influir de modo muy sensible en el monto de las importaciones. Recordemos en qué medida aumentan los tipos: de 12,85 pesos por libra esterlina a 17 para las importaciones con permisos previos y a cerca de 20 por libra para las importaciones sin permiso previo. A partir de 1935 este tipo de importaciones, que se pagaban por el mercado

libre y para las cuales no había dificultades, se gravan con un recargo de hasta 20 por ciento. El recargo se aplica en esta forma: si la diferencia entre el tipo vendedor del mercado oficial en donde se pagan las importaciones con permiso previo y el del mercado libre es inferior a 20 por ciento, se completa esa diferencia con un recargo; de tal modo que, en todo caso, las importaciones sin permiso previo paguen un 20 por ciento más sobre el precio de las divisas que pagan las importaciones con permiso previo. Esta medida adicional de restricción recae principalmente, como veremos después, en las importaciones de Estados Unidos.

Además de desalentar las importaciones y favorecer, por lo tanto, el reajuste del balance de pagos llevándolo a un nuevo estado de equilibrio, el fuerte aumento de los tipos de cambio, como hemos visto, contribuye poderosamente a estimular el desarrollo de la industria nacional del país, que ya había sido favorecida en 1931 por aumentos de derechos aduaneros de ciertos artículos y por un aumento general de 10 por ciento sobre todas las mercaderías, aumentos que se aplican tanto por razones económicas como por razones fiscales. Eso tiene una influencia muy grande sobre el desarrollo de la industria de la última década.

En cuanto a la exportación, dijimos también que el aumento del precio de las divisas extranjeras se reflejó preponderantemente en los precios internos de la producción agraria.

Nueva fase ascendente

A poco andar la situación empieza a cambiar. El país entra a partir de 1935 en una nueva fase ascendente. Y a medida que ella se desarrolla, se van relajando las restricciones cuantitativas que se habían aplicado a la importación y sólo se deja actuar a los tipos de cambio. Ya en la Memoria del Ministerio de Hacienda de 1935 se hace referencia a esta transformación y se confiesa que gracias a la evolución satisfactoria del balance de pagos el control de cambios ha pasado a un plano secundario.

Comienza, pues, una nueva fase ascendente con sus conocidas características: aumento del valor de las exportaciones impulsado por un sensible aumento de los precios agropecuarios. En esta gráfica que tenemos a la vista se puede apreciar la caída de precios durante la fase cíclica anterior, y luego, a partir de 1935, el gran ascenso (Memoria del Banco Central). Nos encontramos en un período de ascenso que se manifiesta en estas curvas en los mismos rasgos que se notaron en otros ciclos: aumento del volumen de exportaciones y, sobre todo, aumento de precios, inversiones de capital a corto y a largo plazo. Las reservas de oro y divisas crecen rápidamente. Cuando se establece el Banco Central en 1935, esas reservas ascen-

dían a 1.345 millones y suben en forma muy marcada a cerca de 2.400 millones a mediados de 1937. El Banco sigue una intensa política de absorción de fondos, y a fin de aprovechar estas divisas y cooperar en esta forma con la política de absorción, sugiere al Gobierno la repatriación de una parte importante de nuestra deuda pública exterior en dólares. Estas operaciones de repatriación descongestionan el mercado de parte del nuevo poder de compra y reducen simultáneamente el efectivo de los bancos. No me voy a ocupar aquí de esa política de absorción, pero basta decir que gracias a ella los medios de pago durante esta fase ascendente crecen con menos intensidad que la cantidad de oro y divisas, hecho que también se advierte en la gráfica.

Durante esta fase ascendente, de abundancia de divisas, el permiso previo de cambios que había sido establecido como instrumento restrictivo de las importaciones, pierde el carácter de tal y se convierte más bien en un instrumento selectivo de las importaciones, en virtud de los convenios de cambio que el país inicia en 1933.

Los convenios de pago

¿En qué consisten estos convenios? El primero se hace con la Gran Bretaña a mediados de 1933. Recordarán ustedes que bajo el sistema primitivo de control de cambios, se había bloqueado una gran cantidad de dinero, tanto para pago de importaciones, como para pago de servicios financieros. La Gran Bretaña se consideró muy afectada por este bloqueo, que se aplicó a sus remesas y a las remesas de otros países. ¿Cómo es posible —adujo Inglaterra— que se apliquen las restricciones de cambio con igual intensidad a la Gran Bretaña, que deja un fuerte saldo favorable a la República Argentina, que a Estados Unidos y a otros países que le dejan un saldo negativo?

Esta situación vino a acentuar el proceso que, de tiempo atrás, se venía notando en el comercio de la Gran Bretaña: la competencia activa que hacían en el mercado, las mercaderías de Estados Unidos principalmente. Mientras el proceso fue natural, mientras no hubo intervención de los gobiernos, las cosas pudieron seguir; pero desde el momento en que el Gobierno argentino tomó el cambio disponible y empezó a distribuirlo, los ingleses plantearon en seguida el problema de un reparto equitativo de acuerdo con el monto de las compras que hacían en Argentina.

Así, pues, cuando va una misión argentina a negociar un tratado de comercio, después de los pactos de Ottawa, los ingleses plantean este asunto. La Argentina, naturalmente, se resiste en los primeros momentos a entrar en un sistema de clearing, tan lejano a sus prácticas comerciales. Los ingleses, sin embargo, aprovechando la situación en que se encontraban, sugieren, en la forma que ellos saben hacer-

lo, que de seguir esta situación se verían forzados a implantar el clearing en forma unilateral para aprovechar su situación de exceso de compras, y acaso establecer mayores restricciones que las que ya habían establecido a las importaciones de carne argentina, favoreciendo el producto nacional o las importaciones de otros países. Esto causó, desde luego, gran desasosiego en la Argentina, y, bajo la presión de esas circunstancias, se concertó con la Gran Bretaña un convenio por el cual la Argentina se comprometía a destinar todo el cambio producido por las compras de la Gran Bretaña en nuestro país, al pago de importaciones británicas, de servicios financieros y de otras remesas nuestras a aquel país, excepto una cantidad razonable, que se fijó en los primeros tiempos en tres millones de libras esterlinas, para que la Argentina pudiese pagar servicios de la deuda pública en países como Estados Unidos, con los que teníamos un saldo negativo.

Debo decir que en verdad un convenio de este tipo no se alejaba violentamente del cauce que había tenido nuestro tráfico comercial con la Gran Bretaña en un largo período; correspondía adecuadamente a la realidad y, sobre todo, lo interpretamos como un medio aconsejado o impuesto por las circunstancias para afianzar la situación de las importaciones argentinas en el mercado británico. Allí se pudo ver que la Gran Bretaña, por primera vez en su historia, iba a aprovechar fuertemente su gran potencia como compradora en ciertos mercados para recoger los frutos y asegurar la corriente de sus exportaciones a esos mercados. Pero viéndolo bien y no obstante la ventaja que acabo de señalar, el convenio de compensación con la Gran Bretaña, así como los otros convenios que sucesivamente fue firmando nuestro país, además de sus complicaciones administrativas, que fueron grandes, sobre todo en los primeros tiempos, representaban para nosotros el llevarnos a comprar en un mercado sin que el comprador pudiera ejercitar su libre preferencia en materia de precios, ni de calidad, ni de gusto. Se hizo, por ejemplo, un esfuerzo grande para desviar las compras de automóviles de los Estados Unidos a la Gran Bretaña para aprovechar los excedentes de cambio. Para lograrlo se estableció un régimen aduanero preferencial, no en apariencia pero sí en el fondo; pero no se tuvo éxito.

Este convenio y los otros que se suscriben nos llevan necesariamente a aplicar restricciones a las importaciones procedentes de Estados Unidos porque en esa época las relaciones de éste con el nuestro se caracterizan por grandes exportaciones y compras, relativamente pequeñas, en la Argentina. De manera, pues, que nos vemos forzados a aplicar restricciones. Al principio se hacen en forma directa, pero luego se ve que es mucho más cómodo desde el punto de vista administrativo negar el permiso para ciertos artículos en el mercado oficial, o darlo en menor cantidad de lo que se pide, y dejar que las importaciones se hagan por el mercado libre para evitar las regulaciones cuantitativas. Y así, Estados Unidos siguió exportando en grandes cantidades a la República Argentina; pero parte de sus importaciones

tenían que hacerse por el mercado libre, en donde obraba aquel precio diferencial de 20 por ciento. Esto trajo, como ustedes comprenderán, reclamaciones de toda suerte y una continua polémica entre los dos países con respecto a la política comercial. Se daba más cambio a Estados Unidos cuando sus compras en la Argentina eran mayores, y menos cambio, es decir, proporcionalmente, cuando bajaban sus compras. Hubo momentos en que el otorgamiento de permisos fue muy liberal; hubo otros en que la cantidad de cambio era pequeña y tuvimos, en consecuencia, que acentuar las restricciones. Era difícil, en realidad, frente al régimen de los convenios que habíamos suscripto, salir de esta situación, puesto que facilitar la importación de Estados Unidos nos hubiera llevado fatalmente a comprar menos a la Gran Bretaña y, por tanto, a acumular libras en la cuenta de este último país, que si bien eran convertibles en oro en esa época, se imputaban siempre al convenio y se presentaban en todo caso como un compromiso pendiente de nuestro país.

Por otro lado, esta política restrictiva que se siguió con respecto a Estados Unidos, nos colocó en situación favorable para la negociación de un convenio que se hizo en el año de 1941, en el cual se logró rebaja de derechos de importación sobre ciertos productos como el lino y las carnes conservadas de Argentina. En ese convenio los Estados Unidos reconocieron también que, mientras subsista la situación de libras bloqueadas que nosotros teníamos, la Argentina podría, no obstante la cláusula de la nación más favorecida, dar un tratamiento preferencial a las mercaderías británicas. Reconocieron, por primera vez, la situación de hecho en que nos encontrábamos en nuestro comercio exterior. Después de este convenio con la Gran Bretaña, el país hace un convenio similar con Alemania, que le permite desarrollar intensamente sus ventas a ese país, convenio que no tiene ningún inconveniente en su aplicación, puesto que, para evitar el riesgo de los Reichmark, la Argentina establece la fórmula de que se podrán dar permisos de importación para mercaderías alemanas en la medida que se exporte efectivamente a Alemania.

De manera, pues, que, salvo un cierto margen de elasticidad, el comercio se desarrolló en compartimientos cerrados. Hicimos además convenios con Holanda, con Bélgica, con Suiza y también, uno de los últimos, con el Brasil, dentro de este régimen de compartimientos. Juzgado desde el punto de vista teórico, este régimen no puede ser más absurdo. Las circunstancias, sin embargo, nos obligaron a hacer el primer convenio y a seguir con los otros.

El permiso previo, como dijimos, pierde en esa época su carácter de instrumento de cambios y se convierte en un instrumento de política económica. En la *Memoria del Banco Central* de 1939 (pág. 13) se comentan estos convenios, con motivo de haberse vuelto más severo todavía el régimen, al establecerse la forma de pago en libras bloqueadas por la Gran Bretaña:

"Mediante los convenios de compensación que se han venido desarrollando a

partir de la crisis mundial —dice la *Memoria*— varias naciones han tratado de hacer gravitar su posición de grandes compradores de los productos de otros países para asegurarse así sus propias ventajas, sea por razones comerciales de divisas o —en el caso de algunos países europeos— por motivos de política internacional. La experiencia de ellos es suficiente para llegar a la conclusión de que, si en casos individuales, de país a país, este género de compensaciones puede promover el incremento del comercio, desde un punto de vista más amplio su generalización perjudica seriamente el intercambio internacional, al segregarlo en una serie de compartimientos estancos y forzar en ellos las transacciones en procura de su equilibrio bilateral, con las inevitables complicaciones que este régimen trae para el ejercicio regular de la actividad monetaria.

"Pero mal podría un país como el nuestro, con un comercio exterior relativamente pequeño, dentro del comercio mundial, provocar con su iniciativa el mejoramiento de éste; ni sustraerse eficazmente a la extensión del régimen de compensaciones. Para esto último, sería indispensable que lograse sustituir con nuevos mercados a aquellos que se achican o se cierran, o dejan de ser libres en virtud de la aplicación de ese sistema; en otros términos, si tuviese la opción de vender sus productos en otros mercados. Desgraciadamente, esa opción no se presenta hoy por hoy en grado suficiente, pues grandes mercados potenciales siguen siendo muy poco accesibles a nuestras exportaciones por sus elevadas tarifas".

Nada indica que la Gran Bretaña vaya a volver a un régimen normal de comercio en los primeros tiempos de la guerra, de manera que no me sorprendería que las circunstancias nos vuelvan a llevar a un régimen tan absurdo como éste, en el comercio exterior de nuestro país.

Cómo funciona el mercado libre

Veamos ahora cómo se manifiesta la fase ascendente, en los dos mercados de cambio, en estos años de 1935 y 1936, y la primera mitad de 1937, que es el tiempo de duración de esa fase. En el mercado oficial se compran los excedentes de cambio, por el fondo de divisas, y lo mismo ocurre en el mercado libre. Como en los primeros tiempos el peso se había cotizado muy alto en el mercado libre, en ciertos momentos arriba de 20 pesos por libra, el Banco Central decide vender una parte del cambio oficial de exportaciones en el mercado libre para ir apreciando en él la moneda. Así, la libra baja de 21,12 en el segundo trimestre de 1934, a 18,47 en el tercero de 1936 y se venden 196 millones de cambio oficial en el mercado libre. Pero en el cuarto trimestre de 1936 las condiciones cambian fundamentalmente: no sólo no es necesario vender cambio oficial para mejorar el mercado, sino

comprar grandes cantidades de cambio por la avalancha de fondos flotantes y de capitales de inversión que sobreviene en ese momento. Tanto es así, que en ese cuarto trimestre el Banco Central debe comprar 192 millones de pesos en el mercado libre; y se ve forzado a recomendar al Gobierno la baja del tipo vendedor de cambio en el mercado oficial, de 17 a 16, con lo cual también se deja bajar el mercado libre al tipo de 16, y allí se sostiene. En la primera parte del año 1937 se compran apenas 23 millones, de manera que, en total, en tres trimestres, el Banco Central adquiere 215 millones de cambio. Estas compras le servirían muy poco tiempo después para regular el mercado en sentido contrario, como vamos a verlo.

La fase ascendente termina a mediados de 1937 y comienza una fase descendente, con factores similares a los que habíamos observado en otros ciclos en la República Argentina. En primer lugar la baja de precios. He aquí el alza hasta mediados de 1937 y luego la iniciación de la baja (*Memoria del Banco Central*, pág. 16). En segundo lugar, factores de orden psicológico. En la segunda mitad de 1937 empiezan a circular malas noticias sobre la evolución de las cosechas y, finalmente, hay sucesos políticos en el Brasil que en la opinión internacional afectan también a la República Argentina, y eso cambia el rumbo de los capitales flotantes, y observamos en el exterior, en ese segundo trimestre de 1937, un movimiento inverso al que habíamos visto antes. Tanto es así, que el Banco Central, para apoyar el valor del peso en el mercado libre, se ve forzado a vender 194 millones de pesos, o casi lo que había comprado en los tres trimestres anteriores. Y la libra pasa de un promedio de 16,24 en el segundo semestre del '37, a 16,82 en el último; en enero de 1938 pasa a 19, y arriba de 20 a fines de 1938. De manera, pues, que no obstante las intervenciones que hace el Banco Central, no se trata de mantener un nivel fijo a la libra, sino que se da una gran elasticidad al mercado, que propende en el año 1938 a contener la demanda que en él se ejercita.

Es interesante ver la opinión que el Banco Central tiene en esos momentos acerca de los movimientos del mercado libre. Refiriéndose a las compras de cambio, que se hacen en el período ascendente, en la Memoria de 1937 se dice (pág. 7):

"Muy serios motivos determinaron esta actitud (de comprar cambio) con la que el Banco Central entendía cumplir su función regulativa, 'concentrando reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación de las inversiones de capital extranjero' (Art. 3º de la ley que crea el Banco Central)."*

El Banco Central hace esta defensa porque la crítica pública le atribuyó en aquel momento el designio de evitar la apreciación del peso; evidentemente la evitó, pero con vistas a contener su depreciación en el período cíclico.

* *N. del Ed.* Véase capítulo 87, sección 3, tomo II de esta obra.

Y refiriéndose a la salida de fondos, voy a leer un párrafo que me parece interesante:

"Los movimientos de fondos a corto plazo de un país a otro constituían una de las características del régimen clásico del patrón oro, tal como se le recuerda con frecuencia para señalar los contrastes de la época presente. Tendían ellos de continuo a la mejor repartición de los recursos líquidos del mercado financiero internacional y daban a todo el sistema un alto grado de flexibilidad: en cuanto una plaza tenía escasez de fondos, allí acudían espontáneamente esos recursos atraídos por las diferencias de interés; apenas en otra había abundancia y los tipos del dinero eran bajos, salían las disponibilidades redundantes para colocarse en donde obtuviesen mejor remuneración.

"Es imposible encerrar la realidad presente de este simple esquema. Los fondos flotantes no van hoy a donde hacen falta, sino precisamente a donde no se les necesita, y emigran tan pronto como la evolución desfavorable del estado económico podrían hacer provechosa al país su permanencia.

"Nada más contrario a los principios que regían el buen funcionamiento del patrón oro, como que este fenómeno es una de las consecuencias de la inestabilidad política y económica del mundo y de la profunda alteración de las condiciones básicas en que se desenvolvía aquel régimen monetario."

Estos movimientos tan pronunciados del mercado libre no afectan sensiblemente el nivel de los precios internos, puesto que la mayor parte de la exportación se rige por el tipo del mercado oficial, que había permanecido estable, y también la mayor parte de la importación, cuyo tipo se baja de 17 a 16, pero luego se vuelve a subir a 17 cuando las circunstancias cambian. De manera, pues, que no influye para nada sobre el nivel de precios internos. Tampoco influye sobre la mayor parte de los servicios financieros que se hacen por el mercado oficial, sino especialmente sobre los servicios financieros de Estados Unidos, hechos a través del mercado libre.

Pero sí tiene grandes repercusiones psicológicas. La gente no quiere reconocer que el mercado libre no refleja el verdadero valor del peso argentino, sino de una sección del balance de pagos. La gente está acostumbrada a medir el valor del peso por su cotización en el mercado libre, de manera, pues, que así como la apreciación causa un gran movimiento optimista, la depreciación causa sacudimiento psicológico y pesimismo y no se dejan de sentir estos efectos en la Bolsa.

Naturalmente que siendo la Argentina el único país que practica esa política de mercado libre, las repercusiones psicológicas son mucho mayores que en el caso de que varios países siguieran el mismo procedimiento. Esa fue la conclusión a que llegamos en esos años por las consecuencias que tuvo el desplazamiento del cambio en el modo de pensar y de sentir de las gentes. Por otro lado, nos vimos frente a este problema: ¿cómo desplazar el tipo de cambio cuando nuestras reservas de di-

visas del mercado libre disminuyen rápidamente? ¿Hacerlo de un golpe, o hacerlo suavemente? El hacerlo con suavidad hubiese ido acostumbrando gradualmente al mercado al nuevo nivel, pero tenía el grave inconveniente de desatar una gran especulación; la gente ve la tendencia y obliga al Banco a emplear más divisas que las necesarias. Al contrario, el movimiento brusco evita la especulación, pero sus efectos psicológicos son mucho más fuertes. Volveremos a hablar de esto al final de estas conversaciones, cuando examinemos el régimen ideal que podría seguirse, si las circunstancias así lo aconsejan en el futuro, aprovechando la experiencia anterior.

Disminución de las reservas monetarias

En lo que concierne al mercado oficial, el movimiento del comercio exterior durante la fase del descenso cíclico fue el siguiente: las exportaciones bajan; en contraste, las importaciones continúan por cierto tiempo en un alto nivel por el impulso adquirido anteriormente y por el poder adquisitivo que en el período ascendente se había acumulado, no obstante que, como dije antes, los medios de pago crecieron con menos intensidad que las tenencias de oro y divisas. Así, mientras las exportaciones caen de 2.330 millones en 1937 a 1.370 en 1938, y a 1.570 en 1939, las importaciones pasan de 1.460 en el '37, a 1.480 en el '38, todavía bajo el impulso anterior, y sólo descienden a 1.220 en el '39. (8)

A raíz de esto, de los 2.400 millones a que alcanzaron las reservas de oro y divisas a mediados de 1937, en que se alcanza el punto máximo en la reserva, bajamos a mediados de 1939 a unos 1.250 millones, o sea, a una cifra menor que la que teníamos al iniciarse el Banco Central. Esto da una idea de la amplitud que tienen estos movimientos en nuestro país, aun cuando no haya una expansión de crédito, como ocurrió en la fase anterior. Hubo cierta expansión muy moderada de crédito; pero, en cambio, debido a la repatriación de la deuda que absorbe una parte de los medios de pago, y al crecimiento de los depósitos de ahorro, los medios de pago crecen con menos intensidad que el oro y las divisas. Esto nos da también una lección muy importante con respecto al futuro, puesto que nos demuestra que la violencia de los movimientos, tanto de alza como de baja, es muy fuerte en nuestro país, y el sistema monetario tiene que estar debidamente equipado para hacer frente a la amplitud de esos movimientos.

CUARTA FASE: RECRUDECIMIENTO DE LAS RESTRICCIONES

Necesidad de nuevas restricciones

Naturalmente, a causa de esta pérdida tan fuerte de nuestras reservas metálicas, vuelve a pensarse en las medidas restrictivas a la importación, tanto más cuanto que a fines de 1938, debido a las dificultades para colocar nuestras cosechas de trigo, primero, y, más adelante, de maíz, sobreviene un proceso de expansión de crédito que nos hace pensar en la necesidad de ayudar al mercado de cambios con nuevas restricciones similares a las que habíamos aplicado en 1933.

Cuando en las conversaciones sobre la experiencia general del Banco Central estudiemos la política de absorción, primero, y la política de expansión, después, veremos el otro aspecto interno de este proceso que por esta razón no toco aquí. En síntesis, se toman una serie de medidas que luego la guerra nos obliga a modificar. Ellas fueron: restringir nuevamente los permisos previos de cambio, especialmente en lo que concierne a las importaciones de Estados Unidos y de otros países con los cuales tenemos un déficit en el balance de pagos; suspensión total del otorgamiento de permisos previos para una serie de artículos superfluos (gran cantidad de artículos que individualmente representan muy poco, pero que, en conjunto, significan una cifra apreciable). Se establece lisa y llanamente una suspensión de permisos para esos artículos. Y otra medida muy importante, por la desviación que significa del plan primitivo: se suprimen las importaciones del mercado libre que antes se habían hecho con toda libertad y se las incorpora al mercado oficial, sometiéndolas también a un permiso y dejándolas a un tipo de 20 pesos por libra. O sea, que la válvula de escape que antes se había creado para las importaciones del país, dejándolas entrar por el mercado libre, si bien a un tipo mayor, desaparece del sistema. Se da un paso atrás en esta materia bajo la influencia de las nuevas circunstancias. También veremos cómo se podría resolver este problema en un régimen ideal. Además, se eleva nuevamente el tipo de 16 a 17, según habíamos dicho, para las importaciones del mercado oficial.

Estas medidas se van tomando desde fines de 1938 a principios de 1939. Pero la guerra obliga a alterar estos planes porque se plantean nuevos hechos. Primero aparece el régimen de las libras bloqueadas. Hasta entonces, si bien es cierto que el convenio con la Gran Bretaña nos llevaba a destinar todas las libras a la compra de productos británicos, si había algún sobrante que no se usaba en esos productos, lo usábamos libremente en otros mercados. En cambio, con el régimen de las libras bloqueadas quedaban esas libras en Londres, sin poderse convertir ni usar fuera de Inglaterra. Esto nos obligó a esforzarnos más aún para comprar en la Gran Bretaña en la medida en que ésta podía vendernos.

Primeras consecuencias de la guerra

Desaparecen los mercados del continente europeo y no sólo sufren nuestras exportaciones, sino que nos llevan a desviar nuestras importaciones de esos mercados hacia Estados Unidos, mientras Estados Unidos no aumenta el monto de sus compras en Argentina.

Así es que en 1940 comienza a planteársenos un serio problema: por un lado, seguimos vendiendo normalmente, puede decirse, a la Gran Bretaña y acumulando allí saldos de libras bloqueadas; por otro, seguimos vendiendo lo mismo a Estados Unidos y comprándole mucho más. Sobran libras y faltan dólares. Se hace entonces necesario tomar una serie de medidas: en primer lugar, disponerse a movilizar el oro que habíamos recibido de la Caja de Conversión en 1935. Y así, por medida de previsión, se mandan 200 millones de pesos a Estados Unidos para poder pagar las compras de artículos esenciales que tanto necesitábamos. Pero esto nos obliga, al mismo tiempo, a aplicar restricciones más drásticas a los otros artículos no esenciales que las que se habían aplicado antes: grandes cortes y suspensión o prohibición de ciertas importaciones de Estados Unidos a fin de dejar el escaso cambio disponible para la importación de artículos esenciales.

Este es un período que trae continuamente hechos nuevos que obligan a modificar de un día para otro disposiciones anteriores. Es el período de prueba del control de cambios. No siempre se procede con gran rapidez: a veces hay cierta inercia, falta elasticidad y alguna imaginación, cosa esencial en todo sistema si han de irse captando los hechos nuevos y viendo sus consecuencias. Y se cometen algunos errores sobre los cuales vamos a volver cuando hagamos el cuadro completo de la experiencia de este sistema.

Llegamos así a fines de 1940 y la falta de cambio nos obliga a recurrir a Estados Unidos en busca de empréstitos. Ya nos habían concedido a mediados de ese año un préstamo de 20 millones de dólares que no se puede aprovechar, desgraciadamente, porque el Congreso Argentino no llegó a aprobarlo. En condiciones muy favorables se consiguen 110 millones de dólares a fines de 1940 en Estados Unidos con el fin de poder aflojar las restricciones e importar en la forma más liberal posible de ese país, en vista de las complicaciones crecientes de la situación. Por desgracia, por razones políticas, el Congreso de nuestro país no da al Poder Ejecutivo la autorización necesaria y no se pueden usar esos 110 millones de dólares en los seis primeros meses de 1941 en que el país pudo haberse llenado de mercaderías norteamericanas. Pero ya en el primer semestre de 1941 se ven síntomas claros de que la situación empieza a cambiar. En efecto, Estados Unidos empieza a comprar en nuestro país grandes cantidades de cueros y de lanas y la exportación adquiere

un ritmo muy intenso. Tanto es así, que, a mediados de ese año, se llega a la conclusión de que se puede dejar libre por completo la importación, puesto que ya en ese momento, por modificaciones sucesivas del régimen de otorgamiento de permisos previos, el 80 por ciento de la importación se hacía sin ningún permiso y sólo actuaban los tipos de cambio. De manera, pues, que el Gobierno resuelve eliminar totalmente el permiso previo de cambios y suprimir la Oficina de Control de Cambios que había dependido hasta ese momento del Ministerio de Hacienda, pasando el resto de esa Oficina al Banco Central para que siga aplicando algunas de las medidas limitativas que veremos más adelante. Hasta entonces, el Banco Central se había concretado a colaborar con la Oficina de Control de Cambios por medio de informaciones o sugestiones, pero no había tenido la responsabilidad de la ejecución de las medidas.

Régimen final de las importaciones

Es interesante ver cómo el régimen de importaciones había variado en todo este período y en qué forma se aplicaba en el momento en que se suspende el permiso previo de cambios. Las importaciones, después de una serie de modificaciones, habían llegado a esta situación: se estableció en los comienzos de la guerra, al depreciarse la libra en términos de dólares, un tipo de 15 pesos por libra, que era más o menos 373 por cien dólares, o sea, el tipo que antes tenían las mercaderías que se despachaban al tipo de 17 por libra. Este tipo de 15 por libra se aplicaba y se sigue aplicando para artículos que interesen a la industria, a materias primas y materias esenciales, a la actividad de las construcciones y al consumo popular, es decir, los artículos esenciales que requiere nuestro país; y, además, artículos que la Gran Bretaña nos podía seguir suministrando. A todos ellos se les aplica este tipo preferencial para ir logrando la cancelación, por lo menos parcial, de los grandes saldos de libras bloqueadas. Los artículos no esenciales para el país pagan el tipo de 17 pesos por libra. Luego se crearon dos compartimientos más: uno, el de artículos menos esenciales que éstos, y artículos superfluos y de lujo para los cuales se estableció un régimen de licitaciones de cambio. Y, por último, un régimen especial para ciertos artículos provenientes de Estados Unidos, como los automóviles y la maquinaria, cuyo cambio se vendía por una corporación especial que se constituyó al efecto.

La modificación más importante consiste en el régimen de licitaciones. En toda esta época de los años '38, '39 y '40, en que fue necesario aplicar restricciones directas a la importación, negando permisos previos o acortando el monto de los permisos previos otorgados, se pudo observar la enorme complicación que significaba el tener que tratar con un gran número de importadores y un número enorme de ar-

tículos. Entonces se llegó a esta conclusión: que en lugar de estar aplicando restricciones en esta forma, sería aconsejable aplicar restricciones mediante la elevación del tipo de cambio. De todos modos el consumidor tenía que pagar, por la escasez, precios más altos. Si el tipo de cambio se eleva, el precio del mercado interno sube también; pero si se mantiene el tipo de cambio y se da una menor cantidad que la requerida por el mercado, también se eleva el precio, dejando grandes ganancias al importador. Es la conclusión a que llegamos después de observar la realidad. Por ejemplo, en el renglón de automóviles pudimos observar que las ganancias de algunos importadores después de aplicar una restricción severa a la entrada de aquéllos, eran iguales o mayores que las que tenían cuando importaban mayor cantidad. Se llegó a la conclusión, entonces, de que la elevación del tipo de cambio representaba ventajas económicas y ventajas administrativas con respecto a la implantación de una restricción directa sobre las mercaderías.

Ahora trataré de explicar en qué consiste el mercado de licitaciones.

El régimen de licitaciones de cambio

Se procede en esta forma: para todo el grupo de artículos no esenciales, superfluos o de lujo, incluidos en este mercado, se decide ofrecer una cantidad de dólares por año, cantidad que, de acuerdo con nuestros cálculos, podría destinarse a esos artículos. No lo que había significado su importación en tiempos anteriores, sino lo que podía darse de acuerdo con las disponibilidades de divisas del mercado oficial o de nuestras reservas monetarias. Así, en 1941, se ofrecen al mejor postor 25 millones de dólares. Para adquirirlos se presentaron solicitudes hasta por 39 millones de dólares. De manera, pues, que se elige a los que ofrecen más por esos dólares y se rechazan las solicitudes excedentes. Las cantidades que se dan por trimestre son más o menos regulares: en el primer trimestre 6 millones; en el segundo 7 y medio; en el tercero 5.900.000 y en el cuarto 6 millones. Se hacen licitaciones una vez por semana: se ofrece una determinada cantidad y los importadores, por intermedio de los bancos y corredores de cambios, presentan las propuestas correspondientes que se adjudican a los que ofrecen precios más altos. Los desalojados de una licitación van a la otra y proponen precios mejores y así se pudo llegar a un tipo de 494 pesos argentinos por cien dólares.

El Banco Central iba ofreciendo y adquiriendo divisas, en mayor o menor cantidad, a fin de no alterar mucho los tipos, pero reservándose siempre la posibilidad de empujar hacia arriba los tipos en caso de que la demanda aumente. Se trataba de una infinidad de artículos, pero el sistema fue sumamente sencillo, puesto que no se daban permisos para cada artículo, sino para el grupo de artículos, para todo su

amplio grupo. De manera, pues, que el importador que tenía un permiso por 100 mil dólares, podía, a su antojo, comprar cualquier cantidad de cualquiera de los artículos que figuraban en la lista. (9)

La experiencia que se hizo en este régimen de licitaciones, a mi juicio, es muy aleccionadora, y a mi modo de ver, si en el futuro debiera implantarse un régimen de control de cambios, creo que tendrá que inspirarse, por lo menos en parte, en la experiencia de las licitaciones, las cuales simplificaron mucho el trabajo administrativo. Sobre todo, nos libró de las mil cuestiones enojosas que sobrevienen cuando las restricciones tienen que aplicarse a una gran cantidad de artículos. Se evitan las presiones y las influencias que esgrimen argumentos como éste: pero si se trata de diez mil dólares, de sólo mil dólares, ¿cómo es posible que el sistema de cambios no tenga reservas para costear la importación de este artículo que representa una cantidad de dólares tan pequeña? Dan más trabajo esas restricciones que las impuestas a artículos de gran importancia, como los automóviles, y que sólo atañen a un pequeño número de importadores. El hecho de ponerlos a todos en un mercado en donde cada uno puede comprar lo que quiera, pagando el precio que el mercado establezca, resuelve todas estas dificultades y elimina por completo todas las influencias y todas las gestiones, quejas o reclamaciones que tanto tiempo habían absorbido anteriormente a los funcionarios encargados de este asunto. Este régimen funcionó bajo la jurisdicción del Banco Central y pudimos darnos cuenta de las ventajas que ofrece.

Corporación de intercambio

Finalmente, voy a explicar brevemente en qué consiste el régimen de la Corporación para fomentar el intercambio. La idea fue ésta: cuando vimos en 1940 que el cambio que podía darse para la importación de automóviles era muy pequeño, en virtud de las circunstancias descriptas hace un momento, se llamó a los importadores de automóviles y se les explicó cuál era la situación. El país no tenía ni exportaciones, ni divisas libres, ni reservas metálicas para seguir trayendo la misma cantidad de automóviles. Entonces se les dijo: si ustedes logran aumentar la exportación de la Argentina a Estados Unidos de los mil pequeños artículos que se podía en aquellos momentos mandar por el cierre de los mercados europeos, todo el cambio que provenga de esas exportaciones adicionales a los Estados Unidos se entregará íntegramente para la importación de automóviles, maquinaria agrícola, repuestos y otros productos. Pero a fin de evitar la competencia entre los distintos exportadores con todas sus consecuencias desastrosas, como ya se habían experimentado en un régimen de trueques individuales, se les advirtió que era esencial hacerlo en forma colectiva y que las ventajas provenientes de este régimen se repartirían equitativa-

mente entre los importadores de acuerdo con la proporción de cada uno en el negocio de automóviles o de otras mercaderías. Y así se eligió una lista de productos de exportación cuyo mercado parecía posible dilatar. Entre otros, algunos productos frigoríficos, carnes conservadas, etc., que, según informaciones, una propaganda hábil y vendedores diligentes podían conseguir ampliar sus ventas.

Se asignó así a la Corporación el cambio proveniente de la exportación de los productos nuevos que lograsen enviar, autorizándola a fijar el tipo de cambio con la aprobación del Banco Central para esas exportaciones y a venderlo entre los importadores, autorizándolos también, con la aprobación del Banco Central a fijar el tipo de venta de ese cambio a un nivel mucho más alto que el de compra. Así, por ejemplo, se estableció en los primeros tiempos el tipo de 421.80 para las compras de los dólares de esas exportaciones, y los tipos de 422.89; 455 y 485 en las ventas de cambio para la importación de camiones y repuestos y para importación de automóviles. La Corporación era una entidad que no lucraba, pues sus dividendos se limitaban al 4 por ciento del valor de las acciones, se beneficiaba con estas diferencias de los tipos de cambio y estaba autorizada por el Gobierno, bajo el control del Banco Central, para usar estas diferencias, ya sea para estudiar el mercado en Estados Unidos o la organización del mercado de distintos productos, o para el pago de subsidios, o estudios de carácter industrial en la República Argentina. En fin, se le dio gran libertad de acción.

La Corporación se inicia bajo los mejores auspicios y empieza a trabajar en algunos productos; pero en seguida surgen las dificultades de almacenamiento y todo el plan queda para mejores tiempos. Así, la Corporación en este momento sigue su funcionamiento, pero dedicada a hacer investigaciones de carácter industrial, a crear un Instituto Tecnológico. Hace, además, el estudio de distintos productos, controla la calidad de algunas exportaciones y examina la posibilidad de ampliar la exportación en la postguerra. Lo que quiere decir que su fin primitivo apenas pudo realizarse en muy pequeña medida, en los comienzos de la guerra.

Como el tiempo ya ha corrido bastante, dejaría para la próxima conversación el aspecto más reciente del control de cambios o sea, el control de los movimientos de capital. Nos ocuparíamos de eso en la próxima conversación, y además, examinaríamos a grandes rasgos la organización administrativa y otros aspectos de la técnica del sistema. Hecho eso, y una vez examinada, en otras conversaciones, la política de absorción de fondos, estaríamos en condiciones de discutir lo que llamo la política ideal de control de cambios, la que tendría que seguirse en el futuro en caso de que las circunstancias así lo aconsejen. (10)

Enero 26, 1944.

QUINTA FASE: DESAPARICIÓN DEL CONTROL DE IMPORTACIONES

Control del ingreso de fondos

En nuestra última conversación habíamos considerado las distintas medidas tomadas en materia de mercado oficial de cambios, las diversas fases por las cuales siguió el sistema hasta los tiempos en que la guerra impuso modificaciones fundamentales; también vimos lo que se hizo con el mercado libre de cambios, excepto lo que ocurrió en los años '41, '42 y '43, que es, precisamente lo que pienso explicar en seguida.

Reacción del mercado libre

Recordarán los señores que cuando el balance de pagos se vuelve negativo en la segunda mitad de 1937, comienza a apreciarse rápidamente el dólar en el mercado libre de cambios y vuelve a una posición similar a la que había tenido en los tiempos iniciales o sea, 20 pesos por libra esterlina, nivel que, después de la depreciación de la libra, corresponde más o menos al de 420 pesos argentinos por 100 dólares. El mercado se mantuvo en un alto nivel en esos tiempos hasta que en 1941 notamos una persistente tendencia a la apreciación del dólar. 1941 significa, como ustedes recordarán, un año de reacción favorable en el balance de pagos. Comienzan a aumentar nuestras exportaciones a Estados Unidos y a otros mercados y vuelven a hacerse grandes inversiones de fondos en Argentina.

En los primeros tiempos, debo confesar a ustedes, vimos con espíritu muy favorable estas inversiones, puesto que habíamos pasado por la zozobra de una gran escasez en 1940. De manera que no se les puso estorbo alguno, hasta se trató de estimularlas manteniendo más bien un tipo alto para atraer más fondos del exterior y formar una reserva conveniente por si decaían nuevamente las exportaciones o por si la guerra terminaba muy pronto. Nuestro deseo era tener un fondo de maniobra suficiente para enfrentarnos a la reacción que necesariamente sobrevendría. Pero ya en el curso de 1942 se vio que este movimiento era bastante persistente, a tal punto que en ese año el ingreso neto de fondos a través del mercado libre fue de unos 235 millones de pesos. Esto nos indujo a pensar en ciertas medidas para contener esta entrada de capitales y el proceso de intensa valorización resultante para el mercado libre. Esas medidas se tomaron tal vez un poco tarde, pues la mejor época pudo haber sido el año 1942; pero estos fenómenos se ven con más claridad cuando el tiempo ha transcurrido y no en el momento en que están ocurriendo.

Exportaciones "no regulares"

Las medidas que se toman son de dos órdenes: en primer lugar, eliminar del mercado libre las exportaciones de aquellos productos no regulares que, ya vimos, tenían muy poca importancia en 1933; con el estímulo que se da a esas exportaciones y el desarrollo de la guerra, adquieren un gran volumen, cercano a los 300 millones de pesos en 1942. Esas exportaciones gravitan considerablemente sobre el mercado libre y constituyen un factor de intensa apreciación del peso. Se resuelve, entonces, para descongestionar el mercado libre, eliminar estas exportaciones. Recordemos el significado que ellas habían tenido dentro del sistema: se trataba de exportaciones de gran infinidad de artículos de distintas calidades y precios cuyo control hubiese sido sumamente difícil en los primeros tiempos del sistema. Se decidió, entonces, tanto por razones administrativas, como por razones de estímulo económico, mandarlos al mercado libre a fin de no controlar sus valores. En 1943, para aliviar la presión de la oferta, se eliminan estas exportaciones del mercado libre y se pasan al mercado oficial a un tipo especial cercano al que existía en aquél. Con esto se complica el problema administrativo de control, que antes se había evitado por completo. Se hace necesario entonces fiscalizar la calidad y el valor de esas mercaderías y se plantea la necesidad de establecer gradualmente el régimen de aforo para muchas de ellas, conforme la experiencia lo iba indicando.

Al pasarlas al mercado oficial se establece un tipo especial cercano al del mercado libre, como he dicho, tipo que en ese momento estaba a 17 por libra, o sea 4,22 el dólar, mientras el resto de las exportaciones seguía pagando el precio de 13,50 por libra. De manera que había un estímulo apreciable a favor de esas exportaciones. Política discutible, porque para gran parte de dichos artículos ese estímulo de cambio se había vuelto absolutamente innecesario, puesto que se trataba de artículos que, como los tejidos y otras manufacturas, tienen gran demanda en los mercados exteriores. Así pues, al fijarles un tipo de cambio alto, es fácil venderlos en el mercado internacional a un precio inferior al que posiblemente podrían venderse de no existir esta regulación de cambios. Tanto es así, que al desplazarse en 1943 el tipo de 17 a 16, siguieron saliendo sin ninguna perturbación y los precios en papel no se modificaron. Ahí se pudo notar cierta inercia en el sistema.

Los fondos exteriores

En cuanto a la inversión de capitales del exterior, en los primeros meses de 1943 se toma una medida que significa también apartarse de la política de absoluta libertad que hasta ese momento se había seguido en el mercado libre. Por primera

vez se someten esos fondos a un control con el propósito de limitar y suspender ciertas formas de inversión de capital que habían ido desarrollándose y tomando gran amplitud en Argentina. El decreto, que se dicta a solicitud del propio Banco Central, establece un permiso para todos los movimientos de entrada o salida de fondos. Por supuesto que en ese momento no nos preocupaba nada el problema de salida de fondos, sino el de entrada. Pero se quiso aprovechar esta oportunidad para dar al Banco Central un instrumento que le permita obrar en sentido contrario en la postguerra, o antes, si el fenómeno llegara a invertirse. También se quiso hacer una advertencia al mercado sobre la existencia de este instrumento para moderar también la entrada de aquellos capitales que en ese momento iban a la Argentina con designio de salir posteriormente, al cambiar las condiciones.

No se podía importar bienes de capital

Las razones que tuvo el Banco Central para solicitar esa medida fueron las siguientes: en primer lugar, esas entradas de capital no representaban en realidad un ingreso de capital concreto, sino un ingreso de fondos, desde el momento en que la salida de maquinaria, equipos, etc., estaba prácticamente prohibida en los mercados que podían suministrar capitales concretos. Como después de su ingreso, los fondos no podían dedicarse a la importación de mercaderías, aumentaban la plétora monetaria en el mercado interno, acentuando así el proceso inflacionista que ya era patente en esos momentos en el país. Por lo tanto, el Banco Central consideraba que las restricciones de guerra en los grandes mercados habían desnaturalizado la inversión clásica de capital y que no se infligía ningún daño a la economía con suspender momentáneamente ciertas formas de inversión de esos fondos.

Efectivamente, habíamos observado que el dinero que entraba en esta forma se invertía, o en inmuebles, dando así mayor impulso al movimiento de alza, que ya se venía observando, o en títulos, sin mayor utilidad para el país, puesto que desde el año '43 el mercado estaba absorbiendo fácilmente todas las emisiones necesarias para satisfacer los requerimientos del Tesoro. Como veremos en otras conversaciones, en el año '43 el Banco Central empezó a preocuparse seriamente de la intensidad de la demanda de títulos creada en parte por el ingreso de capitales y por los cambios en la situación monetaria interna. También se colocaba ese capital en inversiones a corto plazo, como letras de Tesorería, y en acciones de empresas existentes. No creaba empresas nuevas por la sencilla razón de que no era posible obtener maquinaria. De manera, pues, que ese capital iba a inflar más aquellas categorías de bienes o de valores que ya lo estaban, y no se traducía, salvo muy raras ocasiones, en un incremento real de la producción del país. Tanto es así, que las

medidas que el Gobierno dictó facultan al Banco Central a hacer una excepción, a permitir el ingreso de esos capitales si se demuestra que se le destina al aumento real de la producción o de las construcciones en el país.

En qué consiste el régimen restrictivo

El régimen que se establece es relativamente sencillo; el Banco Central se dirige a los bancos diciéndoles que pueden entrar libremente al país todos los fondos que vengan con propósito de invertirse; permanecen en los bancos durante un período de noventa días, mientras sus dueños deciden el tipo de inversión que juzguen más conveniente; y que una vez decidida, deben solicitar una autorización del Banco Central, quien juzgará de ella, aprobándola o rechazándola. Pero mientras dura ese período de exploración o tanteo de los inversionistas, esos fondos tienen que quedar en un banco autorizado para operar en cambios, y su monto íntegro ha de depositarse en el Banco Central el mismo día. Es decir, el Banco Central establece un régimen de depósitos del 100 por ciento de los fondos que entran, para evitar que el fenómeno de congestión de los efectivos bancarios, que la entrada de estos fondos estaba produciendo, se acentúe con el nuevo ingreso. De manera que la primera medida que toma el Banco Central es: dejarlos entrar, pero absorberlos inmediatamente para que no aumenten los efectivos bancarios. Tomada esta medida, ya no existe urgencia alguna en que se decida lo que se ha de hacer con esos fondos; se le da al interesado el tiempo suficiente para decidirse y presentar el caso al Banco Central. Si éste considera que la inversión puede realizarse de acuerdo con los principios que acabo de exponer, se da la autorización y esos fondos pueden ingresar al mercado transformándose en poder de compra activo. En cambio, si niega la autorización, esos fondos pueden quedar esos noventa días, o más tiempo si el interesado así lo requiere, puesto que no se manifiestan ni como poder de compra, ni como efectivo bancario. Sistema elástico que ha dado muy buenos resultados y ha permitido ir trabajando con método y estudiar todos los casos presentados sin precipitación de ninguna naturaleza. (11)

En realidad, este sistema de control impuesto por las circunstancias ha durado poco tiempo, apenas tres meses: los acontecimientos políticos que sobrevinieron en nuestro país hicieron inoperante el sistema, puesto que paralizaron, por lo menos en el segundo semestre del año, las inversiones de capital. Por eso las solicitudes en las cuales tuvo que intervenir el Banco Central fueron muy escasas. Hoy podría seguramente desbaratarse todo ese procedimiento y volverse al régimen del mercado libre sin mayores consecuencias. Tampoco era el propósito del Banco Central mantener este régimen por mucho tiempo: esperaba que la aplicación del sistema

permitiría crear ciertas normas que favorecieran la entrada de algunos capitales y alejara la de otros, tanto más cuanto que ya el mercado llegó a saber que el Banco Central tenía el propósito de tomar medidas restrictivas en el caso de salida de fondos. Esto a muchos fondos flotantes los habrá desanimado desde el primer momento.

Comienzos de un mercado negro

A pesar de lo breve de esta experiencia, ha sido suficiente para indicarnos los peligros y las consecuencias de un sistema demasiado rígido de control de capitales y la imposibilidad de llevarlo hasta el último extremo, pues en el poco tiempo transcurrido empezamos a notar indicios de un mercado negro, especialmente para algunas transacciones de poca importancia con los países limítrofes. Tanto, que ya habíamos pensado en aflojar las restriciones, pues nuestro propósito no fue el de mantenerlas como absolutas, sino de contener la avalancha de fondos y luego empezar a aflojar y a tomar otras medidas, que examinaremos en la parte final de las conversaciones sobre cambios.

Con esta breve explicación acerca de las medidas del control de capitales, quedaría cerrada la primera parte de mi exposición relativa a la experiencia de control de cambios, a la descripción de esa experiencia, más bien dicho, porque ya tendremos oportunidad de volver sobre el asunto y derivar algunas conclusiones de ella. Nos quedaría ahora por hacer el examen de los aspectos técnicos y administrativos de la organización del control de cambios. (12)

Enero 31, 1944.

CRÍTICAS AL SISTEMA DE CONTROL DE CAMBIOS

En las conversaciones anteriores he descripto la forma en que ha funcionado el control de cambios y las distintas etapas de su aplicación. Ahora quisiera considerar todo esto desde el punto de vista crítico, dividiendo la exposición en tres partes: una relativa al funcionamiento administrativo del control de cambios; la segunda relativa a la forma en que han funcionado los mercados, oficial y libre, y las observaciones que se podrían hacer acerca de la política que se ha seguido; en la tercera me propongo formular un juicio general sobre los resultados del control de cambios. En lo que concierne a la organización, la dejaría para más tarde, cuando estudiemos sus aspectos técnicos y administrativos; me limitaría en esta conversación a criticar la política seguida en el mercado oficial y libre y examinar los resultados del sistema.

Evolución del sistema hacia el movimiento de los tipos de cambio

Recordemos brevemente que en el mercado oficial se negociaba todo el cambio que podía ser controlado mientras que en el mercado libre se realizaban todas las operaciones que no podían serlo fácilmente en el mercado oficial. Al mismo tiempo se quiso tener en este mercado una especie de válvula de escape del mercado oficial; así que originalmente no solamente había movimientos de capitales y fondos en el mercado libre, sino también una parte de las exportaciones, las de productos nuevos o susceptibles de expandirse, y una parte de las importaciones, las que no podían atenderse en el mercado oficial.

Vamos a ver ahora cómo funcionó el mercado oficial. Como ustedes recordarán, había dos instrumentos para actuar: el permiso previo de cambio y los tipos de cambio. El primero actuó al principio como instrumento restrictivo, de 1934 a 1935; en seguida, cuando viene la fase ascendente del ciclo y hay abundancia de cambios, pasa a funcionar como elemento selectivo, para permitirnos la aplicación de los convenios de cambio. Más tarde, cuando sobreviene un nuevo descenso cíclico en la segunda mitad del '37 y se prolonga por varios años, vuelve a actuar el permiso como instrumento restrictivo, hasta que desaparece en el año de 1941, por la gran abundancia de divisas y la restricción de las exportaciones de Estados Unidos.

Conforme se va recogiendo experiencia en la aplicación del permiso previo de cambios, vimos que surgían dos inconvenientes fundamentales: primero, las grandes complicaciones administrativas a que da lugar la aplicación del permiso a gran cantidad de importadores, por miles y miles de mercaderías; y segundo, los efectos que tiene sobre los precios la restricción de la importación y las utilidades extraordinarias que a cierta categoría de importadores daba el sistema, puesto que se aplicaba una cuota a cada importador, se le otorgaba una cantidad menor que la necesaria para satisfacer la demanda, hecho que tendía a elevar los precios internos mientras el importador seguía pagando los mismos tipos de cambio. Por eso, por las complicaciones administrativas y por las consecuencias económicas del régimen de regulaciones cuantitativas o de cuotas, el sistema va evolucionando hacia el movimiento del tipo de cambio como medio de restricción de las importaciones, hacia la elevación y diversificación de los tipos de cambio. Esto es lo que vamos a ver rápidamente sintetizando lo que explicamos en las conversaciones anteriores.

Recuerden ustedes la mala experiencia que tuvimos en los años de 1932 y 1933, cuando se quiso fijar un valor artificial al peso argentino, un tipo rígido de cambio que no estaba de acuerdo con la oferta y la demanda. Ese procedimiento se abandona a fines de 1933 y se establecen dos tipos: uno fijo de 15 pesos la libra para comprar el cambio de los exportadores, y otro, llamado el tipo de venta, para

vender este cambio a los importadores y a los que tenían que remitir pagos para sus servicios financieros. El temor de volver a caer en un tipo inflexible de cambio indujo a no fijarlo rígidamente, como lo había estado antes; por eso se ofreció el cambio que entraba diariamente en el mercado oficial en forma de licitaciones a los que tenían permisos previos de cambio para importaciones o para servicios financieros. De suerte que en 1934 y 1935 no había un tipo vendedor fijo en el mercado oficial, sino que se determinaba diariamente en función de dos elementos: por un lado, la oferta, o cantidad de cambio que entraba al mercado, y por otro, la demanda de los tenedores de permisos previos o permisos para servicios financieros. Así que tuvimos un tipo que variaba de acuerdo con esas circunstancias. ¿Cuáles fueron los efectos de ese sistema? En un momento dado, en plena fase ascendente, cuando el cambio entraba abundantemente, para seguir dentro de la lógica de este procedimiento, debió ofrecerse cantidades cada vez mayores en las licitaciones diarias, lo cual no hubiese tardado en hacer bajar el tipo del nivel que tenía, alrededor de 17 por libra, hasta juntarlo con el tipo de 15 por libra, que se había fijado para las exportaciones. Cuando se vio que la presión del mercado podía producir esos efectos, se abandonó el sistema de las licitaciones y se decidió fijar el tipo en 17, en lugar de dejarlo bajar, y, a la vez, comprar el excedente de oferta y constituir así una reserva para satisfacer las necesidades del mercado oficial en la fase descendente del ciclo. Pero no sólo se deseaba acumular estas reservas; también se tenía el temor de que la baja del tipo para todas las importaciones fuera transitoria y que, más adelante, al sobrevenir un cambio en la situación y a la abundancia de divisas sucediera la escasez, tuviera que volverse a subir el tipo para todas las importaciones, sometiendo así al conjunto de ellas a un tipo de cambio pronunciadamente inestable.

Se abandona, pues, la práctica inicial de las licitaciones y se establece un tipo vendedor único de alrededor de 17 por libra, que funciona bien en el período ascendente, en el período de abundancia de cambio, el cual se prolonga hasta mediados de 1937. En la segunda mitad de ese año comienza la fase descendente del ciclo y el Banco Central se preocupa más y más por la necesidad de contener la importación para equilibrar el balance de pagos, por un lado, y para desviar el poder de compra hacia el mercado interno, por otro.

La diversificación de los tipos

Entonces fue cuando se empiezan a diversificar los tipos de cambio... ¿Por qué se diversifican? Porque se vio que para contener la importación primero, y para restringirla después, era necesario no sólo aplicar regulaciones cuantitativas, sino

también subir el tipo de cambio, encarecer la importación. Mas la aplicación de un solo tipo de cambio habría encarecido todas las importaciones; se advirtió en seguida la conveniencia de no hacerlo así, de no afectar la extensa categoría de artículos formada de materias primas para la industria y los transportes y artículos acabados requeridos por el consumo popular. En otros términos, no se quiso perturbar a las actividades económicas fundamentales del país, las que abastecen el grueso de la población de los artículos indispensables para sus necesidades, ya sea directamente o a través de la industria local. No se quiso afectar a esas importaciones ni en su precio ni en su cantidad; de ahí que se dejara para ellas el tipo de 17 por libra. Por el contrario, se crearon tipos superiores para las importaciones de otros artículos no esenciales y para los superfluos. Así comienza el proceso de diferenciación y la tendencia a ir usando distintos tipos para contener y restringir la importación. No voy a repetir todo lo que ya dije: sólo recordaré cómo se había llegado a diversificar el sistema en 1941.

Para las importaciones esenciales existía un tipo de 15 por libra, o sea de 3,36 por dólar, y un tipo de 17 por libra o sea de 3,73 por dólar, para el resto de las importaciones. Esa fue la primera etapa. Luego se vio que ese tipo de 3,73 también tenía que diversificarse, y se creó la serie de tipos de la Corporación para la promoción del intercambio. Esos tipos eran: 4,23, 4,55 y 4,85 por dólar; y, finalmente, el mercado de las licitaciones, en el que se ofrecía al mejor postor una cantidad determinada de cambios que en el primer año alcanzó hasta 30 millones de dólares y durante el cual los tipos oscilaron en torno a 4,91. Había, pues, una gran diversidad de tipos: desde 3,36 por dólar, hasta 4,91. Vemos cómo se vuelve a la idea primitiva de las licitaciones, de ofrecer una cantidad de divisas al mejor postor a fin de evitar las restricciones directas. Pero se aprovecha la experiencia anterior; antes se había tratado de establecer el tipo de licitaciones para todas las importaciones. La experiencia demuestra que no es conveniente hacerlo para todas, sino resguardar a cierta zona de importaciones fundamentales y aplicar el tipo elástico a otras que pueden soportar esas variaciones de tipos y esos tipos altos sin afectar la actividad económica nacional. (13)

No había, pues, al comenzar el sistema, en cuanto a tipos se refiere, una idea definida. Ustedes ven la serie de cambios y de tanteos, de diversas experiencias que tuvimos que hacer. Primero un tipo flexible, para abandonarlo después e imponer uno fijo para no afectar las importaciones fundamentales; después comprobamos que ese tipo fijo no era suficientemente elástico en un período descendente y creamos varios tipos; más tarde se observó que entre éstos podía crearse, para ciertas categorías de artículos, un procedimiento elástico. Se llega así al procedimiento de las licitaciones. (14)

Tanteos y experiencias

Observen ustedes cómo hemos ido tanteando y modificando continuamente nuestro sistema sin que pueda decirse que en 1941, cuando se suprimió el permiso de cambio, pero dejando los tipos múltiples, se hubiese llegado al sistema ideal; fue una nueva etapa en nuestra experiencia, de la cual me propongo sacar alguna lección para el futuro, a fin de llegar a sugerir un sistema más orgánico y flexible que el que hemos tenido, que nos evite estas continuas alteraciones. Por lo menos en lo que a nosotros respecta, han sido necesarios esos tanteos y modificaciones; sin ellos no hubiésemos podido recoger la experiencia que nos permite ahora formular las bases de un nuevo sistema.

Los tipos a partir de 1941

En 1941 volvemos a tener abundancia de cambios y se plantea esta pregunta: ¿por qué no valorizar el peso para las importaciones y bajar estos distintos tipos, si hay cambio disponible para hacerlo, puesto que habían respondido a propósitos restrictivos en épocas de escasez? No se hizo esto por la convicción de que la rebaja de los tipos no hubiese llegado al consumidor, puesto que coincidió la abundancia de cambios con una gran restricción de la exportación en los mercados proveedores. ¿Qué hubiese significado, por ejemplo, bajar el tipo para automóviles que era de 4,91 pesos por dólar, en momentos en que venían menos automóviles y en que la gente se los disputaba pagando precios internos en alza? Hubiese significado no trasladar la utilidad al consumidor, sino al intermediario. Y así ocurría en todas las mercaderías de importación que se importaban en cantidades menores a las que la demanda exigía. La rebaja del tipo no habría tenido, a nuestro juicio, efectos perceptibles sobre el consumidor, sino que la utilidad hubiese quedado en manos del importador y del industrial.

Estabilidad de los tipos de exportación

En cuanto al tipo al cual se compraban las letras de los exportadores, vimos que en 1933 se estableció en 15 la libra; después, con la guerra bajamos a 13,50; en dólar este tipo, en toda esta época, oscila entre 321 y 290 pesos por cien dólares, debido a las variaciones entre el dólar y la libra, de manera que en materia de exportaciones cuyo cambio se vendía en el mercado oficial, el tipo ha sido bastante estable en término de dólar. Les he mencionado en otra conversación el propósito del Gobierno de mover el tipo de exportación o establecer un impuesto en ciertos

casos, cuando subían los precios de las mercaderías exportadas; pero este propósito no pudo realizarse.

Inconsistencia en la política del mercado libre

Vamos a ver ahora la experiencia del mercado libre. Aquí debo confesar a ustedes que en la política del Banco Central ha habido cierta inconsistencia, pues entraron en conflicto dos propósitos o preocupaciones distintas, y ese conflicto nos llevó a un compromiso y los compromisos no siempre son la mejor solución en estos asuntos. ¿En qué consistió ese conflicto? Por un lado, la idea de dar la más absoluta libertad al mercado libre y desentenderse de sus movimientos; por otro, la preocupación que tenía el Banco Central de no afectar las exportaciones cuyo cambio se vendía en el mercado libre, especialmente las exportaciones de productos nuevos y en crecimiento, lo mismo que a los servicios financieros. No dejaban tampoco de preocupar las repercusiones psicológicas de los movimientos del mercado libre.

La primera experiencia

Como se recordará, hubo dos experiencias características en este mercado: la primera, cuando en el año 1936 empieza a entrar gran cantidad de cambio en el mercado libre por capitales que se introducen en el país, fondos flotantes, etc. Para ser lógico con sus propias ideas, el Banco Central debió dejar caer el valor del dólar en el mercado libre hasta el tipo vendedor mínimo del mercado oficial, o, si se quiere, hasta el tipo comprador. Sin embargo, cuando el dólar caía intensamente, el Banco se decidió a comprar esta divisa por dos razones: primero, porque estaba persuadido, como dije ya en otras oportunidades, de que éste era un movimiento transitorio y quería hacer una reserva de dólares para actuar sobre el mercado más adelante y, después, porque esa caída del dólar hubiese afectado desvaforablemente a todas las exportaciones que se estaban desarrollando al calor de ese tipo preferencial que era el tipo del mercado libre; y en verdad que, como ustedes recordarán, todo el cambio que compró el Banco Central en el mercado libre en ese período de abundancia lo vendió rápidamente en la época de escasez que vino después. No sólo no tuvo pérdidas, sino que obtuvo utilidades, sin que este fuera, por cierto, el fin que perseguía con esas operaciones.

Véase, entonces, cómo la idea de dejar absolutamente libre el mercado con un tope mínimo para evitar su caída por debajo de los tipos del mercado oficial, no se observó en una forma muy clara y decidida por aquellas preocupaciones que trababan la acción del Banco Central. De ahí otra de las conclusiones que anotaré cuan-

do nos ocupemos del sistema que pienso sugerir, la conveniencia de deslindar bien una cosa de la otra, y no llevar ni exportaciones ni importaciones en servicios normales al mercado libre. Cuando en esa primera experiencia el Banco Central dejó apreciar rápidamente el dólar, a pesar del empleo de las reservas referidas, se produjo un sacudimiento psicológico bastante grande en la plaza, como ya expliqué la vez pasada. A pesar de que el mercado libre no influía sobre las transacciones fundamentales del país y de que los fondos que salían pagaban el precio que podían conseguir en un mercado en que actuaba la oferta y la demanda, había intranquilidad y repercusiones desfavorables. El Banco Central fue objeto de duras críticas por haber dejado desvalorizar el peso a pesar de que nunca había asumido la responsabilidad del mercado libre. Había, desde luego, además de los intereses dañados de aquellos que mandaban su dinero al exterior, el perjuicio de quienes tenían que hacer servicios financieros y otras reservas regulares que, como no tenían un tipo fijo, sufrían las consecuencias de la depreciación. Esta repercusión psicológica cohibió un tanto al Banco Central en su política posterior; de ahí que yo considere que la segunda experiencia fue menos feliz todavía que la primera, porque el Banco Central no se consideró en una posición muy cómoda para dejar al mercado completamente abandonado a sus propias fuerzas, como vamos a ver. (15)

La segunda experiencia

Vamos a ver ahora en qué consiste la segunda experiencia en el mercado libre. En el año de 1941 comenzó a mejorar este mercado y nuevamente se presentaron al Banco Central los dos caminos: o el de dejar absolutamente libre el mercado y no intervenir dejándolo caer hasta el tipo comprador, o hasta el tipo vendedor más bajo que era 3,36 —si mal no recuerdo—, o el de intervenir con operaciones de regulación. Al Banco Central le preocupaba dejar desvalorizar muy rápidamente el dólar, por varias consideraciones. Primero, porque creía conveniente acumular una reserva de cambio en el mercado libre después del período de penuria que tuvimos en 1940. Recuérdese que hablo de 1941, en que no se podía adivinar lo que ocurriría en 1942 y 1943; pero teníamos muy cerca el pasado cuando nos debatimos en una grave escasez de cambio. De manera que el Banco Central prefirió más bien ir despacio y comprar cambio en el mercado libre y hacer una reserva que podría utilizarla en el mercado oficial en el caso de que la terminación de la guerra obligase a gastar cantidades crecidas de divisas en pago de importaciones. Esta razón fue poderosa en 1941, pero conforme pasaba el tiempo y se acrecentaba la cantidad de cambio en el mercado oficial, iba perdiendo fuerza. La otra razón fue la siguiente: no influir sobre esas exportaciones de productos nuevos que se estaban desarrollando muy activamente. Es cierto que en 1941 el Banco Central aconsejó al Gobierno

sacar del mercado libre todas las exportaciones de productos nuevos para que su cambio no influyera como factor de desvalorización del dólar. El Gobierno accedió a esa sugestión y dio la facultad al Banco Central para establecer el tipo de cambio para ellas a un nivel similar al del mercado libre. En otras palabras, las hacía gozar, en realidad, del tipo del mercado libre, pero sin que su oferta de cambio influyera en él. El mercado oficial tomaba la oferta directamente a esos tipos similares a los del mercado libre. También esta razón que doy, la de no influir desfavorablemente sobre los precios de estas exportaciones, fue perdiendo importancia conforme avanzaba la guerra y mejoraba la situación del balance de pagos, porque estas exportaciones salían cada vez con más facilidad, requeridas principalmente por los mercados de la América Latina, a tal punto que cuando hace pocos meses se resolvió por primera vez bajar el dólar para ellas, vimos que no sufrieron nada en absoluto. Tanto es así, que se proyectó bajarlo más aún a fin de poner esas exportaciones a un nivel similar al de las regulares. Otra razón que se tuvo fue el riesgo de que la guerra pudiese terminar de un momento a otro y diese vuelta el mercado; se quiso entonces evitar oscilaciones fuertes, lo que era apartarse, asimismo, del concepto primero que tuvimos del mercado libre. Por último, no se quiso dejar caer el tipo del mercado libre por debajo de los tipos vendedores del mercado oficial; razón que también perdió su peso, puesto que ello se hizo sin perturbaciones hace pocos meses, cuando se dejó caer el mercado libre sin tocar los tipos del mercado oficial que llegaron así a ser superiores a los del libre. Se dispuso entonces que los que tenían permisos de cambio a esos tipos del mercado oficial debían seguirlos pagando; se deslindó claramente lo que era mercado oficial de lo que era mercado libre.

El hecho es que hubo tardanza en el Banco Central cuando decidió dejar caer el dólar, en abril de 1943; el dólar bajó a cerca de 400 y simultáneamente se impone el control de la entrada de fondos exteriores, con lo cual el Banco Central no requiere seguir realizando nuevas compras de divisas.

Pueden ustedes observar entonces cómo el conflicto entre aquellos dos conceptos retardó la aplicación de una medida que de haberse tomado antes tal vez hubiese contenido las ventas de cambio en el mercado libre exigiendo una menor intervención compradora del Banco Central; porque sabiendo la gente que hay una gran presión de la oferta sobre la demanda y que el Banco Central está deteniendo el tipo del dólar en un nivel que se juzga indebidamente alto, sobreviene la tendencia a especular. La gente se dice: es muy difícil que el mercado se invierta y si ello ocurre, puedo salir en seguida; en cambio, es probable que al retirarse el Banco del mercado e interrumpir sus compras se aprecie más el peso y se desvalorice el dólar. Por lo tanto, la tardanza en apreciar el peso provoca especulaciones y atrae más fondos de los que naturalmente iban al mercado; lo mismo ocurrió también en 1936. De ahí saco la conclusión, que presentaré como convicción categórica cuan-

do lleguemos a estudiar el sistema futuro, de que conviene separar del mercado libre las exportaciones e importaciones y dar también a los servicios financieros cierta estabilidad, con el propósito de que ese mercado pueda moverse con toda libertad sin que el Banco Central se vea de nuevo en la necesidad de establecer compromisos entre dos conceptos contradictorios. La política ideal en esos tiempos debió haber sido la de tener las exportaciones fuera para no afectarlas y dejar caer el mercado libre hasta el tope mínimo de los tipos oficiales, sin preocuparse de lo que pudiera ocurrir posteriormente si el mercado se invierte y si en lugar de tener presión de la oferta sobre la demanda, hay presión de la demanda sobre la oferta, y el dólar se aprecia, sin afectar ni a las importaciones y exportaciones, ni a los servicios diversos.

Por lo tanto, esta experiencia del mercado libre nos indica lo que conviene hacer y lo que conviene no hacer, y diría que la segunda enseñanza es más positiva que la primera. Por cierto que ni en la primitiva intervención ni en la última hay peligro de quebrantos, porque el Banco Central tenía beneficios anteriores hechos en el mercado libre; además, todas estas compras de cambio que realizó en los años 1942 y 1943, las venderá probablemente después de la guerra, cuando el movimiento se invierta. No es eso lo que me preocupa, sino la tardanza con que se procedió frente a los acontecimientos, por consideraciones que hubiese sido mejor no tener; y para no tenerlas, debió haber dado al mercado libre un carácter distinto; no asignarle otras funciones que las de dejar entrar y salir los capitales y fondos en las condiciones que expondré más adelante.

Exportaciones e importaciones fuera del mercado libre

El mercado libre no tiene actualmente ni exportaciones ni importaciones. Recuerden ustedes que las exportaciones se habían llevado en pequeña parte en los primeros tiempos al mercado libre porque se trataba de productos de escasa importancia en que el control del valor era muy difícil; se les mandó al mercado libre para no ejercer ese control y, además, para estimular esas exportaciones. El primer punto subsiste, siguen siendo exportaciones de difícil control, aun cuando se va extendiendo poco a poco a ellas el sistema de los aforos, que es lo que resolverá el problema. En cuanto al segundo punto, no puede negarse que el tipo de cambio ha favorecido el desarrollo de estas exportaciones; pero, por otro lado, ha planteado una serie de problemas. Así, por ejemplo, un producto tradicional, regular, que salía al tipo comprador del mercado oficial, si se elaboraba, aun cuando no fuese más que en forma superficial, constituyendo un producto nuevo, salía por el mercado libre a tipo de cambio muy superior, lo cual tiene efectos económicos perturbadores

en algunos casos. Después, muchos productos industriales del país pudieron venderse al exterior a causa de los tipos favorables del mercado libre, a precios en pesos en alza, produciendo también elevación de precios en el mercado interno y utilidades extraordinarias a los exportadores. Y, finalmente, no se puede mantener en forma indefinida un doble tipo para las exportaciones, hay que unificarlos alguna vez para dar homogeneidad al mercado interno; cuanto más se mantiene esa situación irregular, tanto más difícil es volver hacia atrás. De ahí el empeño que el Banco Central puso en los últimos tiempos para corregirla e ir modificando los tipos de cambio para estas exportaciones hasta llegar a unirlos con el tipo comprador del mercado oficial o por lo menos dejarlos en el más bajo al cual se vende el cambio para el pago de importaciones. Esta evolución se está realizando en estos momentos y no ha terminado aún. En cuanto a las importaciones que estaban en el mercado libre, recordemos que se habían llevado allí por tres razones: primero, para simplificar el control y no tener que aplicar regulaciones cuantitativas a estas importaciones; segundo, para que estas importaciones puedan realizarse sin dificultad alguna actuando el mercado libre a manera de válvula de escape, y, tercero, porque el Gobierno en los primeros tiempos del sistema de control de cambios quiso mantener la ficción de la libertad de importar para que el régimen no fuera objetado constitucionalmente. El argumento del Gobierno era: no se prohíbe la importación, simplemente se restringe en el mercado oficial; pero el que no pueda hacerlo allí, puede importar sin trabas a través del mercado libre. Mas cuando se habituó todo el comercio al sistema, no hubo ningún inconveniente en sacar las importaciones del mercado libre y pasarlas al oficial, sin protesta alguna; la cuestión constitucional no se ha suscitado. Naturalmente que desde el punto de vista técnico y del control, la existencia de esa válvula de escape para las importaciones y la posibilidad de vender cambio de exportaciones en el mercado libre, tiene su importancia; mas son mayores los inconvenientes que se derivan por las razones que he anotado, que las ventajas que se experimentan; y creo decididamente que no conviene tenerlas, salvo aquella parte de las exportaciones correspondiente a la diferencia entre los aforos y los precios reales. (16)

Control y proteccionismo

Como dije en otra oportunidad, el tipo de cambio y la restricción directa de la importación se hicieron también muchas veces con un criterio proteccionista: artículos cuya introducción resultaba excesiva y perjudicial para la industria local, fueron restringidos o se elevó el tipo de cambio. Con eso se ha hecho mucho bien en los últimos años, porque se ha contribuido al desarrollo de la industria; pero no creo que en un sistema racionalmente trazado convenga dar al control de cambios

una responsabilidad de esa naturaleza. Es preferible que se adopte una política aduanera bien clara que establezca los derechos que han de pagar las mercaderías y que el control de cambios no tenga sino una simple función de restricción transitoria en épocas en que el cambio escasee, porque, de lo contrario, aparte de que el control no es de aplicación permanente se ejercitan muchas influencias seccionales que pueden alterar el funcionamiento de su mecanismo, influencias para bajar o subir los tipos con fines que no son de cambio sino de política económica; por ello considero que es necesario deslindar claramente los dos sistemas, coordinándolos en la política fundamental, pero separando bien su campo de aplicación.

Resultados del control

Ahora, para terminar esta conversación me pregunto: ¿cuáles han sido los resultados del control de cambios en la Argentina? En su función de equilibrar el balance de pagos, la elevación de tipos y las restricciones a la importación implantadas a fines de 1933, han sido, sin duda alguna, factores poderosos en el restablecimiento del equilibrio real de pagos en esos años; como también en la segunda mitad de 1937, y durante 1938, 1939, 1940 las medidas de regulación de las importaciones y las nuevas elevaciones de tipos de cambio contribuyeron a atenuar el desequilibrio y a evitar que los fondos creados por el sistema bancario estimularan la importación, desviándolos hacia la industria local y fomentando su expansión. Creo, por lo tanto, que la función del control de cambios, ya sea como instrumento para equilibrar el balance de pagos o para evitar un mayor desequilibrio y como medio de estimular la industria local, desviando hacia ella el poder de compra, ha sido eficaz, no obstante todas las alteraciones, los tanteos por los que hubo de pasarse por falta de experiencia. Asimismo, el control de cambios fue un instrumento eficaz en la aplicación de los convenios de pagos que, por las razones que he mencionado, tuvimos que concertar con los distintos países. Finalmente, el control de cambios ha sido para la política monetaria del país una fuente muy importante de experiencia, que creo que será de positivo valor en la elaboración de una política monetaria nacional. Sólo nos quedaría entonces, para agotar este tema, salvo las preguntas o puntos en que ustedes quieran insistir, estudiar la organización administrativa y técnica de control de cambios. (17)

Febrero 4, 1944.

Organización técnico-administrativa del control de cambios

Ha llegado el momento de ocuparnos de la organización técnico-administrativa del control de cambios, asunto que procuraré resumir en una conversación, si bien es cierto que habría mucho campo para entrar en detalles que juzgo que no serán interesantes para ustedes, lo cual no quiere decir que si en el curso de la exposición haya algún punto que pueda revestir para ustedes importancia particular, daré gustosamente la explicación pertinente.

Entidades que intervienen en el sistema

En el manejo administrativo del control de cambios intervienen distintas entidades. Ante todo, el Ministerio de Hacienda, en cuyas manos está la dirección general del sistema. El Ministerio de Hacienda, además de la colaboración que le prestan naturalmente las distintas entidades administrativas que vamos a ver en seguida, recibe el asesoramiento especial de dos comisiones: la Comisión de Aforos, que interviene en materia de exportaciones, y la Comisión de Divisas, en materia de importaciones. La administración del sistema ha estado a cargo de una Oficina de Control de Cambios cuyas funciones fueron transferidas en gran parte al Banco Central en 1941; antes de ello el Banco Central tenía también algunas funciones a su cargo, las que ofrecía dentro de un sistema descentralizado con la colaboración de todos los bancos de la plaza, de las instituciones financieras autorizadas por el Gobierno para hacer operaciones de cambio y de las casas de cambio. Además, han intervenido los corredores de cambios, que han actuado como intermediarios entre los exportadores e importadores y los bancos o el Banco Central, según los casos; finalmente, a partir de 1941, en que se reforma el sistema, intervienen también la Dirección General de Aduanas en la aplicación de las normas y reglamentaciones de cambio, cuando entran o salen las mercaderías del país, y la Dirección del Impuesto a los Réditos, en las inspecciones de los libros de exportadores e importadores, para ver si aplican correctamente las disposiciones del cambio.

Ministerio de Hacienda

Vamos a ver rápidamente en qué consisten las funciones de cada una de estas entidades. El Ministerio de Hacienda de la Nación, a cuyo cargo ha estado la dirección general del sistema, no ha intervenido en los detalles de su aplicación, sino que se ha limitado a dictar las normas o reglamentaciones generales de acuerdo

con las cuales se desarrollan las tareas de la Oficina correspondiente del Banco Central y de las demás entidades que intervienen. Si bien no intervenía en detalle, como acabo de decir, lo hacía en casos especiales que se sometían a su consideración, o en casos de apelación.

Comisión de Aforos

La Comisión de Aforos está compuesta por representantes de las bolsas de comercio, de los exportadores, y de los Ministerios de Hacienda y de Agricultura. Fija periódicamente los aforos de acuerdo con los cuales tiene que entregarse el cambio por cada producto exportado. Como ustedes recordarán, se llegó a este procedimiento para poner a todos los exportadores en igualdad de condiciones. Estos tienen que entregar el cambio de acuerdo con los aforos establecidos y el remanente puede negociarse en el mercado libre; de manera que no es dado a ningún exportador estar en condiciones más ventajosas con respecto a otro. Para la mayor parte de los productos, los aforos se fijan quincenalmente y para los muy importantes y de gran movimiento de precios se han llegado a fijar a diario. Esta Comisión de Aforos, a pesar de lo estrecho de su nombre, interviene en el estudio de todas las resoluciones relativas al cambio de exportación. Es la asesora del Ministerio de Hacienda. Cada vez que la Oficina de Control de Cambios o el Banco Central, en su caso, no han podido o no se han considerado facultados para resolver un caso especial, ha sido sometido a la consideración de la Comisión de Aforos, la cual da su opinión al Ministerio de Hacienda, quien resuelve en última instancia. (18) Además, esta Comisión interviene especialmente en los casos de apelación. Cuando un comerciante no está de acuerdo con la decisión del Banco Central o de la Oficina de Control de Cambios, éstos tienen que presentar el caso a la Comisión de Aforos, la cual dictamina ante el Ministerio de Hacienda, quien, de nuevo, resuelve en última instancia.

Comisión de Divisas

La Comisión de Divisas tiene funciones similares en lo que concierne al cambio de importaciones. Es ella quien estudia los proyectos de reglamentaciones o resoluciones que prepara el Banco Central a la Oficina de Control de Cambios acerca de la regulación cuantitativa de las importaciones, la forma en que se aplicará ella, los artículos y las distintas modalidades en que tiene que hacerse. También es consultada cada vez que se proyectan modificaciones en los tipos de cambios que corresponden a las distintas categorías de los artículos; y, finalmente, tiene funciones

análogas a las de la Comisión de Aforos en lo que concierne a la consideración de casos especiales y en las apelaciones. La Comisión de Divisas está compuesta por representantes de las Bolsas de Comercio de Buenos Aires y Rosario, como expresión de los intereses económicos generales, los importadores, los industriales, y los Ministerios de Hacienda y Agricultura, y también el de Relaciones Exteriores, porque todas las disposiciones relativas al cambio de importación afectan a los convenios o a la política económica del país. El Banco Central está, asimismo, representado.

Estas comisiones han probado ser excelentes como organismos consultivos, siempre que las oficinas administrativas encargadas de estudiar en primer lugar los asuntos les sometan proyectos bien elaborados. Es difícil que de aquellas comisiones salga alguna iniciativa o proyecto; y no se les puede confiar funciones ejecutivas. Resultan útiles, desde un punto de vista pasivo, pero el impulso tiene que venir o del Ministerio, o de las oficinas administrativas.

Descentralización

Vamos a considerar ahora la administración del sistema. Desde un principio se procuró por distintas razones descentralizar la aplicación de las medidas de control de cambios utilizando los bancos como agentes del sistema bajo la vigilancia de la Oficina de Control de Cambios o del Banco Central, según los casos. Pudo haber sido muy simple la organización de un monopolio para concentrar en el Banco Central todo el cambio de los exportadores, que en nuestro país son relativamente pocos; pero esto hubiera significado quitar a los bancos un negocio tradicional y recargar de trabajo al Banco Central sin necesidad alguna, puesto que los bancos son los cauces más eficientes para hacer estas operaciones. Son ellos y las instituciones autorizadas para operar en cambios (que no son necesariamente bancos sino entidades financieras) quienes están en contacto con los exportadores; ellos venden el cambio a los bancos e instituciones, las cuales, a su vez, lo revenden a los importadores o al Banco Central, si hay excedentes. También son los agentes que intervienen en el trámite de los permisos previos de cambios: el importador no gestiona directamente en la Oficina de Control de Cambios su permiso, sino por intermedio de un banco o de un corredor de cambios. La Oficina de Control de Cambios y el Banco Central coordinan esta tarea y dan las directivas de acuerdo con las cuales tendrán que realizarlas.

La Oficina de Control de Cambios

La Oficina de Control de Cambios ha tenido las siguiente funciones que fueron transferidas en 1941 al Banco Central: primero, el otorgamiento de los permisos previos de cambios de acuerdo con las normas y reglamentaciones aprobadas por el Ministerio de Hacienda y las prescripciones de los convenios de cambios. El permiso no sólo significa adjudicar una determinada cantidad de cambio, sino también fijar el precio de éste; de manera que implica una operación a término que cubre los riesgos del importador de las mercaderías. La Oficina, una vez que otorga el permiso de cambio, tiene que encargarse de controlar o verificar la medida en que los importadores utilizan ese permiso por razones que veremos en seguida. Además, la Oficina debe vigilar en qué medida los exportadores entregan su cambio a los bancos, para evitar evasiones. Prepara todos los proyectos de resolución y de reglamentación; es el organismo de estudio en colaboración con el Banco Central, así en lo que concierne a las regulaciones cuantitativas como al movimiento de los tipos de cambio; y está facultada, además, para resolver casos especiales de menor cuantía; los de mayor cuantía debe someterlos siempre al Ministerio de Hacienda, con la opinión de la Comisión de Divisas.

El Banco Central

El Banco Central, antes de la transferencia de las funciones que acabo de mencionar, ya tenía una intervención activa, pero no con respecto al otorgamiento de permisos de cambios, sino en lo que concierne a las operaciones de cambio de los bancos. El Banco Central está en contacto directo con los distintos bancos y entidades de la plaza para controlar todas las operaciones de cambio que realizan en el mercado oficial de cambios. Así es que diariamente el Banco Central recibe de cada banco o entidad una planilla muy detallada con todas las operaciones de compra de cambio realizadas a los exportadores, con las distintas constancias que a cada una de ellas corresponde. Y mediante esos datos y los de las ventas de cambio que también reciben, el Banco Central está en condiciones de determinar continuamente la posición que cada banco tiene frente a cada una de las monedas. De manera que las operaciones se realizan en cada banco y las informaciones se centralizan y controlan en el Banco Central. Y para estar continuamente informado acerca de la cantidad de cada moneda que cada banco tiene, y de las operaciones de compra a los exportadores conforme se van realizando, se comunican por un servicio telefónico directo al Banco Central para que éste pueda tomar las decisiones que cada caso aconseje. Los bancos son, pues, los agentes de compra y venta del cam-

bio. Pueden retener en su poder el cambio que compran: con la facultad de venderlo al Banco Central en cualquier momento, y la facultad del Banco Central de pedir ese cambio también en cualquier momento.

El Banco Central hace siempre los arbitrajes de cambios del mercado oficial; nunca los bancos particulares porque de haberles dado esta función, un banco habría comprado por arbitraje una moneda que otro tendría en exceso. Además, los bancos deben presentar planillas quincenales con la liquidación del beneficio de cambio que corresponde al Gobierno Nacional, o sea la diferencia entre el tipo a que compran las divisas a los exportadores y el tipo a que las venden a los importadores. Es un impuesto cuyo costo de percepción es insignificante puesto que la misma tarea que los bancos realizan para anotar sus operaciones les da pie para que puedan cobrar ese impuesto y transferir su producto al Banco Central por cuenta del Gobierno Nacional.

El Banco Central fija, asimismo, los tipos de cambio, tanto para la compra de letras de los exportadores como para la venta a los importadores. Pero como ello comporta no sólo una función monetaria sino también de política económica general por su influencia sobre el nivel de precios, nunca se hace una modificación de importancia sin la previa aprobación del Ministerio de Hacienda.

Otra de las funciones importantes que tiene el Banco Central en esta materia, es la de ejecutar todas las operaciones relativas a los convenios de pago o de compensación que tiene el país; lo que quiere decir que buena parte de las operaciones del comercio exterior han pasado de este modo por el Banco Central, desde el momento en que, antes de la guerra, una parte apreciable de nuestro comercio exterior se hacía ya según esos convenios. Es el Banco Central quien lleva las cuentas, quien se comunica con los bancos centrales de otros países y quien está en contacto con los bancos de la plaza para tener el detalle de las transacciones. Todos los asuntos derivados de los convenios se resuelven por el Banco Central, salvo los de carácter muy importante, que se consultan al Ministerio de Hacienda.

Asimismo, el Banco Central tiene la administración del Fondo de Divisas; todas las operaciones de compra y venta de cambios que hace en el mercado oficial o en el mercado libre, las hace en su condición de agente del Gobierno y por cuenta y riesgo del mismo; de manera, pues, que la liquidación final de las ganancias o pérdidas en estas operaciones de cambio no corresponden al Banco Central. Este recibe las instrucciones generales del Gobierno acerca de la política a seguir y del tipo de cambio a establecer en las operaciones del Fondo de Divisas. Por cierto que, conociendo la índole de las operaciones de cambio, no se puede suponer que la intervención del Tesoro sea continua y detallada, sino que éste se limita a dictar normas o disposiciones generales y el Banco Central a cumplirlas e interpretarla con la necesaria libertad de acción para resolver los distintos casos que se presen

ten. Eso sí, el Banco presenta una información muy detallada al Ministerio de Hacienda para que se sepa bien qué es lo que se hace y el Ministerio pueda cambiar sus directivas si así lo juzga conveniente. Al administrar el Fondo de Divisas, el Banco Central no sólo opera en el mercado oficial, sino también en el mercado libre de cambios, de acuerdo con las instrucciones que él propone al Ministerio de Hacienda.

Un punto al cual el Banco dio una importancia muy especial desde los primeros tiempos, fue el relativo a la organización de la estadística de cambios, no sólo como medio de información, sino también como medio de control de las operaciones de los bancos, de los importadores y de los exportadores. Se lleva una estadística detallada de las operaciones de cada exportador quien tiene que informar al Banco Central de las ventas de productos que va haciendo, de los embarques que realiza y del cambio que entrega a los bancos de la plaza, para que en cualquier momento se sepa cuál es su posición, qué cambio adeuda al sistema y qué cambio ha entregado. Asimismo se lleva una estadística muy detallada de los permisos otorgados a cada importador y de lo que ese importador va utilizando para poder en cualquier momento conocer su posición. En esto se han usado con todo éxito las máquinas Hollerit por su gran precisión y la posibilidad de hacer toda clase de clasificaciones, muchas veces imprevistas, pero que en un momento dado son indispensables. Esto en lo que concierne al mercado oficial, en lo que toca al mercado libre, aun antes de las medidas del control del movimiento de capitales dictadas hace pocos meses, el Banco Central procuró tener una información muy precisa sobre todas las operaciones que se hacían en el mercado libre y conocer bien la índole de cada una de ellas; y así, toda operación mayor de 1.000 libras esterlinas, era objeto de observación especial del Banco Central. Cuando los bancos no declaraban su índole con claridad, el Banco Central implantó la práctica de llamar por teléfono al interesado o de mandarle, según la importancia del caso, un informante para conversar con él y saber de qué operación se trataba. Dicha práctica, al principio, llamó la atención, pero bien pronto el mercado se acostumbró a ella. Así se fue logrando una información muy exacta y precisa sobre lo que pasaba. Establecido posteriormente el control de la entrada de fondos, pudo recogerse en forma directa una información detallada que en casos especiales se complementa también con una visita a quien ha realizado la operación. Al mismo tiempo, se ha hecho recientemente un censo de todo el capital extranjero invertido en el país, con sus características, su aplicación y todos los detalles que puedan ser útiles para conocer bien de qué se trata, y los servicios que ese capital ha devengado en los últimos años. El objeto de esta información no fue solamente conocer lo que ocurría, sino preparar elementos de juicio por si en el futuro llega a ser necesario tomar alguna medida en materia de servicios financieros. Con esa información se sabe qué es lo que cada empresa o firma ha estado acostumbrada a mandar y en qué consisten esas remesas.

Los bancos y entidades que operan en cambios

Expuestas así en forma general las funciones del Banco Central y de la Oficina de Control de Cambios, diremos ahora en pocas palabras en qué consisten las funciones de los bancos y demás instituciones autorizadas para operar en el país.

Como he dicho hace un momento, los bancos compran directamente el cambio a los exportadores, sea al contado o a término; en esto tienen absoluta libertad de acción, sólo que en las operaciones a término el Banco Central, consultando de tiempo en tiempo con los bancos de la plaza, fija los márgenes que ellos han de tener con respecto a las operaciones al contado. Por ellas los bancos cobran el uno por mil de comisión. En los primeros tiempos del sistema, esta comisión llegó a ser mucho mayor. Se fijaron en ese nivel un tanto alto porque cuando comenzó a actuar el sistema de control de cambios, los bancos estaban en una situación bastante difícil en sus cuentas de ganancias y pérdidas y fue necesario permitirles aumentar aquéllas y llevarlas a un nivel razonable; pero después, cuando se notó que los otros negocios les daban buenos ingresos, se bajó la comisión a la cifra indicada.

El cambio que los bancos compran a los exportadores, lo venden a los importadores, empresas financieras y demás remitentes de fondos; cobran también una comisión de uno por mil; y cuando en esa comisión interviene un corredor de cambio, cosa que se admitió por razones que veremos en seguida, ese corredor gana otro uno por mil. Ya dije antes que los bancos retienen la cantidad de cambio que desean y la venden en cualquier momento al Banco Central. Este puede pedir a los bancos ese cambio en todo tiempo; pero para darles cierta seguridad en cuanto a esos pedidos, se creó un régimen especial de cambio "declarado" y "no declarado". Si un banco compra libras esterlinas y declara al Banco Central que las adquiere y no desea entregarlas hasta finalizado el plazo de la operación, puede hacerlo, pero pagando al Banco Central una pequeña comisión. Si no declara especialmente la compra, queda obligado a entregar las libras en cualquier momento. Medida esta dictada en una oportunidad en que fue necesario pedir libras o dólares a los bancos, los cuales, no habiendo previsto el pedido por haberse acostumbrado a un período de abundancia, se vieron forzados a hacer operaciones de crédito un tanto cuantiosas en el exterior. Cuando un banco necesita cambio, ya sea por carecer del suficiente o por no tener esa moneda, la solicita del Banco Central. Este, cuando nota que un banco tiene una posición en descubierto, puede cubrírsela automáticamente sin consultarle, girándole la moneda necesaria, para evitar cualquier posición exagerada.

También dije que los bancos y los corredores son los agentes del Banco Central en el trámite de los permisos previos de cambio. Esto se hizo para evitar que el

Banco Central debiera estar en contacto con los miles y miles de importadores, a quienes hubiera tenido que atender; en cambio, dividida la tarea entre muchos bancos y muchos corredores, se descentraliza; y el Banco Central sólo interviene en los casos especiales.

Por otro lado, los bancos y los principales corredores de cambio conocen muy bien todas las circulares y todo el sistema y son los consejeros naturales del comercio. Eso ha demostrado ser un procedimiento eficaz. (19)

Los bancos intervienen también en el trámite de los llamados despachos a plazo. Cuando llega una mercadería pedida de acuerdo con un permiso previo de cambio, el importador, antes de despacharla de la aduana, necesita ir a un banco para comprar al contado o a término el cambio correspondiente. Una vez que el banco pone en el documento correspondiente la constancia de que ha vendido el cambio, pasa ese formulario por el Banco Central, quien toma nota también del cambio vendido, después de lo cual el importador puede despachar la mercadería por la aduana. Esto se hace no sólo para llevar una constancia de las operaciones y saber en qué posición se está y vigilar el cumplimiento de las disposiciones de los importadores, sino también para verificar el tipo de cambio que corresponde a cada operación. Los bancos tienen una gran cantidad de planillas estadísticas que llenar en estas operaciones y por eso también se ha sido liberal en la comisión que se les paga. Hemos observado, sobre todo en los primeros tiempos, que hacían estas tareas en forma bastante deficiente, tanto que en los primeros tiempos del sistema notamos que algunos bancos no sabían cúal era su posición de cambio en algunas monedas, de manera que el Banco Central tuvo que mantenerse en contacto directo con cada banco hasta llegar a un estado de cosas satisfactorio y en el cual se produjeran muy pocos errores.

No sólo los bancos intervienen como agentes de compra y venta, sino también el Banco Central ha seguido el procedimiento de darles más y más facultades para que ellos puedan resolver directamente una cantidad de casos y evitar así la concentración de tareas en el Banco Central y dar un servicio mucho más eficiente al público. Así, por ejemplo, en las prórrogas de los permisos de cambios, en las anulaciones en una cantidad de casos relativos al control del movimiento de capitales, los bancos están facultados para resolver directamente, dando cuenta al Banco Central, y de acuerdo con las disposiciones dictadas por éste. También en los primeros tiempos este sistema tuvo desde luego sus inconvenientes, pero una vez asentada la práctica, demostró ser muy ventajoso por la descentralización del trabajo y por la mejor atención del público.

Los corredores de cambio

Llegamos finalmente a los corredores. Antes del sistema de control de cambios, el corredor tenía un papel eficaz en el mercado, como en todo mercado libre; pero una vez establecido aquél, pudo haberse desbaratado toda la organización de los corredores. Sin embargo, por la misma razón por la que no se quiso monopolizar los cambios cercenando las tareas de los bancos, se trató de mantener con vida a los corredores de cambios, tratando de utilizarlos en la aplicación del sistema y en el asesoramiento de los importadores y exportadores. En materia de exportación no es indispensable la intervención de un corredor, pues se trata de grandes negocios y los exportadores están en contacto muy íntimo con los bancos; hubiese sido demasiado artificioso el imponer la colaboración del corredor. Si un exportador quiere tomarlo y pagarle una comisión especial, puede hacerlo; en la mayor parte de los casos no ocurre así. Pero en la importación sí, porque es mayor el número de importadores y menor la especialización que éstos tienen en materia de cambios. De manera, pues, que si bien la intervención del corredor no es obligatoria, se ha establecido un sistema por el cual el banco, como he dicho, cobra el uno por mil, y si el corredor interviene, éste recibe otro uno por mil, pagado por el Fondo de Beneficios de Cambio. (20)

Los exportadores

Vamos a examinar ahora en qué forma operan los exportadores e importadores. Los exportadores, desde el punto de vista de su obligación de entregar cambio oficial al sistema, se dividen en dos grupos: los exportadores autorizados y los no autorizados. Los primeros lo están para embarcar su mercadería sin previa entrega de cambio; simplemente cuando embarcan, adeudan el cambio, y el Banco Central puede pedírselos en cualquier momento. La práctica regular es la de ir entregándolo continuamente. Ha habido algunos casos, sin embargo, de exportadores que tenían una posición muy amplia que el Banco Central les ha obligado a reducir, entregando desde luego parte del cambio. Esta clasificación de exportadores autorizados corresponde a las casas que por su solvencia y por el volumen de sus negocios pueden ser acreedoras de este tratamiento especial. Los pequeños exportadores o los exportadores que comienzan a actuar y que no tienen todavía suficiente solidez para que se les otorgue crédito en la entrega de cambio, tienen que entregarlo al embarcarse la mercadería; no sale el barco cargado mientras no traigan un certificado de haber vendido el cambio, o de haber afianzado por un banco su entrega. (21)

En todas estas disposiciones el Banco Central procede en esta forma: elabora sus proyectos y luego llama a los principales jefes de cambio de los bancos y a los principales representantes de los exportadores y les da el borrador para que lo estudien. Una vez que recibe sus observaciones, dicta la disposición definitiva, siempre, claro está, que la medida que se vaya a tomar no entrañe un secreto. Esta colaboración ha demostrado ser muy conveniente; por lo general las circulares del Banco Central no suscitan ya críticas porque se ha dado tiempo a todos los interesados para hacerlas por anticipado. Muchas veces hemos notado que en casos en que creíamos estar en el buen camino, la colaboración de los demás nos demostró errores e imprevisiones antes de emitida la circular.

En conversaciones anteriores he dicho que para la entrega de cambio se sigue este doble procedimiento. En la mayor parte de los productos, especialmente en los productos importantes, se establece el aforo de acuerdo con el cual el exportador tiene que entregar el cambio. Ahora bien, para los productos de exportación menos importante, la de los productos llamados irregulares, por ser de exportación esporádica o de poca monta, el cambio tenía que entregarse de acuerdo con los precios de plaza, en los momentos de la entrega. Antes no, porque esos productos se podían vender en el mercado libre. Cuando se les sacó del mercado libre para pasarlos al oficial, tuvo que seguirse el procedimiento de los precios de plaza, del cual se va saliendo gradualmente, para pasar al de aforos; pero se ha tropezado con algunas dificultades, especialmente en aquellos productos de calidades muy diversas. Si se sigue el procedimiento de tomar un promedio, se da una prima al de mejor calidad y un castigo al que la tiene inferior. Si se toma la calidad inferior se da una prima a los de calidad superior. De manera que no hay otra solución que ir hilando cada vez más delgado y estableciendo tipos distintos, para lo cual se cuenta con la colaboración de las entidades gremiales de cada producto y la intervención de inspectores de mercaderías que verifican los tipos. El procedimiento está expuesto desde luego a todo lo que pueda ocurrir en casos similares; por eso se tiende más y más a establecer aforos, aun con el riesgo de que difieran mucho de la realidad. Pero es preferible colocar a todos los exportadores en igualdad de condiciones. Lo peor que puede ocurrir es que un exportador cumpla y otro no. Es preferible que todos lo hagan aun cuando el aforo no refleje la realidad con exactitud.

Los exportadores que han vendido cambio solicitan con frecuencia la anulación total o parcial de las operaciones. Estas anulaciones pueden ser aprobadas por los mismos bancos que han comprado el cambio; para ello hay ya reglas fijas. Si el dólar ha subido, se le devuelven menos dólares al importador, aplicándole el nuevo tipo, y si ha bajado, se le devuelve igual cantidad de dólares al tipo anterior, para evitar la maniobra en que el exportador deshaga una operación, cosa que nosotros no podemos justificar a la distancia, para beneficiarse con un nuevo tipo de cambio. (22)

Este ha sido un asunto muy discutido con los exportadores. Cuando por primera vez se propuso el sistema, todos lo objetaron, pero se les dijo: muy bien, propónganos ustedes un régimen mejor. Y por más que trataron de imaginarlo, no se pudo dar con uno que deje a salvo al Banco Central de maniobras de mala fe. Ahora se aplica bastante bien; y en la práctica no se ha suscitado ninguna dificultad.

Los importadores

Veamos ahora lo que concierne a los importadores, quienes tienen que pedir su permiso previo por intermedio de los bancos o corredores. Fue necesario, ante todo, fijar una duración determinada al permiso previo de cambios, que es la de 180 días, salvo casos especiales. Una industria que, por ejemplo, necesita maquinaria, cuya construcción dura de uno a dos años, obtiene el plazo necesario; pero por regla general el permiso dura 180 días. Y fue necesario establecer ese plazo para no tener una masa indefinida de compromisos de cambios; de lo contrario el Banco Central nunca hubiese conocido sus necesidades reales para los próximos meses; porque la cantidad de permisos pendientes se habría podido ejecutar en cualquier época. Por cierto que el procedimiento fue bastante flexible: cuando un importador no puede cumplir con su permiso en el plazo necesario, siempre se le otorga prórroga, especialmente con motivo de la guerra, razón ésta por la cual el régimen ha tenido que volverse aún más elástico.

También nos encontramos alguna vez con esta situación incómoda en lo que respecta al monto de los permisos. Para muchos artículos no había limitación para otorgar permisos y se daba al importador cualquier cantidad de cambio que solicitaba, especialmente cuando se trataba de importaciones con países con convenios, como la Gran Bretaña. Como al importador no le costaba nada tener el doble o el triple del monto que necesitaba, pedía cantidades mucho mayores. Y así pudimos observar que cuando se hizo necesario imponer restricciones a un artículo que no las había tenido anteriormente, nos encontramos con que había una gran masa de permisos pendientes que correspondían a un año o un año y medio de importaciones, de tal modo que, al establecer la restricción, hubiésemos tenido que esperar un año y medio para lograr sus efectos. Tanto que en ese momento comprobamos que, por lo general, se pedía el 40 por ciento más de cambio del que realmente se usaba. Fue necesario dictar una disposición para obligar al importador a usar, por lo menos, el 90 por ciento del cambio solicitado; por la parte que dejaba sin utilizar, tenía que pagar un recargo de 10 por ciento. Fue un procedimiento un poco duro, pero no se encontró otro para poner en orden el sistema; y dio buen resultado porque desde ese momento el importador se acostumbró a pedir sólo lo necesario. Con

motivo de la guerra, desde luego, tuvo también que interpretarse con mucha elasticidad esa disposición, puesto que no dependía ya del importador el que pudiese traer el artículo que necesitaba. (23)

Esto no sólo obedeció a la razón que acabo de explicar, sino también a la necesidad de que en los convenios de cambio el importador se ajustase estrictamente a lo solicitado; de lo contrario, podría ocurrir el caso de un importador que ha pedido cambio oficial para traer, digamos, un artículo de la Gran Bretaña, y en lugar de pagar por el mercado oficial, compraba en el mercado libre dando dólares libres al importador británico a quien podría convenir recibir en una menor cantidad dólares libres y no una mayor cantidad en libras; de manera que ese control de la utilización de permisos ha venido a implantarse por distintas razones. Todo eso, como ustedes comprenderán, origina un trabajo administrativo, porque cada caso tiene que ser seguido muy de cerca. Al principio fue motivo de complicaciones, pero todo se simplificó cuando se logró organizar el sistema metódicamente.

El punto más delicado en materia de importación es el que tocamos incidentalmente en la última conversación: el valor de la mercadería. Se estableció el régimen de la visación consular de las facturas. Hay sin duda posibilidades de evasiones tanto mayores cuanto mayor es la diferencia entre los tipos de los mercados oficial y libre. No puedo decir que el sistema haya sido absolutamente satisfactorio: si bien es cierto que no se han conocido casos de filtraciones importantes, debe admitirse la posibilidad de que haya podido haber ventas en pequeñas cantidades en el mercado libre. Como dije en la conversación anterior, alguna vez se había pensado en la posibilidad de establecer aforos de importación, dando para cada unidad de mercadería una determinada cantidad de cambio y obligando a comprar el resto en el mercado libre. Se descartó esa medida porque la diferencia entre el tipo vendedor más alto del mercado oficial y el del mercado libre se redujo, y no fue indispensable aplicar esas medidas; pero en caso de tener que acudir nuevamente al sistema, tendrá que buscarse una solución de esta naturaleza, sin perjuicio de otras formas, como la colaboración de los gremios interesados, la publicidad, las declaraciones, etc., teniendo en cuenta que lo fundamental es poner a todos los importadores en igualdad de condiciones. Ello es más importante que evitar la filtración de cambio, porque si todos tienen la misma oportunidad de vender lícitamente diferencias de cambio en el mercado libre en virtud de la fijación de un aforo, la competencia regula naturalmente la situación de todos ellos.

Las aduanas

Es natural que, al introducirse las mercaderías, las aduanas tengan que observar meticulosamente el cumplimiento de las disposiciones y la aplicación del tipo de

cambio que corresponde a cada importación, lo cual consta en el permiso de cambio, que tienen que exhibir los importadores junto con los demás documentos aduaneros. Estas funciones estaban a cargo de personal de la Oficina de Control de Cambios destacado en la Aduana de Buenos Aires (por donde entra la mayor parte de las mercaderías) y en la de Rosario; en el resto de las aduanas del país (que representan el 10 por ciento de la importación como máximo), sus empleados actuaban directamente. Cuando se disolvió en 1941 la Oficina de Control de Cambios y las funciones que ésta tenía, con el personal correspondiente, pasaron a la aduana, se notó al poco tiempo la inconveniencia de la medida, porque ese personal, ajeno a los trámites y a la modalidad de la tarea aduanera, no era suficientemente controlado o bien dirigido por las aduanas, de manera que se pensó en volver ese personal, o al Banco Central o al Ministerio de Hacienda, para tener un más eficaz control de sus tareas.

La Dirección de Réditos

Finalmente, con motivo de esa reorganización, los inspectores que antes trabajaban directamente en la Oficina de Control de Cambios para examinar los libros de los exportadores o importadores y averiguar el cumplimiento de las disposiciones, cosa que se hacía cuando había alguna denuncia o alguna sospecha, pasaron a la Dirección General del Impuesto de Réditos, lo cual ha sido muy conveniente, pues como esa Dirección manda constantemente inspectores a las casas de exportación e importación, a la par que determinan las utilidades materia del impuesto, controlan la aplicación de las disposiciones de cambio. Así, por ejemplo, hace algunos años, se hizo una de las inspecciones más importantes a los exportadores, gracias a la cual se les hizo entregar cuatro millones y medio de libras de cambio que no habían entregado, por haberlas declarado a un precio inferior al que correspondía al producto. Por eso, a raíz de esta comprobación se estableció el sistema de aforos. Antes se declaraba el valor.

Es la misma inspección de réditos la que levanta los sumarios, aplica las multas, etcétera.

Organización de la Oficina de Control de Cambios

Finalmente diré algunas palabras con respecto a la organización de la Oficina de Control de Cambios. Esta fue una oficina que, como ustedes recordarán por mi explicación anterior, se tuvo que improvisar en los primeros tiempos y siempre

hubo acerca de ella el concepto de que era una oficina transitoria destinada a desaparecer muy pronto. De modo que, en los primeros años, tuvo más bien una vida precaria, que no contribuyó precisamente a su buena organización, sino a dejar las cosas en ese terreno de improvisación en que tuvo que funcionar al principio. Además, había fallas de personal: la Oficina se constituyó con el personal administrativo común del Ministerio de Hacienda, cuyas normas de selección no son todo lo estrictas que requiere un personal especializado en una función de cambios. Además, no fue un personal muy numeroso porque se creyó que la tarea era mucho más simple de lo que resultó en realidad. Esa falla se notó pronto, cuando creció en tal forma el trabajo, que la oficina empezó a tener una marcha deficiente y dar, por tanto, una defectuosa atención al público.

Al mismo tiempo, como el control de cambios se estableció sin un plan sujeto a una tranquila meditación, sino que fue el resultado de una decisión tomada bajo la presión de circunstancias muy serias, no se hizo un examen reposado de toda la estructura de la importación argentina, de la clasificación de los distintos productos, de lo que cada producto representaba dentro de la economía nacional, la aplicación que tenía, el significado para cada una de las industrias, los requerimientos de éstas: en fin, ese estudio que debió tenerse antes, se fue elaborando con el andar del tiempo. Hoy se conoce perfectamente ese problema, pero fue necesario mucho tiempo. De allí que buena parte de las regulaciones primitivas que se aplicaron fueran resoluciones tomadas sobre el papel, resultado del sentido más o menos bueno de quien las proyectaba; pero no se basaban en el conocimiento de una realidad muy compleja que no siempre se manifiesta en cifras. Esa fue una de las fallas fundamentales de los primeros tiempos.

Además, la oficina carecía de un órgano eficiente de información que le permitiese ver en seguida de aplicada una disposición cuáles habían sido las imprevisiones o cuáles los puntos en que la experiencia inmediata aconsejaba modificar el criterio o reajustar la disposición, ya que es absolutamente imposible dictar disposiciones perfectas. La oficina carecía de ese medio de información, fue desarrollándose poco a poco con la colaboración del Banco Central. Otra de las fallas fue el espíritu de inercia al cual también me he referido. Cada disposición del control de cambios, cada modificación de una disposición, origina un trabajo tal que el personal trata en lo posible de evitar esas modificaciones. De manera, pues, que ese elemento de inercia impide moverse con la misma rapidez con que se mueve y transforma la realidad. A veces los hechos que motivaban una resolución cambiaban, pero la resolución quedaba en vigor por algún tiempo. Esto se pudo observar especialmente en los primeros tiempos de la guerra. Había razones imperiosas para tratar de que la mayor parte de las importaciones de ciertos productos esenciales se hicieran en la Gran Bretaña; por ejemplo, las de hojalata. Podíamos comprarla en

la Gran Bretaña y en Estados Unidos, pero como había que usar libras bloqueadas, las disposiciones de control de cambios inclinaron las compras hacia la Gran Bretaña. Esta, no cumplía con los compromisos contraídos por causas de fuerza mayor, y el control de cambios se movió con mucha lentitud para modificar las disposiciones y dar permisos para Estados Unidos. Se discurrió, finalmente, dar permisos dobles; al que pedía para Estados Unidos se le obligaba a traer también de la Gran Bretaña para reforzar las existencias en caso de lograrse las mercaderías en ambos mercados. Se llegó a eso después de perder mucho tiempo debido a la falta de elasticidad del sistema.

Además, había cierta lentitud en el trámite de los asuntos. A veces, cuando se presentaba un problema nuevo, se quería agotar el estudio, y para esto se recogía toda suerte de estadísticas y se profundizaba el examen, de modo que cuando llegaba el momento de una resolución, era tardía. Todas esas deficiencias las fue anotando el Banco Central y en conversaciones con el Ministerio de Hacienda se llegó a la conclusión de que era necesario modificar radicalmente el sistema, y por esa razón principal, en 1941, se incorporó la oficina al Banco. Este no había querido incorporarla hasta ese momento por dos razones: primero, porque también creía que el control de cambios era un mecanismo transitorio destinado a desaparecer; y, en segundo lugar, porque había estado en plena organización y no consideraba conveniente recargarse con un nuevo trabajo más. Al ser transferida, se pudo nombrar más personal, de mejor calidad, establecer un buen régimen de sueldos. Comprobamos que con el que tenía la Oficina de Control de Cambios era imposible una marcha eficiente. Las tareas quedaron mejor distribuidas, estableciendo claramente lo que era trámite y control, y, sobre todo, se organizó un mecanismo de estudio, de observación y de información, independiente de la tarea ejecutiva, porque comprobamos que el funcionario que está ejecutando las normas de un sistema, por lo mismo que es un hombre responsable y concentra todo su tiempo en ello, no tiene tiempo para pensar en los aspectos generales y en los problemas nuevos que van presentándose continuamente. Llegamos, pues, a la conclusión de que si no se creaba un núcleo independiente de los funcionarios que tenían la tarea ejecutiva, la mezcla de las dos tareas conducía fatalmente a la inelasticidad, o a la falta de previsión, o a la falta de imaginación de quienes tienen el sistema en sus manos; cosa esencial para ir aprovechando las enseñanzas de la realidad y sacando las conclusiones de los hechos conforme se presentan.

En cuanto a la atención del público, se estableció un sistema sumamente sencillo. En lugar de tener contacto directo con él, se estableció un formulario, en el cual cada uno de los interesados declaraba el motivo de su reclamación o de su queja, porque se observó que gran parte de la gente que iba allí, lo hacía con desconocimiento de las circulares y resoluciones de control de cambios. Parece éste un

detalle sin importancia, pero la tiene en realidad, porque ese formulario escrito permite que la vigilancia de la resolución de los asuntos o del asesoramiento que el personal presta al público, puede ejercitarse también desde arriba y puedan los de arriba saber qué resultado van dando las disposiciones en el público para poder tomar las medidas necesarias. Para mantener informado al público se expedían circulares en donde se exponía la forma en que se resolvían los asuntos y especialmente se llamaba la atención sobre todos los casos de excepción o de interpretación especial, para que todos los que estuviesen en iguales condiciones pudieran solicitar el mismo tratamiento.

En cuanto al conocimiento de la realidad, se organizó, mediante el personal de la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco, el contacto con la industria y el comercio. Unas treinta personas se dedicaron continuamente a visitar establecimientos comerciales e industriales; a recoger informaciones sobre su marcha; a conocer y comprender sus problemas, de tal modo que al cabo de un cierto tiempo el Banco logró tener una información muy precisa sobre los hechos importantes que iban ocurriendo y logró también acostumbrar a la gente del comercio y la industria a presentar directamente sus problemas cuando podían ser de algún interés para el Banco Central.

Toda la experiencia que se recogió en la atención de los asuntos de cambio, ha sido aprovechada para dar los certificados de necesidad requeridos para la importación de Estados Unidos, ya que el trámite es exactamente igual, sólo que en lugar de escasez de cambio, hay escasez, o de barcos o de exportaciones. Así es que el Banco Central tuvo que colaborar con el Gobierno en la elaboración de un plan de distribución de bodegas de la capacidad de los barcos disponibles, similar al plan de distribución de permisos de cambio que antes se tenía. El Banco, no obstante que desde el punto de vista administrativo hubiese deseado eludir una tarea de esta naturaleza, la aceptó de buen grado. Sin embargo, convencido no solamente de que disponía de la organización eficiente para hacerlo, lo cual no era, desde luego, la razón fundamental porque otros también pudieron haberla formado, sino también porque estábamos convencidos de que en la postguerra sería difícil prescindir del control de cambios, ya no en la forma en que se había aplicado sino alguna otra de control de importaciones. El Banco Central no está dispuesto a perder ese instrumento tan fundamental de la política monetaria. Desde luego que al hablar de instrumento en manos del Banco Central, no quiere significar que éste tenga facultades para tomar decisiones de política económica; aludo simplemente a su manejo dentro de las disposiciones dictadas por el Gobierno y en cuya elaboración el Banco Central, por tener el asunto en sus manos, ejerce una intervención importante.

Finalmente, recogiendo la mala experiencia que en materia de inercia, falta de elasticidad y lentitud, había tenido la Oficina de Control de Cambios, además de la

nueva organización implantada dentro del Departamento de Cambios del Banco Central, se estableció, en la propia Gerencia del Banco, un sencillo mecanismo de control, con funcionarios superiores, para vigilar el trámite de todos los permisos y sobre todo para seguir la política del control de cambios y evitar la arbitrariedad que con tanta frecuencia habíamos comprobado en la resolución de ciertos asuntos. Dado el enorme número de problemas y la multiplicidad de los casos, es indispensable dejar la solución de gran parte de ellos al personal inferior. Pero no es posible dar a éste grandes facultades, gran discreción en cuanto a las decisiones, porque todo el sistema se desatircularía. El Banco trató de remediar, tanto en el control de cambios como en el otorgamiento de permisos de necesidad, las consecuencias perjudiciales que para el comercio tenían las resoluciones negativas; generalmente ese personal inferior a cuyo cargo está la decisión de muchos asuntos, opta, en caso de duda, por resolver negativamente, ya sea porque no quiere carga de responsabilidades, o sencillamente porque adquiere él mismo una noción exagerada de su importancia al decir que no, sobre todo cuando la gestión corresponde a asuntos de cierta magnitud. Llegamos así a esta conclusión: que el control de los casos resueltos afirmativamente, era bastante sencillo, pero no así el de los casos resueltos negativamente. Entonces se establece este sistema: cuando se resolvía afirmativamente un asunto, su verificación se hacía dentro del propio departamento por los órganos del control que se había establecido; pero cuando se resolvía negativamente (cuando se negaba un permiso de cambio, un certificado de necesidad o una solicitud para entrada de capitales), el asunto tenía que ir al jefe de Sección; si éste volvía a decir que no, tenía que ir al jefe de Departamento; si éste insistía en el no, tenía que ir al subgerente adscripto que vigilaba la aplicación del sistema, y si el subgerente adscripto también negaba, el asunto pasaba a la Gerencia General, que otorgaba el visto bueno definitivo. En casos muy contados quedaba, sin embargo, la apelación al Ministerio de Hacienda. En esa forma se logró evitar una gran cantidad de reclamaciones e introducir un elemento de gran elasticidad en las disposiciones.

Asimismo, se establecieron controles administrativos de la duración de los asuntos, estableciendo plazos perentorios para su resolución. Se empezaron a hacer y se prosiguieron reuniones semanales entre los que estudiaban los casos especiales planteados por industriales o importadores. Dichas reuniones resultaron también muy útiles para la buena marcha del sistema y así se llegó a perfeccionar la organización. Pero muy poco tiempo después, cuando se suprimió el permiso previo, dejó de ser necesaria en materia de cambios; pero inmediatamente después tuvimos que utilizar la misma organización para otorgar certificados de necesidad. Se trataba ahora de una organización en marcha que había adquirido un alto grado de eficiencia y a la cual seguramente habrá que recurrir en el futuro. (24)

Para concluir con la exposición del tema del control de cambios me faltan tratar

dos temas: lo que para mí sería el sistema ideal del control y las relaciones de éste con los planes de estabilización monetaria internacional; pero como juzgo que un entendimiento cabal de ellos requiere un examen de la política monetaria argentina, explicaré ésta antes.

Febrero 7, 1944.

(1)

Sr. Gómez: ¿Me perdona?

Sr. Prebisch: Sí, señor.

Sr. Gómez: ¿Cuál fue la política de crédito que siguió el Gobierno: expansión o contracción de crédito?

Sr. Prebisch: El Gobierno quiso poner en equilibrio su presupuesto, cosa que se consiguió gradualmente desde el 31 al 34, en que se llega a él. Los bancos se vieron forzados a restringir el crédito por la disminución de sus efectivos.

Sr. Gómez: ¿No había Banco Central?

Sr. Prebisch: No lo había, y todos temían el redescuento. Quienes lo piden son los bancos que, como dije en la exposición anterior, encontrándose en muy malas condiciones, se ven forzados por las circunstancias a acudir a él.

Sr. Gómez: ¿Simultáneamente a esas medidas hubo contracción de crédito?

Sr. Prebisch: Hubo contracción de crédito.

(2)

Sr. Prebisch: ¿Decía algo, señor Gómez?

Sr. Gómez: Deseaba saber si la selección de las importaciones por países era un arma de comercio exterior que usaba Argentina.

Sr. Prebisch: Yo diría, más bien, que fue un arma de comercio exterior que usaron primeramente contra nosotros, pues nos pusieron en una situación en que no teníamos otra salida que la de concertar convenios de pago. No ha sido el resultado de una libre opción, sino de las circunstancias que nos obligaron a entrar por ese camino, como vamos a ver en seguida.

(3)

Sr. Gómez: ¿Incluidos los adeudos por los saldos anteriores?

Sr. Prebisch: Sí, señor. Los anteriores no podían liquidarse en ninguna forma: habían quedado allí congelados. Pero además de los anteriores, se acumulaban los otros; tanto que a fines de 1933, un cálculo un tanto grueso nos llevó a la conclusión de que los adeudos anteriores, más los nuevos, representaban una suma de cerca de 500 millones de pesos.

Sr. Villaseñor: ¿De pesos?

Sr. Prebisch: De pesos. Es decir que no solamente habíamos vaciado buena parte de nuestras tenencias de oro, reduciéndolas de 1.100 millones en 1926 a 500 y pico en el momento

de la fundación del Banco Central, sino que también habíamos acumulado esos otros 500 millones de adeudos.

(4)

Sr. Villaseñor: ¿Cuáles fueron esos tipos de cambio que se establecieron?

Sr. Prebisch: Los siguientes: para la compra de cambio a los exportadores el de 15 pesos por libra esterlina. En el mercado oficial anterior el cambio había estado a 12,85. Se pasó a 15. Ahora vamos a ver la existencia de otros tipos.

Sr. Villaseñor: ¿Cuál había sido el tipo de cambio que resultó bajo?

Sr. Prebisch: El de 12,85.

Sr. Villaseñor: ¿El anterior?

Sr. Prebisch: Sí; pero conste que ese tipo de 15 es para la exportación; ya veremos después qué tipos se fijaron para las otras transacciones. En cuanto a la demanda de cambios en el mercado oficial, solamente podía hacerse para las importaciones con permiso previo y para los servicios financieros a países con convenio. Las remesas de particulares y otras remesas por comisiones, emigración de capital, tenían que hacerse por el mercado libre.

Sr. Villaseñor: ¿A cómo fijó el mercado libre la compra de ese tipo de cambio?

Sr. Prebisch: Variablemente. Se comenzó con un tipo que llegó en un momento dado hasta 21 pesos por libra.

(5)

Sr. Villaseñor: ¿A dónde iba ese beneficio?

Sr. Prebisch: El margen de cambios se creó con el objeto de poder indemnizar al Estado de las pérdidas que hiciera en la venta de granos al exterior a un precio inferior al costo; ese fue el objeto primitivo del margen de cambios, y recalco la expresión primitivo, porque también la buena suerte ayudó al país en materia de granos. Si al principio se incurrió en pérdidas al vender el trigo que se había comprado a precios mucho más bajos en el mercado internacional, poco después hubo malas cosechas en Estados Unidos, subió el precio de los granos y la Junta pudo vender los suyos en condiciones muy favorables; y como el dinero en manos del Estado siempre encuentra aplicación fácil, ese margen de cambios, ese beneficio de cambios, fue a alimentar las arcas fiscales. El Tesoro tomó dinero de allí, entregando letras o títulos. Hoy día existe aún una gran existencia de títulos en la cuenta de margen de cambios, pero el dinero ha sido usado como el producto de cualquier impuesto.

(6)

Sr. Villaseñor: ¿No se daba el caso de que el exportador dejara sus saldos en el extranjero, a su disposición?

Sr. Prebisch: El exportador tenía que entregar el cambio a medida que se hacían las exportaciones. Había cierta elasticidad, pero en cualquier momento la Oficina de Control podía reclamar al exportador la entrega del cambio.

Sr. Villaseñor: ¿Quiere decir que no había evasión en el sentido de que alguien exportara granos a alguna firma de Nueva York y los dólares dejaran de entrar?

Sr. Prebisch: No señor. Se procedió en esta doble forma, como lo voy a explicar después al ver los aspectos técnicos. Se abrió un registro y los exportadores quedaron divididos en dos grupos. Los exportadores autorizados a exportar con la mera declaración, eran las casas se-

rias, y los exportadores pequeños, o poco conocidos, y sin mayor responsabilidad, que tenían que garantizar mediante la intervención del Banco, la entrega de cambio. Pero era muy fácil seguirlos por cuanto se puede vigilar muy bien la exportación física, que multiplicada por el aforo, daba la deuda de cambio de todos los exportadores. Y así se llevaba para cada firma un registro con el cambio que iba produciendo y el cambio que iba entregando. A veces se notó que algunas firmas lo demoraban mucho y se les obligó a entregarlo.

(7)

Sr. Villaseñor: ¿Estos títulos en moneda extranjera devengaban intereses?

Sr. Prebisch: Devengaban intereses, como el resto de los títulos de la deuda pública. Los entregamos a tenedores británicos y daban un 4 por ciento. Son títulos que se cotizan en la Bolsa de Londres y que desgraciadamente no los podemos repatriar ahora porque no nos reservamos la cláusula de rescate.

Lic. Martínez Ostos: ¿Esos títulos que se les dieron en pago a las operaciones bloqueadas ya estaban en circulación?

Sr. Prebisch: No. Se emitieron títulos nuevos.

Lic. Martínez Ostos: ¿Fueron empréstitos especiales?

Sr. Prebisch: Fueron empréstitos especiales. Se tomaron los fondos en pesos acumulados en los bancos, esos fondos se transfirieron al Gobierno, el Gobierno entregó los títulos.

Ing. Luna: Querría saber qué proporción representa respecto del total de cambio extranjero que viene a Argentina, el del comercio con los países limítrofes, más la entrada de capital, para tener una idea de la fortaleza del mercado libre frente al mercado oficial.

Sr. Prebisch: En aquellos años iniciales nuestras estadísticas no nos permiten satisfacer su pregunta. El mercado libre en aquellos tiempos representaba aproximadamente el 20 por ciento o el 25 por ciento del conjunto de transacciones; pero hubo épocas en que adquirió una importancia muy grande: justamente en los años 1936 y 1937 que entra mucho capital, el mercado libre se desarrolla.

Sr. Gómez: ¿A los países limítrofes no se les impuso el control de cambios por circunstancias de control nacional, o porque se trataba de exportaciones?

Sr. Prebisch: Por las dos razones. Además, porque se quería facilitar el comercio realizando los pagos en pesos, aunque después también se abandonó el sistema, por iniciativa del Brasil, que por el año 40 nos pidió hacer todas sus transacciones a través del mercado oficial. Nosotros le dijimos sinceramente que se iba a perjudicar, porque pudiendo Brasil pagar el trigo argentino por el mercado libre, le costaba menos dólares que lo que le costó después por el mercado oficial. Situación que manteníamos nosotros precisamente porque queríamos afianzarnos en el mercado de Brasil. Pero el interés de éste estaba en vender sus tejidos en igualdad de condiciones competitivas con los británicos, y nosotros no tuvimos ningún inconveniente en ceder.

Sr. Gómez: ¿Nada más con Brasil?

Sr. Prebisch: Sólo con Brasil. Ultimamente se tuvo la idea de reintegrar todas las importaciones y exportaciones de los países limítrofes al mercado oficial porque habían desaparecido las razones de estímulo económico que aconsejaban darles el cambio libre, y si bien las complicaciones administrativas iban a exigir un poco más de trabajo, como había mayor experiencia y organización, las consideraciones que se tuvo en aquel momento inicial para dejarlas fuera ya habían desaparecido en buena parte.

Sr. Urquidi: ¿Considera usted que la caída de la libra o la fuga de capitales fue lo que precipitó la implantación del control de cambios?

Sr. Prebisch: La caída de la libra aceleró en la Argentina la fuga de capitales. Materialmente la caída de la libra no tenía por qué llevarnos al control de cambios. Fueron las consecuencias psicológicas las que hicieron pensar a mucha gente que si la libra caía en semejantes proporciones, el peso estaba destinado a caer con mucha más facilidad. Eso precipitó la fuga de capitales.

Sr. Urquidi: ¿Y cómo se explica la sobrevaloración del peso argentino, es decir, el tipo de cambio demasiado bajo del dólar?

Sr. Prebisch: Porque cuando se estableció el control de cambios había un determinado tipo que estaba en un proceso de depreciación, la línea iba descendiendo y se detuvo artificialmente el descenso en un punto, mientras que los factores desfavorables del balance de pagos seguían operando. De no haberse detenido artificialmente, la depreciación hubiese continuado.

Sr. Urquidi: Pero se restablece el equilibrio.

Sr. Prebisch: Sí, pero continúan todas las consecuencias psicológicas de la depreciación. Lo que más se temía era precisamente que continuasen las variaciones diarias del cambio y todos los trastornos psicológicos. Además, en ese momento se quería contener la depreciación por considerar que ya se había llegado a un límite bastante exagerado, es decir, muy alto en el valor del dólar. Después las circunstancias demostraron que podía irse y que debía irse a un límite más bajo aún para amortiguar la repercusión de la baja de los precios de los productos agropecuarios.

Sr. Gómez: Es evidente que aun con el control de cambios no se puede establecer un tipo de cambio por encima de lo que las condiciones económicas exijan.

Sr. Prebisch: Salvo racionando el cambio mediante un sistema muy severo, con todos los peligros de la bolsa negra. Los acontecimientos posteriores nos demostraron la posibilidad de mantener cierta estabilidad en el mercado oficial, dejando el mercado libre.

Sr. Gómez: Pero no muy lejos.

Sr. Prebisch: No muy lejos. Como explicaba en la otra conversación, si bien el mercado libre es un mercado pequeño, que no representa las transacciones fundamentales del país, se considera en el exterior el valor de la moneda argentina por la cotización del mercado libre. Es algo que está tan grabado en el ánimo de las gentes, tan difícil de deshacer es ese sentimiento que cuando dejamos caer el mercado libre en la segunda mitad de 1937, después de haberlo tenido a 16, yendo rápidamente a cerca de 20, produjo una conmoción psicológica muy desagradable en Argentina, no obstante que el mercado oficial mantenía sus tipos. Esa experiencia también nos ha servido para llegar a ciertas conclusiones acervas del mercado libre, puesto que en éste hay dos clases de operaciones: las remesas regulares de servicios financieros que requieren estabilidad y aquellas otras operaciones como emigración de capitales, etc., que pueden sufrir las fluctuaciones del mercado libre. Tal vez haya que llegar a una división. Esas son las reflexiones que veremos al terminar las conversaciones.

Sr. Urquidi: Creo haber entendido que la depreciación tuvo el efecto de elevar el nivel de precios, es decir, la depreciación dio lugar a que subieran los precios internos. Desearía saber si esa alza no obedeció más bien a la política fiscal interna: gastos en obras públicas, compras de granos, etcétera.

Sr. Prebisch: A las dos cosas, porque al fijarse el precio de los granos, simultáneamente con la depreciación monetaria, se tuvo en cuenta el precio anterior más el incremento que correspondía a la depreciación. El trigo estaba, digamos, para tomar cualquier cifra, a $ 4,

cuando el cambio se había fijado artificialmente. Se desplaza el cambio, se aprecia la libra en un 20 por ciento y los $ 4 que valía el trigo aumentan en un 20 por ciento. El nuevo precio fue el mínimo que fijó el Gobierno. Era el precio anterior del mercado más el incremento correspondiente a la depreciación. Para evitar que la depreciación afectara los precios internacionales del grano, se estableció el sistema de la Junta Reguladora de Granos.

Sr. Gómez: Ahora una pregunta de cambios. Cuando en 1933, la libra esterlina estaba, no recuerdo bien, a 3,60 dólares la libra, cuando Roosevelt devaluó el dólar, la libra esterlina subió en términos de dólar, ¿ustedes pudieron mantener su paridad frente a la libra?

Sr. Prebisch: Aquí está una gráfica: justamente nos va a ilustrar sobre el problema. Fue a comienzos del 33. ¿No es así? En marzo del 33. En ese momento cae el dólar y mantuvimos la libra.

Sr. Gómez: ¿Posteriormente no se pudo mantener esta situación?

Sr. Prebisch: Sí, la mantuvimos.

(8)

Sr. Gómez: ¿La reserva absorbe la diferencia?

Sr. Prebisch: Así es.

(9)

Sr. Gómez: ¿Pero era obligatorio que importaran?

Sr. Prebisch: Era obligatorio; pero, en realidad, no podía destinar los dólares a otra cosa, ya que el tipo fijado a las licitaciones era alrededor de 4,94, entre 4,92 y 4,96; tipo que resultaba muy superior al del mercado libre y al tipo vendedor de cambio. Para las otras importaciones a nadie le convenía comprar caro este cambio para dedicarlo a importaciones o servicios financieros más baratos.

(10)

Sr. Gómez: Quería hacer una pregunta más. ¿En 1938 se fijó, sin depreciar, el tipo de cambio oficial?

Sr. Prebisch: No se pensó en depreciar por esta razón: porque las modificaciones del tipo no solamente tenían en cuenta la situación del balance de pagos, sino también el nivel de los precios internacionales.

Sr. Gómez: ¿No había tenido el efecto de elevar los precios de los artículos que Argentina exporta?

Sr. Prebisch: No era necesario en este momento. Si bien habían bajado los precios agropecuarios, considerábamos que el producto podía absorber fácilmente esta baja. No creemos que sea conveniente fijar un nivel de precios demasiado rígido sino dar cierta posibilidad de oscilación, mover el tipo de exportación sólo cuando la baja de precios internacionales sea tan severa que afecte los costos. Pero por lo general hemos considerado conveniente mantener el tipo de exportación. Tanto es así que este tipo de exportación se mantiene casi inalterado desde 1933, cuando se fijó en 15 por libra; y luego, cuando sobrevino la guerra, se rebajó a 13,50, que es algo superior en dólares.

Sr. Gómez: ¿Qué proporción de la exportación argentina se vendía por entonces en el mercado oficial?

Sr. Prebisch: En 1938 se vendería en el mercado oficial alrededor de un 85 por ciento; pero

con la guerra y el desarrollo de las exportaciones de gran cantidad de productos nuevos y productos industriales principalmente, la proporción es mayor. En este momento la exportación no regular debe llegar a un 30 por ciento.

(11)

Lic. Cosío: ¿Qué medio de control tendría el Banco Central para saber si los bancos autorizados para operar en cambios respetan esta medida?

Sr. Prebisch: Tenemos, en ese sentido, una gran confianza en los bancos porque con ellos ya se ha desarrollado un sistema de trabajo tal, que todas las operaciones que hacen son declaradas día por día y las inspecciones que frecuentemente practica el Banco Central versan también sobre la forma en que han cumplido las reglamentaciones de cambios. No sólo eso, sino que la cooperación de los bancos con el Banco Central se ha vuelto tan estrecha que, con motivo de estas medidas, aquél los autorizó a despachar directamente gran parte de las operaciones. Para ello envió una circular que los faculta a resolver todos los casos de remesas de fondos a la República Argentina por los mil conceptos a que esas remesas pueden obedecer, excepto los casos típicos de inversión de capital. A fin de que los bancos tuvieran alguna guía para proceder, se les envió una nómina de las operaciones más frecuentes de remesas de fondos a la República Argentina. Por ejemplo: utilización de fondos enviados desde el exterior en moneda extranjera para operaciones expresamente en los puntos tales y cuales. Solamente en los casos típicos de inversión de fondos en el país, no ya de pagos de comisiones, seguros o lo que fuere, tenían que consultar al Banco Central previo depósito del equivalente de la operación en las cuentas de éste.

(12)

Lic. Cosío: No nos dijo usted nada, en este último punto, de si se presentaron algunos casos de salida de capital, y quisiéramos tener alguna idea respecto a cómo pensaba el Banco Central manejar este movimiento, no de entrada, sino de salida. No sé si la misma situación política a que usted alude y que tuvo como resultado no traer más capitales, no provocaba por lo menos, alguna salida de ellos. Y en este caso, ¿cómo manejó la situación el Banco Central?

Sr. Prebisch: Hubo muy escasa salida de capital. Poco tiempo después del cambio de Gobierno pudieron notarse salidas de fondos al Uruguay, que interpretamos al principio, como manifestaciones de la desconfianza creada por la nueva situación; luego advertimos que se trataba de fondos que iban a colocarse en una emisión de títulos del Uruguay en condiciones de mayor rendimiento y exceptuados del impuesto a los réditos. Así que no se pensó en ese momento en poner ninguna traba, al contrario, eso descongestionaba el mercado. Pero al solicitar este decreto al Poder Ejecutivo, el Banco Central no solamente actuó bajo la preocupación de las circunstancias del momento, sino con el deseo de tener en la mano un instrumento restrictivo para la salida de fondos sin esperar a que llegara a presentarse, pues ya la experiencia nos había enseñado que se requiere un tiempo bastante largo para persuadir al Gobierno. Pero, además, no sólo queríamos tener un decreto, sino instrucciones del Ministerio de Hacienda autorizándonos a tomar determinadas medidas restrictivas en caso de que la realidad se invirtiera. El Banco Central obtuvo las instrucciones y quedó entonces en condiciones de poder tomar esas medidas. Ese fue uno de los propósitos fundamentales que se tuvo.

Como el Gobierno ya había declarado, y por cierto con toda sinceridad, su propósito de volver al mercado libre de cambios (en lo que coincidía el Banco Central), estas medidas signi-

ficaban una desviación muy importante de esos propósitos iniciales, desviación en que incurrimos consciente y deliberadamente bajo la presión de las nuevas circunstancias que se habían creado, pero sin dar, ni a las medidas de entrada o salida de capitales que eventualmente podían tomarse, el carácter de medidas permanentes, sino de muy transitorias, para normalizar el mercado libre de cambios.

Sr. Gómez: Para precisar sus explicaciones quisiera saber si fueron las exportacones o las importaciones las que primero se incorporaron al mercado oficial.

Sr. Prebisch: En 1939, cuando se impuso la necesidad de controlar severamente las importaciones, se decidió pasar las importaciones del mercado libre al mercado oficial, y en 1943, las exportaciones. Habíamos dejado las exportaciones en el año 1939 (a pesar de la tentación de sacarlas junto con las importaciones), para alimentar el mercado libre que había sufrido una presión muy grande del lado de la demanda.

Sr. Gómez: Quizá porque en ese caso el mercado libre ya había disminuido sus operaciones, porque los importadores tenían que recurrir al Banco Central para comprar cambio para las importaciones.

Sr. Prebisch: Eso es.

Sr. Gómez: Entonces había menos aplicación para los fondos provenientes de las exportaciones por el mercado libre y esa presión se distribuyó sobre el tipo del mercado libre.

Sr. Prebisch: Eso es. Eso alivió un tanto al mercado libre.

Sr. Gómez: Empezó a valorizarse el peso argentino en el mercado de cambios.

Sr. Prebisch: En 1939 y 1940 la medida de sacar las importaciones alivió al mercado libre y evitó una ulterior depreciación; pero todavía no se había apreciado el peso. Es en 1941 cuando empiezan a actuar nuevas fuerzas.

Sr. Gómez: ¿Pero seguían ustedes comprando divisas en el mercado libre, con las cuales alimentaban las nuevas necesidades de las importaciones?

Sr. Prebisch: No señor. En 1939 y 1940 no compramos en el mercado libre, sino que más bien vendimos para mantener el mercado y evitar que el dólar fuese demasiado arriba.

Sr. Gómez: Entonces, ¿de dónde tomaban las divisas para las licitaciones del mercado oficial?

Sr. Prebisch: Del mercado oficial.

Sr. Gómez: ¿Y ahora que tanto las importaciones como las exportaciones se encuentran en el mercado oficial, es muy poco el volumen de operaciones en el mercado libre?

Sr. Prebisch: Quedaban especialmente las operaciones de inversión de fondos y las remesas por distintos conceptos que se hacen a través de ese mercado. Aquí tengo las cifras de fondos libres en 1942 y una aproximación para 1943. En 1942 entraron 235 millones netos, esto es, entradas menos salidas de fondos; los fletes y gastos de puerto de los vapores: 86 millones, también ingresan en el mercado libre, y varios renglones por 26 millones. En 1943, con las medidas de control de fondos, se reducen las inversiones a 41 millones de pesos; en cambio, los fletes y gastos de puerto pasan a 126 millones y los otros renglones a 62 millones. De manera que ustedes ven que quedan cerca de 250 millones de entrada todavía en el mercado libre, de los cuales 41 son movimientos de capital. Eliminando esos 41, todavía quedarían unos 200 millones. Hemos observado que las remesas pequeñas son bastante considerables en conjunto y pueden calcularse en un mínimo de 5 millones por mes, tanto en un sentido como en otro, aun en tiempos de escasez de cambio. En tiempos de abundancia, han sobrepasado de los 100 millones.

Sr. Gómez: ¿Remesas de familiares?

Sr. Prebisch: Remesas de familiares, pagos de comisiones, de seguros y otros distintos conceptos. Hablo de remesas de Argentina a países extranjeros, y de países extranjeros a Argentina.

Sr. Gómez: ¿Los reaseguros están en el mercado libre?

Sr. Prebisch: Así es.

Lic. Cosío: ¿Nos podría referir en términos generales algún caso de solicitud de inversión de capitales (dentro de este régimen de control) aprobado por el Banco Central y otro rechazado, para que tengamos una idea de cuál fue el criterio?

Sr. Prebisch: Recuerdo varios casos típicos. Por ejemplo: solicitud para comprar acciones de sociedades anónimas existentes en la Bolsa.

Lic. Cosío: ¿De compañías industriales?

Sr. Prebisch: Negadas; solicitud para comprar títulos públicos o letras de tesorería, negadas; solicitud para comprar un campo ganadero o agrícola, negada; solicitud para comprar cabezas de ganado y explotar un campo que no se dedicaba antes a la ganadería: aceptada; solicitud para comprar una organización de distribución de películas cinematográficas de la Argentina que estaba en manos argentinas, y que fue comprada por una distribuidora de Estados Unidos, a fin de que los empresarios argentinos pudieran obtener fondos para ampliar sus instalaciones de producción de películas locales: aceptada; fondos ingresados al país para ampliar industrias existentes en los pocos casos en que eso podía hacerse, también aceptadas.

Lic. Cosío: ¿Qué nacionalidad tenían predominantemente estos capitales?

Sr. Prebisch: Había capitales suizos, capitales de Estados Unidos y muchos capitales de países limítrofes. Especialmente de Chile había una gran corriente no de sumas importantes; pero sí en conjunto, capitales que huían por la situación política. Como esto permitía seguir mejor y controlar mejor la salida de fondos, las autoridades monetarias recibieron con beneplácito este decreto. Hubo también el caso de sudamericanos que tenían fuertes disponibilidades en Nueva York y que las invertían en la República Argentina. Entre otros, hemos tenido un caso de cerca de 20 millones de pesos de inversiones.

Lic. Cosío: ¿No fue una medida que tuviese una repercusión desfavorable en algunos centros financieros?

Sr. Prebisch: Desde luego.

Lic. Cosío: ¿Del extranjero?

Sr. Prebisch: No. En centros financieros del exterior, no lo creo; más bien en algunas instituciones financieras locales que habían empezado a trabajar en forma activa en la inversión de fondos y que creían, como se creyó también en 1937, que Buenos Aires estaba destinado a formar un gran mercado financiero. Puede ser que sea un exceso de optimismo que nosotros no podíamos compartir por considerar que el país no está maduro todavía para ese género de negocios que pueden dejar alguna ganancia a casas financieras, pero que significan trastornar nuestra estructura monetaria. Recuerdo que gente de mucha autoridad creía en esos tiempos de entrada de grandes fondos (1936 y primera mitad de 1937) que esto constituía un desarrollo financiero permanente para el país. Y los hechos destruyeron esa ilusión en la segunda mitad de 1937, durante la cual, como ustedes recordarán, salieron rápidamente todos los fondos. No tiene nuestro país madurez suficiente para ello. Puede ser que en lo que respecta a los países limítrofes eso sea posible, pero las ventajas que ello comporta son, a mi juicio, y según mi experiencia personal, muy inferiores a las desventajas que representa la existencia de los fondos monetarios. Con todo, creo que en una nueva organización del mercado libre nos servirá esa experiencia para establecer un régimen que permita aprovechar al máximo las ventajas y comprimir al mínimo las desventajas.

Sr. Gómez: ¿En el caso que dieron ustedes autorización para poblar un nuevo campo, el ganado era argentino?

Sr. Prebisch: El ganado era argentino, sí señor, pero como existe la creencia en la Argentina de que conviene desarrollar la producción ganadera con vistas a la postguerra, no se han puesto trabas a ese desarrollo.

Sr. Gómez: ¿Y en películas no existe el temor de la absorción total de la industria cinematográfica por los Estados Unidos?

Sr. Prebisch: En el caso concreto se trataba de la absorción de un mecanismo de distribución que ya no podía funcionar, porque las empresas de Estados Unidos habían resuelto establecer su propia agencia distribuidora; en cambio, el dinero que las firmas locales obtenían, lo incorporaban a la producción de películas. Pero aquella preocupación existe.

Sr. Gómez: ¿Quizá ese nuevo desarrollo de la industria cinematográfica podía haberse hecho con dinero argentino, sin necesidad de vender?

Sr. Prebisch: Así es, pero nosotros no nos consideramos autorizados en el Banco Central para intervenir en casos de política económica sino mantenernos en el terreno estricto de cambios. Todos esos casos se presentan luego al Gobierno para que pueda tomar alguna determinación.

Sr. Urquidi: Sr. Prebisch, no sé si esta idea que tengo es correcta o no: siempre he creído que el sistema de control de cambios de la Argentina ha estado vinculado a los convenios bilaterales de comercio, que obligaban a orientar la importación en cierto sentido y a discriminar.

Sr. Prebisch: Expliqué las distintas etapas que había tenido el sistema de control de cambios por lo que se refiere a las restricciones de la importación señalando que en la primera, después de ese período experimental de fijación artificial del tipo del peso en 1932, fue de aplicación efectiva de las restricciones, puesto que se buscaba equilibrar el balance de pagos. Se restringieron las importaciones por la elevación del tipo de cambio y por regulaciones cuantitativas directamente aplicadas. Luego se presentó aquella fase ascendente de abundancia de exportaciones y de inversiones de capitales extranjeros, fase en la cual no fue necesario aplicar ya el permiso previo de cambios como instrumento restrictivo, y se convirtió en un instrumento selectivo o de redistribución de importaciones. En esta fase es exacto que el permiso no actuó como instrumento restrictivo, sino de política económica, por cuanto los convenios de cambio nos obligaban a destinar las divisas de nuestras exportaciones a las importaciones y servicios financieros de los países con los cuales habíamos hecho esos convenios; y como Estados Unidos se encontraba en una situación singular, de país que vendía mucho a la República Argentina y compraba relativamente poco, era natural que las restricciones de importación debieran incidir especialmente sobre ese país, no tanto en forma de restricciones directas, sino de desviación de las importaciones de Estados Unidos hacia el mercado libre. Un caso típico fue el de los automóviles: mientras los ingleses se pagaban por el mercado oficial de cambio al tipo de 15 pesos por libra, los de Estados Unidos, para los cuales no siempre había permisos oficiales, solían pagarse por el mercado libre de cambios en donde los precios eran superiores en un 20 por ciento.

Eso ocurrió en esa segunda fase del mercado, pero después, en 1938, cuando volvieron a aplicarse restricciones de cambio, el permiso adquirió nuevamente el carácter de instrumento restrictivo, a la vez que selectivo. La crítica que se ha hecho sobre las discriminaciones es inexacta si por discriminación quiere decirse elección deliberada de un propósito. Hemos tenido nosotros una continua discusión con Estados Unidos durante todo ese período acerca de nuestra política de permisos previos; discusión que terminó en 1941 con la firma de un convenio comercial en el cual se reconoce, por primera vez, y eso nos costó muchísimo tra-

bajo en Washington, que la Argentina, debiendo atenerse a convenios de cambio, sobre todo a partir de la guerra, con una acumulación creciente de libras bloqueadas, no tenía más remedio que desviar las importaciones hacia la Gran Bretaña para utilizar esas libras bloqueadas. En el convenio firmado con Estados Unidos hay una nota en la cual se reconoce que mientras tengamos libras bloqueadas y no se llegue a un procedimiento para transformarlas en divisas libres, la Argentina no tiene más remedio que discriminar. Estaban persuadidos en el Departamento de Estado, y eso lo pude comprobar en dos meses de discusión, que nosotros habíamos abrazado por propia deliberación el sistema de convenios de compensaciones por simpatía con el régimen establecido por Alemania para sus pagos exteriores; les demostré que el primer convenio de cambio que hicimos, no lo hicimos con Alemania sino con Inglaterra, en las circunstancias que expliqué la vez pasada.

Sr. Gómez: Ustedes se veían forzados a usar sus divisas al máximo para que no quedaran bloqueadas.

Sr. Prebisch: Así es.

Sr. Gómez: Tenían que desviar la importación a la Gran Bretaña.

Sr. Prebisch: Por más que no nos gustara. Porque si hay alguien persuadido de las complicaciones administrativas y de los efectos económicos nocivos que a la larga tienen esos sistemas, es el propio Banco Central, que ha tenido que aplicarlos y verlos de cerca. Por más que el Banco Central esté persuadido de ello, no descartamos la idea de que si después de la guerra no se da una solución satisfactoria al problema de nuestras libras bloqueadas que se acumulan incesantemente y a las que se acumularán con las compras británicas en los primeros tiempos de la guerra, tendremos que caer otra vez en ese sistema tan absurdo.

Sr. Gómez: A no ser que Inglaterra pueda dejarles en libertad las libras.

Sr. Prebisch: Naturalmente. Si Inglaterra encuentra un arreglo monetario satisfactorio, ese arreglo será de gran ventaja para nosotros. Recuerden ustedes que el plan White propone un sistema de liquidación en 20 años de los saldos bloqueados. Se calcula, o mejor dicho, calculaba *The Economist* en un artículo reciente, que para que la Gran Bretaña pueda liquidar los 1.000 millones de libras bloqueadas que tiene, de los cuales la India debe tener la mitad, y nosotros apenas 50 millones (en la fecha de ese artículo), necesitaría exportar 50 millones de libras anuales, en exceso de lo que ha exportado antes de la guerra, sin contar las exportaciones adicionales que tendrá que hacer por otros motivos. Ello da una idea de la magnitud del problema. Siempre hemos considerado que ese problema de las libras bloqueadas es un problema cuya solución no está a nuestro alcance, que no tenemos más que procurar afrontar los hechos tal cual son en la forma más conveniente para el país. Antes de la guerra nos vimos llevados a ese tipo de convenios con la Gran Bretaña porque era el mercado que absorbía gran parte de nuestros productos y porque en caso de que ella hubiese seguido cercenando nuestras exportaciones de carne, no habríamos encontrado otro mercado para sustituirlo.

Sr. Gómez: El Fondo les permitía a ustedes descontar parte de esas libras bloqueadas.

Sr. Prebisch: ...mediante su aplicación para reducir nuestra deuda con la Gran Bretaña. Expliqué en la última conversación las operaciones de repatriación de la deuda pública en libras, que llega más o menos a 500 millones de pesos y que nos liquidan una buena parte de lo que hoy existe, pero seguramente en este año de 1944 acumularemos, como van las cosas, una cantidad muy grande; entonces sería el caso de estudiar la repatriación de inversiones privadas como el medio quizá más conveniente para el país, sin esperar 20 años para la liquidación de las libras. Lo cierto es que es muy difícil que se puedan liquidar esas libras por compras equivalentes de mercaderías, salvo en ese período tan largo. Pero no es tanto el pro-

blema de liquidación de lo acumulado en el pasado, porque alguna forma encontraremos (ya sea comprando ferrocarriles o empresas de servicios públicos); lo grave es la continuación del proceso. Lo grave sería que nos veamos nuevamente forzados, por falta de un entendimiento monetario internacional, a seguir en ese sistema de compartimientos que es tan absurdo.

Sr. Gómez: Una baja brusca de la libra perjudicaría sobremanera a Argentina.

Sr. Prebisch: Nos perjudicaría si es que no se cumpliese la cláusula que nos asegura la equivalencia en oro de esas libras, porque el Banco Central tiene un convenio con el Banco de Inglaterra por el cual, en caso de que la libra se deprecie en términos de oro, nuestra tenencia de libras subirá automática y proporcionalmente, y en caso de una apreciación bajará. De manera que están prácticamente cubiertas por una cláusula de oro, cuyo valor juzgarán ustedes para el caso de una liquidación en la postguerra. Desgraciadamente no hemos conseguido la continuacion de una cláusula de oro contante y sonante que en los primeros tiempos se nos dio, cuando la acumulación de libras era tan pequeña. El tener oro físico, si no era una garantía absoluta, por lo menos era superior a la cláusula de oro. Así que hay una serie de incógnitas que mucho nos preocupan.

Sr. Gómez: ¿Y en cuanto a la cláusula de oro la dará Inglaterra si puede?

Sr. Prebisch: Sí puede darla, y hará lo posible sin duda para cumplirla.

Sr. Urquidi: Si Estados Unidos admitiera la entrada de carne argentina sin aumentar los aranceles, ¿sería esto una gran ayuda para Argentina?

Sr. Prebisch: Una gran ayuda. Se han hecho cálculos según los cuales si Estados Unidos dejara entrar el 1 por ciento de su consumo de carne de la República Argentina, significaría para nosotros un alivio considerable. Desde el momento en que la Argentina tenga la opción para vender en otros mercados lo que no pueda vender en la Gran Bretaña, nuestro problema desaparecería. Tengan ustedes en cuenta que la dificultad que se nos presentaría en el caso de la Gran Bretaña si no hay un arreglo monetario de conjunto, se nos va a presentar en el caso de otros países europeos con mayor razón, porque quedarán mucho más exhaustos. ¿Cómo vamos a vender a la Europa Central, a Francia, después de la guerra, si falta un plan de reconstrucción, un plan monetario, si no es con un sistema como el que hemos tenido que seguir con España? A España le hemos vendido trigo y otros productos en operaciones similares, de menor amplitud, desde luego, que las operaciones que se hacen con la Gran Bretaña, pero del mismo tipo. Pero el caso de España nos ha permitido entrever lo que serán las dificultades para vender al continente europeo, si no se hace un arreglo como el que todos esperamos, sobre todo para los primeros años de la postguerra.

Sr. Gómez: Por lo pronto, ustedes le están abriendo un crédito a Inglaterra.

Sr. Prebisch: Así es. Estamos vendiendo a crédito y sin interés como ustedes están vendiendo a crédito a Estados Unidos, sin interés; cuenta que no hace el señor Butler cuando habla de ayuda, intereses que representan el monto de nuestra ayuda. Cuando llegue el momento de considerar el sistema de control de cambios y su vinculación con los problemas monetarios internos, podría discutirse la relación e incidencia que tendría ese sistema especialmente en lo que concierne a los tipos diferenciales y variables de cambio para ciertas mercaderías, con los planes internacionales, si éstos se aferran mucho al dogma sacrosanto —diré— de la unidad de los tipos y de la invariabilidad de los tipos. También podría examinarse cuál será el futuro del fondo monetario de White o Keynes en caso de que Estados Unidos persista en su actitud, si no se le quiere llamar política, de pretender seguir vendiendo al resto del mundo más de lo que compra (dejando de lado los movimientos de capital), porque no se puede seguir acumulando indefinidamente saldos acreedores.

Sr. Gómez: Bien, el Fondo es limitado de cualquier manera para seguir esa política por largo tiempo. Se entiende que será para diferencias transitorias...

Sr. Prebisch: En ese sentido parece tener más lógica la proposición de Keynes, porque en ella se van acumulando indefinidamente los saldos acreedores, no se van prestando indefinidamente. Quiere decir entonces que, si por un lado ponemos a Estados Unidos y por el otro al resto del mundo, llegará un momento en que si Estados Unidos no modifica su actitud, la acumulación de fondos será enorme.

Sr. Gómez: No puede ser. Ni va a resultar tampoco que el plazo que concede el acreedor sea indefinido.

Sr. Prebisch: No; pero el acreedor va depositando en el Fondo sus saldos, ¿no es así? Durante una primera etapa de la aplicación del plan esos saldos se prestan; pero si siguen acumulándose, la posibilidad de prestarlos de acuerdo con las bases del sistema se limita. Cada país sólo tiene la posibilidad de tomar prestado o de aprovechar una parte. Se paralizará o suspenderá, por lo tanto, la capacidad del sistema para prestar; mas seguirá acumulándose una cantidad continua de saldos acreedores.

Lic. Cosío: ¿Que no tienen utilización?

Sr. Gómez: Lo cual no puede suceder.

Sr. Prebisch: Es decir, podría suceder durante un período limitado de tiempo; pero a la larga, el sistema tiene que fracasar. Pero no hay nada dentro del plan Keynes, ni mucho menos dentro del plan White, que resuelva el problema de la acumulación.

Sr. Urquidi: Su solución está afuera.

Sr. Prebisch: Naturalmente.

Sr. Urquidi: Acabo de leer un libro que dice que para absorber todos los ahorros de Estados Unidos después de la guerra, Estados Unidos tendrá que exportar 10.000 millones de dólares al año.

Sr. Prebisch: A mi juicio para que el fondo de White o el sistema de Keynes anden bien, el balance de pagos del resto del mundo con respecto a los Estados Unidos tendría que funcionar como dentro de un sistema rígido de control de cambios que conduzca al equilibrio. Parece un poco paradójico lo que digo. Pero llego a esta conclusión: en un sistema de control de cambios del resto del mundo, suponiendo como hipótesis extrema que el resto del mundo se agrupe en una sola unidad y Estados Unidos en otra, la primera, a la larga, deberá tener un balance de pagos equilibrado, puesto que no puede, indefinidamente, ni desprenderse de sus reservas de oro, ni usar de créditos en esa forma. Llegará el momento, entonces, en que el resto del mundo solamente podrá comprar de Estados Unidos en la medida en que éste le compre y le preste, o sea el régimen de equilibrio mundial, diremos, de un control de cambios "estricto".

Sr. Gómez: Cualquier sistema tiene que hacerlo.

Sr. Prebisch: Cualquier sistema tiene que llegar, fatalmente, a eso. Y no aparece muy claro que así pueda ocurrir, en el plan de Estados Unidos: el reconocimiento del hecho de que no hay sistema monetario, no hay arbitrio que pueda perdurar si no se resuelve el problema fundamental del comercio internacional, ya sea mediante rebaja de tarifas, lo cual parece cada vez más difícil, o gracias a una política de plena ocupación en Estados Unidos que, a mi juicio, es lo que tal vez pueda aproximarnos a la solución del problema. Ella permitiría importar todo lo que exceda o rebase de la copa. Pero no hay otra solución, y si no se llega a un plan monetario, el Imperio Británico seguirá con su plan de libras, nosotros seguiremos acoplados, como anteriormente, a este plan, en la medida en que convenga a nuestros intereses

y así otros países. Si el sistema se extiende, llegaremos a una serie de compartimientos que convergen en una forma o en otra hacia Estados Unidos, dentro de los cuales, a la larga, no se comprará más de lo que se venda y reciba en préstamo de Estados Unidos.

Sr. Gómez: En el sistema de compartimientos no hay un elemento para la fluidez del comercio internacional que le preoporciona el sistema regular comercial.

Sr. Prebisch: Una falla gravísima. No estoy preconizando eso como un sistema ideal ni mucho menos, sino que temo que la falta de un plan monetario nos obligue a ello. No sé cuál sea el caso de ustedes, pero veo con gran preocupación el nuestro, porque como estoy persuadido de que no hemos ido al régimen de compensación por nuestra voluntad, sino por obra de los acontecimientos, temo que la falta de previsión y de un plan debidamente trazado que contemple muy bien la situación de los países como el nuestro, nos lleve fatalmente a un régimen semejante. Tal vez no se llegue a tantas subdivisiones como en el régimen anterior a la guerra, pues Inglaterra ha aprendido a manejar los sistemas de compensación muy bien, con bastante elasticidad. Es posible que se vayan ampliando y al abarcar a más y más países pueda conseguirse mayor fluidez.

Sr. Gómez: Pero Inglaterra nos tiene sumergidos en un sistema bilateral de compensación con las libras que ellos llaman Central América, que son para América Central y el Caribe; pero como todos los países de aquí somos competidores en la venta y en la compra a Inglaterra, quedamos en igual posición.

Sr. Prebisch: Es concebible, sin embargo, la posibilidad de arreglos que vayan aflojando un poco las paredes de esos compartimientos. Así, por ejemplo, nosotros hemos hecho arreglos con el Paraguay y con Bolivia para que puedan pagarnos en libras bloquedas los saldos negativos de su comercio con la República Argentina. Pero la posibilidad de un arreglo más amplio es concebible.

Sr. Gómez: Pero ese arreglo les da a ustedes más libras.

Sr. Prebisch: Nos da más libras, pero hemos contribuido a resolver un problema de esos países con respecto a la Argentina.

Sr. Urquidi: Recuerdo que cuando estuvo aquí mister Watson dijo que estaban ampliando el sistema de convenios de pago para hacerlos multilaterales... Por ejemplo, Argentina podría permitir que Bolivia le pasara sus saldos en libras que tenía en Londres y hasta hacerlo para toda América.

Sr. Prebisch: Brasil, por ejemplo, en ciertos momentos ha tenido necesidad de libras, mientras nosotros hemos tenido exceso de ellas; pero si en cada caso hay que hacer una negociación especial, se complica enormemente la compensación.

(13)

Sr. Gómez: ¿Se estableció una base mínima para la importación?

Sr. Prebisch: Se puso una base mínima; se calculó la entrega de cambio semanal en tal forma, que después de algunos tanteos iniciales se pudiera regular la oferta para que en ningún caso bajara de 4,91.

Sr. Gómez: ¿Uno bajó de 4,91?

Sr. Prebisch: Si alguna vez amenazaba con caer, en otra licitación se ofrecía menos para mantenerlo arriba de 4,91.

Sr. Urquidi: ¿Los importadores tenían alguna idea de cuál era el tipo de cambio o a veces se encontraban con que subía mucho por la competencia?

Sr. Prebisch: No, no hubo grandes oscilaciones: precisamente porque cuando, digamos, se ofrecían dos millones de dólares y había demanda por tres millones con cierta tendencia al alza, el Banco Central, en lugar de vender solamente los dos millones ofrecidos, vendía los tres. En otras oportunidades en que el mercado aflojaba, en lugar de vender los dos millones ofrecidos se limitaba a vender, por ejemplo, un millón y medio. El Banco Central trataba de evitar bruscas fluctuaciones; si notaba que había una persistente tendencia de ascenso en el tipo, procuraba que el alza se produjera poco a poco y si notaba que había abundancia de dólares y una persistente tendencia de descenso, trataba de que la caja se hiciera gradualmente; lo que se quiso evitar son las fluctuaciones fuertes de semana en semana.

(14)

Sr. Urquidi: ¿Se pensó alguna vez en conceder subsidios a ciertos importadores en forma de exención de impuestos de aduanas en lugar de establecer tipos de cambio distintos?

Sr. Prebisch: No, nunca se pensó en ello. Nuestro Congreso hubiera sido muy difícil de mover en esos años para estas cosas.

Sr. Gómez: Es la otra razón. En vista de la dificultad de conseguir en el Congreso los decretos para modificar las tarifas, existe un organismo que puede modificarlas con la oportunidad necesaria.

Sr. Prebisch: Un sistema de control de cambios debe tener una gran flexibilidad y una gran rapidez en los movimientos y además guardar el secreto, porque si se manda al Congreso un proyecto de ley proponiendo subir el tipo de cambio para tal o cual grupo de mercaderías, cuando el proyecto se aprueba por el Congreso, todos los que tenían que importar esas mercaderías ya han hecho su abastecimiento. Pero cuando llegamos a la etapa en la cual tenemos que aprovechar la experiencia de todo lo que se hizo, manifestaré mi convicción de que conviene deslindar claramente la política arancelaria o económica, de la política de cambios; cosa que no hemos hecho nosotros por razones que explicaré después.

(15)

Sr. Urquidi: ¿El fondo de divisas interviene alguna vez en el mercado libre?

Sr. Prebisch: Intervino el fondo de divisas: además de las compradas anteriormente en el mercado libre, el Banco Central vendió divisas del mercado oficial en el mercado libre para contener la desvalorización, pero como ésta coincidió con un período de escasez en el mercado oficial, no pudo disponer de grandes cantidades para hacerlo. El Banco tenía que guardarlas para importaciones esenciales.

Sr. Urquidi: ¿En qué fecha ocurría esto y a qué puede atribuirse esa salida de capitales?

Sr. Prebisch: Ingresaron grandes cantidades de fondos en el país en los años 1936 y primera mitad de 1937, fondos a corto y largo plazo, que buscaban colocación transitoria; y luego, en la mitad de 1937, se produjo el movimiento inverso ante la noticia de una mala cosecha y acontecimientos políticos en el Brasil.

Sr. Urquidi: No me explico bien por qué se criticaba al Banco Central por dejar alto el tipo que dañaba a los que hacían pagos cuando se vendía divisas para la salida de capitales.

Sr Prebisch: Por esta razón: la gente interpretaba equivocadamente que el mercado libre reflejaba el valor del peso argentino, y al ver que el dólar subía, se consideraba que el peso argentino se devaluaba continuamente. Era un fenómeno en gran parte psicológico, provocado desde luego por los que en el mercado salían perjudicados por esos tipos altos. La gente no se había acostumbrado todavía al mercado libre, fue la experiencia inicial. Nosotros te-

níamos una gran confianza, sabíamos que eso no podía producir ningún daño al país, pero la mayor parte del mercado se sentía muy nerviosa y perturbada por ese desplazamiento. Siempre se había medido el valor del peso a través de lo que ocurría en un mercado libre, sin considerar que ya no tenía el significado de antes.

Sr. Urquidi: En realidad era disminuir las utilidades de las empresas extranjeras establecidas en la Argentina.

Sr. Prebisch: Así es, y frenar la salida de fondos sin afectar para nada las importaciones esenciales: solamente se afectaba a las que se mandaron al mercado libre: automóviles y algunos artículos superfluos y de lujo; por el contrario, los exportadores que vendían su cambio en el mercado libre, se beneficiaron con esa depreciación, pero cuando alguien se beneficia en el mercado, se calla y cuando alguien se perjudica, protesta.

Sr. Urquidi: ¿Para protegerse contra la desvalorización los importadores no podían comprar futuros?

Sr. Prebisch: No, porque el permiso de cambios ya es una compra de futuros; en el mismo permiso se establece el tipo. Por eso no se perjudicaba en ninguna forma a los importadores del mercado oficial. Por eso me refiero a una perturbación eminentemente psicológica, pero fue tan general, que dejó un tanto resentido al Banco Central y temeroso de moverse con mucha libertad en el futuro, y eso influye mucho en la experiencia que se inicia en 1941.

Sr. Urquidi: ¿En el momento de la depreciación en el mercado libre no aumenta la evasión del control por parte de los exportadores?

Sr. Prebisch: La mayor parte de los exportadores estaban bajo el régimen de aforos y se les permitía vender libremente la diferencia en el mercado libre. Rasgo del sistema que es muy importante y que yo conservaría en todas las formas.

Sr. Gómez: Ello se debe a que el aforo es, por lo general, más bajo que el precio real, de modo que a los exportadores les queda un excedente que venden siempre en el mercado libre.

Sr. Prebisch: Y que permite prescindir del control.

(16)

Sr. Gómez: ¿De manera que el mercado libre en la Argentina, sólo se alimenta hasta ahora de las diferencias del aforo con el precio real de venta?

Sr. Prebisch: Solamente con eso, en lo que concierne a las exportaciones.

Sr. Gómez: ¿Y con esas divisas se cubren los servicios?

Sr. Prebisch: No. Se cubren sólo los que no se abonan por el mercado oficial.

Sr. Gómez: ¿No hay convenios de pagos con todos los países?

Sr. Prebisch: No. Por ejemplo con Estados Unidos no existen. Los servicios que van a la Gran Bretaña pasan por el convenio y se hacen con libras bloqueadas.

Sr. Gómez: ¿Y el movimiento de capitales, está en el mercado libre?

Sr. Prebisch: En el mercado libre.

Sr. Gómez: De manera que la salida de capitales junto con los servicios financieros al exterior se alimentan con las entradas de capitales autorizadas y con remesas diversas.

Sr. Prebisch: Eso es, y con los fletes. Además, otras muchas operaciones pequeñas que, como he dicho en otra oportunidad, significan poco aisladamente, pero que en conjunto llegan a cifras cercanas a los 100 millones de pesos en un sentido y en otro.

Sr. Gómez: Así es que todo capital que ingresa y obtiene permiso para quedarse, se va al mercado libre.

Sr. Prebisch: Así es.

Sr. Gómez: ¿Y para salida de capitales?

Sr. Prebisch: No hay, por el momento, control de ninguna especie; el capital sale sin trabas por el mercado libre, y ese es el rasgo que yo creo que debe mantenerse, no el otro.

(17)

Sr. Gómez: Quería preguntar si alguna vez hubo operaciones de compensación antes de las medidas de control.

Sr. Prebisch: Sí las hubo en el primitivo régimen de control de cambios. En 1932 y 1933 se autorizaron compensaciones privadas, pero con pésimo resultado. ¿Qué sucedía? A alguien se le ocurría traer un artículo, digamos de Francia, para el cual no se daba cambio; entonces decía: yo puedo mandar a Francia un artículo argentino, se le daba la concesión para mandar ese artículo y él, con tal de tener cambio para traer un objeto de lujo, sacrificaba precios, perturbando el mercado de los exportadores regulares de productos argentinos en Francia, sin ningún beneficio para el país, pues lo que hacía este nuevo exportador improvisado era vender un producto que ya se estaba vendiendo por los canales normales. Es claro que podía vender un poco más, bajando los precios, compitiendo deslealmente con los otros.

Sr. Gómez: ¿Y con Alemania?

Sr. Prebisch: Con Alemania se han hecho también en los primeros tiempos algunas operaciones, pero después del control se negó terminantemente la autorización de operaciones individuales. Tanto es así, que la idea de esa corporación para la proposición del intercambio que se creó en el año 1941, fue la de estimular nuevas exportaciones para usar el cambio resultante en nuevas importaciones o en acrecentarlas. Sin embargo, no se quiso hacerlo en forma individual: se les indujo a formar una corporación para que el cambio procedente de esas nuevas exportaciones no se entregara a cada uno de los importadores que hubieran hecho esas exportaciones, sino que se distribuyera en conjunto y proporcionalmente entre todos. La corporación tenía la responsabilidad de vender ordenadamente en el mercado. Hubo que luchar mucho, porque recuerdo que las principales firmas de automóviles, las más interesadas debido a la restricción de las importaciones, querían tener el provecho individual de la operación. Una de las firmas más importantes ya había estudiado una gran cantidad de productos que podían mandarse al mercado de Estados Unidos y quería que se le diese a ella todo el cambio proveniente de esas ventas.

Sr. Gómez: ¿Para su propia marca?

Sr. Prebisch: Para su propia marca. ¿Qué es lo que hubiera ocurrido? Que todas las firmas hubiesen querido hacer lo mismo, con el consiguiente desorden de nuestro mercado de Estados Unidos.

Sr. Gómez: ¿Al abatirse los precios?

Sr. Prebisch: Sí. Costó mucho hacerles comprender que debían reunir todos sus esfuerzos en una sola organización y que el cambio así obtenido se distribuiría de acuerdo con la proporción de cada uno. Por eso es que yo soy decidido partidario de abandonar el sistema de regulación cuantitativa y buscar la regulación por medio del precio. Es la experiencia última que hicimos con el mercado de licitaciones; esto simplificó enormemente el sistema; los miles y miles de pedidos fueron todos al mercado de licitaciones y se dio a cada importador un permiso global para dejarlo importar a su antojo y al precio del mercado. Eso redujo como por encanto el número de reclamaciones y quejas, aunque no se evitaran por completo, pues siempre hubo personas que querían sacar el artículo del grupo de licitaciones y pasarlo a otro grupo más bajo.

(18)

Lic. Cosío: ¿Qué es, exactamente, lo que ustedes llaman aforo? ¿Es el precio de exportación de la mercancía o es la porción que debe ser entregada en cambio oficial?

Sr. Prebisch: Lo segundo. Es la cantidad de cambio oficial que se tiene que entregar por unidad de mercadería. Se procura que esto se aproxime lo más posible al precio.

Sr. Gómez: ¿Pero por lo general al precio más bajo de la mercancía? Porque en trigo puede haber diferentes clases, unos que valgan más que otros.

Sr. Prebisch: En el trigo hay poca diferencia de precios. Generalmente se toma un promedio, en otros productos la tendencia es ir subdividiendo los aforos para no afectar indebidamente a los artículos de bajo precio.

(19)

Sr. Gómez: ¿Interviene un corredor o un banco? ¿Nunca un corredor y un banco?

Sr. Prebisch: En el trámite de permisos, un corredor o un banco; en la venta de cambios, puede intervenir el corredor y el banco.

(20)

Sr. Villaseñor: ¿No se da el caso de que los mismos bancos estimulen al corredor para que intervengan, sacando así doble comisión del Banco Central?

Sr. Prebisch: Sí señor, y justamente lo que se ha querido con este nuevo procedimiento es que el corredor intervenga en la mayor parte de los casos. Antes el banco tenía una comisión de dos y medio por mil y si intervenía un corredor, cedía el medio por mil; de tal suerte que el banco tenía interés en desalojar al corredor. A consecuencia de esto los corredores comenzaron a perder negocios. Con el nuevo procedimiento el corredor vuelve a asociarse a las operaciones de cambio, cosa que para el Banco Central ha tenido la ventaja no sólo de no desbaratar un sistema que puede ser útil cuando se vuelva a activar el mercado, sino para ir formando en los corredores especialistas en la aplicación del sistema de control de cambios, gente que conozca muy bien las circulares y pueda asesorar al público. Además, el contacto del Banco Central con los corredores ha resultado de importancia por cuanto los corredores son por lo general gente muy bien informada en la plaza, saben todo lo que está ocurriendo y si el Banco Central está en contacto con ellos, tiene, además de sus propios informantes y de sus estadísticas, la forma de ir captando todas las noticias importantes que circulan.

Sr. Villaseñor: ¿Y los corredores, como organización, existían antes?

Sr. Prebisch: Ya existían.

Sr. Villaseñor: ¿Pero en qué correteaban?

Sr. Prebisch: En cambios y títulos.

Sr. Gómez: ¿Había un mercado libre de cambios lo bastante desarrollado para que un corredor viviera de estar comprando y vendiendo cambio extranjero?

Sr. Prebisch: Generalmente los corredores operaban en esta forma: un exportador, antes de vender cambio a un banco, llamaba a un corredor, quien se ponía en contacto por teléfono con varios bancos viendo quién le ofrecía mejor precio.

(21)

Sr. Villaseñor: ¿Todas las exportaciones son con pago anticipado?

Sr. Prebisch: Cuando el exportador es autorizado, puede exportar adeudando el cambio. Los pequeños exportadores, llamados no autorizados, tienen que entregarlo o afianzarlo.

Ing. Robles: ¿Pero se les puede exigir en cualquier momento?

Sr. Prebisch: En cualquier momento.

Ing. Robles: Porque hay artículos, como el café, que en gran parte se daba en comisión.

Sr. Prebisch: Justamente quería aclarar esto. Hay casos de mercaderías que salen en consignación, trigo, por ejemplo, que sale del país sin haberse vendido. Estas operaciones tienen un régimen especial: el exportador dispone de 120 días, prorrogables cuando el exportador da razones que justifiquen la prórroga; pero por lo general ese plazo ha demostrado ser suficiente. Bien, se embarca la mercadería, se toma constancia de este embarque y se sabe que a los 120 días el exportador tiene que hacer la entrega correspondiente.

(22)

Sr. Gómez: Puede perder, nunca ganar.

Sr. Prebisch: Eso es.

(23)

Lic. Martínez Ostos: ¿Aún en los casos de cancelación de contrato en el exterior, no imputables al importador, se cobraba el 10 por ciento?

Sr. Prebisch: Antes de la guerra siempre se aplicó, porque era muy difícil comprobar la veracidad de las declaraciones. Cuando se inició la guerra empezaron a estudiarse los casos concretos y se vio que había razones justificadas que indujeron a no cobrar el recargo. Este se aplicaba después de cierto plazo, una vez vencido el permiso. Cuando el Banco Central, de acuerdo con la estadística que he mencionado al considerar el caso de importador por importador, comprobaba una diferencia entre los permisos y lo utilizado, hacía la observación al banco en cuestión para que aplicara aquella medida.

(24)

Sr. Gómez: ¿Solamente los bancos de Buenos Aires y Rosario son los que tienen autorización para realizar operaciones de cambio sobre el exterior?

Sr. Prebisch: Sí señor; pero hay que advertir que son muy pocos los bancos del interior. Los de Buenos Aires tienen sus ramificaciones en todo el país. Por otro lado, el comercio de importación prácticamente está concentrado en Buenos Aires y Rosario. Pero si alguno de los bancos del interior se hubiese presentado, quizá no habría habido inconveniente en darle la autorización para operar en cambios.

Sr. Gómez: ¿Qué facultades tiene el Banco Central para solicitar el cambio que tienen los bancos comerciales? ¿Es una disposición nacida del control de cambios?

Sr. Prebisch: El control de cambios ha sido anterior al Banco Central, de manera que esa práctica ya existía con respecto a la Oficina de Control de Cambios. Esta actuaba por intermedio del Banco de la Nación en cuanto concernía a la compra y venta de divisas y podía pedir en cualquier momento ese cambio. Después, cuando se creó el Banco Central, se dictó al mismo tiempo una ley especial en la que se da una autorización legal muy amplia al Poder Ejecutivo para establecer las condiciones y normas de acuerdo con las cuales tiene que funcionar el régimen de control.

Lic. Cosío: ¿La Oficina de Control de Cambios era una oficina cuyo personal superior directivo nombraba el Ministerio de Hacienda en su totalidad, o era una oficina compuesta con un criterio de representación, es decir, del interés privado y del interés público, del Ministerio de Hacienda, del de Agricultura, etcétera?

Sr. Prebisch: El personal de la Oficina era nombrado directamente por el Ministerio de Hacienda, es decir, por decreto del Poder Ejecutivo. Cuando pasó al Banco Central, éste es quien lo elige.

Lic. Martínez Adame: ¿Cuando la Comisión pasó al Banco qué funciones tenía el director? ¿Era responsable el director del Banco Central?

Sr. Prebisch: Cuando pasó al Banco, esa Oficina fue a formar parte del Departamento de Cambios del Banco Central, y, por lo tanto, se sometió a las reglas administrativas generales del Banco. Quiero agregar que existe una disposición, muy general, que es la que mencionaba hace un momento, que faculta al Poder Ejecutivo para establecer las condiciones y las normas generales de acuerdo con las cuales deberá funcionar el régimen de Control de Cambios. Y otra en la que se dice que el Poder Ejecutivo puede facultar al Banco Central o a la Oficina de Control de Cambios a recoger todas las informaciones que requiera con respecto a las operaciones de cambio. De manera que en virtud de esa disposición, interpretada en forma muy amplia desde el comienzo, se consideró facultado el Banco, previa autorización del Poder Ejecutivo, para pedir toda clase de informaciones, no solamente a los que operan en el mercado oficial, sino también a los que operan en el mercado libre.

Lic. Cosío: ¿No hubo casos en que la colaboración se negara o fuese notoriamente deficiente?

Sr. Prebisch: Sí, cuando antes del control del mercado de capitales el Banco quiso hacer el censo. La persuasión no dio resultado y eso es lo que nos indujo, precisamente, a solicitar la autorización; respaldados así por el Poder Ejecutivo, no tuvimos ninguna dificultad ulterior. Tarde o temprano una de esas entidades tiene que hacer una operación de cambio, y sabe entonces que si no ha cumplido con el Banco Central, éste no le despachará su operación hasta no tener toda la información pertinente, y ello ha resuelto el problema de la falta de colaboración.

Lic. Cosío: Por supuesto que el censo de inversiones extranjeras no da un cuadro completo de la situación mientras ustedes no tengan datos hechos en el extranjero, fuera de la República Argentina, de tenedores de deudas públicas o privadas con Argentina.

Sr. Prebisch: Con respecto a la deuda pública, la información es bastante buena porque los cupones de ella tienen que presentarse al Departamento de Títulos del Banco Central para su pago; el Banco tiene muy buena información, no con respecto a todos los nombres, pero sí a los cupones que cada banco envía, para luego remitir su producto al exterior; pero, además, al hacer ese censo, el Banco Central pidió a todos los bancos, casas financieras o representantes de firmas del exterior o administradores de firmas del exterior, una declaración jurada de los fondos de esas firmas o empresas y de los valores; de manera que el administrador de un residente en Francia que tiene bienes en la Argentina en un campo, en cédulas hipotecarias o en efectivo, está obligado a hacer una declaración al Banco Central de la existencia de esos bienes.

Lic. Cosío: No sé hasta qué punto sea posible, pero esos países podían tener interés en obtener la información que los gobiernos, particularmente el norteamericano e inglés, han levantado con motivo de la guerra entre sus propios nacionales, tenedores de todo género de propiedades extranjeras entendidas en cualquier forma. Porque este sería un dato complementario de primer orden.

Sr. Prebisch: Sí, eso se ha negado siempre a los gobiernos extranjeros. Por ejemplo, en la Argentina hay una gran cantidad de bienes de personas residentes en España, y cuando dictamos esa disposición, fueron algunos de los representantes a decirnos: muy bien, nosotros no tenemos ningún inconveniente en dar estos datos al Gobierno Argentino, pero tememos que puedan llegar al gobierno español, el cual tomaría medidas muy severas contra los que no han declarado, en cumplimiento de sus disposiciones, los bienes que tienen en el exterior. Nosotros lo vimos con un criterio especial, diciendo: sólo nos concierne a nosotros, esto: no tenemos por qué dar esa información a gobiernos extranjeros, y se estableció entonces un procedimiento para evitar en absoluto cualquier filtración. Se permitió a ciertos representantes declarar esos bienes por una clave, cuya traducción estaba en posesión exclusiva de uno de los funcionarios superiores del Banco para evitar cualquier indiscreción. Tenemos la impresión de que las declaraciones son bastante fehacientes, pues en diez años de funcionamiento del Control de Cambios, la gente se ha convencido por experiencia que tarde o temprano tiene que hacer alguna solicitud, tiene que pasar por el Control de Cambios, de manera, pues, que cuando se trata de un dato así, generalmente cumplen cuando hay una disposición expresa del Gobierno por temor a no encontrarse en condiciones cuando tengan que operar.

103
LA POLITICA MONETARIA INTERNA*

1. INTRODUCCIÓN

Evolución de los conceptos de política monetaria interna

Entraremos ahora al examen de la política de regulación monetaria interna seguida por el Banco Central. En esta materia los doce últimos años han sido en mi país años de una experimentación variada e interesante, en que se ha perseguido, con desigual intensidad, el propósito de amortiguar, primero, la incidencia de las crisis mundiales; después, el de atenuar las fluctuaciones cíclicas y, finalmente, contrarrestar la influencia depresiva de los primeros tiempos de la guerra.

Para hacer esta explicación he debido leer de nuevo las *Memorias del Banco Central*, y antes de la creación de éste, los documentos de la época en cuya redacción he intervenido varias veces directamente. Esta lectura me ha sido muy interesante porque me ha permitido ver la evolución que las ideas monetarias han sufrido en toda esa época y la forma en que, no solamente se ha ido modificando la técnica monetaria, sino también las ideas y los objetivos de la política monetaria y la manera de combinar la regulación interna de medios de pago con la regulación de los cambios a fin de lograr el propósito que en cada época se perseguía.

La política ortodoxa

Me referí en alguna otra oportunidad a los primeros años de la crisis mundial, en los cuales prendió fuertemente en la dirección monetaria y financiera el virus ortodoxo. En ellos, precisamente cuando se comprimía con gran violencia la actividad económica interna, la de la industria, que era muy pequeña, pero ya de algún significado, y la de las construcciones, que tanta importancia ha tenido en la vida

* *N. del Ed. Conversaciones en el Banco de México S.A.*, 1944, t. II, págs. 130-176, enero 28 y febrero 2 y 4. Reproducido en *La creación del Banco Central...*, ob. cit. págs. 379-423.

del país, se sigue una política típica de deflación: reducción fuerte de los gastos públicos, contracción de las obras públicas, aumento de impuestos y, en la esfera bancaria, la restricción de crédito.

Recordarán ustedes que cuando se implanta el redescuento en 1931, no se hace para seguir una política expansiva de crédito, ni para dar mayor cantidad de poder adquisitivo al mercado, sino para reponer los efectivos de los bancos y evitar una conmoción. De manera, pues, que hay una restricción violenta del poder de compra. En cuanto a los precios agropecuarios, también vimos que en esa época se habían reducido a cerca de la mitad de lo que fueron en la anterior a la crisis. Frente a este fenómeno se trató de contener la desvalorización monetaria, primero, con las grandes exportaciones de oro, según hemos visto, en el año 1931, y, luego, con la estabilización artificial del tipo de cambio. No hubo el propósito de contrarrestar esta baja de los precios en oro con una depreciación monetaria que permitiera pagar precios mejores en papel. Se ve, entonces, que la primera parte de la lucha contra la crisis fue de un corte absolutamente clásico.

Fue en materia de importaciones en lo que el país se apartó en algo de la doctrina. Preocupado el Gobierno por el desequilibrio del balance de pagos y por la fuerte disminución de sus rentas —ya que en gran parte sus ingresos dependían de las aduanas— subió los derechos aduaneros, dando una protección adicional a la industria, protección que tuvo consecuencias muy marcadas en los años subsiguientes.

Nueva orientación circunstancial en 1933

La opinión calificada del país vivió en esos tiempos pendiente del restablecimiento mundial. Y así tenemos una gran desilusión cuando, en el año 1933, fracasa la Conferencia Económica Mundial en Londres, de la cual se esperaba el restablecimiento del comercio mundial y una serie de medidas que podrían tonificar la situación general. En ese momento el país reacciona contra esa política ortodoxa al alterar los cambios en 1933, variando el valor del peso en la forma en que hemos visto. No se pretende con ello tomar una medida aislada, sino que formaba parte de un plan de acción económica que el Gobierno emprendió en ese momento. En ese plan, por supuesto, el deseo de equilibrar el balance de pagos forma el capítulo de mayor urgencia; pero al desplazar el valor de la moneda se quiso al mismo tiempo favorecer a toda la economía agraria del país, a expensas de otros sectores de la colectividad, especialmente los consumidores de mercaderías importadas y los remitentes de servicios al exterior. Hubo una verdadera redistribución de utilidades dentro de la colectividad en la que el producto agrario vio aumentar las suyas en 20 por ciento, lo cual significó un considerable alivio económico.

No se trata, pues, de una mera medida de cambios, sino de un buen alcance económico, combinada con la decisión, que se toma por primera vez en la vida del país, de comprar los saldos invendibles de nuestras cosechas y de dar en esa forma a la población una mayor cantidad de poder adquisitivo que la que obtenía con los precios bajos y la limitación de las exportaciones. También se piensa en el estímulo de la actividad económica general por medio de la construcción de obras públicas. Con estas distintas medidas, la industria también resultaba estimulada para suplir con la producción nacional las importaciones que no podíamos pagar.

De manera, pues, que, por primera vez, se pone en juego un plan de carácter monetario y financiero que se sustrae a las viejas influencias clásicas.

Banco Central de tipo ortodoxo

Pero no se pretende en aquella época, esto es, en el año 1933, sentar las bases de una nueva política monetaria. Todos tienen la convicción de que estas medidas son de carácter extraordinario, como lo eran los hechos que trataron de corregir. Tanto que en 1935, cuando se crea el Banco Central, se deja subsistente el instrumento de control de cambios, pero con el ánimo de desembarazarse de él y de volver al mercado libre de cambios y a la estabilización monetaria una vez que las circunstancias así lo permitan. El Banco Central, aun cuando en el Mensaje que el Ejecutivo envía al Congreso a propósito de su creación se advierte una preocupación reiterada por los movimientos de orden cíclico, surge como entidad de tipo ortodoxo, en su creación inicial, en el cual se introduce alguna forma nueva de actuar en el mercado, pero no tanto para mantener la actividad económica interna, como para estabilizar el valor de la moneda. Tanto que uno de los propósitos del Banco Central es el de formar reservas suficientes para hacer frente a las perturbaciones que el movimiento de las exportaciones o las fluctuaciones en la inversión de capitales extranjeros causen sobre la actividad bancaria y económica, a fin de mantener el valor de la moneda. La preocupación de orden exterior prevalece en el concepto de los creadores del Banco Central, si bien se reconoce que nuestro país tiene características típicas, que aconsejan obrar, no solamente con el redescuento, sino también con instrumentos de absorción de fondos, para atenuar la repercusión de las fluctuaciones cíclicas. Como se ve, aún no se define con claridad el concepto o la aspiración de conseguir una actividad económica interna estable dentro de lo posible.

Sin embargo, leyendo el Mensaje, se nota cierta actitud de precaución cuando se dice que el propósito es crear un banco que permita mantener el valor de la moneda, que permita retornar a la normalidad monetaria; pero siempre que lo hagan

las principales naciones del mundo y se restablezca el comercio internacional. Mas si prevalece el régimen de economías cerradas —ya conocíamos la experiencia británica con respecto a nuestro propio comercio— agregaba el Mensaje, el país tendrá en el Banco Central los medios de adaptar su política a esta situación de hecho en defensa de los intereses nacionales.

De manera, pues, que si bien el Banco es de corte clásico, nos inclinamos a pensar que la realidad no le iba a permitir actuar en esa forma y a admitir la posibilidad de aplicar otro género de política.

Hemos descripto muy esquemáticamente en otra conversación la forma en que se desarrolla el ciclo económico en la Argentina. Y señalamos entonces que aun dentro del régimen estricto del patrón oro, había una falla intrínseca en el sistema, a saber: durante el período ascendente crecen los efectivos de los bancos y esto los induce a prestar más dinero por el juego normal de la competencia entre ellos, a crear mayor cantidad de poder adquisitivo que la que se obtiene en virtud del balance de pagos. Esta creación de poder adquisitivo agranda los efectos de la fase ascendente y obliga a una contracción más violenta en la fase descendente.

Esta es la preocupación que se advierte en el Mensaje del Gobierno relativo al Banco Central, por lo cual le dota del instrumento necesario para evitar esta falla en el desarrollo del patrón oro en la República Argentina. ¿En qué consiste ese instrumento, y cuál es el concepto a que responde? Pues, sencillamente, a éste: cuando van aumentando los efectivos de los bancos durante la fase ascendente, recoger ese efectivo adicional y esterilizarlo para que no pueda servir a la expansión del crédito, y, luego, cuando la situación se invierte, devolverlo para reponer los efectivos y evitar una contracción. Tal fue la idea fundamental.

Desde luego que también se agrega a este mecanismo el redescuento, sólo que con funciones limitadas. Cuando en la fase descendente, o en momentos en que se pierde una cosecha o se reduce la exportación, se exporta metálico, conviene aliviar la situación de la plaza por medio del redescuento a fin de que no sobrevenga una contracción del crédito que afecte indebidamente las actividades agrarias y las conexas, o sea, ayudar a la economía del país a esperar un momento más propicio.

No iban más lejos las ideas en aquellos momentos. Sin embargo, eso significaba ya un adelanto bastante serio con respecto a la concepción anterior, según la cual había que seguir a las fluctuaciones anteriores para mantener la estabilidad monetaria.

Así, esta primera etapa en las ideas monetarias da lugar a la primera intervención del Banco Central en el mercado, en la fase ascendente que va de 1935 a mediados de 1937; pero cuando sobreviene la fase descendente, primera en la experiencia del Banco Central, las circunstancias le obligan a dar un paso más adelante en la evolución de sus conceptos monetarios. El Banco, aleccionado por su primera

experiencia, considera que no basta en la fase ascendente evitar que los bancos dilaten su crédito, sino que, al mismo tiempo, lo es recoger una parte del poder adquisitivo de manos del público para evitar que el desarrollo de la actividad económica sea muy intenso y, luego; devolvérselo durante la fase ascendente para que la contracción tampoco sea muy intensa. Es decir, la política que quiso delinearse en ese momento se limita a suavizar la curva cíclica. Esto constituye la segunda etapa en la evolución de nuestras ideas de política monetaria.

En la tercera se va mucho más lejos. Frente a la fuerte contracción a que nos vemos expuestos en los primeros tiempos de la guerra, cuando desaparecen los mercados tradicionales de nuestros productos, se quiere dar un papel mucho más activo a la política de regulación de medios de pago, creando poder adquisitivo para impulsar la industria y las construcciones, es decir, se preconiza una política muy activa en el mercado para conseguir el desarrollo intenso de la economía, pero siempre dentro de un circuito monetario controlado en sus conexiones exteriores mediante el régimen de control de cambios.

El desarrollo ulterior de la guerra, desde el 41 en adelante, cambia en tal forma las circunstancias de la realidad que hace innecesaria esta política; no hace falta crear poder adquisitivo cuando las exportaciones y la inversión de capitales extranjeros lo producen abundantemente, y no es necesario tampoco controlar la importación en la Argentina cuando ya la exportación está controlada en Estados Unidos. Se presenta en esos años una experiencia valiosísima para la política monetaria, porque precisamente la realidad nos lleva a una situación que, de otro modo, hubiésemos provocado a fin de mantener el volumen de la actividad económica.

PRIMERA ETAPA: LA POLÍTICA DE ABSORCIÓN EN LA FASE CÍCLICA ASCENDENTE

Vamos a estudiar el desarrollo de estas tres etapas, siguiendo las modificaciones de la realidad. Comencemos por la primera. Recordaremos que en esos años, 35, 36 y primera mitad del 37, el aumento de la exportación y la inversión de capitales extranjeros hace crecer rápidamente la reserva de oro y divisas. Entonces se presenta al Banco Central la primera oportunidad concreta de actuar para absorber los efectivos que se iban incrementando debido a esas causas. ¿Cómo previene el Banco Central la expansión de crédito en esa fase? En varias formas: primero, mediante la colocación de su papel de absorción; segundo, por compras de cambio con recursos existentes en el fondo de divisas; tercero, sugiriendo al Gobierno la repatriación de la deuda exterior, y cuarto, por su autoridad moral sobre los bancos, al recomendarles prudencia en el uso del crédito y provocando la coordinación de su política mediante un arreglo que describiré más adelante.

La absorción de fondos

Consideraremos cada uno de estos cuatro puntos separadamente, comenzando por los papeles de absorción. Recordarán ustedes que al constituirse el Banco Central, recibe 400 millones de bonos consolidados del 3 por ciento resultantes de la sustitución por ellos de 150 millones de títulos que se habían caucionado en la antigua Caja de Conversión y 250 millones de letras de tesorería congeladas de mucho tiempo atrás en el Banco de la Nación. El Banco Central no coloca directamente bonos, pues son papeles de largo plazo, sino que lo hace mediante la emisión de certificados de participación que se ofrecen quincenalmente a los bancos dentro de un régimen de licitaciones. Son papeles que han variado de plazo, sobre todo en los primeros tiempos, pero que, generalmente, se emiten a 90 días y se colocan al mejor postor en las licitaciones. Este papel podía ser redescontado en el Banco Central al tipo de redescuentos vigente, casi siempre más alto que el interés que estos papeles devengan. El tipo de redescuento se fijó inicialmente en 3 1/2 por ciento y estos papeles comenzaron a dar 2,75 de interés en el año 1935; poco a poco el interés bajó. En ciertos momentos volvió a subir y últimamente, por la gran abundancia de fondos y la baja del interés de papeles similares en el mercado, el interés llegó a ser 0,95 por ciento para 90 días.

Condición esencial para suscribir fondos fue la de tener un efectivo mucho más alto que el mínimo legal. Porque se había notado que los bancos, deseosos de dar inversión productiva a sus efectivos, trataban de exprimir el limón hasta la última gota, colocando todos los fondos en exceso del efectivo mínimo. El Banco Central se dirigió a los de la plaza, haciéndoles notar la conveniencia de mantener siempre un efectivo elevado y señalándoles que el propósito de los bonos no era darles a ganar cantidades adicionales, sino regular la plaza. (1)

Estos 400 millones de certificados se agotaron rápidamente frente al crecimiento tan intenso de los efectivos, y el Banco Central se encontró sin instrumentos de absorción en sus manos. Entonces pidió al Gobierno una emisión de 100 millones de pesos de letras de tesorería de las cuales se dotaría al Banco Central para colocarlas entre los bancos y el público y absorber cantidades adicionales. (2)

Cuando se creó este nuevo papel se tuvo el propósito de colocarlo en el público, pero el Directorio del Banco juzgó inconveniente la medida por dos razones: primero, se expresó el temor de algunos de los directores de bancos de que el Banco Central, al colocar papeles en el público, compitiese con los otros bancos sacándoles sus depósitos. Ya habíamos notado esta resistencia cuando el Banco en sus primeros tiempos comenzó a colocar las letras de tesorería del Gobierno de la Argentina; tuvimos una fuerte oposición de algunos bancos, que veían desde un

punto de vista demasiado estrecho el empleo de sus depósitos en suscribir letras sin reflexionar que el Tesoro usa esos dineros en hacer pagos y los fondos vuelven nuevamente a los bancos, cosa de la cual se convencieron al cabo de un cierto tiempo. Hoy las letras de tesorería tienen una gran circulación en el público. Tuvimos entonces este temor y, sobre todo, otro mucho más fundado: este papel se creó en la época de gran entrada de fondos extranjeros y se temió que los atrajese aún más. Ya habíamos observado que venía dinero del exterior a colocarse a corto plazo en letras de tesorería, si bien, al mismo tiempo, los compradores de ellas se cubrían comprando futuros de monedas extranjeras para eliminar el riesgo de una modificación en el tipo de cambio y ese dinero solía entrar en operaciones de pases de cambio que se combinaban con suscripciones de letras. Tanto es así, que el Banco Central recomendó a los bancos y corredores no efectuar esas operaciones.

Entre los dos papeles, el Banco Central llegó a colocar una cantidad de 654 millones y, al mismo tiempo, llegó a absorber divisas con el fondo de divisas por 207 millones, o sea, que la absorción máxima de fondos bancarios que hizo el Banco Central en esa fase ascendente fue de 861 millones de pesos.

Les ha de interesar a ustedes, aunque no tiene importancia monetaria directa, saber qué hizo el Banco Central con las diferencias de intereses. Los bonos le redituaban 3 por ciento y ya vimos que los certificados fueron colocados primero al 2,75 y finalmente a un interés mucho más bajo. Asimismo, el Banco Central consiguió desde el momento de su iniciación que el Gobierno le abonara por el dinero que facilitaba el fondo de divisas para la compra de divisas, el 3 por ciento de intereses. Estas tasas se han bajado hace pocos meses en forma muy sensible. De manera que el Banco Central percibía por esos fondos el 3 por ciento y colocaba los papeles a un interés mucho más bajo, lo cual le permitía hacer cuantiosas diferencias y acrecentar considerablemente sus beneficios, que le permitieron formar reservas extraordinarias. El Banco Central, por ley, debe entregar al Gobierno el excedente de sus beneficios, después de formadas las reservas, las amortizaciones, etc., y de distribuir los dividendos máximos a las acciones de 5 por ciento. De acuerdo con el Gobierno, con estos beneficios extraordinarios se constituyeron reservas también extraordinarias; pero con la condición de que, en caso de liquidación del Banco, esas reservas se entregaran al Gobierno Nacional. Esto le ha permitido acumular en los nueve años de funcionamiento reservas por cerca de 100 millones de pesos, que ha invertido en títulos, además de los 20 millones de su capital. Así, pues, a fines del ejercicio pasado, el Banco Central tenía aproximadamente 120 millones de pesos en títulos. Esta acumulación obedece a varias razones: en primer lugar, dar al Banco Central una base independiente de ganancias que le permita subsistir sin necesidad de actuar en el mercado, hipótesis extrema porque aún en el período de depresión el Banco tiene una serie de comisiones; ade-

más, crear una reserva para los bonos consolidados, papeles de 3 por ciento que el Banco recibió a la par. Es cierto que no existe perspectiva inmediata de venta, pero en caso de colocarlos definitivamente en la plaza o en un banco, el Banco Central tendría un quebranto; y, sobre todo, este propósito fundamental: el Banco observó desde los primeros tiempos que para hacer más efectiva su política de regulación tendría que vender títulos en el público, en aquel público que no toma papeles a corto sino a largo plazo. El Banco Central consideró que en el futuro, cuando llegara a acumular una gran masa de títulos, le serviría de instrumento muy eficaz para actuar, no tanto entre los bancos, sino principalmente en el público. Además, estos títulos ya le sirvieron al Banco en muchas oportunidades para actuar en la Bolsa, como vamos a ver al ocuparnos de las operaciones bursátiles. (3)

Por cierto, que alguna vez el síndico del Banco Central que es el representante fiscalizador del Gobierno, objetó la acumulación de beneficios tan cuantiosos, y hemos tenido la suerte de que los ministros de Hacienda apoyasen al Banco y no se dejasen tentar con la idea de apropiarse de ellos. Es de esperar que esa política perdure.

Ultimamente, hace pocos meses, el Banco Central ha visto reforzada su capacidad de absorción con otros 400 millones de pesos, en la siguiente forma. Como ustedes saben, las ingentes operaciones de financiación de las cosechas se han hecho utilizando crédito en el Banco de la Nación Argentina; éste llegó a tener un crédito contra la Junta Reguladora de Granos de 1.000 millones de pesos. Preocupado por esta situación, el Gobierno obtuvo del Congreso una ley por la cual se pagaba al Banco de la Nación 750 millones de títulos y el resto en bonos amortizables del Tesoro. El proyecto del Poder Ejecutivo era un proyecto muy conservador: establecía que el Banco Central podría adquirir o caucionar esos bonos solamente cuando el Banco de la Nación sufriera un retiro de depósitos. Pero como suele ocurrir, estos proyectos prudentes corren el riesgo de transformarse en proyectos imprudentes. El proyecto del Ejecutivo fue alterado en tal forma que se llegó a autorizar al Banco Central a comprar esos títulos o a caucionarlos hasta la cantidad de 400 millones. (4)

De manera que el Banco de la Nación hubiese podido ir en cualquier momento a pedir al Banco Central 100, 200 o 400 millones de pesos para ampliar su base de crédito. El Ministro de Hacienda, al comunicar esta medida al Banco Central, le recomendó aplicarla en la forma que el Gobierno había propuesto; pero, de todos modos, una recomendación de esa índole no tiene sino un valor circunstancial y transitorio. Así que se nos ocurrió la forma de cancelar esta amenaza pendiente, diríamos, de emisión, vinculándola a la operación de repatriación de la deuda, en esta forma. La cantidad de libras bloqueadas llegó a ser muy importante el año pasado. En un momento dado calculábamos que a fines de 1943 alcanzaría 56 millones de

libras esterlinas, cantidad enorme para nosotros. Entonces se decidió repatriar una buena parte de nuestra deuda pública en la Gran Bretaña y para hacerlo el Tesoro propuso al Banco de la Nación, y éste aceptó, canjear los 400 millones de bonos redescontables por 400 millones de bonos no redescontables en el Banco Central, pero con un interés un poco mayor y de liquidación más fácil porque eran bonos a corto plazo. El Gobierno llevó los 400 millones de pesos de bonos así adquiridos al Banco Central y éste los compró y dio al Gobierno los 400 millones de pesos. Salieron por una ventanilla y entraron por otra al entregarlos el Gobierno en pago de un equivalente de libras bloqueadas. El dinero salió, pues, y se canceló inmediatamente, con lo cual se destruyó esa posibilidad de conseguir dinero mediante la entrega de bonos. Y en el activo del Banco Central, en fin de cuentas, se han sustituido 400 millones de libras bloqueadas por 400 millones de títulos, contra los cuales el Banco Central tiene facultad de emitir certificados de participación.

Se aprovechó, asimismo, esa oportunidad para refundir las dos autorizaciones para emitir certificados de participación, de manera que el Banco Central puede emitir ahora certificados de participación, por 800 millones de pesos de valores nacionales y colocarlos también en el público, según veremos más adelante.

Con eso es posible que desaparezca, por lo menos por algunos años, el certificado de custodia, salvo que sobrevenga un período de gran aumento en los efectivos de los bancos. Con esos 800 millones el Banco Central puede actuar holgadamente en la plaza.

El Fondo de Divisas

Para no crear fondos nuevos, el Banco Central también compró divisas con recursos del Fondo de Divisas. Este fondo se asemeja al Fondo de Igualación de la Gran Bretaña, y está alimentado por recursos del Tesoro: producto de empréstitos que todavía no se gastan, recaudaciones, distintos fondos del Tesoro y de reparticiones conexas con el Tesoro. Cuando compra cambio de los exportadores, el Banco Central en lugar de crear sus propios fondos, sus propias obligaciones, acude primero a los recursos ya existentes en el Fondo de Divisas y los invierte en comprar ese cambio. Las divisas así adquiridas están fuera de los balances del Banco, lo cual tiene la ventaja de permitir mantener confidencialmente ciertos movimientos de divisas, cosa importante en algunos momentos. Estos fondos del Gobierno están invertidos a la vista en divisas. Cuando éste gira sobre su cuenta, el Banco Central toma para sí las divisas y paga al Gobierno su equivalente. (5) Cuando el Fondo de Divisas no tiene suficientes recursos, el Banco Central las compra directamente, figurando entonces en su balance. Y por esos fondos que el Banco Central

suministra para ampliar el Fondo de Divisas, ha cobrado 3 por ciento de interés hasta el año 43. Llegó un momento en que los recursos creados para pagar ese 3 por ciento eran insuficientes, y el Banco Central propuso al Gobierno reducirlo fuertemente. Se estableció entonces una comisión de 3/4 por ciento sobre las ventas de cambio en el mercado oficial. De ahí salen los recursos para pagar comisiones a los bancos por sus intervenciones en las operaciones de cambio y para pagar los intereses sobre los fondos usados por el Banco Central en la ampliación del Fondo de Divisas.

Repatriación de la deuda en dólares

Llegamos ahora a la tercera forma: absorción de fondos en la fase ascendente, o sea, la repatriación de la deuda. El Banco Central se impresionó en esos años de ascenso porque era demasiado violento y aconsejó al Gobierno destinar una parte de las divisas a repatriar deuda en dólares en Estados Unidos. El Gobierno acogió con mucho interés la idea, persuadido de que esta operación (que seguía a felices conversiones hechas en Estados Unidos), aumentaría en el exterior el prestigio financiero del país y le permitiría recurrir nuevamente al mercado en épocas de escasez, cosa que no se vio comprobada por la realidad, porque cuando necesitamos nuevamente el mercado, éste había desaparecido para los países deudores. Además de razones circunstanciales, el Banco Central quiso aprovechar el exceso de divisas para reducir la deuda exterior y aliviar en los años sucesivos el balance de pagos. Al mismo tiempo se cancelaba poder de compra en manos del público y, simultáneamente, fondos bancarios.

Se hizo así una repatriación por 375 millones de pesos, para lo cual el Gobierno emitió un empréstito de repatriación de 200 millones que se colocó en el público, aprovechó divisas adquiridas con los fondos de las letras emitidas anteriormente por el Banco Central para recoger fondos y acudió también a recursos del Fondo de Beneficios de Cambio. Esta operación fue imitada luego por la municipalidad de la Capital y por la empresa telefónica de Buenos Aires, con lo que se sobrepasó la medida: se ofrecieron demasiados títulos en la plaza y, como veremos a su tiempo, se originó una sensible congestión. En esa forma se hicieron en la fase ascendente repatriaciones de valores por cerca de 500 millones de pesos y eso, unido a los 860 millones, si mal no recuerdo, que absorbió el Banco Central, da una idea de la intensidad con que en esa época se recogieron los fondos sobrantes.

Influencia del Banco Central sobre los bancos

Y, por último, la influencia moral del Banco Central. El Mensaje del Poder Ejecutivo sugiere al Banco Central la conveniencia de obrar en la plaza no solamente con este instrumento de absorción, sino también por la influencia directa sobre los bancos. Sucedió que, a pesar de la enérgica política de absorción, tentó a los bancos las colocaciones fáciles que surgen en esos momentos de ascenso y de bonanza: préstamos para compra de inmuebles, construcciones, financiaciones industriales, etc. Así se desarrolló en el Buenos Aires de esa época una competencia muy aguda entre los bancos. Aun los más serios de la plaza mandaban a visitar a clientes nuevos ofreciendo su crédito en competencia con los otros y bajando cada vez más los tipos de interés. Esto preocupó seriamente al Banco Central, primero por razones monetarias, ya que ello podía conducir a una expansión inconveniente y a operaciones arriesgadas, y, luego, porque conociendo, como conocía, la situación de los bancos, estaba persuadido de que no era el tiempo más propicio para disminuir las ganancias y entrar en operaciones arriesgadas, ya que aún había muchos quebrantos que sanear.

Así es que el Banco Central llamó a los principales bancos, comenzando por los que estaban representados en su Directorio, les planteó este problema y les aconsejó coordinar su política y concertar un convenio entre ellos comprometiéndose a no bajar la tasa de interés más allá del 4 por ciento. Esta idea fue recogida con mucho escepticismo. Los bancos importantes manifestaron en los primeros momentos que consideraban totalmente imposible que en la plaza de Buenos Aires se pudiera cumplir un convenio de esta naturaleza, que la competencia seguiría aun cuando ahora en forma encubierta, a pesar de ello el Banco insistió y sugirió a los bancos probar esta política, comprometiéndose a auspiciarla y a hacer las verificaciones necesarias por intermedio de la Inspección de Bancos. La medida se defendió con tal determinación, que los bancos se resolvieron a firmar el convenio en condiciones experimentales. Al cabo de unos cuantos meses se convencieron de que andaba bien. El Banco Central se preocupó de verificar en sus inspecciones, ya sea generales o especiales, el cumplimiento del convenio, de recoger discretamente cualquier denuncia y hacer las comprobaciones, y todos los bancos se convencieron de que era un medio de ordenar la competencia. Así, el convenio se prorrogó y desapareció esa forma de competencia. (6)

Además de los propósitos que el Banco Central ha perseguido con esta política de regulación de los tipos de interés, había otro: nos encontramos en las primeras inspecciones con que había bancos, y algunos muy importantes, que tenían una proporción muy pequeña de capital y reserva con respecto a sus obligaciones. Al-

gunos tenían apenas el 4 o el 5 por ciento. Se les recomendó aumentar esa proporción, para lo cual los mayores beneficios que los bancos obtuvieron con estas medidas fortalecieron su posición. El Banco Central, por lo general, ha indicado a los bancos la conveniencia de no pagar dividendos superiores a 5 por ciento, y todos han aceptado la de destinar todo el excedente de utilidades, primero, a sanear su situación, y luego, a constituir reservas. Especialmente en algunos bancos extranjeros comprobamos eso: un capital muy exiguo en relación a sus obligaciones. Sin embargo, hemos logrado, sin ninguna disposición legal, simplemente por medio de la persuasión, el compromiso de destinar parte de sus utilidades a aumentar sus capitales. (7)

Todas esas medidas se han ido logrando por persuasión. Y ahora puedo responder bien la pregunta del señor Cosío. Es cierto que un banco encuentra más conveniente descontar un documento al 5 por ciento que invertir fondos en papeles de absorción de bajo interés, si considera que no tiene ninguna responsabilidad monetaria. Pero toda la política del Banco Central, desde sus primeros tiempos, fue la de inducir a los bancos a considerar que no son una mera empresa comercial, sino una parte del sistema monetario con responsabilidades efectivas, y que en ciertos momentos en que el Banco Central recomienda una política prudente de crédito, lo hace inspirado en propósitos de orden colectivo, en cuya realización los bancos deben colaborar sin dejarse guiar exclusivamente por su interés. Pero el Banco Central no se desentendió, sin embargo, del interés de los bancos y no les recomendó privarse de hacer operaciones ventajosas sin darles alguna compensación para fortalecer su situación. Esta política de detener la baja del tipo de interés sirvió, sobre todo en los primeros tiempos, para demostrar a los bancos que el Central no veía el problema en forma unilateral, sino que estaba dispuesto también a cooperar con ellos en una forma efectiva.

Sin embargo, no dejamos de reconocer que el certificado de participación en los bonos consolidados no era un instrumento perfecto, por cuanto no había nada en él que impidiese que un banco, en un momento dado, dejase vencer sus certificados a los 90 días y obtuviese el dinero necesario para salir a hacer nuevas operaciones de préstamo. Nada había dentro del mecanismo que no fuera la autoridad moral del Banco Central. Por ello éste consideró conveniente la colocación de ese papel en el público y no en los bancos, porque en esa forma, éstos ya no son más los tenedores potenciales del efectivo que el Banco Central les ha retirado. Supongamos que el Banco Central encuentra que hay 200 millones de pesos de excedente. Si coloca los certificados en los bancos, retira los 200 millones, pero nada impide que un banco, cuando venzan esos certificados, utilice el dinero en la expansión del crédito. Es cierto que el Banco Central siempre puede obrar subiendo los tipos de interés y atrayendo a intereses más altos el dinero de los bancos, pero con todo,

esa política abre algunas puertas un tanto peligrosas. En cambio, si en lugar de absorber esos 200 millones directamente de los bancos, el Banco Central actúa directamente en el público, recoge 200 millones de poder de compra y, al mismo tiempo, 200 millones de efectivo que sale definitivamente de las arcas de ese banco por los cheques que el público gira para pagar al Banco Central. La política, entonces, es mucho más eficaz e independiente de la acción de los bancos. (8)

Pero no pudimos seguirla en los primeros tiempos del Banco Central por la sencilla razón de que no había un mercado a corto plazo, que hemos ido formando con las letras del Gobierno. Hoy está formado, y hace muy pocos meses el Banco Central ha salido a la plaza a colocar sus certificados. Pudo haber salido, desde el punto de vista técnico, tres años antes, porque el mercado estaba ya formado, maduro para recibir el papel del Banco Central; pero como veremos al estudiar su política en la última etapa, no lo hizo, porque el Gobierno necesitaba acudir al mercado para colocar sus propios papeles. (9)

Como hemos dicho, en el desarrollo de la fase ascendente, conforme va creciendo el efectivo de los bancos, el Banco Central ofrece más papeles y va recogiendo dinero, de manera que si vemos la línea de efectivos, encontramos con que oscila en torno a una horizontal; los medios de pago durante ese período crecen con menos intensidad que la línea de oro y divisas, a pesar de una ligera expansión del crédito, a la cual el Banco Central no da mucha importancia, porque es inferior a la transformación de depósitos corrientes en depósitos de ahorro. En la medida en que aumenta el volumen de los depósitos de ahorro, no crea nuevo poder de compra con el aumento de los préstamos, porque, por un lado, se absorbe poder de compra por los depósitos de ahorro y, por otro lado, se crea con el crédito; de manera que dentro de esos límites, no hemos objetado cierta expansión del crédito durante la fase ascendente. Es lo que explica, principalmente, que los medios de pago hayan crecido menos que el oro y las divisas. Así, pues, en esta fase ascendente no hubo ninguna razón para que las importaciones aumentaran con mayor intensidad que el oro y las divisas, que, en última instancia, las engendra un aumento de la cantidad de medios de pago. En esa fase ascendente, pues, el Banco Central logró realizar la política que primitivamente se había propuesto.

Vamos a ver en la próxima conversación qué ocurre en la fase descendente. Ahí el Banco empieza a apartarse de la política que previamente se había propuesto seguir, con lo cual entramos en la segunda etapa en la evolución de nuestros conceptos monetarios.

Enero 28, 1944

SEGUNDA ETAPA: LA DE TRANSICIÓN

Política monetaria en la fase ascendente en general

En la conversación anterior sobre la política de regulación monetaria interna, dijimos que su concepción había pasado, en nuestro país desde que el Banco Central comienza a funcionar, por tres fases distintas. Explicamos en ella cómo se desarrolla inicialmente, precisamente cuando el Banco Central se ve por la primera vez ante un ciclo económico. Vimos cómo durante la fase ascendente el Banco Central sigue una activa política de absorción de fondos mediante sus certificados de participación, el Fondo de Divisas, la repatriación de la deuda y, además, con su acción moral sobre los bancos, recomendándoles cautela en la expansión del crédito y facilitándoles la coordinación de su política, auspiciando un convenio de tasas mínimas de interés. También vimos que esa política había logrado sus propósitos durante la fase ascendente evitando que el aumento de los efectivos de los establecimientos de crédito llevara a la expansión de sus operaciones de préstamo; de tal suerte que en esa fase no se crea mayor cantidad de poder de compra que la que proviene del movimiento del balance de pagos, o sea, de las exportaciones y de las inversiones de capital. Antes bien, la cantidad de medios de pago que se crea es inferior en virtud de su neutralización que se opera por medio de los depósitos de ahorro que crecen en esa fase ascendente. Por lo tanto, las importaciones tendieron a aumentar en ella en forma correlativa a las divisas incorporadas al país, divisas sobre las cuales se creó la cantidad adicional de medios de pago.

Comienza una fase depresiva

Vamos a entrar ahora al examen de la segunda etapa en el desenvolvimiento de las ideas monetarias del Banco Central. Se trata de una etapa de transición en que las ideas primitivas no actúan ya con la misma fuerza y se empieza, por tanto, a reconsiderar la política en vista del giro que toma la realidad. En la segunda mitad de 1937 comienza la fase descendente del ciclo; la industria del país, las construcciones y la actividad económica general, se desarrollaban en forma satisfactoria. Mas al comenzar la contracción del poder de compra en la fase descendente, esas actividades empiezan a resentirse de acuerdo con el fenómeno perfectamente comprobado de que para reducir las importaciones es necesario reducir con mayor amplitud el volumen de la actividad económica interna, según vimos al explicar el movimiento cíclico en general. El Banco Central, al iniciarse este fenómeno, estaba más bien predispuesto a considerar esa contracción de la actividad económica interna

como un acontecimiento lógico y natural, indispensable al mismo tiempo para reducir la importación y establecer el equilibrio en el balance de pagos.

Pero a medida que se desarrolla la fase descendente, empezamos a observar ciertos elementos expansivos en el cuadro monetario: en primer lugar, el Banco de la Nación Argentina comienza a desarrollar sus operaciones de crédito agrario en virtud de una nueva ley que dicta el Congreso Nacional; más tarde, a fines de 1938, es necesario volver a comprar excedentes de trigo, lo cual requiere también cierta política expansiva; y mucho más tarde, en 1941, el déficit del presupuesto, resultado, en parte, de la influencia de la guerra, también lleva a la dilatación del crédito.

¿En qué consisten esas operaciones del Banco de la Nación? Debe recordarse que al iniciarse el Banco Central y el Instituto Movilizador, se sanea a fondo el Banco de la Nación, razón por la cual se encuentra, después de muchos años, libre de la carga opresiva del redescuento y de los préstamos al Gobierno y en condiciones de dedicarse con intensidad a sus funciones específicas de ayuda a la agricultura, al comercio y a la industria, que en virtud de las otras operaciones se había visto forzado a desatender. Es natural, pues, que al encontrarse con efectivos abundantes (alrededor de un 25 por ciento de efectivo con relación a sus depósitos), el Banco de la Nación acogiera con interés las operaciones agrarias que la nueva ley le permitía realizar a plazos mayores que los habituales y operaciones de distinta índole destinadas a favorecer al productor agrario. En esas condiciones, el Banco de la Nación, en plena fase descendente, empieza a utilizar el dinero que antes había invertido en los certificados de absorción del Banco Central en incrementar sus préstamos.

Y es ahí cuando nos encontramos, por primera vez, frente a una nueva realidad, planteándose esta pregunta: ¿debe insistir el Banco Central ante el Banco de la Nación en que postergue esas operaciones y no siga incrementando con ellas el poder de compra de la campaña que, naturalmente, disminuía porque eran menores las exportaciones?

Estabilidad interna y equilibrio del balance de pagos

En otros términos, ¿debe contribuir el Banco Central a que se comprima la actividad económica interna y lograr así el perfecto equilibrio del balance de pagos, o debe dar preeminencia a la actividad económica interna y buscar otros resortes para actuar sobre el balance de pagos? Tal fue la cuestión que se nos planteó a partir del segundo semestre de 1937, y con tanto más fuerza cuanto más aguda era la fase descendente. No tarda en comprender el Banco Central su responsabilidad in-

terna frente a la situación económica y, sobre todo, frente al hecho nuevo en la vida argentina de una industria que trabajaba afanosamente desde hacía pocos años. Se inclina entonces a proteger la actividad económica interna y recurre nuevamente a las medidas de control de cambios para evitar que el nuevo poder de compra que crea el Banco de la Nación para ayudar a las actividades agrarias y que luego se propaga por los distintos sectores de la economía, no repercuta sobre las importaciones, sino que siga circulando dentro del propio mercado local.

Tomada esta decisión, el Banco recomienda al Ministerio de Hacienda que vuelva a usarse el permiso de cambio como instrumento restrictivo de las importaciones. Recordemos que en la fase ascendente el permiso había perdido tal carácter, para convertirse en un instrumento de política económica que facilitara la aplicación de los convenios de pagos celebrados por el país. Además, recomienda al Ministerio sacar del mercado libre de cambios las importaciones que hasta ese momento se podían hacer sin permiso de ninguna naturaleza, para llevarlas al mercado oficial, sometiéndolas al mismo régimen de permisos de las otras importaciones. Esto significó un paso atrás en el concepto que se tenía acerca del mercado libre de cambios. Al examinar con un espíritu crítico las medidas de control de cambios, que hasta ahora nos hemos limitado a describir, examinaremos aquella medida. Por cierto que al dar este último consejo, el Banco Central tuvo en cuenta el volumen considerable que las importaciones habían adquirido a través del mercado libre de cambios, pues llegaron a 335 millones de pesos en 1938.

En fin, nos vemos nuevamente frente a los hechos concretos que nos llevan a afrontar un mal necesario para prevenir males mayores. El Banco, desde luego, no entra en este camino sin ciertas reticencias y vacilaciones, de las cuales da una clara idea la *Memoria* de 1938. Al referirse a las operaciones de crédito agrario, afirma que "no se ha tratado, en realidad, de una mayor demanda de crédito normal por las actividades económicas del país, sino que ha sido más bien el resultado de la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, los adelantos requeridos por las compras de la Junta Reguladora de Granos y las necesidades fiscales" (pág. 22). Esto a manera de advertencia de que nos estamos desviando de la política que antes se había preconizado de adecuar estrictamente los medios de pago al volumen de negocios, haciendo bajar aquéllos cuando éstos disminuyen, pero sin tratar de influir sobre el volumen de negocios.

Y a continuación se señala que "en virtud de este hecho, la declinación cíclica en la cantidad de medios de pago ha sido inferior a la que hubiese correspondido a causa del egreso de divisas (reconociéndose que) así se ha contribuido, sin duda, a mantener la actividad económica interna en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones. Pero a la vez, se ha propendido, como era natural, a que las importaciones continúen también con un volumen

elevado, a tal punto que... han llegado a constituir uno de los factores principales del desequilibrio del balance de pagos" (pág. 22). Luego se explican las medidas restrictivas sugeridas al Gobierno, agregándose que "es lógico esperar que, como está sucediendo, el poder adquisitivo que debido a ello (a las restricciones de las importaciones) no puede ya estimular desproporcionadamente a la importación, se desviará en gran parte hacia la industria en la medida en que no se transformen en ahorro, y que este ahorro no se emplee por los bancos. Por consiguiente, esta industria, que de otro modo sufriría con una intensidad mucho mayor... los efectos de una exportación muy menguada, no sólo podrá mitigar en grado apreciable tales consecuencias, sino que en algunas de sus ramas es capaz de alcanzar el desarrollo de sus buenos tiempos" (pág. 23).

En seguida se hace una prevención cautelosa acerca del peligro que podría significar una expansión excesiva de esa industria, advirtiendo que pasado el punto en que ella trabaja a plena capacidad, sería imprudente alentar su ampliación mediante los préstamos bancarios: "el momento —se afirma— no es propicio para ello, pues, por un lado, aumentarían las inmovilizaciones de crédito y, por otro, se llegaría a una inconveniente sobrecapitalización, a una inversión excesiva en plantas industriales, bajo el estímulo ficticio de un poder adquisitivo que, al volver más tarde a su cauce y volumen naturales, plantearía un grave problema de superproducción" (pág. 23). Se ven, pues, las reservas con que el Banco Central acepta esta situación creada al país por la fase descendente y la expansión del crédito.

A renglón seguido, la misma Memoria comenta la nueva interpretación que podría darse a la política monetaria: "De todo lo que se ha dicho... se desprende que la política monetaria puede proponerse dos objetivos frente al desarrollo del ciclo económico. El primero consiste en evitar que la expansión del crédito acentúe la intensidad de los movimientos ondulatorios y conduzca en el balance de pagos a un desequilibrio tanto más fuerte cuanto mayor haya sido en esa forma el sobrecrecimiento de las importaciones" (págs. 23-24). Este es el concepto al cual se atiene primitivamente el Banco Central. "El segundo objetivo va más lejos. No se limita a evitar que estas fluctuaciones se acentúen, sino que se propone, además, reducir su amplitud y disminuir la intensidad con que varía la masa del poder adquisitivo durante el proceso cíclico, para atenuar las consecuencias de tales variaciones sobre el volumen de la actividad económica interna" (pág. 24). Expresa a continuación que para retirar con ese objetivo poder adquisitivo en la fase ascendente es indispensable poder colocar los certificados no ya en los bancos, sino en el público, y a propósito, hace esta consideración: "la colocación de estos papeles en los bancos no tiene toda la eficacia necesaria, según lo ha confirmado la práctica, porque es una inversión transitoria, susceptible de liquidarse en breve plazo, si se desea colocar los fondos en otras inversiones" (pág. 25). Por eso prefiere el Banco Central ir

directamente al público y retirar el dinero de sus manos o indirectamente el efectivo de los bancos; pero para ello se requiere la formación de un mercado a corto plazo que estaba en esos momentos en su iniciación, por lo cual no era posible practicar inmediatamente esa política.

En la misma Memoria del Banco Central se sugiere la importancia que tendría en lo futuro una gran acumulación de títulos de propiedad del Banco (de los cuales ya tenía 50 millones en ese momento, y tiene 100 actualmente), para poder usarlos como masa de maniobra en el momento necesario, para absorber dinero de manos del público y reforzar de ese modo su política de neutralización de poder de compra.

Así se pasa por los primeros tiempos de la fase descendente hasta que a fines de 1938, según ya dije, tiene que volver a comprarse excedentes de trigo, lo cual comporta una nueva expansión de crédito, una nueva incorporación de poder de compra que sustituye al que va cancelando el déficit del balance de pagos, con efectos monetarios y económicos similares a los de expansiones anteriores, pero con esta particularidad: en el presente caso el control de cambios permitiría desviar esos medios de pago a la industria, sustrayéndolos, en cierta medida, de las importaciones.

Se le plantea al Banco Central este nuevo problema. El Banco y el Gobierno se hallaban en absoluto acuerdo en cuanto a la necesidad y oportunidad de comprar esos excedentes de granos, invendibles, por el momento, en el mercado internacional. Pero, ¿qué habría sucedido si el Banco Central hubiese tenido una forma distinta de pensar, si, por ejemplo, hubiera creído inconveniente esta política del Gobierno? ¿Qué argumentos habría presentado para oponerse a ella? ¿Habría sostenido la conveniencia de una depresión agraria e industrial para equilibrar el balance de pagos y asegurar la estabilidad monetaria en forma natural y espontánea a expensas de la actividad económica interna? Basta plantear ese problema para darse cuenta de la imposibilidad práctica y la inconveniencia de sugerir semejante orientación. Es este nuevo hecho el que continúa promoviendo la evolución de los conceptos monetarios del Banco Central frente a la realidad económica del país. Por cierto que la experiencia nos demuestra que estas interferencias de la política financiera del Gobierno en la política monetaria no llevan siempre la misma dirección que en el caso presente, en que ya estaba evolucionando la política monetaria. La experiencia también nos demuestra que un Banco Central no puede contrarrestar ni oponerse a la orientación financiera del Gobierno, ya que sólo dispone de su autoridad moral y de su fuerza de persuasión, punto éste que tiene un gran interés, según lo hemos visto en la práctica, para el desarrollo adecuado de la política monetaria y sobre el cual me permitiré volver cuando estudiemos los planes de acción futura. De paso afirmaré esta convicción: considerando la política financiera del Gobierno como un hecho que el Banco Central no puede alterar por su propia decisión, éste se encuentra dentro de un régimen de control en mejores condiciones

para sacar de ese hecho el máximo de ventajas y reducir las perturbaciones hasta donde sea posible, que dentro de uno de patrón oro o de moneda depreciada. Anticipo la idea, reservándome la oportunidad de tratar de demostrar la verdad de este aserto. En este caso concreto que estamos considerando lo que permite precisamente afrontar esa situación es el control de cambios, y aquí entramos en la tercera etapa del pensamiento monetario del Banco Central.

LA TERCERA ETAPA: LA POLÍTICA EXPANSIVA DEL CRÉDITO

Perturbaciones iniciales de la guerra

Esta tercera etapa nos lleva decididamente hacia adelante en la aplicación del concepto monetario que se iba desarrollando en la etapa de transición. Es la guerra la que nos lleva, con sus primeras consecuencias, a definir claramente la política a seguir.

En los primeros momentos, desde luego, la guerra se manifiesta con un gran sacudimiento bursátil, con grandes preocupaciones en los bancos, que temen la repercusión de los acontecimientos que se habían producido durante la guerra anterior. El Banco Central interviene decididamente en la Bolsa, compra cantidades considerables de títulos y restablece la calma en pocos días. Lo mismo sucede en los bancos, a los cuales les ofrece ilimitadamente el redescuento contra simple presentación de papeles; para mantener la confianza pública, les recomienda, al mismo tiempo, el máximo de prudencia en las restricciones de crédito que ya habían comenzado en algunos establecimientos.

Ese período inicial de riesgo de contracción, tanto bursátil como monetaria, dura muy poco tiempo y la situación tiende rápidamente a normalizarse desde ese punto de vista; pero desde otro, comienza a tomar un giro inquietante. En efecto, 1940 fue para nosotros un año de grandes preocupaciones. Desciende intensamente nuestra exportación por la pérdida de los mercados europeos; y se desvían fuertemente las importaciones hacia Estados Unidos, planteándonos un serio problema de "déficit en nuestro balance de pagos de divisas libres", expresión que ya habíamos comenzado a usar desde el momento que la Gran Bretaña empezó a bloquear nuestros saldos favorables. A tal punto llega la gravedad con que se insinúa y se desarrolla esta situación, que para 1941 preveíamos un déficit de 500 millones en nuestro intercambio con la zona de divisas libres, principalmente con Estados Unidos. En la situación económica interna se perfilan con claridad síntomas de declinación en los negocios y especialmente en las construcciones, que en nuestro país tienen una importancia fundamental; es la principal industria e influye no solamente en las industrias conexas, sino en toda la actividad económica interna.

Ante tal situación, el Ministerio de Hacienda, ocupado nuevamente por el doctor Pinedo, creador del Banco Central, trabaja de común acuerdo con éste para elaborar un vasto plan de reactivación económica, basado en una política monetaria decididamente expansiva, pero aplicada dentro de un circuito monetario controlado en sus conexiones exteriores por el mecanismo del control de cambios.

El plan de reactivación económica

Este plan se basa en el concepto de que es posible estimular la actividad económica inyectando en ciertas zonas de ella cantidades moderadas de medios de pago para estimular la demanda interna. A juicio del Gobierno, compartido por el Banco Central, el país se encontraba en ese momento ante el peligro de las consecuencias que traerían consigo los grandes excedentes de productos invendibles: malestar agrario, preocupación en toda la campaña, repercusión en la industria y en la ocupación de las ciudades; en síntesis, amenaza de postración económica general. El Gobierno consideraba difícil justificar que la industria y la actividad económica del país se redujera en ese momento, cuando justamente podría operar con el máximo de intensidad para suplir con la producción interna gran parte de los artículos que ya no venían por conducto de la importación. Por entonces ya había síntomas de desocupación, precisamente cuando había mucho trabajo que hacer dentro de la economía nacional para contrarrestar las graves consecuencias de la disminución de las importaciones. Este no es un mal intrínseco en el proceso económico —se expresaba en seguida—, sino un mal en la forma en que el proceso funciona. Cuando declina el poder de compra y la demanda, se propaga la depresión de rama a rama de la actividad, de negocio a negocio, creando continuamente nuevos desocupados, que transmiten con mayor amplitud el movimiento depresivo. Es una espiral que se va encogiendo progresivamente.

El propósito del plan era detener el movimiento de la espiral primero, e invertirlo después. Dar poder de compra a ciertas zonas propicias de la economía para que esa espiral, en lugar de seguir encogiéndose hacia adentro, se desenvolviera hacia afuera, extendiendo gradualmente el movimiento expansivo a todas las ramas de la economía interna.

¿Cómo llevar a la práctica esta política expansiva? En tres formas: primero, por la compra de los excedentes de cosechas, no solamente de trigo, sino de maíz, que ya se agregaba al cuadro sombrío que se presentaba en esos momentos; segundo, por amplios planes de construcción; y, tercero, por la financiación de la industria.

En cuanto a los gastos públicos, y contrariamente a lo que se había hecho en la anterior depresión de la crisis mundial, se adopta esta actitud: la contracción vio-

lenta de los gastos, ya sea por reducción de sueldos, o del número de empleados, o por la limitación de las obras públicas, había agravado el problema, creando nuevos desocupados e incidiendo desfavorablemente sobre la industria, las construcciones y la actividad económica. No se trata, a juicio del Gobierno, de hacer lo contrario, de acrecentar los gastos de la administración, sino de acrecentar los gastos en el campo de la economía privada, sin preocuparse momentáneamente del problema financiero. El problema financiero se resolvería fácilmente a medida que la economía se recuperase dando al Gobierno mayores recaudaciones y mejores oportunidades para percibir nuevos impuestos. Se piensa, por ejemplo, gravar los excedentes de los beneficios que la reactivación económica produce a la industria. Primero la economía, se dice; después las finanzas.

En cuanto a la construcción, si va bien —se dice— todo lo demás irá bien. Aserto que tiene un gran fondo de verdad en nuestro país debido a la importancia considerable de la construcción. Ultimamente las cifras del valor de todas las obras privadas y públicas han llegado a cerca de 900 millones de pesos, lo cual da una idea de la magnitud de esta actividad. Por otro lado, se observaba con justa razón que no había peligro alguno en la realización de un vasto plan de construcción de viviendas modestas para empleados y obreros puesto que la demanda era considerable y crecía de año en año con las nuevas generaciones. No había, pues, el peligro de superproducción, toda vez que resolviéndose atinadamente los problemas técnicos y económicos que plantea la construcción, se pueden hacer casas a precios moderados y en condiciones favorables de crédito. El desarrollo de este plan se basa en la posibilidad de utilizar una gran proporción de materiales nacionales y no extranjeros.

En cuanto a la industria, el problema del Gobierno se basaba en esta consideración fundamental: precisamente las épocas de mayor desarrollo industrial en la Argentina habían sido la crisis mundial y la primera guerra europea, o sea, cuando el país se vio forzado a industrializarse para suplir lo que no podía importar. Se presentaba nuevamente esa oportunidad y el Gobierno estaba empeñado en aprovecharla facilitándole crédito a largo plazo en condiciones adecuadas. No voy a entrar en la explicación del régimen que se había concebido para resolver este problema, pero sí señalaré que el control del volumen de los fondos prestables, tanto en materia de crédito industrial como en materia de construcciones, dependía en última instancia del Banco Central, quien iba a tener la llave para alimentar a las distintas entidades existentes. No se creaba ninguna nueva ni para el crédito industrial ni para el crédito a las construcciones. Se optó por este procedimiento, en gran parte, para evitar la influencia de entidades especiales cuya preocupación fundamental sería, como es natural, aumentar persistentemente sus negocios, independientemente de toda consideración de orden cíclico. En cambio un Banco Central está en mejores condiciones para regular el volumen de fondos prestables de acuerdo con la fase cíclica en que el país se encuentre.

Por cierto que gran parte de los recursos necesarios para poner en marcha este plan de reactivación tenía forzosamente que extraerse del mismo sistema bancario, puesto que en ese año de 1940 que estoy considerando, en el que principiaba una depresión, la actividad bursátil, la capacidad de absorción del público, no habrían permitido entrar en planes de la magnitud del que se pensaba. Al considerar este punto, el mensaje del Poder Ejecutivo expresa que se busca un estímulo muy distinto en sus efectos al que pudo aplicarse en años anteriores de activo movimiento económico interno. Agregar entonces —decía aquel documento— nuevo poder de compra al que surgía de las exportaciones y de la afluencia de capitales extranjeros era hacer rebasar el movimiento con un desarrollo inmoderado de la importación, con todas sus consecuencias. Pero no así cuando la actividad económica se va encogiendo más y más por el debilitamiento de las exportaciones. En este último caso se procura que con el incremento de poder de compra la actividad se dilate, pero dentro de las propias fronteras del país, siempre que se impida firmemente que las importaciones crezcan más allá de un límite prefijado, o sea, dentro de un circuito severamente controlado.

Esto representa también, como advertirán ustedes, una clarísima evolución del concepto con que se aplicaría el control de cambios. En su concepción primitiva era un mero instrumento restrictivo para lograr el equilibrio del balance de pagos; ahora lo vemos aparecer como instrumento de una política de intensificación del movimiento económico interno.

El sistema de colaboración de los bancos que se ideó para expandir el poder de compra resultó un tanto complicado, y no estoy seguro de que volvería a concordar con esas ideas, porque la experiencia demuestra que cuanto más simples sean los medios, tanto más fácil de ponerlos en práctica y persuadir a quienes tienen que aplicarlos. El sistema por el cual los bancos cedían al Banco Central una parte de sus depósitos a corto plazo era un tanto complicado. El Banco Central prestaba esos fondos a los mismos bancos, a largo plazo; a medida que esos fondos, después de cumplir su función en el mercado, regresaban a los establecimientos de crédito, éstos debían depositarlos nuevamente en el Banco Central, quien reponía a cada banco el efectivo que antes había egresado en proporción a la salida que había experimentado. Al mismo tiempo se establecía el control de los efectivos para evitar una desmesurada expansión del crédito. Nuestro Banco Central no tiene facultad para regular los efectivos de los bancos. En el proyecto que estoy examinando, se le daba esa facultad ilimitadamente, hasta llegar al 100 por ciento del efectivo en caso necesario.

También se pensó acudir a empréstitos exteriores para poder pagar las importaciones indispensables que el país requería. Se obtuvo uno de 20 millones del Export-Import Bank a mediados de 1940 y otros por 110 del Export-Import Bank y

del Tesoro a fines del mismo año, que desgraciadamente no pudieron utilizarse por dificultades* políticas: el Congreso no dio la autorización al Poder Ejecutivo para la formalización de estas operaciones.

Esas mismas dificultades desbaratan el plan de reactivación de la economía. Sin embargo, las perspectivas que ofrece 1941 hacen cada vez menos necesaria la aplicación de un plan de esta índole, puesto que ella se va produciendo naturalmente, como en Estados Unidos, que en 1940 había estado prácticamente ausente del mercado de ciertos productos en Argentina, para después comprar en forma muy activa. Ello alivia nuestras preocupaciones con respecto al balance de pagos, permite distribuir cambio con más liberalidad, da mayor poder de compra a la economía interna y cambia rápidamente el cuadro de la situación.

Este nuevo acontecimiento comporta de paso una enseñanza para la política monetaria futura. Estamos expuestos en nuestro país a cambios muy rápidos e imprevistos en la situación económica. De un momento de sombrío pesimismo, de negras perspectivas, como fue 1940, pasamos, con unos meses de transición, a una situación opuesta. Esto aconseja dar una gran flexibilidad a los planes monetarios o financieros para poder adaptarse rápidamente a los cambios en la situación. Basta reflexionar lo que habría ocurrido de haberse iniciado el plan de construcciones y si al poder de compra lanzado en esa forma se hubiese agregado el nuevo poder de compra derivado del aumento de las exportaciones: se habría dilatado exageradamente la circulación, con las consecuencias perniciosas que tiene siempre. Lo peligroso en estos planes es detener el impulso cuando sobrevienen factores de otra índole que hacen innecesario proseguirlo. También volveremos sobre este punto al considerar los planes futuros.

Tal vez resulte excesivo para ustedes continuar esta explicación que podríamos dejarla para una nueva conversación. Esta explicación concierne a los acontecimientos que se desarrollan en los años 41, 42 y 43, los cuales, en síntesis, nos llevan a comprobar que la reactivación que no pudo llevarse a la práctica en la forma proyectada internamente, se hizo, en realidad, bajo impulsos análogos, pero provenientes del exterior: creación de poder de compra por un lado, restricción de la importación por otro. Pero no la restricción racional que dentro de un plan podía haberse hecho, sino la restricción impuesta desde fuera sin tener siempre en cuenta las condiciones y necesidades del país. Pero a pesar de eso, se pudo desarrollar en esos años un grado muy intenso de actividad productiva.

En la próxima conversación, por lo tanto podríamos terminar el examen de la po-

* *N. del Ed.* En el original dice "porque sobrevienen políticas", posiblemente un error de transcripción. Hemos puesto "dificultades" porque corresponde al contexto, y además Prebisch utiliza esa expresión en la nota 10 (Cambio final de ideas) de este capítulo.

lítica de regulación interna del Banco Central y hacer un rápido examen de la situación monetaria presente. Con esto terminaríamos lo que concierne a este punto. (10)

Febrero 2, 1944

LA SITUACIÓN MONETARIA PRESENTE

Combinación de la política monetaria interna

En la última conversación no pudimos terminar por falta de tiempo la explicación de la política de regulación monetaria. Habíamos llegado a su tercera etapa, aquella en que el Banco Central considera que combinando la expansión del crédito con la política de cambios, es posible lograr un alto grado de actividad económica interna. A poco de haberse pensado en un plan de esta naturaleza se presenta espontáneamente la condición más favorable para ello: el crecimiento de las exportaciones. También se cumple otra condición que el plan presuponía: el control severo de la importación, pero no ya como una medida nacional aplicada racionalmente según las necesidades del país, sino por obra de las restricciones impuestas por Estados Unidos. De manera que, por un lado, crecen los medios de pago y, por otro, el país, privado de gran parte de sus importaciones, tiene que desviar los medios de pago hacia la economía interna. Lo que ocurre en los años 1942 y 1943 significa, a mi juicio, la comprobación concreta de la forma en que se puede actuar sobre la actividad económica interna.

No deja de ser interesante observar que precisamente por la acción de Estados Unidos, se vio forzado a restringir sus importaciones, la Argentina ha venido a comprobar en forma bien clara las posibilidades de usar el control de cambios (contra el cual había protestado siempre Estados Unidos) como instrumento complementario de la política monetaria.

Hay, sin embargo, una gran diferencia, desde el punto de vista psicológico, entre lo que ha ocurrido en la realidad y lo que pudo haber ocurrido con la aplicación de un plan de expansión. La diferencia es ésta: cuando la realidad impone fatalmente esas soluciones, se las toma como tales, como el resultado inevitable de los acontecimientos; pero en este caso las repercusiones psicológicas son más bien débiles. En cambio, cuando es el resultado deliberado de un plan, las preocupaciones de orden psicológico, las dudas acerca de la posibilidad de lograr un resultado concreto en la etapa experimental en que todavía se encuentra el mundo tras la búsqueda de nuevas soluciones monetarias, actúan muchas veces en sentido desfavorable y a veces pueden perjudicarlo seriamente, puesto que en un ambiente de

desconfianza y zozobra la actividad económica no se desarrolla satisfactoriamente.

Vamos a examinar rápidamente lo que ocurre en esos dos años de 1942 y 1943. El poder de compra crece en nuestro país con mayor intensidad que la que habría sido necesaria para estimular la actividad económica, por obra de factores externos e internos. Entre los externos, el aumento de exportaciones, aumento no acompañado por uno similar de importaciones y afluencia de capitales. Entre los internos, la expansión de crédito provocada por la necesidad de seguir comprando grandes cantidades de granos invendibles, y la provocada por el déficit fiscal. Por el estímulo de esta dilatación del poder de compra que se reparte entre todos los sectores de la actividad económica interna, ésta alcanza en nuestro país en el 42 y el 43 los niveles máximos que se han registrado en nuestra historia económica, tanto en la producción industrial como en las construcciones públicas y privadas.

La industria en nuestro país se encontraba preparada de algún tiempo atrás para afrontar este proceso expansivo. En efecto, recordarán ustedes que para luchar contra la crisis mundial se acude a los derechos aduaneros; después, cuando se desplaza el tipo de cambio en el año de 1933, se encarece el precio de las importaciones extranjeras y esto significa un estímulo adicional; asimismo las regulaciones cuantitativas a la importación se aplican con frecuencia no sólo para aliviar la presión de los cambios, sino también para fomentar la industria local. Como resultado de todos estos factores, la industria argentina se desenvuelve rápidamente en aquellos años; pero, por desgracia, no ocurre este crecimiento de acuerdo con un plan orgánico, sino en virtud de medidas generales que promueven el desarrollo tanto de industrias favorables para el país, que tienen verdadera consistencia, como de industrias artificiales. A pesar de ello, la Argentina pudo darse cuenta, durante la guerra mundial, de la importancia que para el robustecimiento de su economía ha tenido el crecimiento industrial; y no obstante todas las dificultades de abastecimiento de materia prima y de maquinaria, ella ha podido satisfacer con bastante eficacia las necesidades corrientes de la población.

Unas pocas cifras servirán para señalar la intensidad de este fenómeno: el volumen físico de la producción industrial en nuestro país ha crecido en 55 por ciento entre 1935 y 1942; el valor, desde luego, aumentó debido al alza de los precios, en 110 por ciento. Es interesante también comparar la relación entre la industria y la agricultura y la ganadería en un país esencialmente agropecuario como el nuestro: en 1935 el valor aproximado de la producción agropecuaria se estimaba en 2.900 millones y el de la industria en 3.330 (hay que tener en cuenta que gran parte de las materias primas de la industria son de origen agropecuario); en 1942 el valor de la producción agropecuaria había llegado a 3.500 millones y el de la industrial a 7.000 millones.

Para destacar mejor el significado de este fenómeno, traigo aquí las cifras del

valor agregado por la industria a los materiales que ella emplea en comparación con el valor neto de la producción agropecuaria. El valor neto elaborado por la industria en 1942 era de 2.650 millones contra 2.700 en la producción agropecuaria. Ambos pues, se hallaban nivelados. En 1935 las cifras respectivas habían sido de 1.300 para la producción industrial y de 2.150 para la producción agropecuaria.

La expansión de medios de pago estimula considerablemente este desarrollo de las industrias al crear y mantener una demanda persistente para sus productos. Sin embargo, el proceso expansionista, tanto por los factores internos como los externos que he señalado, tiende a sobrepasar el límite de lo razonable y ello preocupa sobremanera al Banco Central, que hace escuchar su voz en el Ministerio de Hacienda, llamando la atención sobre los peligros que esto comporta, ya que se había llegado al estado de plena ocupación. Seguir creando medios de pago no habría tenido ya el efecto de acrecentar aquélla por falta de posibilidades físicas para hacerlo; sino que se habría manifestado en un crecimiento más intenso de los precios. El Gobierno advierte este peligro inflacionista y en 1941 el Ministro de Hacienda, doctor Acevedo, formula un plan para frenar el crecimiento de los gastos públicos, pero sin disminuirlos y, al mismo tiempo, para retirar del público poder de compra por medio de nuevos impuestos. Con este propósito se establecen tres impuestos: uno sobre la exportación, similar al que ustedes tienen, destinado a captar el incremento de precios en productos que, como la carne, estaban subiendo en forma bastante marcada; otro, sobre el excedente de beneficios, y el tercero no fue sino un aumento del impuesto a los réditos. Este plan tropieza con una violentísima oposición de todos los afectados por esos impuestos, especialmente de los ganaderos, no obstante que los recursos por obtenerse de las importaciones de carne no estaban destinados a engrosar las recaudaciones fiscales sino a comprar libras bloqueadas en la Gran Bretaña para ir resolviendo paulatinamente este problema. Es cierto que la oposición se explica, en parte, porque con estos impuestos se iba acaso demasiado lejos; por ejemplo, en lugar de dejar al ganadero una parte del incremento de precios para estimular el desarrollo de la producción, el Ministro trató de tomar el total. De manera que este plan fracasa lamentablemente, y en 1942 nadie habla ya de impuestos. En 1943 se produce el cambio de Gobierno, y ocupa el Ministerio de Hacienda el señor Santamarina, que había sido presidente del Banco de la Nación y, como tal, miembro del Directorio del Banco Central. Compenetrado de los peligros de la situación, esboza un plan, pero en vez de proceder como el Ministro anterior, llama a la misma gente que se había lanzado contra el plan de Acevedo, destrozándolo sin sustituirlo por otro nuevo, y les dice: "Señores, yo no tengo plan alguno, acabo de llegar al Ministerio de Hacienda, la situación es ésta: si seguimos con el aumento de gastos y con la contracción de los recursos, vamos fatalmente a la inflación con tales y tales consecuencias; aquí tienen ustedes la situación por de-

lante, estúdienla y si encuentran algún medio mucho más feliz que el de los nuevos impuestos para corregir la situación, lo adoptaré con mucho gusto". Así los pone frente a los hechos y estos señores representantes de las principales fuerzas económicas, conforme examinan la realidad, se dan cuenta de que era muy difícil encontrar una solución distinta de la de los impuestos. Y así, después de haberse opuesto primeramente a ellos, terminan por recomendar al Ministro de Hacienda el aumento del gravamen de réditos y un impuesto al excedente de beneficios; este último, algo distinto del anterior que había sido un tanto tosco. En compañía de los funcionarios del Gobierno elaboraron un impuesto bastante bien hecho por el cual el excedente de los beneficios actuales con respecto a los beneficios de un período representativo precedente, se grava fuertemente. El triunfo del Ministro Santamarina fue precisamente lograr que los mismos que pagarían el impuesto formularan el plan. Desgraciadamente, por razones políticas tiene que renunciar don Jorge Santamarina. Y el sucesor aprovecha estos proyectos poniéndolos en vigor a principios de 1944.

El Banco Central señaló también la conveniencia de procurar por todos los medios posibles que el déficit no se siguiera cubriendo con créditos bancarios, sino que se procurara cubrirlo en su totalidad con emisiones de valores en el público y no en los bancos. Y a eso felizmente se llegó en 1943, en que el público absorbió aproximadamente 700 millones de títulos, letras de tesorería y bonos del Tesoro, a tal punto que no obstante el gran déficit de este año, se logró cubrirlo con poder adquisitivo extraído del público y no que lo cubriera con poder adquisitivo nuevo el sistema bancario. Por otro lado, esto coincidió con una circunstancia favorable: el otro elemento de expansión de crédito que había actuado en forma intensa en años anteriores dejó de obrar en 1943, a saber, la compra de cosechas, puesto que hubo una cosecha pobre de maíz y las existencias anteriormente acumuladas empezaron a liquidarse en el mercado. Así pues, a fines de 1943 el uso de crédito por concepto de compras de cosechas era inferior que a fines de 1942. Con esto se neutralizaba el segundo factor de inflación. Unido todo ello a un plan de no dejar crecer los gastos y de aumentar los impuestos, pudo haberse llevado al país a una situación monetaria más sana que la que se tenía.

El Banco Central, por su lado, resolvió tomar dos medidas de política monetaria interna. Una de ellas consistía en colocar sus certificados de absorción en el público según el viejo deseo a que nos referimos en conversaciones anteriores y que por primera vez se podía poner en práctica. En efecto, mientras el déficit del presupuesto tenía que cubrirse parcialmente con recursos del crédito, esto es, con la expansión de poder de compra, no era el caso de salir a colocar los certificados y recoger ese poder de compra, puesto que el Gobierno hubiera tenido que crear más poder de compra por medio del sistema bancario. Por lo tanto, el Banco Central es-

peró a que el Gobierno colocara todos sus valores en el público para empezar a absorber los nuevos fondos que seguían creándose por obra del balance de pagos. Esta política principió a aplicarse en los últimos meses de 1943. La otra medida en que pensó el Banco Central fue la de recomendar a los bancos, por medio de una circular, abstenerse de comprar títulos del Gobierno, salvo en la medida del aumento de sus depósitos de ahorro, puesto que en la medida en que éstos aumentan, el Banco simplemente devuelve al público los medios de pago que ha tomado de él por medio del incremento de tales depósitos. Fuera de esto, se les recomendaba no colocar dinero adicional en títulos porque eso significaba una nueva e innecesaria expansión de crédito. A ello pudo llegarse precisamente por haber absorbido el público los 700 millones necesarios para cubrir el déficit y las obras públicas. La circular, sin embargo, no llegó a mandarse porque concidió su preparación con la salida del Ministro Santamarina que, a juicio del Banco Central, podía traer, por la repercusión que tuvo, un cambio en el mercado y una modificación en la política financiera. Ignoro cuáles son las circunstancias actuales y si el Banco Central ha mandado o no esa recomendación, pero me parece interesante señalar ese hecho para demostrar en qué forma se pensaba acometer la política monetaria de restricción de poder de compra por medio de certificados colocados en el público y de detención de cualquier posible expansión. Quedaba como elemento incontrolable de este cuadro el excedente de exportaciones, sobre el cual no se podía actuar en ninguna forma. En cuanto al otro elemento exterior, la entrada de capitales, ya expliqué la medida de suspensión de su entrada que se aplicó en abril de 1943.

El plan financiero puede dar resultados positivos en lo que concierne a impuestos, pero mucho me temo que el crecimiento de gastos iguale o aun sobrepase el incremento de los impuestos, puesto que se trata de un nuevo gobierno que tiene un vasto programa, tanto en la administración como en las obras de fomento, sin considerar la situación financiera y los peligros que ella comporta. Veo con cierta preocupación que una situación monetaria y financiera que podía ser bien controlada —y los hechos que acabo de indicarles demuestran que podía serlo en gran parte— no lo sea por falta de una clara comprensión y firme determinación sobre lo que hay que hacer en este momento para no extremar el proceso inflacionista.

Febrero 4, 1944

(1)

Lic. Cosío: Sr. Prebisch, ¿qué es lo que incitaría a los bancos a comprar o suscribir estos certificados de participación si el interés era más bajo? ¿No obtendría un interés más alto por su dinero justamente expandiendo crédito?

Sr. Prebisch: El propósito que se persiguió fue el siguiente: no había colocaciones muy abundantes en esos momentos...

Lic. Cosío: ¿De otros valores?

Sr. Prebisch: De otros valores. Como lo vamos a ver en seguida los bancos podían verse forzados, como se vieron en realidad, a buscar colocaciones, echando abajo el tipo del interés por una competencia efectiva. Es cierto que un banco podía forzar la colocación de su dinero a intereses superiores, pero en operaciones no muy seguras; ello significaba entrar en una zona de riesgos, en que el banco sensato prefería más bien colocar ese dinero a corto plazo, en forma líquida, en el Banco Central, al 2,75 por ciento, que forzar la plaza en otras operaciones, sobre todo teniendo en cuenta el convenio a que se les llevó para limitar la caída en las tasas de interés.

Sr. Gómez: Quizá la inversión que hacían era con el propósito de esperar con tranquilidad otras mejores. ¿Tenían en bonos una proporción muy alta de su efectivo?

Sr. Prebisch: Tenían, por lo general, todo el excedente de los porcientos de efectivo prescriptos por el Banco Central.

Lic. Cosío: En un período de actividad grande, como se supone que era el de aquella época, el interés a corto plazo...

Sr. Prebisch: Era mucho mayor, pero precisamente el Banco Central siguió esta doble política: por un lado, la de aconsejar o influir sobre los bancos, especialmente cuando uno de ellos expandía los préstamos en forma inconveniente, haciéndole ver que tenían esa colocación para su dinero, que no era necesario invertir cantidades adicionales en otros valores o en nuevos préstamos, porque tenían una inversión líquida que les redituaba algún interés.

Lic. Cosío: Pero haciendo préstamos comerciales ordinarios, ¿qué interés ganarían?

Sr. Prebisch: Un interés mucho mayor. Pero el Banco Central les frenó y les aconsejó no hacer esas inversiones; y, en cambio, invertir sus sobrantes en los valores de absorción. Les dio una compensación mediante los bonos en la forma que vamos a ver.

Lic. Cosío: ¿En parte por una compensación?

Sr. Prebisch: El interés del bono era pequeño, pero algo significaba. No se tuvo fe en la persuasión pura y simple, sino en la persuasión acompañada de una compensación con esos intereses.

(2)

Sr. Gómez: ¿El interés lo pagaba la Tesorería?

Sr. Prebisch: El interés lo pagaba el mismo Banco Central. La Tesorería accedió; pero vimos que este procedimiento tenía sus inconvenientes. En primer lugar, el público no siempre comprendía bien el alcance de estas operaciones: iba familiarizándose con las letras de tesorería cuyo producto iba al Tesoro fiscal, y no hacía la distinción entre esas letras y otras; tal era el primer inconveniente. Segundo inconveniente: en esta forma se vinculaba de un modo muy estrecho al Tesoro con la política de absorción, y eso no siempre podía ser muy conveniente para dejar cierta libertad de acción al Banco Central. Fue por ello que éste se resolvió a crear el nuevo papel a que me he referido en una conversación anterior; el certifica-

do de custodia de oro y divisas, simple artificio, diré, para no tropezar con objeciones legales, porque en realidad se recibía dinero de los bancos, se les entregaba este papel, y el Banco Central lo invertía en oro en sus arcas teniéndolo apartado en custodia, pero con una equivalencia fija entre el peso y el oro; de manera que no se adquiría el oro sino que era una entrega de pesos contra una garantía en oro.

(3)

Lic. Cosío: Sr. Prebisch, ¿ciento veinte millones de reserva extraordinaria contra qué capital del Banco?

Sr. Prebisch: El Banco tiene 20 millones de capital y 100 millones, aproximadamente, de reservas, no siempre visibles, porque en los balances figura una cantidad menor, en virtud de que castiga fuertemente el valor de los títulos.

(4)

Sr. Gómez: ¿Aunque no hubiera reducción de depósitos en el Banco?

Sr. Prebisch: Aunque no la hubiera.

(5)

Sr. Urquidi: ¿Quién administra ese fondo?

Sr. Prebisch: El Banco Central.

(6)

Sr. Gómez: ¿En la Argentina no hay limitación de plazo para la aceptación de los depósitos?

Sr. Prebisch: No señor.

Sr. Gómez: ¿Puede prestarse a cualquier plazo?

Sr. Prebisch: Sí. Hay absoluta libertad en esa materia y el Banco Central, cuando practica sus inspecciones y encuentra que una parte de la cartera está a plazos demasiado largos, advierte a los bancos la conveniencia de reducirlos. No se juzgó conveniente en nuestro país limitar los plazos para no caer en una reglamentación demasiado rígida, sobre todo entre nosotros, en que no hay crédito industrial especial, como tienen ustedes, y los bancos tienen que hacer frente a la demanda de la industria con operaciones un poco más largas de las que requiere el movimiento comercial. Eso ha quedado —y así lo manifiesta bien el Mensaje del Poder Ejecutivo— a la observación prudente del Banco Central y a su acción directa sobre los bancos, habiéndose logrado muy buenos resultados.

(7)

Sr. Gómez: ¿Tampoco la ley exige proporción de capital?

Sr. Prebisch: Tampoco.

(8)

Sr. Gómez: ¿Bajan los depósitos de los bancos?

Sr. Prebisch: Bajan los depósitos de los bancos y bajan sus efectivos y el Banco Central esteriliza efectivo y a la vez poder de compra.

(9)

Lic. Cosío: De todos modos, esa labor de persuasión moral del Banco Central se apoyaba sobre un hecho económico indiscutible, y es que la demanda de crédito era inferior a la oferta, como lo revelaba el hecho de que las tasas de interés bajaban. ¿Qué hubiera sido de esa autorización en un caso inverso?

Sr. Prebisch: Podría hacer una mera hipótesis, porque no hemos tenido ese fenómeno.

Lic. Cosío: Pongo, por ejemplo, el caso de algunas operaciones de crédito aquí en México, que se realizan al 18 por ciento. Imagínese usted qué atractivo puede ser un certificado de participación, si se paga menos del uno. En estos casos la autoridad del Banco tendría que fracasar.

Sr. Prebisch: Sí, indudablemente sería más difícil al Banco Central con tasas tan tentadoras, que no existen en nuestro país; pero tenga usted en cuenta que colocando los certificados en el público, el Banco Central recoge el dinero antes de que el banco se haya acostumbrado a tenerlo en sus efectivos. Supongamos que principia una fase ascendente y el Banco Central empieza a colocar los certificados en el público; no les da tiempo a los bancos para sentirse con efectivos abundantes. El Banco Central les saca en seguida el dinero. Por otro lado, ya se ha observado claramente en nuestro país que la demanda de crédito es bastante elástica: que una baja de un punto en la tasa de interés puede llevar a muchas gentes a operaciones especulativas, a compras de títulos en la Bolsa y de valores que dan interés más alto pagando intereses más bajos en los bancos. Hay un mercado de ampliación muy fácil. Con todo, yo creo que la forma más eficaz de actuación en el futuro será la colocación en el público de certificados y de títulos que el Banco Central ha acumulado en sus reservas. En nuestra corta experiencia hemos observado que cuando el mercado de títulos se vuelve demasiado fácil y los empréstitos se colocan sin dificultades, eso hace incubar en seguida una serie de proyectos a todos los gobiernos, nacionales, provinciales y municipales. De manera que, sin creer que estamos en condiciones de contrarrestar la política financiera del Gobierno, cosa que alguna vez discutiremos, es indudable que si antes de formarse ese ambiente de facilidad en la Bolsa el Banco Central logra vender sus títulos y recoger el dinero, para guardarlo para otros tiempos, habrá actuado útilmente. Ya lo hemos hecho, pero no con el designio de absorber el dinero, sino de satisfacer a la plaza en momentos en que el Gobierno no tenía necesidad de vender títulos a fin de recoger fondos transitoriamente para evitar un alza excesiva en el precio de los títulos, como vamos a ver al estudiar la política del Banco Central en esta materia.

En otros términos, creo que en el futuro el Banco Central va a tener que recurrir a distintas formas, según los sectores y según la oportunidad: colocación de valores en los bancos; colocación de valores a corto plazo en el público, colocación de valores a largo plazo en el público e influencia directa.

Sr. Gómez: ¿Cuál es el interés que los bancos pagan por depósitos a plazo fijo?

Sr. Prebisch: Usted me advierte una omisión. Nosotros nos hemos encontrado con tipos muy altos de plazo fijo, 4 por ciento y aun 5 en los primeros tiempos del Banco Central. Por esta razón, los bancos que estaban en mala situación y que tenían ya alguna dificultad en el redescuento antes del Banco Central, se habían acostumbrado a retener algunos clientes fuertes con altos tipos de interés; nosotros encontramos en esas condiciones la plaza, y tratamos de inducir a los bancos a proceder con otro criterio y dar mayor flexibilidad al mercado del dinero, diciéndoles que para eso estaba el redescuento...

Sr. Gómez: ¿Más barato?

Sr. Prebisch: Sí, más barato. Y ofrecimos hasta primas para el papel comercial; y se nos

ocurrió también expresar que no se darían certificados de participación a los bancos que pagaran por sus depósitos un tipo más alto que el devengado por el certificado. Esa fue la medida de resultados efectivos. También se obró por acción directa, logrando que ciertos bancos devolvieran depósitos a plazo a alto interés. Hasta que vino la guerra y aprovechamos el momento para lograr que todos los bancos, incluso los más reacios al redescuento, lo practicaran. Los mismos bancos se acostumbran a no sonrojarse por el hecho de haber redescontado. Eso contribuyó también a liquidar el problema y el interés de plazo fijo ha bajado considerablemente. Hay algunos bancos que ya no reciben depósitos a plazo fijo.

(10)

Cambio final de ideas

Sr. Villaseñor: Quiero hacerle una pregunta. Menciona usted una política con la cual —según dijo usted— quizá no estaría muy de acuerdo, mientras que había un sistema de recoger fondos de los bancos y de los que estuvieran en depósitos a la vista para convertirlos, si entendí bien, en créditos a largo plazo.

Sr. Prebisch: Sí señor.

Sr. Villaseñor: Y por medio del otorgamiento de créditos a largo plazo los fondos volvían al público, y el público los volvía a llevar a los bancos, y éstos los volvían a traer al Banco Central. Ojalá que en alguna ocasión, y creo que ahora es oportuno, nos diera usted su punto de vista sobre por qué ya no coincide con ese sistema o cuáles fueron los errores. Nosotros hemos tenido un problema muy semejante. Sin que la hayamos formulado en esos términos de hecho la política ha tendido a eso.

Sr. Prebisch: Estoy de acuerdo con el fondo de la operación, pero no con la forma. En aquellos momentos existía en el país la preocupación de la expansión de crédito y de los peligros a los cuales podría conducir. De ahí que al elaborar este plan se quiso presentar el caso bajo otro aspecto, o sea, la creación de poder de compra desde otro punto de vista: retirar fondos de los bancos, transformarlos a largo plazo y prestarlos a los mismos bancos. Es más simple autorizar a los mismos bancos a que, con ciertas limitaciones y providencias, presten directamente en estas operaciones, facilitándoles el redescuento o la obtención de fondos, ya sea por medio de la emisión de bonos y su colocación en el público, bajo el control del Banco Central, o simplemente por medio de préstamos directos del Banco Central. De manera que es exactamente lo mismo, pero presentado en una forma mucho más simple y sin el temor que entonces prevalecía a los efectos psicológicos de la expansión de crédito. Pero lo que me parece muy importante, y que debe conservarse en todo plan de esta naturaleza, es el poder actuar sobre los fondos que vuelven, después de esta excursión por la economía, a los establecimientos de crédito, y evitar, bajo el control del Banco Central, que vuelvan a prestarse por la propia acción de la competencia entre los bancos, si no son necesarios para la prosecución del plan. Por eso habíamos pensado, y esto es la parte positiva que debe conservarse, en la posibilidad de exigir a los bancos la completa esterilización del incremento de esos fondos, no una determinada proporción. Además, existe ya el precedente del 100 por ciento, según expliqué en otra oportunidad. Para evitar la acción de los fondos exteriores que entraban al sistema bancario obligamos a los bancos a transferirlos íntegramente todos los días al Banco Central. Nosotros hemos observado que si se produce una expansión de crédito, o de poder de compra, ya sea por acción de las exportaciones e inversiones de capitales, o por una dilatación interna, los fondos, cuando vuelven a los bancos,

retornan con distinta intensidad y en proporciones diferentes a las de su salida. Así, por ejemplo, un banco que ha perdido, digamos, 50 millones de efectivo, es posible que sólo recupere 30 y que los 20 restantes vayan a otros bancos. Por consiguiente, si se establece una norma general no logramos captar el incremento de efectivo ahí donde se ha producido. Por eso consideramos que en un caso semejante convendría tener la facultad de establecer una nueva reserva independiente de la anterior y relativa solamente al incremento de los fondos.

Sr. Gómez: ¿Banco por banco o en general?

Sr. Prebisch: Si se trata del incremento de depósitos, tiene que procederse necesariamente banco por banco, tomando el 100 por ciento en la medida en que entran los nuevos depósitos. Me parece una forma simple de resolver el problema.

Sr. Gómez: Usted dijo que se siguió una política de expansión de crédito para la industria.

Sr. Prebisch: Sí señor.

Sr. Gómez: ¿El procedimiento?

Sr. Prebisch: Simplemente se proyectó.

Sr. Gómez: ¿No se llevó a cabo?

Sr. Prebisch: No, porque, como dije, este plan fracasó por dificultades políticas.

Sr. Gómez: ¿Pero cuál era el plan que tenían para abrir crédito a los industriales; debía poner una parte del capital?

Sr. Prebisch: Ultimamente se ha aprobado por decreto bajo este nuevo Gobierno un plan similar al que se había concebido en esta época, con algunas modificaciones. El primitivo plan consistía, en síntesis, en lo siguiente: en la emergencia que se presentaba, acudir a los recursos de los bancos y transformarlos a largo plazo; pero como sistema permanente desenvolver en el mercado la emisión de bonos; emisión que no se haría por los bancos, sino por el Banco Central, para controlar en todo momento el volumen de los fondos prestables de acuerdo con la situación del mercado y la evolución del sistema. El Banco Central facilitaría esos fondos a largo plazo a los bancos; éstos, a su vez, los prestarían a la industria. En otras palabras, el Banco Central no prestaría directamente, sino que canalizaría los fondos mediante la organización existente de los bancos.

Sr. Villaseñor: ¿Los bancos pueden hacer créditos a largo plazo?

Sr. Prebisch: La ley lo permite; pero el Banco Central trató de limitarlos prudentemente teniendo en cuenta el monto de los depósitos de ahorro, salvo en el caso en que haya recursos especiales a largo plazo, y eso es lo que se quería crear con este sistema.

Sr. Villaseñor: En realidad era una especie de redescuento de documentos a largo plazo.

Sr. Prebisch: Con fondos tomados del mercado.

Sr. Villaseñor: ¿En un departamento especial de redescuento?

Sr. Prebisch: En un departamento especial del Banco Central; pero éste se abstendría de prestar directamente.

Sr. Villaseñor: ¿Había peligro de que un retiro de fondos del público obligara a una liquidación anticipada de una cartera constituida de antemano a largo plazo?

Sr. Prebisch: El público no podía retirar fondos, puesto que estaban colocados en bonos a 10 o 15 años de plazo. Se trataba de mantener la relación entre la duración del bono y la duración del préstamo.

Sr. Villaseñor: ¡Ah! ¿El Banco Central hizo una emisión de bonos a largo plazo en el público?

Sr. Prebisch: El proyecto la preveía; pero no llegó a hacerla.

Ahora les diré qué objeciones suscitaron los bancos. La más importante de ellas, a mi juicio, fue ésta: el Gobierno trata de impulsar el desarrollo de la industria; la industria, por su propia naturaleza, constituye un riesgo mayor que el de las operaciones comerciales y la duración de los préstamos es mayor. ¿Cómo limitar ese riesgo? Por la participación del Gobierno. Que el Gobierno participe en cada una de las operaciones de crédito industrial. Recogimos esta idea y la incorporamos a este proyecto que se hizo decreto últimamente y que seguramente se pondrá en ejecución en la siguiente forma. Como dije en esta conversación, el Banco Central ha llegado a acumular 100 millones de pesos de reserva que en última instancia corresponden al Gobierno, por haber sido formada con beneficios sobre los cuales tenía derecho. Entonces, el mismo Banco Central, para recoger esta observación atinada de los bancos, aconsejó al Gobierno tomar una parte de esa reserva, unos 30 millones de pesos, a fin de poder participar en las operaciones de crédito realizadas por los bancos con esos fondos y cargar con el riesgo, con la parte más grande del riesgo de las operaciones. Supongámos, por ejemplo, una operación de cinco millones de pesos; un grupo de bancos se reúne para distribuirla, pero encuentra que el riesgo es superior a lo que ellos pueden aceptar; lo dividen entre sí y ofrecen participación al Banco Central, en nombre del Gobierno, utilizando esa reserva de 30 millones.

Sr. Gómez: ¿A perder proporcionalmente?

Sr. Prebisch: No señor, a perder preferentemente.

Sr. Gómez: ¿En primer lugar?

Sr. Prebisch: Sí. Los otros bancos tienen prioridad.

Sr. Villaseñor: Nosotros hemos desarrollado lentamente un procedimiento de ayuda a la industria y que aspira a resolver el mismo problema de ustedes, pero con esta modalidad. Desde luego, los bancos no hacen créditos a largo plazo. Por ley eso queda destinado a las sociedades financieras. La sociedad financiera emite bonos por la cartera industrial. Las emisiones de bonos por la cartera industrial de las sociedades financieras son susceptibles de ser tomados por nosotros, con un pequeño castigo de 1/4 por ciento más de interés como estímulo para que lo retiren tan pronto como el mercado los pueda absorber. De manera que estamos siempre en apoyo de una operación industrial que se hace por intermedio de una sociedad financiera y que se financia por medio de emisión de bonos al público; prestamos nuestro apoyo tomando la parte de bonos que el público, por el momento, no absorbe. De esta manera nuestra ayuda a la industria ha sido en parte efectiva, pero en parte puramente moral, pues el solo respaldo ha hecho que los bonos vayan al mercado y los tome el público. Naturalmente esto depende de las tasas de interés. Por otro lado, hay una ley, la del Fondo de Garantía a la Industria, que no ha operado, que es puramente virtual, pero que, en el fondo, corresponde a la idea que ustedes tienen, aunque con otro procedimiento y otra forma.

Sr. Prebisch: Me interesaría mucho ver de cerca el sistema de ustedes, porque además de interesante, sería ilustrativo para nosotros. Le agradezco la explicación, que me interesa muchísimo. En mi país el problema del crédito industrial dejó de ser tan agudo como fue en el año 1940 por la acumulación de beneficios en la industria y por la imposibilidad de expandirla rápidamente, pero se volverá a plantear sin duda alguna después de la guerra. Este decreto del Poder Ejecutivo hecho con la colaboración del Banco Central, establece, además, la autorización a los bancos para prestar a la industria, en préstamos hasta de 10 años, por el 10 por ciento de los depósitos de ahorros no inmovilizados. El cálculo se haría en esta forma: un banco, digamos, tiene 30 millones de capital y reservas; en inmuebles, 20 millones, en créditos inmovilizados, según el cálculo de la inspección de bancos del Banco Central, otros 20 millones; además tiene en depósitos, 600 millones; el banco puede usar en

créditos industriales, el 10 por ciento de la parte no inmovilizada, de esos depósitos, o sea, 90 millones, esto es, 9 millones. Se comenzó con una proporción muy moderada porque no era necesario más en ese momento. En nuestro país, en donde los bancos tienen una masa considerable de depósitos de ahorro y la van acrecentando año con año, porque salvo en un movimiento de gran depresión no suelen disminuir los depósitos, tienen así una estabilidad muy grande. Y entonces hacemos este razonamiento: que no contraría las buenas prácticas bancarias el poder tomar una parte del incremento de los depósitos de ahorro puesto que en ese caso el banco no hace sino de intermediario entre el público que ahorra y la industria. Equivale económicamente a la emisión de un bono. ¿Qué diferencia hay entre 100 pesos que una persona lleva a un banco y éste los presta, y la emisión de un bono por 100 pesos que esa persona extrae de sus depósitos? Esto, desde luego, mientras no se desarrolla un mercado de bonos en la República Argentina, cosa que hubiese sido tal vez un poco difícil en los últimos tiempos puesto que el mercado estaba sobrecargado por la enorme cantidad de papel que el Gobierno necesitaba colocar.

Ing. Robles: Simplemente subrayar el hecho de que hablaba el doctor Prebisch. Cuando hablamos de bancos y pensamos en bancos comerciales hay que tener presente que en la República Argentina el ahorro está muy desarrollado, no digamos sólo en bancos; el ahorro que hay en el correo en la República Argentina es enorme y cuando nosotros pensamos que nuestros bancos comerciales se están aventurando a hacer cosas que no corresponden a la índole del depósito, es un problema completamente distinto.

Sr. Prebisch: Sí. Ahí hay una parte constante de recursos; la experiencia demuestra que se puede contar en cierta proporción con ellos.

Sr. Gómez: Nosotros no tenemos prácticamente depósitos de ahorro.

Sr. Prebisch: Pero sin duda que es más sano y sólido el colocar bonos en el público.

Sr. Villaseñor: Ha sido muy difícil. Al hacer la primera emisión no sabíamos si el público lo tomaría, o si teníamos que absorberla íntegra...

Sr. Prebisch: En esa materia, el Banco Central también trató de estimular por todos los medios la colocación directa de acciones y obligaciones de las industrias en el público. Hace seis o siete años era una cosa rarísima el lanzamiento de emisión de acciones; últimamente se han hecho muchas emisiones por sumas pequeñas, 3, 4, 5 millones de pesos, en algún caso se ha hecho una emisión de 20 para una compañía de navegación y todas esas acciones y obligaciones se han cubierto bastante bien, de manera que eso nos hace pensar que cuidando el mercado y seleccionando bien el papel, se pueda ir colocando cantidades crecientes.

104
LINEAMIENTOS DE UNA POLITICA MONETARIA NACIONAL*

INTRODUCCIÓN

Vamos a exponer ahora los lineamientos generales de una política monetaria nacional tendiente a dar una mayor regularidad a la actividad económica interna y asegurar al mismo tiempo las condiciones más propicias para el crecimiento más intenso de la economía nacional.

De todo lo que hemos dicho hasta ahora se desprende claramente que nuestro país está sujeto en su vida económica no sólo a la fluctuación de sus cosechas y a las oscilaciones del crédito, sino que depende, en alto grado, del curso de los acontecimientos internacionales, de las fluctuaciones y contingencias de la economía internacional. Tanto es así, que en el breve lapso de una generación hemos presenciado dos guerras mundiales y una crisis internacional muy intensa, aparte de las fluctuaciones ordinarias de orden cíclico. Es así natural que nos preocupe encontrar la política más adecuada para que la economía del país sea lo menos vulnerable posible a esas fluctuaciones y contingencias internacionales, dándole una marcha más regular y estable, y, al mismo tiempo, trazar una política económica, monetaria y financiera que propenda al crecimiento máximo de la economía nacional, esto es, a la solución del problema vital de la Argentina, que es desarrollarse económica y demográficamente, y mejorar desde el punto de vista social.

Dividiremos nuestra exposición, por razones de orden y de claridad, en varias partes. En la primera vamos a considerar la política monetaria propiamente dicha, discutiendo sus dos grandes aspectos, el de la política de cambios con los instrumentos que la experiencia aconseja emplear y, después, la política monetaria, o sea la regulación de los medios internos de pago. Vamos a examinar cuál es la política monetaria que corresponde seguir para obtener el máximo de ventajas de la política de cambios y conseguir el propósito que perseguimos en cuanto a la economía interna. Al llegar a este punto examinaremos la forma en que la política monetaria ha

* *N. del Ed. Conversaciones en el Banco de México S.A.*, 1944, t. III, págs. 193-278, febrero 9, 11, 14 y 18. Reproducido en *La creación del Banco Central...*, ob. cit., págs. 429-515.

de coordinarse con la financiera para que ésta no exagere ni contrarreste la acción de aquélla. Con ese propósito haremos un paréntesis para discutir brevemente el serio problema de la interferencia del Estado en el campo monetario.

La política financiera del Estado se sustrae por completo en todos los países a la acción directa del Banco Central, que no dispone de más medio que el de la persuasión; sin embargo, en la política que vamos a recomendar, el Banco Central se encuentra mejor situado que en los regímenes del patrón oro y el de moneda depreciada para reducir al mínimo los inconvenientes de la interferencia financiera del Estado y obtener para la economía nacional el máximo de ventajas de esa interferencia, según trataré de demostrarlo a su tiempo. Al tocar este punto, también consideraré de paso el problema, que interesa fundamentalmente a la política monetaria, de dar unidad y coherencia a los aspectos económicos, financieros y monetarios de la política que vamos a considerar, que ejecutan, además, distintos organismos, entre ellos el Banco Central.

Tanto la política monetaria como la financiera, tienen que basarse en las condiciones fundamentales determinadas por la política económica del país; a esta última le corresponde estructurar las importaciones y las actividades internas en forma que el país pueda escapar, en la medida de lo posible, a las fluctuaciones y contingencias internacionales mediante la aplicación de una política adecuada en materia monetaria y financiera.

Nos quedaría, finalmente, otro punto a considerar. Todo lo que hemos mencionado hasta ahora responde a un concepto eminentemente nacional de la política monetaria y financiera; pero cabe preguntar hasta qué punto es compatible el desarrollo de una política nacional con planes de cooperación monetaria, financiera o económica, en el terreno internacional. Yo creo que hay una zona bien clara y definida de compenetración o entendimiento entre lo nacional y lo internacional; pero para ello me parece esencial robustecer, dar consistencia, dotar de la mayor fuerza posible a la organización económica nacional y al ordenamiento monetario del país. Al decir robustecer y dar fuerza, no me refiero a magnitudes; se puede ser fuerte sin tener una gran magnitud, siempre que se hayan integrado todos los aspectos de la vida económica nacional. Siendo fuertes, podremos colaborar; las economías débiles no colaboran, necesariamente se subordinan, y no es tal el tipo de solución a que debemos encaminarnos. Nada mejor, a mi juicio, para contribuir a la mejor elaboración de aquellos planes internacionales, que exponer francamente y con el máximo de claridad nuestros propios problemas; los defectos de nuestro sistema monetario en sus conexiones con el régimen internacional. Tal es el camino para llegar a fórmulas que no sólo consideran la situación de los grandes países industriales y acreedores, sino también la situación de los países en pleno crecimiento, como es el caso de la República Argentina.

LA POLÍTICA DE CAMBIOS

El movimiento cíclico de las importaciones existe en cualquier régimen

Comenzaremos, pues, por considerar la política monetaria en su primer aspecto: el de la política de cambios. Desde luego, está completamente fuera de nuestro alcance evitar esas fluctuaciones exteriores, llámense o no movimientos cíclicos; pero sí lo está atenuar o, más bien dicho, neutralizar en mucho sus consecuencias sobre la economía interna. De las otras conversaciones acerca de la forma en que esos movimientos ondulatorios se realizan, se desprende claramente que tanto la actividad económica interna, como las importaciones, están estrechamente vinculadas al movimiento del balance de pagos. Creo que en nuestro país existe suficiente experiencia para formular una política que permita suavizar esas fluctuaciones en la actividad económica interna, darle el máximo de estabilidad, utilizando los propios recursos internos; pero en lo que concierne al otro elemento, el de las importaciones, no depende de nosotros estabilizarlas, puesto que su volumen está estrechamente ligado a nuestras disponibilidades de divisas, y ellas dependen fundamentalmente de las fluctuaciones exteriores. De manera, pues, que tenemos necesariamente que tomar como punto de partida, como dato esencial de nuestro problema el hecho de que las importaciones están sujetas a continuos movimientos ondulatorios de alza y de baja. La realidad nos demuestra que las importaciones tienen que ajustarse por necesidad, con un ritmo cíclico, a la capacidad de pago del país ya sea dentro del régimen del patrón oro, ya en el de moneda depreciada, ya en el régimen que preconizamos.

¿Qué sucede en el régimen del patrón oro cuando disminuye la exportación del país o la inversión de capitales extranjeros en una fase descendente del ciclo? Se comprime el poder de compra interno por la disminución del activo del balance de pagos, y esta compresión del poder de compra restringe la actividad económica y, al mismo tiempo, toda clase de importaciones; a unas categorías con mayor intensidad que a otras; pero todas están sujetas necesariamente a la acción de una menor cantidad de poder de compra en manos de la colectividad. Durante la fase descendente de un ciclo lo mismo ocurre, aun cuando por otro mecanismo, en un régimen de moneda depreciada. La fase descendente se caracteriza por un desequilibrio en el balance de pagos; si va unido a una dilatación de crédito, como sucede con frecuencia, ésta tiende a mantener, y si es muy intensa, a elevar el volumen de la importación. Esto agrava el desequilibrio, estimula la depreciación monetaria la que, a su vez, incide fatalmente sobre las importaciones restringiéndolas porque no es concebible que un país de moneda depreciada pueda seguir viviendo dentro de un

creciente desequilibrio del balance de pagos: tarde o temprano la acción del tipo de cambio será lo bastante fuerte para contraer las importaciones. Por lo tanto, también en un régimen de moneda depreciada la importación tiene que reducirse cuando baja la exportación y cuando disminuye la inversión de capitales extranjeros en la medida en que no se juzgue conveniente disponer de las reservas monetarias para pagar ese excedente de importaciones. En el régimen de depreciación todas las importaciones sufren la incidencia del mayor precio de las divisas extranjeras.

De manera, pues, que la restricción de importaciones que pretendemos hacer con un régimen de control de cambios, no es una característica suya, como frecuentemente se supone. Lo que lo caracteriza es que esa restricción no se aplica por igual a todas las importaciones, sino que es el resultado de la aplicación deliberada, buena o mala, de una política que consiste en restringir unas cosas más y otras menos. Tal es la única diferencia de fondo entre la contracción espontánea de las importaciones en el régimen del patrón oro o en el de moneda depreciada, y la contracción deliberada de aquéllas en un régimen de control de cambios; pero en cualquiera de los tres las importaciones deben descender para lograr el equilibrio del balance de pagos.

¿Por qué se justifica, o se explica si se quiere, esa intervención del Estado en las importaciones en un régimen de control de cambios? Por dos razones fundamentales: primero, para combinar esta política de cambios con una política monetaria interna de creación de medios de pagos y de desviación, como ya hemos visto en la realidad argentina, hacia la actividad económica interna, a fin de mantenerla en un grado de alta ocupación; y, segundo, para evitar que los efectos de la depreciación de la moneda, se dejen sentir en todas las actividades económicas del país, puesto que la depreciación es general y afecta a todas.

¿Cuáles son las consecuencias de la depreciación monetaria? Son bien conocidas, y apenas necesitamos mencionarlas: la elevación del costo de la vida con todas sus consecuencias; la restricción de las importaciones, así sean las esenciales para la vida del país como las no esenciales, aunque con la particularidad de que, en un régimen de depreciación, hay ciertos sectores de la colectividad que reciben beneficios extraordinarios que les permiten hacer grandes importaciones de productos no esenciales o de lujo. De manera, pues, que en un régimen de moneda depreciada no todas las importaciones están sujetas a la acción de la depreciación, sino que algunas son insensibles a ella, como sucede, precisamente, con las menos útiles desde el punto de vista colectivo. Además, la depreciación de la moneda actúa como una protección general a todas las formas de la industria nacional, tanto en aquellos casos en que es aconsejable proteger, porque la industria responde a las modalidades y posibilidades nacionales, como en aquellos otros en que no es conveniente la protección. En otras palabras, la depreciación es una protección sin discriminación a la

industria nacional. Si se ha de proteger, es preferible, desde luego, hacerlo de acuerdo con un plan racional y no en forma global, a todo lo que pueda desarrollarse en el país. Por último, una vez que la depreciación monetaria afecta a los distintos elementos de la vida nacional, la experiencia demuestra que es muy difícil volver atrás, sobre todo cuando la depreciación ha favorecido a sectores de la colectividad que tienen una gran influencia política.

Gradación de las importaciones

Por el contrario, en un régimen de control de cambios es posible circunscribir este problema en tal forma, que todas las importaciones esenciales para el desarrollo de la actividad económica nacional y que en una u otra forma son indispensables para satisfacer las necesidades corrientes de las grandes masas de población, pueden aislarse de las perturbaciones exteriores, de modo que incidan sobre aquellas categorías de artículos cuya significación para la vida del país sea mucho menor.

Examinemos, en efecto, esquemáticamente, la estructura de las importaciones en Argentina. Encontramos primero materias primas indispensables para la actividad económica nacional que responden a lo que llamo el consumo corriente de las grandes masas de población; esta importación está constituida tanto por materias primas propiamente dichas y materiales básicos, como por artículos terminados o semiterminados. En segundo lugar, encontramos la categoría de los bienes de capital, de carácter durable, requeridos también por la actividad económica: las máquinas, equipos industriales, material ferroviario, automotores, aviones, etc. En tercer lugar, otros artículos también de carácter durable, pero que no constituyen bienes de capital porque no se usan directamente en los procesos productivos; tienen la misma característica de los bienes de capital ya que, por ser durables, puede prescindirse de ellos temporalmente sin que se perturbe la actividad económica general, toda vez que en otros momentos su importación ha sido liberal y abundante. En cuarto lugar, hay artículos no esenciales, no indispensables para el consumo general de la población, pero sí para ciertos sectores especiales por sus gustos o por su situación económica, sectores que no experimentan una pérdida sensible en caso de privarse transitoriamente de esos artículos; en caso de prescindir de ellos tampoco afectan ni perturban el grueso de la economía del país. Y, finalmente, los artículos superfluos o de lujo, de los cuales, en un momento dado, puede prescindirse sin ningún trastorno.

Si las importaciones son heterogéneas, si tienen aplicaciones tan distintas, si responden a necesidades tan diversas desde el punto de vista económico y social, si tienen un grado tan distinto de duración, ¿cómo es posible que las afectemos por

igual con el mecanismo monetario, ya sea depreciando la moneda o comprimiendo el poder de compra dentro del régimen del patrón oro? ¿Por qué no pensar en la posibilidad de aplicar un criterio selectivo para que en caso de tener que comprimir la importación por un desequilibrio del balance de pagos se comience por restringir aquellas importaciones menos importantes para la vida del país? La lógica más elemental indica dentro de esta clasificación tan esquemática y gruesa de las importaciones que, en caso de necesidad de restringirlas se comience por las de lujo, se continúe, si la restricción debe ser más profunda, por las menos esenciales, a fin de resguardar en lo posible aquel primer grupo de artículos esenciales para la actividad económica del país. Si la restricción de los artículos superfluos o de lujo y la de no esenciales es insuficiente, puede llegarse también a los artículos durables, sean o no bienes de capital ya que, como he dicho hace un momento, por el hecho de ser durables (y porque el país los tiene en existencia) pueden aceptar alguna transitoria limitación.

La experiencia reciente de la crisis mundial nos ha demostrado la posibilidad de que la economía del país, si ha logrado equipararse bien por medio de importaciones anteriores abundantes de maquinaria y bienes de capital, puede soportar algunos años con su equipo recurriendo a reparaciones y repuestos que aseguren su funcionamiento sin grandes perturbaciones para la actividad económica nacional.

Puesto que es fatal en ciertas fases de la actividad económica la restricción de las importaciones, ¿en qué puede perjudicar al desarrollo sano de la economía internacional o a los planes de cooperación internacional el hecho de que, en lugar de disminuir las importaciones en la forma en que disminuyen bajo el régimen del patrón oro o en el de moneda depreciada, sin discriminación alguna, disminuyan aquellas categorías que son menos necesarias para la actividad nacional? ¿En qué puede afectar al desarrollo de esos planes monetarios? Por más que pienso, no advierto qué incompatibilidad puede haber entre lo uno y lo otro si partimos del supuesto de que la restricción es indispensable, a menos que se disponga de crédito, como veremos más adelante.

Ventajas del movimiento de los tipos de cambio

Bien, si hay que restringir, ¿cómo hacerlo? Ya hemos visto la nutrida experiencia argentina en esta materia, que nos lleva a la conclusión, para mí terminante, de que, para hacerlo, hay que escapar del sistema inelástico y complicado de las regulaciones cuantitativas o cuotas, y preferir, en todo caso, la restricción por medio del movimiento de los tipos de cambio, a fin de reducir la demanda de aquellas categorías de importación que necesariamente tienen que restringirse al elevarse su precio.

Las ventajas del movimiento de los tipos de cambio sobre el de las regulaciones cuantitativas ya las hemos visto al estudiar la experiencia argentina, pero podríamos resumirlas en pocas palabras. Primero, el movimiento de tipos de cambio como elemento restrictivo, tiene el mínimo de complicaciones administrativas, en lugar de los miles y miles de cuotas para los miles y miles de artículos e importadores, se establecen, si se quiere, cuotas globales de cambio o sencillamente se da libertad para acudir al mercado y comprar para esa categoría de artículos la cantidad de cambio que convenga. Segundo, el tipo de cambio permite elegir al importador dentro de las categorías establecidas, las mercaderías que más le convengan, desplazando su demanda hacia aquellos renglones que pueden tener interés para él. De ese modo se elimina la rigidez de las cuotas individuales que suele ser insoportable en un sistema de control. Es, pues, mínima la intervención del Estado en los negocios privados, y esto puede hacerse sin peligro alguno, toda vez que no se pretende usar la restricción con fines proteccionistas, lo cual no recomiendo por las razones que veremos más adelante. La tercera ventaja del movimiento de los tipos sobre la regulación cuantitativa es su aplicación instantánea, fácil, sencilla, que no requiere una gran transformación de los procedimientos internos y las circulares del control de cambios que desde el punto de vista práctico son ventajas muy apreciables también; además, como el tipo de cambio es un tipo que resulta de las condiciones del mercado y no se divide su aplicación en mil clases de mercancías, evita también las reclamaciones e influencias que trae fatalmente un régimen de regulaciones cuantitativas. Debo hacer, finalmente, una consideración muy importante desde el punto de vista económico, que también concierne a la autoridad moral que debe tener el sistema de control de cambios: me refiero al hecho de que las regulaciones cuantitativas, desde el momento en que la importación de mercaderías es inferior a los requerimientos de la demanda, permiten al importador obtener una "solventilidad", puesto que el precio sube en el mercado interno mientras el tipo de cambio no varía para el importador. Por el contrario, si la restricción ha sido el resultado de una elevación del tipo de cambio, no sólo suben los precios internos, sino también el precio del cambio para el importador, eliminándose así la posibilidad de un lucro extraordinario, punto al cual hay que darle una importancia muy grande dentro de la organización de un sistema de control. Nótese bien que en el régimen de los tipos flexibles, no son ellos los que determinan el encarecimiento de la mercadería; en un régimen de cuotas también hay encarecimiento, puesto que el precio interno depende de la demanda y de la oferta, y si la cantidad es restringida, se encarecerán fatalmente los artículos del mismo modo que si el tipo de cambio hubiese subido.

Naturalmente lo que yo sugiero significa apartarse del dogma de la unidad de los tipos de cambio, y optar por el régimen de pluralidad. Ahora bien, ¿cuáles son

las razones de peso que puedan darse en contra de esa pluralidad? Si es la misma divisa la que se vende —se argumenta—, ¿por qué razón ha de tener precios distintos según su aplicación? ¿Acaso en el mercado del dinero no se presta a tipos distintos, según se trate de operaciones a corto o a largo plazo, y según sean las otras características? ¿Acaso el mismo Banco Central no tiene una política selectiva de crédito al establecer distintas gradaciones de sus tipos de interés? ¿Por qué no se han de establecer distintos precios para los tipos de cambio, si ese cambio se va a destinar a distintas categorías de mercaderías desde el punto de vista económico y social? El que siempre haya existido en la breve historia del patrón oro, que en fin de cuentas es breve, un tipo único de cambio, no quiere decir que en esto, como en otras cosas, el proceso natural de diferenciación en la economía no pueda llevarnos por obra de la experiencia y de la adaptación de un sistema a las modalidades de la realidad, a diversificar también los tipos de cambio.

¿Cómo mover los tipos de cambio?

Veamos ahora otro aspecto de este sistema. ¿Cómo encarecer las divisas para las distintas categorías de mercaderías? ¿Qué procedimiento debe seguirse? Ante todo imaginemos un momento en que sea necesario aplicar el sistema, debido a que el total de las divisas que producen las exportaciones y las inversiones de capital sea inferior a los requerimientos del país, y en el que no se juzga prudente usar todas las reservas monetarias en la medida que la situación requiere. Habrá entonces una cantidad de cambio disponible que, frente a la estimación de las necesidades, tendrá que destinarse tal cantidad para importaciones, tal cantidad para servicios financieros y tal para otras remesas. Dentro de las importaciones separaremos ante todo lo que se considere como indispensable para aquella categoría que no nos proponemos restringir ni en su cantidad, ni afectar sus precios para no perturbar esa zona de la actividad económica nacional que deseamos resguardar a toda costa; en seguida determinaremos qué cantidades vamos a dedicar a artículos de lujo, a artículos no esenciales, a bienes durables y a bienes de capital. Al determinar estas cantidades debemos tener en cuenta las variaciones que continuamente se van presentando a fin de no seguir procedimientos rígidos, e ir adaptándose de continuo a la realidad, ya sea que ésta mejore o empeore.

Veo tres procedimientos para ofrecer el cambio que se destina a cada categoría en el mercado. Uno, el de ofrecerlo sencillamente al mejor postor en licitaciones periódicas. Si se destina, por ejemplo, para bienes durables la cantidad de 20 millones de dólares al año haremos licitaciones periódicas de esos dólares en el curso del año, dando, digamos, en cada licitación mensual o semanal, una cantidad más o

menos proporcional, que no necesita ser rígida; todos los importadores interesados en adquirir ese cambio pueden comprarlo al precio a que estén dispuestos a pagar, de tal modo que el Banco Central, al final de la licitación, distribuye el cambio entre los mejores postores. Otro procedimiento sería el de fijar para cada importador, no una cuota de mercaderías, sino una cuota de cambio para todas las de la categoría que se proponga traer el importador; esta cuota se fijaría de acuerdo con lo que el importador ha pedido en un período representativo anterior; y en lugar de dejar que el mercado fije espontáneamente los precios de acuerdo con la oferta y la demanda, el Banco Central sería quien los fijara en forma creciente, si es que las circunstancias aconsejan restringir más y más, o en forma decreciente si aquéllas mejoran.

Un tercer procedimiento sería una combinación de los dos anteriores, o sea fijar cuotas de cambio para los importadores y permitirles comprarlo libremente en el mercado de licitaciones dentro de esa cuota. Vamos a ver las ventajas e inconvenientes de estos tres procedimientos.

En el primero, observamos ante todo que los importadores operan sin ninguna cuota; tienen, pues, la ventaja muy grande de la simplicidad y de la libertad; cada importador, dentro de la categoría a que se refiere la licitación, es dueño de solicitar la cantidad de cambio que le plazca y al precio que, según su propia apreciación de las condiciones del mercado, le convenga pagar. No interesa si ha importado poco o mucho en un período anterior; puede importar cualquier cantidad, siempre que pague el precio que el mercado determine. Tampoco hay limitación para los nuevos importadores; cualquiera puede entrar en las licitaciones sin necesidad de permiso alguno. Existe, además, la ventaja muy grande, desde el punto de vista psicológico, de que el tipo de cambio no es objeto de una manipulación del Banco Central, pues se limita a ofrecer lo que tiene y el precio se determina en función de la oferta y la demanda. Sin duda, en ciertos momentos, esto tiene importancia desde el punto de vista psicológico y frente a las críticas que se puedan hacer al sistema.

En cuanto a sus desventajas, son dos. La primera consiste en que, cuando se conozca y generalice la índole del procedimiento, los importadores, al advertir que el precio de la divisa extranjera va subiendo (y hay que tener presente que no existe limitación alguna para sus pedidos), pueden precipitarse al mercado y pedir cantidades exageradas y aún hacerlo con fines especulativos, previendo el alza posterior del mercado. Una conducta semejante sería un factor de perturbación que haría subir los precios en forma demasiado rápida. La segunda es ésta: como las categorías son amplias, pues no conviene desmenuzarlas, hay importadores que operan con productos de mercado muy receptivo que les permiten pagar precios más altos, o aceptar aumentos mayores que en otros productos; esos importadores, que no siempre son los que traen las mercaderías más útiles, pueden pujar mucho más fuerte, despojando del cambio a los otros importadores.

Veamos el segundo procedimiento, el de la fijación de cuotas. Tiene el grave inconveniente de que los precios se fijan artificialmente por el Banco Central; no importa que éstos puedan corresponder o no a la oferta y la demanda; el hecho de que el Banco Central los fije, introduce un cierto elemento de arbitrariedad; por otra parte, si el precio se fija más bajo del que resultaría de la acción de la oferta y la demanda, los que han adquirido el cambio en el mercado resultan beneficiados con una ganancia extraordinaria, inconveniente al que hemos dado mucha importancia para tratar de evitarlo en este régimen.

Finalmente, el procedimiento que me satisface en mayor grado es el tercero, porque combina las ventajas de los dos y limita considerablemente sus inconvenientes. El propósito de la cuota en este tercer procedimiento no es el de restringir, como lo demuestra el hecho de que no había ningún inconveniente en fijar la cuota de acuerdo con la importación máxima en la fase ascendente que ha precedido a las restricciones. El máximo traído por un importador servirá para autorizarlo a comprar cambio en el mercado de licitaciones. Lo que se persigue con esta cuota es ordenar un poco la demanda, evitar, en primer lugar, que el importador que ha tenido una importación máxima de 100, se precipite al comprar 200 o 300, anticipando una posible apreciación del peso, o que aumente sus negocios en un período de restricción a expensas de otros importadores. Dentro de esa cuota amplia, el importador puede presentarse a la licitación ofreciendo el precio que juzgue más conveniente. No habría el peligro de que esos precios sean demasiado bajos en relación a la situación del mercado y estimulen un lucro extraordinario, si es que el monto de las cuotas se determina con cierta amplitud. Supongamos, por ejemplo, que las importaciones de un período máximo anterior ascienden a 500, y que no se juzgue conveniente dar más de 300 de cambio. Una demanda de 500 frente a una oferta de 300 aumentará necesariamente los precios y facilitará la adjudicación del cambio al mejor postor; no hay peligro de que se fije un precio artificialmente bajo. La cuota no actúa entonces como elemento restrictivo, sino como elemento ordenador de la demanda. El inconveniente que subsiste, sin embargo, es el de que la cuota, aun fijada con la liberalidad a que me refería, no permite el acceso de nuevos importadores, puesto que no hay un punto de referencia para fijar la cantidad que ha de corresponderles como cuota. Sin embargo, hay que preguntarse si es, realmente, una grave desventaja; es decir, si se justifica la intervención de nuevos importadores cuando el cambio para satisfacer las necesidades normales de los importadores existentes, no es suficiente. ¿No será mejor abrir el campo para nuevos importadores, no en un período de restricción, sino en uno de abundancia de divisas para no perjudicar a los importadores existentes? Por todas esas consideraciones, me inclino más bien hacia este procedimiento, que tiene la virtud de ordenar la demanda y la ventaja de permitir que el precio se establezca libremente en el mercado sin intervención directa del Banco Central.

Funcionamiento de las licitaciones de cambio

Veamos cómo funcionaría este procedimiento. Supongamos que para las importaciones de artículos esenciales, destinadas a esa zona resguardada de la actividad económica, se establezca, digamos, el precio de 15 pesos por libra esterlina. Este podría ser también el precio básico del cambio para las licitaciones, precio que en ningún caso sería inferior al fijado para los artículos esenciales. A partir de ese precio básico, los otros irían siendo mayores según la necesidad de restringir la importación; con este propósito se ofrecerían cantidades decrecientes de cambio, de acuerdo con el cálculo de las disponibilidades. En esta forma, si el cambio se va ofreciendo en licitaciones periódicas, se elimina toda posibilidad de demanda especulativa, puesto que cada importador sólo puede moverse dentro de su cuota. Es concebible que los tipos puedan llegar a un nivel muy alto si la cantidad ofrecida es pequeña y la demanda grande. No se nos oculta que esto puede engendrar repercusiones psicológicas desagradables, sobre todo en los primeros tiempos del sistema, hasta que la gente se acostumbre a él, como ocurrió en el régimen de licitaciones aplicado con buenos resultados en nuestro país. Pero téngase en cuenta que si es escasa la cantidad de cambio que se da para la importación de esos artículos (ya sea que se establezca un precio fijo de cambio o no, o se adopte el régimen de licitaciones), y escasa la importación y grande la demanda, el precio interno subirá de todos modos. Así, pues, cuando la oferta es reducida y la demanda grande, no hay forma de evitar que el precio suba. Ahora bien, si las circunstancias mejoran, se podrá ir ofreciendo en las licitaciones cantidades mayores de cambio para bajar los precios hasta que éstos puedan llegar nuevamente al punto de partida de 15 pesos por libra.

La experiencia recogida en Argentina en esta materia nos demuestra que el Banco Central debe idear un procedimiento de licitaciones muy elástico. Al principio habíamos pensado en dividir los 30 millones que se destinaban anualmente para las licitaciones, en sumas iguales entre las distintas semanas hábiles del año, pero el procedimiento pronto reveló algunos inconvenientes, puesto que la demanda no es constante y uniforme. Había semanas en que por ser intensa la demanda, subían los tipos; otras, en que la demanda era baja, tendía a hacerlos caer. De manera que el Banco Central, sin apartarse de la cantidad de 30 millones, fue distribuyendo en forma un tanto arbitraria la cantidad en la siguiente forma: si, por ejemplo, alguna vez se ofrecía en una licitación un millón de dólares y la demanda era de un millón y medio y subían mucho los precios, el Banco Central daba el millón y medio de dólares; y en otra oportunidad en que también ofrecía el millón de dólares y la demanda los hacía bajar, solamente adjudicaba ochocientos o quinien-

tos mil para mantener una línea más estable de precios, pero sin abandonar el propósito fundamental de ofrecer toda la cantidad en el curso del año, aunque sí la división aritmética estricta de esa cantidad. Se distribuía por un procedimiento de tanteos para que la línea de precios no oscilara con brusquedad. En cuanto al número de categorías sólo la práctica nos ha ido aconsejando cómo dividirlas.

Aforos para el cambio de importaciones

Veamos ahora otro aspecto de mucha importancia. En una de las últimas conversaciones sobre nuestro régimen de control de cambio, señalamos que en materia de importaciones teníamos que guiarnos, en cuanto concierne a la determinación de los valores, por las declaraciones de la factura consular, e indicamos que podía haber filtraciones, sobre todo cuando la diferencia entre el tipo a que se daba el cambio para importación y el del mercado libre era demasiado tentadora. ¿Qué podría hacerse dentro de este régimen para disminuir al mínimo la posibilidad de filtraciones? Disminuir al mínimo, digo, y no evitar en lo absoluto, porque me parece que eso es imposible. No creo que en lo que concierne a las importaciones esenciales el problema sea muy difícil en la mayor parte de los casos, puesto que se trata de materias primas, de clases y tipos perfectamente definidos o cuyos precios se pueden controlar fácilmente. Pero cuanto más compleja es la fabricación y aparecen calidades y tipos muy distintos de artículos, el control es más y más difícil. Ocurre pensar entonces si no sería posible establecer también para las importaciones, así como hicimos en materia de exportaciones, un sistema de aforos. Yo creo que es posible, y que el sistema de aforos tiene ante todo la virtud de colocar a todos los importadores en igualdad de condiciones, pues lo peor que puede acontecer es que el más alerta perjudique al menos alerta o al más escrupuloso; pero si a todos se los coloca en igualdad de condiciones, se gana mucho. Veamos cómo operaría un sistema semejante en las categorías de importaciones sujetas a tipos flexibles. Se podría establecer el aforo para cada mercadería, o para grupos de mercaderías de la misma índole general, pero de distintas calidades o tipos, y establecerlo sin cuidarse mucho de que el aforo sea ligeramente superior al precio real. ¿Por qué razón? Porque si es superior al precio real y se aplica por igual, todos tendrán la misma oportunidad de negociar ese cambio en el mercado libre, si es que este mercado tiene para las divisas extranjeras tipos superiores a los del mercado de licitaciones. Hagamos números: supongamos que el tipo de cambio para los bienes durables o las mercaderías no esenciales esté a 16,50 por libra y el mercado libre a 17. Si fijamos el aforo para las mercaderías a un tipo ligeramente superior al precio real de la mercadería, todos los importadores podrán vender el residuo en el

mercado libre; la ganancia así obtenida los conducirá a proponer precios más altos en las licitaciones de cambio. De manera que nada pierde el sistema. En caso contrario, es decir si el mercdo libre tiene tipos inferiores a los tipos de las licitaciones, y se autoriza a los importadores a vender en ese mercado, su precio aumentará inconvenientemente. En el caso anterior, cuando se vendía el residuo, estas ventas tendían a aproximar el tipo del mercado libre al tipo del mercado de licitaciones; en el otro caso las ventas residuales tenderán a apartar más estos tipos. Podría también seguirse el procedimiento (que no tendría ningún inconveniente práctico) de autorizar a los importadores a solicitar o usar el cambio por el total del aforo, o por un 20 o 25 por ciento menos, por ejemplo, según les conviniere, de manera que cuando el tipo del mercado libre sea inferior al del mercado de licitaciones, el importador podrá comprar ese porciento de su cambio en el mercado libre, lo cual tendrá también la ventaja de colocar a todos los importadores en igualdad de condiciones y de no entrar en los pormenores de un control que es prácticamente imposible. Estas compras en el mercado libre tendían, además, a elevar sus tipos acercándolos a los de las licitaciones. Yo creo que, buscando la solución en los aforos, se podrá llegar a un procedimiento que evite la desigualdad de situaciones entre los importadores, y a colocar al Banco Central en posición cómoda para establecer cantidades fijas para el otorgamiento de cambios sin tener que entrar a indagar si las facturas son correctas o no. Llego, pues, a la conclusión de que buscando una solución por ese camino, se puede vencer una de las dificultades más serias del sistema de control de cambios.

Aspectos técnicos

Finalmente, si bien en este sistema no se aplicarían regulaciones cuantitativas, sería conveniente mantener los permisos para todas las importaciones, inclusive las de mercaderías esenciales; pero no un permiso que exija un trámite pesado, sino una especie de formulario estadístico en el que el importador declare lo que está dispuesto a importar a fin de que se tenga una información precisa de la tendencia de las importaciones. Esto es muy importante para vigilar las consecuencias de la política interna de crédito, porque en un momento dado de expansión, hasta las importaciones esenciales pueden tender a desarrollarse en forma excesiva. Se trataría de un permiso o formulario global, no individual, que no se refiera a artículo por artículo, sino a categorías o grupos. Sería necesario también buscar la forma de resolver el problema que he mencionado al referirme al control de cambios, o sea limitar la duración del permiso, para que el sistema no se encuentre con una gran cantidad de cambio solicitado en forma indefinida, sin saber cuándo se van a ejecu-

tar las operaciones. Para evitar el abuso en los pedidos del cambio, puede establecerse también una penalidad para el que no use la mayor parte de la cantidad de cambio solicitado. Como ustedes recordarán, el 90 por ciento es lo que había recomendado la experiencia argentina. Son aspectos técnicos que no tienen mayores complicaciones prácticas, pero que definen en una forma más acabada las condiciones en que tiene que operar el sistema de control de cambios.

Por ahora podríamos suspender esta conversación, ya que ha transcurrido una hora, a fin de continuarla el viernes y tratar entonces, en la primera parte, el aspecto de política económica que encierra el control de cambios y luego examinar el funcionamiento del mercado libre, puesto que dentro de este sistema, propondría dos mercados: el oficial, donde se vendería todo el cambio de exportaciones y se compraría el cambio para importaciones y servicios financieros y el mercado libre para las otras operaciones. (1)

Febrero 9, 1944

LA POLÍTICA ECONÓMICA Y LA DE CAMBIOS

En la última conversación dijimos que el objeto de la política de cambios, en síntesis, no es otro que el de restringir las importaciones que no afectan la actividad económica corriente ni la satisfacción de las necesidades generales de las grandes masas de la población cuando el desequilibrio del balance de pagos no puede o no quiere corregirse con el empleo de las reservas monetarias.

LOS TIPOS DE CAMBIO NO DEBEN TENER FINES PROTECCIONISTAS

Las restricciones, dentro de la política que explicamos, se efectuaban mediante el movimiento de los tipos de cambio. Subían cuando era necesario restringir y bajaban cuando la abundancia de divisas lo permitía. De ahí la conveniencia de fijar tipos muy flexibles. Por ello no podían servir sino como instrumento restrictivo de importaciones, y nunca como elementos de carácter proteccionista; en caso contrario el sistema no podría bajar los cambios cuando las circunstancias del balance de pagos lo hicieran necesario. Se trata, pues, de un elemento activo de la política de cambios, y no de un sustituto de los derechos proteccionistas. Más aún, el Banco Central, al aplicar esta política, debiera aclarar perfectamente que el alza de los tipos es de carácter transitorio y que en ninguna forma está destinado a proteger sino

a regular la importación, para que luego no pueda esgrimirse argumento alguno acerca del carácter de esta medida.

Por lo tanto, es necesario deslindar claramente el objeto y el alcance de la política de cambios y el de la política económica. La primera es de aplicación pasajera y circunstancial, mientras que la segunda tiene un carácter orgánico y de largo alcance. Se concibe perfectamente la posibilidad de desarrollar una política de cambios sin una política económica definida, sin un plan claramente trazado para aprovechar en la mejor forma posible las divisas y los recursos económicos del país, puesto que dentro de cualquier política o sin ella, habrá artículos importados menos necesarios que otros. Este mismo hecho de la distinta gradación de las necesidades a las que responden las importaciones, permitirá aplicar una política de cambios destinada a comprimir la importación de los menos necesarios. Pero sin duda alguna que el máximo de eficacia que persigue una política de cambios, sólo podrá obtenerse gracias a la armoniosa combinación con la política económica puesto que una y otra tienen que proponerse el objeto fundamental de hacer lo menos vulnerable posible la economía del país a las fluctuaciones y contingencias de orden exterior: la una actúa a corto plazo, la otra a largo plazo. De ahí la necesidad de que ambas se complementen.

PELIGRO DE CAER EN TENDENCIAS AUTÁRQUICAS

Es indudable que si toda la actividad económica interna esencial para satisfacer las necesidades corrientes de las grandes masas de población pudiera desarrollarse en forma exclusiva con materiales nacionales, sin tener necesidad de importarlos del extranjero, la política de cambios se simplificaría considerablemente, puesto que sólo quedarían en la importación maquinarias, bienes durables, artículos no esenciales, superfluos o de lujo. La importación podría comprimirse drásticamente en caso de gran penuria sin ninguna perturbación para la economía nacional. Pero aun cuando técnicamente sea posible llegar a ese estado de cosas, hay obstáculos económicos muchas veces infranqueables. También se concibe la posibilidad técnica de hacer en el interior una buena parte de las máquinas que el país requiera, pero también a costa de una elevación considerable del costo de producción para toda la economía nacional. Es un grave error creer que para el éxito de una política como la que preconizamos —la de fortalecer la economía nacional y hacerla menos vulnerable a las influencias exteriores— haya de caerse necesariamente en la autarquía. La autarquía es tan absurda, a mi juicio, desde el punto de vista de nuestros países, como el libre cambio. El libre cambio deforma y desintegra la vida económica y la autarquía empobrece, sofoca la vida nacional y crea intoxicaciones de

carácter psicológico de graves consecuencias. Hay que apartarse, pues, de uno y otro extremos y buscar una solución que responda a la realidad económica de cada país.

Sería un error producir a costos exorbitanes las maquinarias que un país requiere o los materiales de transporte si pueden comprarse a menor costo en el exterior pagándolos con nuestras exportaciones, por la sencilla razón de que tratándose de bienes durables, es posible prescindir de ellos por un tiempo bastante largo. No hay que olvidar, además, que puede organizarse una industria de repuestos y reparaciones para prolongar la vida de las instalaciones industriales y de transporte mientras no se pueda importar normalmente. Es esencial para el logro de una producción económica y eficiente que la industria pueda disponer del mejor material, de los mejores bienes de capital que requiera y al costo más reducido. Aquí se concilian perfectamente la política de cambios con la política económica. Esta requiere la importación de ese material a bajo costo, el cual podrá importarse sin dificultad alguna con el máximo de liberalidad en las épocas de abundancia de divisas; la política de cambios gradúa esas importaciones en épocas de escasez, si es indispensable hacerla para proteger aquella zona fundamental de la actividad económica y después de haber agotado las restricciones en las categorías menos esenciales.

Es distinto el caso que se presenta a la política económica en lo que concierne a las materias primas y artículos esenciales para la actividad económica regular del país, ya que no se trata de bienes durables, sino de artículos que deben consumirse continuamente. Se plantea entonces el gran problema de política económica que consiste en determinar hasta dónde debe promoverse la fabricación, elaboración o extracción local de esas materias y artículos esenciales para poner a cubierto la economía de las fluctuaciones y contingencias exteriores. ¿Cómo elaborar una política económica que tratando de satisfacer ese objetivo fundamental permita, al mismo tiempo, desarrollar económicamente la producción interna? Se trata de un problema imposible de resolver en abstracto, puesto que el acierto en hacerlo depende de la combinación de una serie de elementos, entre los cuales, los más importantes son, a mi juicio, los siguientes. Primero, la tendencia permanente de las exportaciones del país: la solución será distinta si las exportaciones tienden constantemente a crecer con las inevitables fluctuaciones de orden cíclico, o si, por el contrario, se han estacionado. Segundo, la solución depende también de la existencia de recursos naturales y de la posibilidad de explotarlos económicamente. Tercero, la posibilidad de acumular en tiempos de prosperidad grandes existencias de materiales esenciales, o de desarrollar en tiempos críticos la producción de emergencia o de sustituir, también en tiempos críticos, el material extranjero por el material nacional. Cuarto, la solución depende del grado de desarrollo de la población, del mercado interno y de las aptitudes técnicas de la población. Y quinto, lo

condicionarían consideraciones relativas a la defensa nacional. No voy a entrar en el examen de estos asuntos de política económica, pero sí me parece conveniente puntualizar los términos del problema para poder combinar mejor la de cambios con la económica.

HIPÓTESIS DE EXPORTACIÓN CRECIENTE

Consideremos, pues, brevemente la primera hipótesis de exportaciones crecientes. Ante todo tendremos un problema similar en materia de importaciones: será esencial hacerlas crecer persistentemente para poder seguir exportando; pero, además, necesitaremos de las importaciones por cuanto la exportación creciente nos dará la posibilidad de organizar las actividades internas en condiciones sanas y económicas. Para decidir nuestro problema tenemos que preguntarnos hasta dónde deberá aprovechar el país sus posibilidades técnicas sin pasar del punto en que la producción resulta antieconómica o socialmente inconveniente. Para un país que tiene un problema vital de crecimiento, este asunto me parece de importancia sustancial y no siempre se le ha dado en las discusiones sobre política comercial el alcance que realmente tiene. Es esencial que el costo colectivo de producción sea el más bajo posible, porque en esta forma la mayor producción permitirá resolver más fácilmente los problemas sociales que se plantean a un país, los cuales son, en el fondo, problemas cuantitativos de producción. Cuando lo que hay que dividir es grande, todos esos problemas se simplifican; pero si la cantidad es pequeña por una política económica desacertada, o por condiciones adversas, los problemas son muy difíciles de resolver. Por lo tanto, al considerar en el caso de exportaciones crecientes la utilización de materiales nacionales, debe tenerse en cuenta que es necesario tener grandes importaciones para poder compensar las exportaciones crecientes, y que si un país como la Argentina, gracias a las posibilidades técnicas que se le presentan para desarrollar la producción de ciertas materias básicas a alto costo, cae en la tentación de producirlas con esa desventaja, se encontrará que para poder seguir exportando cantidades crecientes, tendrá que acudir a la importación de ciertos bienes durables como automóviles (siempre que no se pretenda entrar también en la producción de ellos) o artículos no esenciales o de lujo. Se llegaría entonces a la situación absurda de un país que produce maquinaria a costo alto y encarece los artículos indispensables para el consumo corriente de sus grandes masas de población, y que, al mismo tiempo, importa liberalmente, y a bajo costo, artículos no esenciales, superfluos o de lujo. Sin duda alguna sería una solución absurda. Claro que esa utilización inconveniente de los recursos de divisas de que el país dispone no sería incompatible con la aplicación de una política de cambios

como la preconizada, desde el momento en que la importación de productos superfluos o de bienes durables siempre podrá comprimirse en casos de necesidad.

OTRAS FORMAS DE DISMINUIR LA VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA

Ahora bien, si en virtud de las consideraciones que acabo de señalar, y atendiendo al costo de producción y su significado nacional, un país importa gran parte de las materias primas y artículos esenciales para su actividad económica, podría argüirse que tendría una economía muy vulnerable, no ya en el caso de movimientos propiamente cíclicos, que podrían atenuarse, sino cuando ocurren depresiones agudas y la cantidad de cambio disponible se reduce a cifras mínimas, y, sobre todo, en el caso de contingencias exteriores que impidan el abastecimiento regular del país de esos productos y artículos esenciales. La experiencia reciente justifica con plenitud esa preocupación, pero antes de forzar la producción de materiales básicos a alto costo para hacer frente a casos de extrema emergencia, convendría quizás examinar en nuestro país si no hay otras soluciones más económicas desde el punto de vista colectivo que permitan mantener un costo bajo de producción.

Así, por ejemplo, la acumulación de grandes existencias de materiales básicos, comprados a bajo costo en el mercado mundial, para hacer frente a períodos de emergencia. Desde luego se presentan varios obstáculos, entre ellos dos que siempre han sido muy importantes; primero, el costo financiero de una operación de esa naturaleza y, luego, el peligro de alteración de los precios. Estas dos razones son las que explican que la iniciativa privada no haya podido resolver satisfactoriamente este asunto en ningún país. Pero bien examinado, se trata de materiales esenciales a la actividad económica nacional, para cuya adquisición se acumulan divisas por las cuales el país no recibe interés alguno; ¿no podría idearse, por tanto, alguna fórmula para la utilización racional de esas divisas en tiempos de abundancia en la formación de grandes existencias de materiales básicos antes que producirlos a elevado costo? Posiblemente el problema no es insoluble, puesto que cambiar divisas que no ganan interés por materiales que tampoco lo perciben, no es una fórmula inaccesible. Por otro lado, el problema de las variaciones de precios también ha de tener alguna solución, haciendo recaer la incidencia de cualquier diferencia de precios sobre la colectividad o sobre el tesoro del país que la representa. Debe tenerse en cuenta, además, que si esos materiales básicos acumulados en los períodos de prosperidad, han de venderse en períodos de gran restricción o penuria; sus precios generalmente tendrían que ser más altos; y aun cuando así no fuera, el hecho de poder tener esa acumulación de material y evitar una producción costosa, puede ser desde el punto de vista colectivo más económico y más sano.

Hay varios ejemplos en nuestro país que demuestran la posibilidad de constituir esas existencias; las había y cuantiosas, de pedacería de fierro, las cuales resultaron de gran importancia en la presente coyuntura. No hubo ningún plan, se trata de un material cuya exportación estaba prohibida; pero así como hemos tenido ése, bien podríamos constituir existencias de otros materiales básicos en vez de aventurarnos en una producción a costo exagerado.

También debe ensayarse tener todo preparado para poder desenvolver rápidamente la producción de emergencia de ciertos productos. El caso del azufre es típico: en Argentina existen yacimientos cuya explotación resulta mucho más costosa que el azufre extranjero importado por la gran distancia a que se encuentran de los centros de consumo; y uno se pregunta si en vez de empeñarse en producir a costo elevado todo lo que el país requiere, no convendría producir pequeñas cantidades y tener organizada la producción en forma que pueda ampliarse en casos de emergencia; mientras, podría importarse el azufre extranjero a un precio muy bajo, facilitando el desarrollo de todas las industrias que en nuestro país consumen esta materia. La misma cuestión podría, acaso, plantearse por lo que hace al petróleo. Su costo de producción es superior al costo de otros países; cabe preguntarse, pues, en la hipótesis de exportaciones crecientes, si no sería más económico producir una cantidad menor e importarlo en tiempos normales, pero sin dejar de prepararse con todos los materiales de explotación para ampliar la producción en tiempos de emergencia.También debe examinarse la posibilidad de sustituir en tiempos difíciles el consumo de ciertos materiales extranjeros por materiales nacionales. El caso típico en nuestro país en los últimos tiempos ha sido la sustitución del hierro en las construcciones por la madera, especialmente en las construcciones pequeñas y medianas, sustitución que no es económica en épocas normales debido a que la madera cuesta más que el hierro y representa una solución inferior; pero durante este período crítico, la construcción de viviendas pequeñas y medianas en la Argentina se ha desarrollado enormemente con un mínimo de hierro extranjero. Debe recordarse también el caso tan importante de la sustitución de ciertos combustibles como el carbón y el petróleo, por la leña y aún por el maíz, que ha permitido aliviar una grave crisis.

Carezco completamente de autoridad técnica para hablar de estos asuntos; por ello no señalo soluciones, aunque sí planteo problemas que a mi juicio deben ser objeto de un meditado estudio en nuestro país antes de lanzarnos a una política económica que podría resultar de efectos perniciosos para la actividad económica general, y para el nivel de vida de las masas.

OTROS ELEMENTOS A TENER EN CUENTA

Además de lo que he mencionado acerca de las exportaciones y de la existencia de recursos naturales, es evidente que para la solución de un problema de esta índole hay que tener en cuenta, como dije al principio, las aptitudes técnicas, la amplitud del mercado, etc., cuestiones que no son de orden estático, sino que se van modificando conforme el país crece y aumenta la eficiencia de la población.

Finalmente, el caso de la defensa nacional no es de índole económica; en esta cuestión no siempre prevalecen las consideraciones de costo, importantes pero no decisivas, sino causas de otra índole que pueden modificar un plan económico.

El problema de política económica es, pues, bien complejo y, por lo mismo, debe ser estudiado con todo cuidado; sería tan insensato creer que las experiencias críticas que hemos tenido en esta generación van a desaparecer, como caer en las tendencias autárquicas que podrían llevar también al país a extremos sumamente desfavorables.

HIPÓTESIS DE EXPORTACIONES ESTACIONARIAS

Hasta ahora sólo nos hemos referido al caso de exportaciones crecientes; puede presentarse, sin embargo, el de exportaciones que no tienden a crecer, como ha sucedido precisamente con las argentinas en los últimos quince años. ¿Cuál sería la política a seguir en materia de producción de materiales básicos, de maquinaria y otros artículos durables, si nuestras exportaciones son estacionarias? El país, como dijimos, se halla frente a un problema de crecimiento. Si no puede crecer porque el impulso de las exportaciones se paraliza, debe buscar la forma de crecer internamente. Mas para ello necesita importar materias primas, maquinarias y otros artículos durables. En este caso se verá forzado a comprimir considerablemente las importaciones de artículos superfluos, de lujo y de materiales no esenciales para procurarse aquellos otros; también se verá forzado a emprender la producción que, en la hipótesis anterior de exportaciones crecientes, resultaba a un costo muy elevado; pero que en la hipótesis de exportaciones estacionarias deberá acometerse a fin de proseguir el desarrollo industrial. Este se haría a un costo más elevado, y el nivel de vida de la población no sería tan alto como podría lograrse en un régimen de exportaciones crecientes. Las posibilidades de desarrollo económico y demográfico del país, en este caso, serían inferiores a las que habría en el de exportaciones crecientes.

En un caso semejante las inversiones de capital extranjero pueden ser mucho

más útiles y eficaces que en el de exportaciones crecientes, en que posiblemente el país podría desenvolverse con una política económica claramente trazada, sin grandes inversiones de capital foráneo. En la nueva hipótesis, para que el país pueda crecer con un ritmo activo, sería indispensable la inversión de capitales pero procurando hacerlos de acuerdo con un programa tal que los recursos se inviertan en fines esencialmente productivos y en aplicaciones provechosas desde el punto de vista colectivo, y no se malogren en aplicaciones de segundo orden, pues no hay que olvidar que la carga de los intereses en un régimen de exportaciones estables sería cada vez mayor.

PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA INTERNA

No es el momento de considerar todavía el papel que habría de jugar la política monetaria interna para promover el crecimiento económico del país en cualquiera de las dos hipótesis consideradas. Lo haremos en otra oportunidad, pero quiero subrayar que esa política monetaria interna tiene un papel fundamental. De la combinación de estas tres políticas podrá resultar un crecimiento vigoroso de la industria del país; no de la industria pesada, pues se carece de los recursos necesarios; pero sí de las industrias que satisfacen las necesidades corrientes de la población y que, a mi juicio, podrían, a pesar de su índole, constituir en nuestro país un factor de crecimiento análogo al que ha tenido la tierra en el siglo pasado.

LOS DERECHOS PROTECTORES

A la política económica concierne este problema, y a ella toca determinar los derechos protectores necesarios para estimular la producción de materiales esenciales y de la maquinaria que, en cualquiera de las dos hipótesis pueda elaborarse razonablemente en el país. Establecidos los derechos sobre dicha base, tendrá que aplicarse la política de cambios, no para complementarlos, sino con una finalidad distinta: la de graduar el ritmo de las importaciones que el país tenga que realizar de acuerdo con las exigencias del movimiento cíclico. Aquí se ve claramente deslindada la acción de las dos políticas: la de cambios es esencialmente independiente de la económica, aun cuando una política económica racional facilitaría considerablemente la aplicación de la política de cambios. Por supuesto que no he querido apuntar la solución de este problema, sino presentar con una perspectiva general el posible contenido de la política económica para comprender mejor cuál debe ser su papel dentro del sistema cuyos lineamientos vengo exponiendo.

LA POLÍTICA DE CAMBIOS EN EL MERCADO LIBRE

Hecho esto, podríamos continuar con la descripción de la política de cambios en lo que concierne al mercado libre. Hasta ahora habíamos considerado el caso de las importaciones cuyo pago se deja al mercado oficial con el producto del cambio de las exportaciones.

TRANSACCIONES DEL MERCADO LIBRE

En el mercado libre, el elemento fundamental del activo del balance de pagos ha sido la inversión de capitales y fondos extranjeros; el del pasivo, los servicios financieros y demás remesas. Considero esencial mantener ese carácter del mercado libre en materia de movimientos de capital y al mismo tiempo darle el carácter de mercado residual, en donde puedan negociarse libremente los residuos de las exportaciones y de las importaciones, esto es, aquella parte que no convenga, por razones prácticas de control, negociar en el mercado oficial. En otras palabras, debe facilitarse el desarrollo del mercado oficial con esa válvula de escape del mercado libre. Recordemos que la parte de las exportaciones no cubierta por el aforo en el régimen argentino, se puede vender libremente en el mercado. Creo que es indispensable seguir con el mismo sistema. Se recordará también que al hablar de la política de cambios aplicada a las importaciones dentro del régimen que estamos estudiando, examinamos la posibilidad de seguir un sistema de aforos que permita al importador vender o comprar en el mercado libre, según el caso, la diferencia entre el aforo y el precio real de la mercadería que importa. Vender cuando el mercado libre tenga precios superiores al del mercado de licitaciones, y comprar, decíamos, hasta un 20 por ciento, por ejemplo, del aforo de las mercaderías, cuando el mercado libre sea inferior al de licitaciones. Con ese elemento regulador podríamos simplificar enormemente el sistema y establecer un control muy efectivo del valor de la importación para los fines del suministro de cambio oficial.

Pero lo más importante, en lo que respecta al mercado libre, es el movimiento de capitales, ya sea de inversión permanente o a corto plazo, o de fondos simplemente especulativos. Tengo una opinión terminante sobre la imposibilidad de controlar estos movimientos. Hemos hecho dos experiencias: una que fracasó lamentablemente en los años '32 y '33, y que dio lugar a la formación del mercado negro; otra, más reciente, en la que no se tuvo el propósito de establecer un control permanente sino muy circunstancial y pasajero. Del mercado de capitales se lograron momentáneamente los resultados perseguidos porque se tenía una información sufi-

ciente y la colaboración de los bancos; pero no obstante eso, de haberse mantenido por mucho tiempo no dudo que habría dado lugar al desarrollo de un mercado clandestino con las mil combinaciones que discurre la imaginación de los interesados, y que siempre resulta muy superior a la de los funcionarios del control, quienes carecen, por lo demás, de los medios necesarios para evitarlas. Esto no quiere decir que a pesar de los inconvenientes del control de capitales desde el punto de vista permanente, no pueda, en ciertos momentos de gran presión, como puede ser el período inicial de la postguerra, establecerse transitoriamente para controlar la salida de fondos y capear los primeros tiempos de la tormenta y poder luego desarrollar un sistema más racional y menos peligroso.

La gran falla de nuestro mercado libre no ha estado precisamente allí, sino en dos puntos: primero, en la política un tanto inconsistente que hemos seguido, según demostré en otra oportunidad, y después, en que los servicios financieros del capital que se ha invertido permanentemente en la Argentina, excepto en el caso de los países con los que había convenios, como la Gran Bretaña, han sido tratados en la misma forma que los fondos a corto plazo, que iban a buscar refugio o a especular. Las firmas que han invertido capital en la industria, en el comercio, en la producción o en los transportes, han tenido que pagar el mismo tipo de cambio que las que fueron a colocar circunstancialmente el capital y que en un momento crítico lo abandonan a través del mercado libre de cambios.

EL INGRESO DE CAPITAL Y LOS SERVICIOS FINANCIEROS

Por lo tanto, como creo que nuestro país tendrá que recurrir por mucho tiempo al capital extranjero, si bien de acuerdo con un programa bien trazado, será necesario darle como estímulo ciertas condiciones de estabilidad y no someter sus servicios a las fluctuaciones, tal vez extremas, del mercado libre; tanto más si se sigue la política que preconizo de dejar absoluta libertad a los otros movimientos del mercado. Se me ha ocurrido un procedimiento que podría ser el siguiente: el ingreso de toda clase de capital sería absolutamente libre, ya que su control será muy difícil, salvo que todos los países se pongan de acuerdo en un régimen de control de capitales. Mientras ello no ocurra, creo que conviene dejar libre la entrada, pero estableciendo en el Banco Central un registro voluntario de los capitales y fondos que entren al país. Ningún capital tendría obligación de registrarse; pero ese registro existiría en el Banco Central. Si éste aprueba la inscripción de un capital, la aprobación significa que el inversor tendrá derecho a remitir sus servicios financieros de interés y amortización, aprovechando las facilidades que brinda el mercado oficial de cambios; quien no pida la inscripción en ese registro o quien no la

logre, quedará expuesto a todas las eventualidades del mercado libre de cambios.

De manera, pues, que los capitales no inscriptos, así como los fondos a corto plazo, quedarían sujetos a su propio riesgo, sin ninguna garantía del Banco Central, ni compromiso alguno con respecto a los tipos del mercado libre. Ese capital sabe que entra al tipo que da el mercado y tendrá que salir, cuando así lo desee, también al tipo que el mercado determina espontáneamente.

Veamos ahora el procedimiento a seguirse para determinar el tipo de cambio para los servicios financieros del capital que se hubiera registrado. Supongamos que para las mercaderías esenciales que importa el país se establece al tipo de 15 por libra, y que ese también sea el tipo básico a partir del cual comenzaría a desplazarse el tipo flexible aplicable a las importaciones sujetas a restricciones cíclicas. Se establecería para los servicios financieros un tipo fijo, por ejemplo, de 17. De tal modo que cuando el tipo del mercado libre sea inferior, los servicios financieros puedan girarse a través de dicho mercado; pero cuando sea superior, se concederían divisas del mercado oficial para atenderlos. En esta forma los servicios financieros actuarían como elemento de regulación; cuando el mercado libre tienda a caer por debajo de 17, la demanda de servicios financieros tendería a acercarlo nuevamente a ese nivel; y cuando sea superior a éste el traspaso de los servicios financieros al mercado oficial, descongestionaría la presión del mercado libre. Así, pues, el tipo de cambio para los servicios financieros no sería enteramente estable o rígido, sino que oscilaría entre un mínimo de 15 y un máximo de 17 pesos por libra; pero sin dejar que sobrepase ese máximo. Los tipos serían flexibles y darían más elasticidad al mercado libre.

Sin embargo, podría preguntarse: ¿por qué no se determina un tipo fijo para los servicios financieros? Desde el punto de vista técnico, no habría ningún inconveniente en establecer para ellos el tipo de 15; pero recordemos que en momentos de escasez de cambio, algunas importaciones estarían sujetas a tipos flexibles superiores a 15. En este caso no dejaría de criticarse que mientras algunas importaciones de bienes de capital o bienes durables cuando hay gran escasez de divisas tienen que hacerse a tipos superiores al de 15, los servicios financieros del capital extranjero se hicieren a un tipo inferior. Se me podría decir entonces: ¿por qué en lugar de 15 no se establece un tipo de 17 o de 18 de carácter fijo y se priva a los servicios financieros de la posibilidad de comprar cambio en el mercado libre? Entonces se presentaría esta otra dificultad: es muy fácil aplicar cualquier tipo a las importaciones porque tienen que pasar necesariamente por la aduana; pero es muy engorroso controlar los servicios financieros, para evitar que se efectúen por el mercado libre, cuando éste les resulta más conveniente que el oficial. Para verificar lo que cada firma ha remitido por el mercado oficial y no por el libre, habría que organizar un sistema de inspecciones; sin embargo, debe preguntarse si vale la

pena entrar en complicaciones de esta naturaleza cuando se tiene la posibilidad de evitarlo con medidas como las que propongo. De lo contrario, sería indispensable esa fiscalización minuciosa de los servicios, pues el remitente, cuando el tipo del mercado libre fuese inferior a 17, se sentiría tentado a comprar allí el cambio que necesita en vez de hacerlo en el mercado oficial. Habría que ver qué es lo que ha hecho con su dinero, exponiéndose a que manifieste que no ha querido girar sus beneficios porque ha juzgado más conveniente retenerlos en el país o reinvertirlos, y obligarle a no proceder en esta forma sería prácticamente imposible. A mi juicio resultaría una serie de complicaciones que son fáciles de evitar con la fórmula simple que expuse. Por otro lado, esa inestabilidad del tipo de cambio entre 15 y 17, no creo que comporte un problema grave para las empresas financieras; y es justo que en las épocas de escasez de cambio sufran, dentro de límites moderados, la presión de una demanda excesiva.

No se nos oculta que al asumir el Banco Central la responsabilidad de dar cambio para los servicios financieros, en lugar de dejarlos expuestos a las fluctuaciones del mercado libre, significa una nueva carga para el mercado oficial en tiempos de escasez de divisas. Puede darse el caso de que éstas lleguen a ser tan escasas que no haya mucho cambio para atenderlos. En tal situación no habría más remedio que establecer un régimen de cuotas para las remesas de esos servicios, las cuales se fijarían de acuerdo con lo que cada empresa haya remitido en períodos representativos anteriores. Para esto el Banco Central está bien informado y documentado. Las cuotas se podrían fijar también de acuerdo con el por ciento que representan las ganancias con respecto al capital, lo cual sería más complicado. También se concibe la posibilidad de dejar remitir intereses hasta cierta cantidad y suspender las amortizaciones; se puede, asimismo, combinar esto con la libertad de las empresas para girar parte de los servicios por el mercado libre; o de depositar en el Banco Central, en pesos, sus remesas, hasta que llegue la oportunidad de realizarlas. Como se ve, existen distintas soluciones para hacer frente a la eventualidad de tener que racionar los servicios financieros en el mercado oficial, y no cercenar el cambio necesario para las mercaderías indispensables.

Hemos visto el régimen que tendría la inversión de capitales y las remesas de servicios financieros. Nos quedaría por ver el caso de otras que no tienen la misma importancia numérica, pero que afectan a ciertos sectores de la colectividad. La información que se tiene sobre algunas remesas regulares es suficiente para poder incluirlas sin peligro en el mercado oficial de cambios; pero hay otros casos en que, si bien razones de equidad aconsejarían dar también un tipo máximo de 17 como en el caso de los servicios financieros, razones de índole práctica no facilitarían mucho la aplicación de este procedimiento. Así, por ejemplo, en nuestro país las remesas de residentes extranjeros a sus familiares del exterior absorben una canti-

dad bastante considerable de cambios; son remesas de orden regular que tendrían derecho a un tratamiento semejante al de los servicios financieros; pero su control es más difícil, ya que muchas veces podrían fraguarse declaraciones o situaciones inexistentes a fin de obtener las divisas, y luego venderlas en el mercado libre a precios superiores. No encuentro un procedimiento completamente satisfactorio; lo hemos buscado afanosamente en otras épocas sin poderlo hallar, y acaso si se desea no exponerlas a las fluctuaciones del mercado libre, se pueda aplicar el procedimiento que hemos aplicado con relativo éxito por otras razones a las remesas para países europeos, que responden a requerimientos de carácter político. Se autorizó a los bancos a enviarlas dentro de cantidades limitadas, siempre que el interesado las hubiera hecho por un volumen similar en un período representativo. Si se las quiere llevar al mercado oficial, se podría dar a los bancos una cantidad de cambio para su distribución proporcional entre todos aquellos que han efectuado remesas en los tres o cuatro años anteriores. Esto, claro está, no resuelve ni los casos en que se justifique un aumento, ni los casos nuevos; se trata, pues, de un procedimiento imperfecto, pero que tendría la ventaja de asegurar un tratamiento estable a los que, de ordinario, remiten esos fondos al exterior.

ABSOLUTA LIBERTAD DEL MERCADO

Son imperfecciones difíciles de remediar; pero, a mi juicio, las ventajas que ofrece el mercado libre son muy superiores a todas sus pequeñas desventajas. Por ello soy un decidido partidario de dejar la más absoluta libertad al mercado libre, toda vez que los servicios financieros y algunas otras remesas de carácter regular puedan protegerse mediante el procedimiento que he indicado, o algún otro similar.

La intervención del Banco Central sólo debiera consistir en comprar en el mercado libre el cambio necesario para evitar que sus precios bajen del tipo de 15 por libra, que se aplicaría a las importaciones esenciales. No hay ningún peligro en comprar todo el cambio que se ofrezca a este tipo, el cual sería algo así como el punto de estabilización del patrón oro. En él se compraría a un determinado precio todo lo ofrecido, puesto que el Banco Central podría vender ese cambio en el mercado oficial. Detener la eventual valorización del mercado libre a ese tipo pero sin proponerse estabilizarlo antes de llegar a 15. En otros términos, debemos evitar la repetición de los hechos del año '42, cuando compramos grandes cantidades de cambio a un tipo de 17 por temor de dejarlo bajar a 15. Hay que dejar bajar al mercado libre sin ninguna restricción, y subir también sin ninguna limitación cuando el balance de pagos se invierta y salgan capitales y fondos flotantes. ¿Qué perjuicio experimentaría el país con oscilaciones de esa naturaleza? Fuera de las repercusio-

nes psicológicas, ninguno: sencillamente el capital que entra en épocas de abundancia recibiría menos pesos en razón de la baja de precios de las divisas extranjeras provocada por el exceso de la oferta sobre la demanda. Los fondos que salgan en tiempos de escasez lo harían también a los precios crecientes que resulten del juego de la oferta y la demanda. Si en este último caso, existe una gran presión en el mercado, el precio del mercado libre subiría mucho pero sin que ello quiera decir que el Banco Central no pueda intervenir si es que tiene disponibilidades suficientes y juzga conveniente hacerlo para que el movimiento no sea demasiado brusco o para contenerlo en un determinado límite; pero sin asumir una responsabilidad definida con respecto al mercado libre, semejante a la que tiene en el mercado oficial.

Es cierto que, según lo hemos observado, estos movimientos del mercado libre producen trastornos psicológicos y no puedo negar que tienen alguna importancia; me inclino a creer, sin embargo, que a medida que se habitúe el público a la existencia de ese mercado libre y el Banco Central explique o insista, sobre todo en períodos de abundancia de cambio, que no asume responsabilidad alguna por lo que a ese mercado se refiere, se irá formando el hábito de considerarlo en su propio valor objetivo y no como índice de la cotización de la moneda nacional.

Desde luego, lo ideal sería tener un mercado libre con tipo estable; pero ya sabemos por experiencia que esto equivale prácticamente al patrón oro, el cual no ha podido mantenerse regularmente en nuestro país, entre otras razones por la inestabilidad del mercado internacional de capitales. De manera, pues, que tenemos que optar por un mercado libre de tipo fijo, sujeto a grandes perturbaciones y sacudimientos y a su eventual abandono; por un régimen severo de control de fondos, con la posibilidad inmediata de la formación de un mercado negro; o, finalmente, por un régimen de libertad de movimiento de fondos, sin afectar las transacciones fundamentales del país, que son las importaciones y exportaciones, los servicios financieros y otras remesas regulares.

En síntesis, el sistema que recomendaría para mi país, por razones permanentes de política monetaria, sería el siguiente: en el mercado oficial se venderían todas las exportaciones a un tipo fijo de cambio, mediante un régimen de aforos que permita al Banco Central eliminar el serio problema de fiscalizar los valores; los residuos que da ese aforo se podrían vender sin trabas en el mercado libre; en el mercado oficial se pagarían las importaciones, divididas en categorías, con objeto de que aquellas susceptibles de restringirse en épocas de escasez sin perjuicio para la economía nacional, lo sean por aplicación de tipos de cambio flexibles y no por regulaciones cuantitativas. También se aplicarían aforos a ciertas categorías de importaciones para eliminar dificultades de control y los residuos o diferencias podrían venderse o comprarse en el mercado libre. En el oficial también se pagarían,

en caso de que el tipo del mercado libre sea superior a 17, todos los servicios financieros en la forma que he expuesto y algunas remesas que la práctica aconseja incorporar. El mercado libre sería un mercado para los movimientos de capital y para los residuos del mercado oficial, con el mínimo de interferencia del Banco Central. Ese sería el régimen que, a mi juicio, podría evitar los inconvenientes que hemos notado en la Argentina en los 10 años de experiencia del régimen de control de cambios.

ACLARACIONES SOBRE LAS CONSIDERACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

No sé si he sido suficientemente claro al referirme al alcance que doy a la política económica brevemente esbozada. Por ello quisiera insistir en que, a mi juicio, esa política económica es totalmente distinta de la política de cambios: se concibe perfectamente la aplicación de una política de cambios de carácter cíclico como la que preconizo, sin que se modifique la política económica actual de nuestro país, o más bien dicho, la falta de política económica. Si insisto, sin embargo, en la necesidad de esta última es por tres razones fundamentales. En primer lugar, porque para la mejor aplicación de esa política de cambios es necesario tener una política económica racionalmente trazada. En segundo lugar, porque creo que con una política económica como la que se sugiere, la posibilidad de crecimiento económico será mucho mayor; y en tercer lugar, por esta otra convicción: creo que no podemos optar entre tener o no tener una política económica, o sea entre trazarla o dejar que las cosas se resuelvan por sí solas, porque las cosas no se resolverán por sí mismas. Si la Argentina no fija bien claramente qué es lo que quiere hacer de su economía y de sus relaciones económicas con los otros países, la política económica se hará en parte desde fuera y en parte su tarifa será, fundamentalmente, resultado de exigencias fiscales, y tendremos, quiérase o no, una situación inorgánica, amorfa, como consecuencia de tendencias contrapuestas. Es evidente, por lo demás, que en el desarrollo del comercio exterior en la postguerra veremos acentuarse la acción de grandes combinaciones industriales y comerciales, de modo que si la Argentina no traza su política, se la trazarán desde afuera. Son esas combinaciones internacionales las que van a definir lo que debe producir y consumir la Argentina, y ello no siempre coincidirá con los intereses nacionales.

ACLARACIONES SOBRE LA POLÍTICA CÍCLICA

Otra aclaración que quería hacer es la siguiente: la política monetaria que preconizo, ya sea que se refiera a las conexiones anteriores del sistema, esto es, la po-

lítica de cambios, o a la de regulación interna del poder de compra, tiene un carácter cíclico; esto no quiere decir que se requiera para su aplicación un conocimiento profundo del ciclo, ni mucho menos el tener que asentarla en ciertas previsiones sobre el futuro, puesto que si estas previsiones resultan desacertadas, como por lo general resultan, expondremos toda esa política al fracaso. Lo único que se requiere es esto: primero, reconocer que hay un ciclo; y segundo, reconocer que las fases ascendentes no son indefinidas. Por ello siempre debe preguntarse: ¿cuándo terminará? ¿Cómo? ¿Cuánto falta todavía por recorrer? Nada de esto sabemos; pero lo único que necesitamos saber es que esa fase ascendente va a tener un fin tras del cual vendrá una fase de contracción. Eso es lo único que nos hace falta conocer para poder desarrollar una política cíclica, e irla adaptando a todos los cambios que ocurran en la realidad. Con este propósito el plan de gastos cíclicos del cual hablaré más adelante, debe tener una extraordinaria elasticidad. (2)

Febrero 11, 1944

LA POLÍTICA DE CAMBIOS EN LA TRANSICIÓN INICIAL DE LA POSTGUERRA

Las importaciones

Tanto las ideas que he desarrollado en materia de importaciones relativas al mercado oficial de cambios, como las que he señalado en lo que concierne al mercado libre, están destinadas a la elaboración de una política monetaria permanente; por lo tanto, no he considerado la época difícil de transición que seguramente se va a presentar una vez terminada la guerra. Sería deseable, a este respecto, que nuestro país, antes de terminar la contienda, tenga su plan de política económica perfectamente trazado para que sepa cuáles industrias, de las que se han desarrollado durante la guerra, merecen protección y cuáles habrá que ir liquidando poco a poco. Hecho eso, será necesario trazar el plan de importaciones a que nos hemos referido para que, en caso necesario, pueda aplicarse la política de cambios.

Creo que si nuestro país se decide por una política de esa naturaleza, debiera tener desde ahora una clasificación racional de las importaciones, no porque crea que haya necesidad de restricciones inmediatas, sino para ir observando su tendencia y poder tomar a tiempo las medidas necesarias. Por lo tanto, sugeriría que nuestro país establezca, por grupos o categorías de importaciones, un formulario estadístico, o permiso, a fin de que se vayan restringiendo los pedidos que se hacen al exterior y el Banco Central pueda observar continuamente qué cantidad de divisas se va comprometiendo en esa forma. Porque mi preocupación es ésta: no sabemos en

qué medida nuestras necesidades de maquinaria y bienes durables van a poder ser satisfechas en los primeros tiempos de la postguerra y hay que admitir la posibilidad de que nuestras importaciones de esos artículos, a pesar de todas las facilidades de cambio que se concedan, no adquieran la magnitud necesaria para satisfacer nuestros requerimientos y que, por el contrario, buena parte de las divisas tiendan a irse en importaciones de productos no esenciales, superfluos o de lujo. No sugiero que desde el primer momento se restrinjan esas importaciones, pero sí la conveniencia de observarlas para que se puedan tomar medidas oportunas a fin de reservar las divisas necesarias para pagar la maquinaria y bienes durables, cuando éstas puedan afluir regularmente a nuestro país. No creo que el establecer ese permiso que tendría un sentido estadístico represente un gran trabajo administrativo, sobre todo si no se hace distinción de artículos, sino de categorías de artículos y de importadores. Esto, al mismo tiempo, tendría desde el punto de vista administrativo, la ventaja de ir preparando al sistema para su eventual aplicación en caso de que más adelante tenga que hacerse bajo la presión de las circunstancias.

Control transitorio de la salida de fondos

En lo que respecta al mercado libre de cambios, recordarán mi opinión terminante sobre la inconveniencia que para nuestro país tendría la implantación permanente de un sistema de control de los movimientos de capital, salvo que en los principales países del mundo se implante uno satisfactorio. Esto no quiere decir que no esté dispuesto a recomendar para los primeros tiempos de transición de la postguerra algunos procedimientos transitorios. Han de recordar ustedes que al hablar del decreto argentino sobre control de capitales expresé que no sólo lo habíamos solicitado al Gobierno por la gran afluencia de fondos, sino también para tener en manos del Banco Central el arma necesaria para actuar sobre las remesas al exterior al terminar la guerra. Efectivamente, es de temer en la Argentina que buena parte de los valores que se han colocado en los últimos años puedan liquidarse rápidamente en la Bolsa, y si dejamos al mercado completamente libre, ello podrá manifestarse en una gran salida de fondos que desvalorice el peso en forma demasiado rápida. El establecimiento transitorio de un permiso para todas las remesas al exterior tendría la virtud de tranquilizar las ventas en la Bolsa, sin preocuparnos de que sigan y el Banco Central tenga que comprar esos títulos y lanzar dinero al mercado, siempre que podamos, en alguna forma, limitar la salida y graduarla mediante ese permiso. La aplicación del régimen podría hacerse en esta forma: obligar a todo remitente de fondos al exterior a solicitar un permiso al Banco Central, delegar en los bancos la facultad de otorgarlo cuando se trate de pequeñas cantidades, a fin de no recargar

trabajo en la institución reguladora. El Banco Central podría empezar a aprobar, para cada permiso que exceda de cierta cantidad, una parte, el 20 o 30 por ciento por ejemplo, y obligar a depositar el resto de los fondos en pesos, ya sea en un banco de la plaza o en el propio Banco Central, con objeto de esterilizar el dinero, como hicimos en el caso de la inversión de fondos, a impedir que actúen internamente o presionen sobre el mercado libre. El Banco Central iría graduando los permisos y los lanzaría al mercado libre a precios crecientes determinados de acuerdo con la demanda controlada por el Banco Central y la oferta del mercado, en la que también podría actuar el Banco, vendiendo cambio en la medida de sus disponibilidades. Este procedimiento se aplicaría por dos, tres o cuatro meses, y poco a poco, a medida que lo permita la situación, ya que ese estado de efervescencia no ha de durar mucho tiempo, se irían dando más permisos. En cualquier momento, por haberse llevado el tipo de cambio al nivel en que se restablece el equilibrio, el Banco Central podría abandonar el régimen de permisos y dejar que la demanda opere libremente. En esta forma creo que puede evitarse el primer sacudimiento, sin dejar mucho tiempo para el desarrollo de una bolsa negra activa; si el procedimiento se prolonga por más tiempo, temo que empiecen a surgir las combinaciones y a establecerse un mercado clandestino al lado del oficial, destruyendo toda la base del sistema.

LA POLÍTICA MONETARIA INTERNA

Vamos a entrar ahora en el examen del otro aspecto de la política monetaria. Hasta ahora hemos considerado exclusivamente la política de cambios; en esta conversación examinaremos la política monetaria interna que debe acoplarse convenientemente con aquélla. Mientras la política de cambio trata de restringir algunas importaciones para facilitar el desarrollo de las importaciones esenciales, la política monetaria tiene por objeto suministrar el poder de compra suficiente para que las actividades económicas corrientes no se restrinjan en virtud de una caída de las exportaciones, o de una disminución de la inversión de capitales extranjeros.

Cómo repercute el descenso de las exportaciones en las actividades internas

Para aclarar mejor el terreno en el que vamos a conversar, podríamos suponer el siguiente caso bastante aproximado a una realidad muy frecuente en nuestro país: que las exportaciones experimenten un descenso de 500 millones de pesos, o sea que el poder de compra de las masas rurales se reduce en esa cantidad. ¿En qué

forma se restringen espontáneamente las importaciones de un régimen de patrón oro, para restablecer el equilibrio? De acuerdo con la teoría, sería necesario reducir las importaciones en 500 millones para volver a equilibrar el balance de pagos. Por comodidad uso la palabra exportaciones para referirme al activo del balance de pagos, esto es, exportaciones más inversiones de capital y otras remesas; al hablar de importaciones, también para simplificar, aludo a las importaciones, a los servicios financieros y a otras remesas. ¿Cómo se hace esa restricción de las importaciones? Desde luego debe decirse que no hay ninguna actitud deliberada del consumidor cuando éste, al ver limitado su poder de compra, reduce su demanda general y compra menos. En esa demanda general existe una determinada proporción de importaciones.

Supongamos, en efecto, que del total de la demanda interna de nuestro país, el 70 por ciento se satisface usualmente con artículos y servicios de producción nacional, incluyendo las materias primas que sirven para fabricarlos, y el 30 por ciento con importaciones extranjeras. Veamos entonces cómo se restringe la importación en el ejemplo en que las exportaciones se reducen en 500 millones. Los productores agropecuarios al recibir 500 millones menos, reducirán su demanda en la siguiente forma: el 70 por ciento afectará la demanda de productos nacionales y el 30 por ciento restante la de productos extranjeros; esto es, comprarían 350 millones menos de productos nacionales y 150 millones menos de artículos importados. Esa menor demanda de 350 millones de productos nacionales significa que la industria y el resto de las actividades del país tienen 350 millones menos que gastar, por lo cual comprimirán, a su vez, la demanda; y si seguimos suponiendo que el 70 por ciento de ésta es de productos y servicios nacionales y el 30 por ciento de productos extranjeros, los que reciben esos 350 millones de menos comprarán 245 millones menos de productos nacionales y 105 millones menos de productos extranjeros. Y así sucesivamente, si vamos siguiendo el traspaso de poder de compra decreciente de sector en sector, llegaremos dentro de esta hipótesis a la conclusión de que para reducir la importación en 500 millones, ha sido necesario reducir en 1.666 millones de pesos la actividad económica interna. Esto comprueba nuevamente cómo las perturbaciones de origen exterior tienen una repercusión numéricamente mucho mayor en la economía interna. Claro que he dado un ejemplo muy esquemático que se basa en una hipótesis que no siempre se cumple, o sea la de que la demanda se contrae parejamente en los artículos nacionales y en los extranjeros según las proporciones habituales. En algunos casos sucederá que se contrae más fuertemente la demanda de artículos nacionales y en otros, la de los extranjeros. Además, hay elementos de resistencia interna que impiden que el movimiento se produzca en nuestro país con esa amplitud. Ante todo, los productores agropecuarios tienen depósitos de ahorro a los cuales acuden en momentos de baja de precios

o de malas cosechas, de manera, pues, que este poder adquisitivo depositado en los bancos sale a la circulación y actúa en realidad en la misma forma que el poder de compra creado por la expansión de créditos. Así, pues, la contracción del poder de compra en manos del productor rural resulta inferior a la contracción de las exportaciones. Por otra parte, el sistema de crédito está tan adaptado a la índole agrícola de nuestro país, que las renovaciones o ampliaciones de crédito mantienen en manos de estos productores rurales un poder adquisitivo superior al que de otro modo se tendría. De manera, pues, que en la medida en que se use el ahorro, o en la medida en que se amplíe el crédito, no hay contracción equivalente de importaciones; por tanto subsistirá el desequilibrio del balance de pagos.

Ahora bien, si además de esos elementos de resistencia que acabo de mencionar, se pone en juego deliberadamente una política de expansión de crédito y los 500 millones de contracción de poder de compra provocada por la baja de las exportaciones, se reemplazan por 500 millones de nuevo poder de compra, la importación se mantendrá en el volumen anterior sin que se corrija el desequilibrio del balance de pagos. Habrá que exportar 500 millones de oro de las reservas metálicas para hacer frente a ese desequilibrio, y si al siguiente año no se corrige naturalmente por una reacción de las exportaciones y continúa el proceso expansivo, tendremos necesidad de exportar oro nuevamente. Las exportaciones de oro, como bien sabemos, tienen su límite: no pueden continuar por un tiempo indefinido, tanto más cuanto que las divisas que entraron durante la fase ascendente del ciclo ya habrán salido para pagar las importaciones dilatadas durante esa fase; de manera que las nuevas exportaciones de oro tienen que hacerse usando las reservas anteriores a la fase ascendente del ciclo. De ahí, pues, la necesidad de combinar la política de expansión con la política de cambios, para facilitar la reducción de las importaciones en aquellas categorías que no son esenciales para la actividad económica general.

Los gastos cíclicos

¿Cómo desarrollar esa política expansiva? Aquí llegamos a un punto en que la política monetaria tiene necesariamente que combinarse con la financiera del Estado. Como se ha observado que la iniciativa privada en momentos de depresión no constituye un factor suficientemente vigoroso, debido quizás a la misma situación psicológica que se genera en tales circunstancias, debe ser el Estado el gran promotor de gastos anticíclicos, o sea aquellos que se realizan para crear poder de compra durante la fase descendente.

Una vez que el Estado empiece a gastar, es posible, como suele suceder, que la actividad privada aproveche ese impulso y lo haga con tal fuerza que el mismo Es-

tado se vea llevado a disminuir sus propios gastos anticíclicos por haber sido sustituidos por los de la iniciativa privada.

¿Cuáles serían los principales gastos de ese orden en nuestro país? Depende del factor que haya promovido el descenso de la exportación. Si el descenso es el resultado de una cosecha que no puede venderse, habrá que comprar los excedentes, crear en esa forma poder de compra para sustituir al que no se ha desarrollado al paralizarse la exportación. Si, en cambio, el descenso de exportación es el resultado de una baja de precios internacionales, no se tratará ya de comprar cosechas, sino de compensar esa baja del poder de compra rural por medio de trabajos públicos de distinta índole o por un plan de construcción de viviendas. La índole del plan tiene desde luego una gran importancia, pero no nos corresponde examinar este asunto en nuestras conversaciones.

Cómo se desarrolla el proceso expansivo

Para desarrollar este plan de gastos cíclicos es necesario crear poder de compra, pero al tomarlo del mercado de valores por el ahorro que allí ingresa y volverlo a poner en circulación, no nos da mayor poder de compra, pues se trata de un simple traspaso de ese poder. Hay que crearlo mediante la expansión de crédito.

Para que se vea mejor el desarrollo del proceso de expansión me he permitido preparar algunas cifras muy esquemáticas que espero faciliten el razonamiento. El cuadro parte de un estado de equilibrio. En el balance de pagos, también en equilibrio, las exportaciones e inversiones de capital llegan a 2 mil millones, las importaciones y remesas a 2 mil millones. No hay saldos El monto de las obras públicas y gastos del Estado llega a 400 millones que se cubren con la negociación de valores en el público, puesto que habiendo un estado de equilibrio y de plena ocupación, no se justificaría el uso del crédito. En ese año de equilibrio tampoco habría necesidad de incrementar los medios de pago que suponemos, según la última columna, llegan a 3 mil millones de pesos.

Cuadro esquemático de la expansión y contracción de medios de pago en el proceso cíclico

	Balance de pagos			Negociación de valores y uso del crédito			Incremento de medios de pago	Circulación de medios de pago
	Exportaciones o inversiones	Exportaciones y remesas	Saldo	Público	Bancos	Total		
Equilibrio fase descendente	2.000	2.000	0	400	0	400	0	3.000
	1.700	2.000	-300	400	300	700	0	3.000
	1.500	1.500	0	500	400	900	400	3.400
	1.400	1.400	0	800	200	1.000	200	3.600
	1.400	1.400	0	900	100	1.000	100	3.700
Fase ascendente (a)	1.700	1.500	+200	900	-200	700	0	3.700
	2.000	1.800	+200	800	-400	400	-200	3.500
	2.000	2.000	0	700	-300	400	-300	3.200
	2.000	2.000	0	600	-200	400		3.000
Fase descendente (b)	1.700	1.500	+200	900	0	900	+200	3.700
	2.000	2.000	0	1.000	0	1.000	0	3.700
	2.000	2.000	0	1.100	0	1.100	0	3.700

Vamos a entrar ahora en la fase descendente, caracterizada, en primer lugar, por un descenso de las exportaciones de la primera columna, de 2 mil millones a 1.700 millones. Como sobre las importaciones obra todavía el impulso de crecimiento de la fase ascendente, suponemos, según ocurre con frecuencia en la realidad, que se mantienen temporalmente en 2.000 millones en el primer año de la fase descendente, con lo cual tenemos un déficit de 300 millones de pesos. Para compensar la contracción que el poder de compra sufre en esta suma, debido a la restricción de las exportaciones, el Estado resuelve ampliar sus gastos cíclicos, de 400 a 700 millones; el incremento de 300 millones a financiarse íntegramente con crédito bancario. Suponemos, además, que el público sigue comprando la misma cantidad de títulos. No hay ninguna razón para que compre menos, pues la contracción del poder de compra de 300 millones ha sido sustituida por una expan-

sión por igual cantidad. Los medios de pago, desde luego, continúan siendo de 3.000 millones.

Pasemos al segundo año de la fase descendente. La exportación cae de 1.700 a 1.500 millones, pero ya las medidas de restricción de cambios aplicadas a las importaciones han logrado su objeto: las importaciones bajan también a 1.500 millones, de manera que se restablece el equilibrio del balance de pagos. Para compensar esa nueva disminución de 200 millones en el poder de compra, el plan de gastos cíclicos se lleva de 700 millones el primer año, a 900 millones el segundo; o sea 500 millones más que en el año de equilibrio. Ahora empieza a transformarse la corriente de ahorro del público hacia el mercado de valores. En lugar de los 400 millones de dinero que van a la Bolsa a colocarse en valores, pongo 500 millones de pesos. ¿Por qué razón supongo, precisamente en un período descendente y contra toda la experiencia cíclica, que aumenta la absorción de valores del público? Por ésta: reflexiónese que el poder de compra que en el punto de equilibrio era de 2.000 millones, sigue siendo de 2.000 millones, o sea 1.500 de exportación más 500 de expansión de crédito; pero la importación ya no es de 2.000 millones, sino de 1.500. Ello quiere decir que una parte del dinero que estaba acostumbrado a ir a la importación, como no puede seguirlo haciendo, puesto que se ha restringido mediante las medidas artificiales que hemos aplicado, bajando a 1.500 millones, quedan 500 de poder de compra que ahora se desvían hacia el mercado interno. ¿Qué se hará con esos 500 millones de pesos que ahora habrán de circular en el mercado interno? A mi juicio, solamente pueden ocurrir las siguientes transformaciones: primera, que esos 500 millones, no pudiendo dedicarse a la importación de bienes de capital, durables, superfluos o de lujo, sino en la medida en que el Banco Central dé el cambio necesario, se dediquen a la actividad económica general, que aumentan la demanda general de bienes necesarios para el consumo corriente. En la medida en que eso ocurra, no necesitará el Estado seguir derramando la misma cantidad de gastos anticíclicos, quizá, por ejemplo, parte de esos fondos vaya a la construcción; si ello ocurre, tampoco tendrá necesidad el Estado de desembolsar la misma para gastos anticíclicos; puede ocurrir, también, que esos fondos que dejan de ir a la importación se dirijan a otros sectores, por ejemplo, al de la compra de inmuebles; pero la compra de inmuebles significa una venta, y el que los vende podrá usar su dinero, o en construcciones, o en la actividad económica general o en otras cosas que vamos a ver en seguida. Otra parte de eso 500 millones puede transformarse en depósitos de ahorro, a plazo, en los bancos o ir al mercado de valores; son los 100 millones que, en nuestro ejemplo, supongo van allí. Otra parte se absorberá en el mercado interno por los mayores precios que adquieren los bienes de capital, los superfluos o de lujo. Finalmente, el resto irá a los bancos en forma

de depósitos corrientes con una velocidad de circulación reducida, en espera de una oportunidad de inversión.

No son estas hipótesis completamente abstractas, puesto que es lo que ha ocurrido en la Argentina en los últimos años con el poder de compra creado por la adquisición de cosechas, por las exportaciones y por el déficit del presupuesto, el cual, por no haberse dedicado a la importación debido a las conocidas restricciones, circula en el mercado interno precisamente en esa forma. Es cierto que una parte del poder de compra en los últimos años fue absorbido por el alza general de los precios; mientras en ese caso hipotético el alza se circunscribiría a los precios de los artículos restringidos. Por eso pongo como cantidad razonable 100 millones más de demanda de valores del público; podría poner una cantidad inferior o superior, sin alterar sustancialmente el caso.

Vamos a ver ahora el tercer año. Las exportaciones se reducen a 1.400 millones, y las importaciones también. Para compensar esa disminución de 600 millones desde el año de equilibrio, el plan de gastos anticíclicos llega a 1.000 millones, de los cuales supongo que 800 son suministrados por el público y 200 por los bancos. Veamos qué ocurre con los medios de pago. El año anterior habían subido en 400 millones: ahora vuelven a subir en 200 millones más y llegamos a 3.600.

Por último, en el cuarto año de la fase descendente las exportaciones se mantienen en 1.400 millones, las importaciones en la misma cantidad, el plan de obras públicas o de gastos cíclicos en 1.000 millones, de los cuales suponemos que 900 son tomados por el público y 100 por los bancos, los medios de pago crecen en 100 millones, y llegamos a 3.700 millones en circulación.

Obsérvese cómo, contrariamente a lo que ocurre de ordinario en el ciclo, los medios de pago, en virtud de la aplicación de esta política, han subido de 3.000 a 3.700 millones, precisamente porque, al suponer que no todo, sino una parte del dinero creado, vuelve en forma de ahorro directo o indirecto al mercado de valores, es necesario compensar el resto con creación de crédito. Como hemos mantenido durante toda esta fase un poder de compra de 2.000 millones, la actividad económica podrá sostenerse al nivel que tuvo en el punto inicial y lo mismo las importaciones de artículos esenciales. Así pues, las únicas que habrán sufrido serán las importaciones de las categorías susceptibles de reducirse.

El ajuste de gastos cíclicos en la fase ascendente

Supongamos ahora que el quinto año sea de transformación del proceso; se inicia una nueva fase ascendente, en la cual las exportaciones e inversiones de capital pasan de 1.400 millones a 1.700. Las importaciones no crecen en la misma intensi-

dad, sino sólo en 100 millones, de manera que hay un saldo positivo de 200. Si el poder de compra aumenta en 200 millones, ya no será necesario mantener el mismo volumen de gastos anticíclicos, por lo que habrá que disminuirlos en la misma cantidad. Si la exportación aumenta en 300 millones, los gastos cíclicos se pueden reducir sin ninguna perturbación de 1.000 a 700 millones. Suponemos que 900 millones de valores se siguen colocando todavía con ahorro del público, puesto que no ha aumentado ni disminuido su masa de poder de compra; y como los gastos son solamente de 700 millones, el Estado podrá empezar ya a amortizar su deuda bancaria en 200 millones de pesos; esto, en nuestro ejemplo, permite cancelar los 200 millones de medios de pago creados ya no por la expansión del crédito, sino por el aumento de exportación; no hay, pues, incremento de medios de pago y éstos siguen en la cantidad de 3.700 millones.

En el segundo año, suponemos que la exportación pasa a 2.000 millones. La importación no crece todavía con la misma intensidad, y es de 1.800. Hay un nuevo saldo positivo de 200, lo cual permite reducir aún más los trabajos cíclicos de 700 a 400 millones. Suponemos que el público suscribe 800, de manera que hay 400 millones para cancelar la deuda bancaria creada anteriormente.

Así, sucesivamente, llegamos hasta el cuarto año de la fase ascendente en que se produce el equilibrio de exportaciones e importaciones, sin saldo alguno. El público solamente coloca 600 millones de ahorro en títulos, pero el plan de gastos anticíclicos sólo es de 400, es decir, que vuelven al punto inicial de equilibrio. Los medios de pago que habían llegado a un máximo de 3.700 millones, se reducen nuevamente a los 3.000 millones originales. Esto, desde luego, en la hipótesis de que todo pueda regularse en forma perfecta, es decir, que en la medida en que se contraiga la exportación durante la fase descendente se inyecte una cantidad equivalente de medios de pago, y en la fase ascendente, a medida que se dilata la exportación, se comprima la cantidad de aquellos medios.

Posible exageración de los gastos cíclicos

Aquí llegamos al punto difícil. Para que los gastos cíclicos se dilaten y compriman en la forma que hemos visto, es necesario el cumplimiento de dos condiciones. En primer lugar, que el plan de gastos cíclicos tenga una gran elasticidad: la construcción de viviendas, por ejemplo. Lo mismo si se trata de compra de cosechas y construcción de caminos, etc. El punto difícil no radica en esto, sino en la política financiera; ya no se trata solamente de la política monetaria del Banco Central, sino de su acoplamiento con la política financiera del Estado, que no siempre obedece a consideraciones cíclicas. Es muy posible que el Estado lleve los gas-

tos más allá del punto necesario en nuestro caso esquemático, o que no detenga su crecimiento en el punto en que cíclicamente debería detenerlo; una conducta semejante podría perturbar intensamente el desarrollo de nuestro esquema. Así, por ejemplo, es concebible que durante la fase descendente, el Estado, en lugar de aumentar sus gastos cíclicos de 400 a 700 o 900 millones los eleve con un ritmo más intenso. ¿Qué sucedería en este caso? Que tendríamos que aplicar restricciones aún más intensas a los artículos de lujo y superfluos, a los no esenciales, pero también a los bienes durables o de capital y hasta se concibe que sea tan fuerte la expansión o, más bien dicho, la exageración que el Estado imprime a los gastos anticíclicos, que se empiecen a sentir las consecuencias y no se pueda seguir sustrayendo a esa zona privilegiada de la actividad económica, de las perturbaciones engendradas por la política monetaria. No habría más remedio que empezar a contener las importaciones esenciales o a elevar los tipos de cambio, puesto que ya se estaría en un proceso de inflación que no tiene otro correctivo que su detención y eso en cualquier régimen monetario. Después veremos en qué condiciones está el régimen monetario que preconizamos frente a los otros para responder a este hecho.

Aquí hay un aspecto interesante que señalar: si se mantiene la plena ocupación de la economía interna y el Estado exagera su política expansionista, pueden presentarse dos fenómenos. Uno, que el Estado aumente los sueldos o salarios de los obreros y empleados que trabajan en las actividades sostenidas por los gastos anticíclicos; entonces aumentará el poder de compra, pero no habrá un desplazamiento sensible entre los distintos sectores de ocupación de la colectividad. En cambio, si el Estado aumenta el volumen de gastos cíclicos, y hace más construcciones y caminos, como habíamos supuesto que toda la población ya está empleada, el aumento sólo podrá realizarse a expensas de otros sectores de la actividad privada, ya de los que hacen inversiones de capital, o de los que producen bienes de consumo. Si sucede esto último, habrá un nuevo elemento que propenderá al aumento del precio de estos bienes, pues será menor su oferta. Entraríamos, en otras palabras, a un proceso de inflación.

Si la exageración de la política del Estado ocurre no ya en la fase descendente como habíamos considerado, sino en la fase ascendente, las consecuencias no serán desde luego las mismas, puesto que en ésta hay aumento de exportaciones que sirve para pagar el de importaciones. Ocurrirá que el ritmo de crecimiento de las importaciones será mucho mayor que el supuesto en nuestro ejemplo; y la situación que tendremos al concluir la fase ascendente y al iniciarse la descendente, será mucho más vulnerable. En efecto, si el Estado no ha aprovechado la fase ascendente para restringir sus gastos anticíclicos y amortizar sus operaciones de crédito realizadas en la fase descendente anterior, encontraremos que cuando termina el período ascendente, habrá una circulación muy crecida (la alternatuva "b" del cuadro); un poder de compra muy grande que seguirá golpeando sobre las importa-

ciones y exigirá, por lo tanto, restricciones mucho más severas que las que se tendrían en la alternativa "a", en la cual el Estado ha procedido estrictamente de acuerdo con los requerimientos de la política cíclica.

Se ve que no estoy ofreciendo ninguna panacea; lo que propongo también puede conducir a la inflación si el Estado se extralimita en los gastos cíclicos. Me pregunto si hay algún medio conocido o concebible que impida la inflación cuando el Estado sigue una política cíclica exagerada. Creo que no se ha descubierto ese medio. Ahora pasamos a analizar en qué condiciones se encuentran los distintos sistemas para afrontar este hecho de la política financiera del Estado, pues hemos dicho que debemos considerarla como un hecho, como algo que es ajeno a la determinación de las autoridades monetarias.

LA INTERFERENCIA FINANCIERA DEL ESTADO EN LA POLÍTICA MONETARIA

La política financiera no se rige por consideraciones de orden cíclico, sino generalmente por consideraciones de orden político o de prestigio personal de los hombres del Gobierno, o por la tendencia natural y muy explicable en un país que tiene tanto por hacer, de aumentar constantemente los gastos del Estado. La misma opinión pública suele juzgar muchas veces la eficacia de un gobierno, aunque no exclusivamente, por el volumen de las obras públicas, las cosas palpables y visibles que ha realizado. Sucede que todas esas tendencias, desgraciadamente, no responden al concepto de contrarrestar los movimientos cíclicos; por lo contrario, suelen ser más acentuados en los tiempos de prosperidad. El Banco Central no tiene otra línea de conducta en un caso así, que la de persuadir e interpretar, en la forma más juiciosa posible, los requerimientos de la realidad.

LOS DISTINTOS REGÍMENES FRENTE A LA EXAGERACIÓN DE LOS GASTOS CÍCLICOS

Esto parece ser una falla seria del régimen que estamos recomendando; pero vamos a analizar si no es mayor en los otros sistemas. Comenzaremos por considerar el caso del patrón oro. Supongamos que comience una depresión en la actividad económica interna. Si el Estado decide seguir una política financiera de expansión para contrarrestar la declinación de la economía, creo que en el régimen de patrón oro nos encontramos en el peor de los casos. El Estado, en efecto, comenzará a dilatar la cantidad de medios de pago; y ello tenderá a mantener las importaciones con el consiguiente desequilibrio del balance de pagos. Si la fase descendente se prolonga y continúa la política expansiva, puede llegarse con facilidad al abandono

del patrón oro, como tantas veces ha sucedido en la realidad. La única forma de mantenerlo sería menguar la actividad interna para disminuir al mismo tiempo las importaciones; pero si el Estado desea contrarrestar esa tendencia depresiva, tendrá que ampliar el crédito, y la expansión del crédito impedirá, primero, que el balance de pagos se equilibre, desarrollándose, en seguida, una fuerte tendencia al desequilibrio que eche por tierra el patrón oro.

Si nos encontramos en un régimen de moneda depreciada, los efectos no tardarán en sentirse: subirá el precio de las divisas extranjeras y se depreciará más la moneda con las consecuencias de todo orden que ello trae.

Finalmente, en el régimen que preconizamos, si se dilata el crédito en la misma forma, ¿qué ocurrirá? Si la expansión no sobrepasa el límite necesario para compensar el poder de compra cancelado por la disminución de las exportaciones, no ocurre perturbación alguna según hemos visto. Tal es la primera ventaja sobre los regímenes de patrón oro o de moneda depreciada; dentro de ellos, cualquier gasto cíclico del Estado aumenta el desequilibrio con las consecuencias señaladas. En el régimen que estudiamos, por el contrario, si esa expansión se mantiene dentro de límites moderados, el desequilibrio se corrige inmediatamente con la aplicación de los tipos flexibles a las categorías de importaciones que deben restringirse. Ahora, si el Estado, en lugar de mantenerse dentro de esos límites moderados, los traspone y gasta más de lo que es necesario para mantener la actividad económica interna, el régimen que sugerimos se encuentra también en mejores condiciones, porque en un régimen de patrón oro o de moneda depreciada, al gastarse más, el desequilibrio y la depreciación consiguiente son mucho mayores; en el sistema que recomendamos es posible reducir aquellas importaciones susceptibles de disminución a un grado tal que pueda disponerse de cambio para el pago de las importaciones esenciales. Sólo cuando el proceso de expansión es muy intenso será necesario atacar las importaciones esenciales.

Creo, pues, que el régimen que sugiero ofrece una ventaja muy grande, porque si se mantiene en términos adecuados la expansión del poder de compra, se logrará mantener la actividad interna sin ninguna de las perturbaciones que ocurren en el régimen del patrón oro o de moneda depreciada.

Si en lugar de encontrarnos en la fase descendente del ciclo, nos encontramos en la ascendente, y el Estado en lugar de disminuir sus gastos cíclicos los mantiene o los aumenta, nuestro sistema también está en mejores condiciones que los otros. En efecto, si durante el período ascendente en un régimen de patrón oro el Estado gasta excesivamente, se van incubando las fuerzas que echarán por tierra el patrón oro cuando sobrevenga la fase descendente debido al gran desequilibrio del balance de pagos. Eso hemos visto en la experiencia argentina, en el año de 1929, por ejemplo, y también en tiempos anteriores. Lo mismo acontece en un régimen de

moneda depreciada: serán muy fuertes las fuerzas de desequilibrio y de depreciación. En cambio, en aquel régimen, antes de afectar la zona de la actividad económica que deseamos resguardar, es posible comprimir al mínimo las importaciones de artículos de lujo, superfluos, no esenciales, y bienes de capital. Este régimen tiene, por lo tanto, mayores posibilidades de evitar la inflación o de postergarla, que el de patrón oro o de moneda depreciada.

La capacidad expansiva del crédito

Sin embargo, esto tampoco basta para dar un juicio definitivo: antes tenemos que preguntarnos cuál de los tres regímenes que hemos analizado ofrece en la fase descendente o en la ascendente mayores posibilidades de expansión. En el patrón oro, cuando se exporta metálico para hacer frente a un desequilibrio, se restringe el efectivo de los bancos, y por lo tanto, su capacidad de expansión. Eso podría ser un freno para un gobierno que, en la fase descendente quisiera gastar; pero ¿qué ha sucedido en nuestro país?: que las exportaciones de oro y la restricción del crédito han conducido al cierre de la Caja de Conversión, al abandono del patrón oro, precisamente para evitar el empeoramiento de la situación monetaria. Pero aun abandonado el patrón oro y suspendidas las exportaciones de metálico, como los efectivos de los bancos quedan reducidos, es posible que la fuerza de expansión sea muy limitada si no interviene el Banco Central comprando títulos y redescontando papel a los bancos para devolverles los fondos cancelados. En ese caso podríamos ver que la facultad del Banco Central de comprar títulos en el mercado o al Gobierno, o la de redescontar a los bancos, son factores que facilitan la expansión; sin embargo, podríamos decir también que el sistema que no tenga esta facultad de dilatación está en condiciones superiores porque podrá prevenir una política expansiva exagerada, pero sin dejar de reconocer que en su ausencia no podría aplicársela moderadamente en caso necesario para aliviar la situación económica interna. A nuestro entender la solución no radica en privar a un Banco Central de la facultad de comprar títulos, facultad que el de la República Argentina no tiene desgraciadamente, sino en limitar esa facultad, en no permitir que pueda comprar cualquier cantidad de títulos. Para establecer ese límite pueden idearse distintos medios, pero quizás el mejor sería conceder al Banco Central la facultad de comprar títulos en forma tal que sus obligaciones, es decir, sus billetes y depósitos acrecentados por la compra de títulos, no sobrepasen del promedio de los últimos cinco años, digamos, en más de un 20 o 25 por ciento.

Si se trata, no ya de la fase descendente, sino de la fase ascendente del ciclo, diría que cualquier régimen está en iguales condiciones, puesto que al desarrollarse

aumentan las exportaciones y los efectivos de los bancos, y, por tanto, su capacidad de dilatar sus operaciones de préstamo. Vemos, pues, que en el régimen del patrón oro, los bancos también están en condiciones de dilatar su crédito y el Gobierno de aprovechar esas condiciones favorables para seguir una política expansiva.

Autoridad moral del Banco Central frente al Gobierno

En vista de lo anterior debemos preguntarnos si en el patrón oro existe un elemento que pueda evitar una política financiera exagerada o que remedie sus efectos. Evidentemente no lo hay: el patrón oro no significa defensa alguna contra una política semejante. Es claro que si sobreviene una fase de progresiva depresión económica, el Banco Central podría, en un régimen de patrón oro, aconsejar al Gobierno no hacer gastos cíclicos y comprimir la actividad económica para mantener el equilibrio monetario. Es muy poco probable que el Gobierno lo escuche si está decidido a hacer algo para evitar la desocupación y el malestar económico. ¿Qué sucederá entonces? Que la sugestión del Banco Central no será atendida; el Gobierno aumentará los gastos y logrará en los primeros tiempos mantener la actividad económica. Pero llegará un momento en que sea necesario detener ese proceso, y cuando el Banco Central sugiera al Gobierno la conveniencia de hacerlo, habrá perdido toda su autoridad moral, puesto que al haber desoído su consejo anterior y aplicado una política expansiva, el Gobierno logró evitar el deterioro de la actividad económica. Así pues, cuando el Banco Central vuelva a señalar peligros, cuando los hay en realidad, no como antes que no los había, corre el riesgo de que no se tenga en cuenta su opinión, porque se dirá que así como antes hablaba de peligros que resultaron ilusorios, los que ahora señala lo son también. De manera, pues, que si en una fase de depresión el mismo Banco Central aconseja una política expansiva, en lugar de ponerle trabas; si él mismo reconoce que desde el punto de vista colectivo es preferible mantener un alto grado de actividad interna al precio de restringir artificialmente algunas importaciones, estará en mejores condiciones para persuadir al Gobierno, para tener más autoridad en el momento en que sea necesario recomendar contención.

Sin embargo, y aquí llegamos a la conclusión fundamental, el Banco Central no puede proceder en esta forma si no tiene en sus manos el instrumento necesario para restringir las importaciones y evitar el desequilibrio del balance de pagos.

En síntesis, después de lo que he manifestado, creo que un Banco Central, en el régimen que hemos delineado, se encuentra en mejores condiciones para evitar el desequilibrio del balance de pagos, mientras los gastos cíclicos se mantienen den-

tro del límite aconsejado; y para atenuar y retardar también las consecuencias de una expansión inmoderada si es que esos gastos anticíclicos sobrepasan la medida adecuada. (3)

Febrero 14, 1944

OTROS ASPECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA INTERNA

En nuestra última conversación examinamos la política de regulación interna de medios de pago que, combinada con la política de cambios, nos permitiría mantener un nivel estable de la actividad económica general. Vimos que para ello era necesario crear nuevo poder de compra durante la fase descendente a medida que se comprima el proveniente de las exportaciones e inversión de capitales extranjeros. En toda nuestra exposición no hicimos referencia alguna al instrumento de absorción de fondos que tan útil había probado ser en manos del Banco Central en el ciclo anterior a la guerra. Y cabe preguntar, si en vista de la política de expansión del crédito que se recomienda para la fase descendente, es indispensable seguir contando con él.

La absorción de fondos por el Banco Central

A mi juicio lo es y ha de iniciarse su empleo precisamente cuando la fase ascendente del ciclo ha llevado a la economía interna a la plena ocupación. Antes de este punto sería conveniente absorber fondos, puesto que ello significaría debilitar el estímulo necesario para alcanzar el punto de actividad máxima.

¿Cuándo comenzar, entonces, la aplicación de ese instrumento? En el momento en que todas las actividades del país estén en pleno funcionamiento y no puedan expandirse más. Si la fase ascendente continúa debido a que prosigue el ingreso de divisas provenientes de las exportaciones o de las inversiones de capitales extranjeros, ese será el momento oportuno para que el Banco Central comience a colocar en el público su papel de absorción, pero no sin antes haber colocado los títulos que pueda haber comprado durante la fase descendente anterior a fin de resarcir el efectivo de los bancos debido a la disminución ocasionada por el déficit de los balances de pago. ¿Qué consecuencias tendría esta absorción de fondos por el Banco Central? La más inmediata sería atenuar o contener el incremento de la importación, puesto que si en el país se ha llegado a un nivel de plena ocupación y sigue aumentando la masa de poder de compra, no sólo seguirá aumentando la importación de bienes de capital, durables, no esenciales y de lujo, sino que también au-

mentará la de artículos de consumo directo de la población, que ya no pueden ser satisfechos por la actividad interna, que ha llegado a su máximo. Estas operaciones podrían combinarse con algunas medidas para restringir importaciones excesivas de artículos de lujo, superfluos o no esenciales en caso de que ello ocurra, a fin de acumular una reserva de divisas mayor aún que la que se lograría indirectamente por la política de absorción de fondos.

Aquí llego precisamente a un punto que había sido suscitado por el señor Cosío en alguna de las conversaciones anteriores: ¿por qué, en lugar de seguir la política de tipos flexibles, para aumentar la importación de bienes durables y de capital, en los períodos ascendentes y disminuirla en los períodos descendentes, no acumular, más bien, reservas de divisas? Como se ha visto, el procedimiento de los tipos flexibles no es incompatible con la formación de una reserva, toda vez que se llegue internamente a la plena ocupación; antes, sería prematuro entrar en una política de esa naturaleza. Sin embargo, por más que se acumulen reservas, nada nos asegura que resultarán suficientes para hacer frente a un desequilibrio ulterior del balance de pagos sin tener necesidad de restringir las importaciones.

Como puede observarse, usar en esta forma los certificados de absorción de fondos significa seguir una política distinta de la que el Banco Central había seguido en la Argentina en el ciclo a que aludimos al comienzo de esta conversación. Como se recordará, en aquel momento se limitó a colocar sus certificados en los bancos de la plaza para evitar el crecimiento de sus efectivos y una posible expansión del crédito. Cuando hizo esa experiencia, el Banco Central señaló que era incompleta, y que sería necesario colocar los certificados no sólo en los bancos, sino principalmente en el público, a fin de restringir la cantidad de poder de compra en las fases ascendentes y, al mismo tiempo, limitar el efectivo de los bancos. Pero cuando el Banco Central señaló la posibilidad de completar la política de absorción en esta forma, no dejó de expresar que al proceder así se limitaría la amplitud del crecimiento durante la fase ascendente, a fin de atenuar también el descenso en la fase subsiguiente. De manera, pues, que al Banco Central, al hacer esta observación, no le preocupaba que la economía no hubiese llegado a su máximo de actividad. La política que recomiendo ahora da un paso más adelante, de modo que la absorción de fondos en la fase ascendente, no debe iniciarse hasta que la economía llegue a la plena ocupación.

El 100 por ciento de efectivo en los nuevos depósitos

Al considerar la política de regulación de medios de pago durante el proceso cíclico, debemos mencionar también como elemento de mucha importancia la posi-

bilidad de obligar a los bancos a constituir en la fase ascendente un efectivo equivalente al ciento por ciento de los nuevos depósitos, o más bien dicho, del incremento de depósitos que ingresa durante esa fase. Elevar el efectivo con respecto a todos los depósitos no produciría, a mi juicio, resultados tan completos como el de considerar solamente el efectivo correspondiente a los nuevos depósitos o a su incremento; el poder de control de que dispone el Banco Central sobre la expansión de crédito de la banca privada resultaría mucho más eficaz. Es evidente que al proceder en esta forma, los bancos ya no tendrían necesidad de comprar papel de absorción del Banco Central y éste tendría que colocarlo exclusivamente en el público lo que, de paso, disminuiría el costo de estas operaciones para el Banco Central.

El redescuento y la política expansiva

No hemos hablado tampoco del redescuento al referirnos a la política expansiva. Recuerden ustedes que hemos juzgado indispensable que, en la fase descendente, a medida que se contrae el poder de compra por la baja de las exportaciones, debe ser el Estado o los organismos del Estado, quienes desarrollen un programa de gastos anticíclicos; es natural que si esa política expansiva la realizan directamente los bancos, acudiendo en redescuento al Banco Central, el programa se simplifica mucho y adquiere una mayor elasticidad que la que quizá tendría en un programa de gastos anticíclicos. Por lo general, en nuestro país no es fácil que en los comienzos de la fase descendente las actividades privadas se sientan muy inclinadas a usar más crédito para expandir sus negocios, puesto que, en general, el ambiente psicológico es más bien de desgano que de optimismo; pero no cabe descartar la posibilidad de que, iniciado el impulso por el crecimiento de los gastos cíclicos del Estado, la economía privada adquiera mayor estímulo. Entonces la banca particular, auxiliada por el Banco Central mediante las operaciones de redescuento, puede concurrir al proceso de expansión cíclica.

LA POLÍTICA MONETARIA Y EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA NACIONAL

El impulso de la demanda exterior

Terminada la exposición de la política monetaria interna de carácter cíclico, nos queda todavía un asunto de importancia fundamental para mi país, relativo a la política monetaria, pero no ya con fines cíclicos, sino con el propósito de promover el

crecimiento continuado de la economía del país. Este es otro de los propósitos que al principio de estas conversaciones atribuí a la política monetaria: uno era el de conseguir el desarrollo estable de las actividades económicas internas amortiguando el ciclo, y el otro el de contribuir, junto con otros factores, al crecimiento más intenso de la economía del país.

Este es un problema que ha venido planteándose en los últimos quince años en la Argentina. Durante gran parte de nuestra historia económica, el país ha crecido al impulso de exportaciones crecientes, es decir, gracias a la demanda persistente del mercado mundial; pero a partir de la crisis internacional última, las exportaciones dejaron de crecer. En los últimos quince años acusan una línea estable, lo cual nos ha planteado el problema fundamental de cómo seguir impulsando la economía del país si las exportaciones, en lugar de aumentar como en tiempos anteriores, son estacionarias. A mi juicio, este problema se podrá resolver en nuestro país por el crecimiento industrial. No pensamos desde luego en la industria pesada, puesto que Argentina no tiene actualmente condiciones para ello; pero sí las tiene para desarrollar industrias transformadoras y para producir gran parte de lo que requiere el consumo corriente de su población.

¿Cómo debe funcionar la política monetaria para conseguir este propósito? Es lo que veremos en forma muy breve, recordando cómo creció anteriormente el país por el estímulo persistente de la demanda exterior. Cuando Argentina se abre al mercado internacional en la segunda mitad del siglo pasado y recibe hombres y capitales que se invierten en nuestro territorio y se extiende considerablemente el área cultivada, el proceso fue muy simple: demanda exterior creciente, inmigración, crecimiento de la producción, etc. Cada hombre incorporado a la producción del suelo, significaba aumentar la demanda en otras actividades conexas. Asimismo, la mayor demanda de importaciones compensaba el crecimiento de las exportaciones y las inversiones extranjeras. Mientras se mantuvo firme la demanda exterior, el país pudo incorporar año con año cantidades enormes de nueva población, que se distribuía por todos los sectores de la economía sin necesidad alguna de acción estatal. Los nuevos pobladores se iban repartiendo en las distintas actividades por obra espontánea del desarrollo que en ellas ocurría.

Este proceso permitió al país crecer con un ritmo muy intenso hasta la Primera Guerra Mundial. No había ningún problema de colocación de productos, puesto que la demanda internacional era creciente; los hombres que se dedicaban a cultivar la tierra podían aumentar fácilmente la producción y las exportaciones. El país creció entonces por el estímulo exterior.

LA INDUSTRIA COMO ELEMENTO DE EXPANSIÓN ECONÓMICA Y DEMOGRÁFICA

¿Cómo es posible que la industria en el futuro desempeñe el papel que ha tenido la tierra en la actividad económica? Siempre se ha dicho entre nosotros que no habría industria por falta de población y que no habría población por falta de industria, encerrándonos así en un círculo vicioso. El problema radica en crear un factor que haga crecer simultáneamente la industria y la población, factor que será el crecimiento persistente de la demanda interior, paralelo al crecimiento persistente de la demanda exterior que en otras épocas hemos tenido. Es decir, sustituir al estímulo exterior por uno interior.

Para asegurar esa demanda persistente es indispensable combinar la política monetaria y financiera con la política económica. La política monetaria tiene que ser expansiva, pero dentro de límites aconsejados por la prudencia y por los principios que se desprenden de nuestra exposición anterior. ¿Cómo podría iniciar el Estado una política expansiva destinada a crear y mantener esa demanda persistente sin el peligro de una exageración de carácter inflacionista? Sencillamente eligiendo un sector de la economía de suficiente importancia y amplitud que influya sobre los otros sectores. A mi juicio, el más indicado por una serie de consideraciones, sería el sector de la construcción de viviendas populares. Se trata, en primer lugar, de un sector de magnitud considerable que afecta un gran número de industrias en forma directa e indirecta; en segundo, hay una demanda potencial enorme de viviendas; en tercero, al satisfacer esa demanda se contribuye a resolver un importante problema social, y, además, se tendría un plan de gastos cíclicos de carácter muy elástico, que puede dilatarse o restringirse según las circunstancias, con una facilidad que no siempre tienen las obras públicas del Gobierno. Esto, sin embargo, no excluye la posibilidad de emprender otras obras de desarrollo económico que propendan al mismo fin. Pero no es este el punto que nos preocupa en nuestras conversaciones, sino el de explicar el desarrollo de la política monetaria y su combinación con una política económica definida.

Veamos en forma esquemática cómo podría actuar un plan de esta índole, apoyado por la política monetaria. No conviene perder de vista que para que ello pueda realizarse sin perturbaciones, hay que tener a mano constantemente los resortes que permitan obrar sobre las importaciones en la forma que hemos explicado en otras conversaciones. Supongamos que en un momento dado el país o la economía se encuentre lejos de la plena ocupación y que para lograrla el Estado emprende directamente o por medio de los bancos hipotecarios u otras instituciones especiales un vasto programa de edificación. El propósito es derramar, en esta forma, una cantidad considerable de poder de compra en un sector de la economía; por reper-

cusión habrá mayor demanda de materiales, gran parte de los cuales se producen en el propio territorio. La mayor capacidad de consumo de los obreros que trabajan en la industria de la construcción los llevará a aumentar su demanda de bienes de consumo; las industrias que producen estos bienes, a su vez, se verán estimuladas, y al incremento de hombres ocupados en la construcción seguirá el incremento de la ocupación en las otras industrias y así sucesivamente veremos ampliar la cantidad de gente ocupada. Si este estímulo prosigue con la amplitud necesaria, llegará un momento en que toda la actividad económica del país esté en pleno funcionamiento.

Las posibilidades de inmigración

De acuerdo con nuestra política cíclica, ahí debiera terminar la acción de la política monetaria y financiera, pero si queremos dar oportunidad para que aumente la inmigración, o para que se incorporen nuevos hombres de afuera, la política de expansión debe proseguir. Ocupados todos los brazos disponibles en la economía interna, tanto los que estaban sin empleo como los que podrían conseguirse por la racionalización de otras actividades, los efectos de esa demanda persistente darán nuevas oportunidades de trabajo a los hombres que se incorporen por la inmigración. Asegurada la demanda interior persistente, seguirá el mismo proceso que caracterizó nuestro país cuando la demanda era externa. Y como en aquel entonces en que sólo fue necesario un estímulo exterior general para aumentar constantemente la población ocupada, en este caso la sola existencia de ese estímulo interior derivado de la construcción se propagará después a las otras ramas de la economía, irá creando oportunidades de trabajo y permitirá ocupar a todos los nacionales desocupados; fomenta luego la inmigración y todo ello sin necesidad alguna de que el Estado intervenga en la economía para colocar a la gente del país, o a los inmigrantes.

Límites de esta política

¿Hasta dónde puede seguirse esta política? Tiene necesariamente sus límites, los cuales son más o menos estrechos según lo que ocurra con las exportaciones. Si éstas se mantienen en una línea estacionaria, esta política podrá seguirse hasta que las exportaciones permitan pagar el monto creciente de las importaciones de materias primas, de artículos esenciales para la industria, de bienes de capital y durables y otros bienes esenciales. Conforme se vaya desarrollando la actividad económica interna y creciendo la industria y la ocupación, habrá que ir comprimiendo progresivamente las importaciones de artículos de lujo y no esenciales para permitir el in-

cremento que de modo natural vaya operándose en las importaciones de artículos esenciales para la industria y bienes durables o de capital. Más aún, para continuar en la forma más intensa posible el crecimiento interno, llegará a ser indispensable en cierto momento, cuando ya se haya avanzado mucho, economizar en la importación de materiales esenciales, estimulando la producción local de algunos de ellos, no obstante que en otras circunstancias hubiera sido antieconómico hacerlo, y por lo que se refiere a bienes durables o de capital, tratando de hacer una parte de ellos en el país, para economizar divisas y dar lugar a la importación de otros materiales esenciales.

No se nos oculta que seguir aplicando exageradamente esta política, aparte de que implica el encarecimiento del costo colectivo de producción, según explicamos en otras conversaciones, nos puede llevar a cierto estado en que nuestras importaciones sean muy vulnerables a los fenómenos cíclicos. Es claro que si hemos ido restringiendo hasta un punto mínimo las importaciones de productos no esenciales, sólo podremos restringir las importaciones de maquinaria y artículos durables cuando vengan épocas de depresión, restricción que puede resultar insuficiente. Así, pues, la continuación de este proceso, cuando las exportaciones permanecen estacionarias, se aproxima a límites muy difíciles de trasponer a medida que pasa el tiempo. En las importaciones argentinas hay un amplio margen de artículos no esenciales, superfluos o de lujo, para poder desarrollar esta política; pero una vez cubierto, la economía del país sólo puede seguir creciendo con un ritmo muy lento.

Pero si a la exportación estacionaria se unen inversiones crecientes de capital, el desarrollo económico interno y la inmigración podrán ser mucho más intensos. Ello, sin embargo, nos plantearía el problema futuro de cómo pagar los intereses de ese capital si es que las exportaciones son estacionarias, problema cuyo riesgo valdría la pena afrontar a fin de no detener el crecimiento nacional.

En caso de que la reconstrucción de la economía mundial permita a nuestro país volver a tener exportaciones crecientes como en los tiempos anteriores a la crisis mundial, todos estos problemas habrán de simplificarse y podremos acrecentar las importaciones necesarias para un intenso desarrollo de la industria sin necesidad de extremar la compresión de ciertas categorías de importaciones, sin perjuicio, desde luego, de la aplicación de una política de orden cíclico que en este momento olvidamos. En este caso de exportaciones crecientes, nuestra necesidad de capital extranjero podría verse reducida a un mínimo si se sigue una política económica de usar preferentemente las divisas para lo que realmente requiere la actividad productiva del país.

No creo que sea el caso de entrar en detalles acerca del desarrollo de una política de otra naturaleza, pues ello nos llevaría a considerar una serie de problemas que nos desviarían de nuestro campo de exposición puramente monetario. He cre-

ído conveniente, sin embargo, señalar cómo podría aplicarse esa política monetaria porque hasta ahora nos hemos limitado a considerar medidas de defensa cíclica. Lo que acabo de decir demuestra la posibilidad de una política monetaria y financiera activa que propenda al crecimiento de la economía nacional sin aquellas preocupaciones de carácter monetario y financiero que tantas veces han contenido el desarrollo de la economía de nuestros países por someterse excesivamente a ciertas reglas ortodoxas. Durante el siglo pasado tuvimos una serie de experiencias inflacionistas que nos llevaron al desastre, las cuales han sido duramente criticadas por autores extranjeros y nacionales. Conforme se reflexiona más en la realidad del país, se observa que no todo ha ido mal, que la expansión de medios de pago, si bien ha producido efectos monetarios desastrosos, ha sido uno de los factores importantes de nuestro desarrollo. Con la experiencia acumulada en materia técnica, financiera y monetaria, se puede seguir una política expansiva dentro de los límites que hemos señalado, a condición de acoplarla con una política de cambios que evite la incidencia del excedente de medios de pago sobre el balance de cuentas del país.

LA UNIDAD DE CONCEPCIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA FINANCIERA Y ECONÓMICA

Finalmente, voy a hacer una consideración que acaso parezca a ustedes un tanto fuera de lugar, pero que es de interés y conveniencia en nuestro país si ha de seguirse una política monetaria, financiera y económica como la que he venido exponiendo en estas conversaciones. Su realización exige unidad de propósitos, unidad de concepción y una gran coordinación en su realización. Cabe preguntar si nuestra maquinaria administrativa está realmente preparada para ello. El examen de nuestra organización ministerial nos lleva a conclusiones contrarias. Expondré brevemente lo que me preocupa en esta materia.

Dispersión de funciones

La política económica interior está subdividida entre los Ministerios de Hacienda y de Agricultura. El Ministerio de Hacienda, además de su actividad financiera directa, interviene en la fijación de derechos aduaneros por razones fiscales; e interviene también dando las directivas de la política de cambios que, como ustedes recordarán, ha tenido gran incidencia económica en nuestro país. El Ministerio de Agricultura interviene en la política industrial y recomienda la elevación de derechos aduaneros, no por razones fiscales sino de protección.

Asimismo, el Ministerio de Agricultura es quien ha intervenido en forma decisiva en la política de compra de granos, dejando que el de Hacienda busque la financiación adecuada, o sea que el desarrollo de una política que tiene profundas consecuencias monetarias, ha estado influida por un ministerio que no siente la responsabilidad de esas consecuencias.

Lo mismo podríamos decir en materia de obras públicas; en nuestro país, los planes se elaboran por un ministerio independiente cuya mira es en general la de ampliar en forma sistemática sus trabajos sin considerar su incidencia sobre la moneda y la economía general.

Y así nos encontramos con que los resortes fundamentales de la política económica, monetaria y financiera están dispersos en nuestro país, sin la necesaria coordinación, la cual pretende alcanzarse frecuentemente mediante comisiones interministeriales que son organismos que no sólo no atenúan sino que agravan los conflictos de jurisdicción y las opiniones dispares.

Si nuestro país ha de tener un plan vigoroso de acción en la postguerra, requiere una reforma muy seria de su organización ministerial, que responde a épocas y conceptos en que la acción del Estado era muy limitada.

Un nuevo Ministerio de Economía y Finanzas

Es necesario reunir en una sola unidad, digamos en un nuevo Ministerio de Economía y Finanzas, toda la responsabilidad de la política económica, financiera y monetaria mediante los órganos que dependan de él, sin ninguna de las tareas administrativas rutinarias que hoy sofocan la vida del Ministerio de Hacienda argentino. Por ello, si bien el Ministerio de Economía y Finanzas, tendría naturalmente a su cargo la política impositiva, presupuestal y del crédito público, lo emanciparía por completo de toda la tarea administrativa que se relaciona con estos asuntos. Así, pues, la ejecución del presupuesto, el control y contabilidad de los gastos, la percepción de las rentas, el régimen de aduanas y de los impuestos en general, el control de las organizaciones burocráticas autónomas, serían tareas puramente técnicas que podrían quedar en un ministerio de presupuesto, de carácter ejecutivo o administrativo, que no tendría nada que ver directamente con la concepción y realización de la política financiera.

Asimismo, del Ministerio de Agricultura tomaría todas las funciones de política económica, para pasarlas al de Economía y Finanzas, dejándole las de carácter técnico que son sumamente importantes en un país agrario y agregándole nuevas funciones relativas a la técnica industrial. Estas funciones técnicas se pueden deslindar perfectamente de las funciones económicas. Así, por ejemplo, ¿quién determinaría

la política de compra de granos, su monto, su oportunidad, los precios y la forma de financiarlos? Tendría que ser el nuevo Ministerio de Economía y Finanzas, sin perjuicio de que la realización de esa política, la compra física de los granos y el proceso de todas esas operaciones, quedaran a cargo del ministerio técnico de agricultura.

Del mismo modo, la política de obras públicas, el monto de éstas, y la orientación de esa política, debe tener un sentido eminentemente económico. Y ello tendría también que estar en manos de ese Ministerio de Economía y Finanzas sin perjuicio de que organismos especiales o un ministerio de carácter técnico tuvieran a su cargo la ejecución de los planes de obras públicas.

En esta forma, creo que prepararíamos a nuestra organización administrativa para seguir una política coherente, para dar a un mismo funcionario la responsabilidad de los distintos aspectos de una realidad que no se puede fraccionar sin el riesgo muy grande de falta de coordinación, o de irresponsabilidad, como tantas veces hemos visto en los conflictos entre los distintos ministerios. Juzgo que esta reforma, si no indispensable para el desarrollo de una política monetaria, financiera y económica como la que he señalado, facilitaría considerablemente la acción del Estado tanto en la concepción como en la ejecución de esta política.

Con esto, si ustedes no tienen algún punto especial sobre el cual podríamos conversar, daría por terminado el examen de la política monetaria interna, y sólo nos quedaría para considerar en la otra conversación la relación que esta política que preconizo podría tener con los planes de acción monetaria internacional. (4)

Febrero 18, 1944

(1)

Sr. Villaseñor: Si entendí bien, en el sistema combinado que usted propone para las importaciones de artículos de lujo, superfluos o durables, se establece la cuota de importación para cada importador, tomando como base un período representativo. De manera que cada importador tiene derecho a comprar, cada semana, la cuota proporcional que le corresponde... ¿Solamente esa persona puede usar la parte proporcional de lo que ustedes le venden y nadie más? ¿No cree usted que no dejar que suba el tipo de cambio según van subiendo las mercaderías le resta flexibilidad al sistema? Porque ese señor no tiene por qué pujar mucho, ya que no le darán más que esa cantidad y no le van a quitar su cuota porque de todas maneras los otros están en las mismas condiciones. Bien. No veo cómo podía tener flexibilidad para que fueran subiendo los tipos de cambio a paso y medida que subieran los precios a que venden ellos los artículos de importación.

Sr. Prebisch: Muy bien, supongamos que los importadores del grupo de artículos superfluos o de lujo hayan tenido en un período representativo máximo una importancia mensual de un millón de dólares; ese millón de dólares de demanda se distribuiría entre todos los importadores de acuerdo con lo que cada uno ha tenido, es decir, a cada uno se le daría el máximo. En cuanto a la oferta, no ofreceríamos el millón de dólares en la licitación; si lo hiciéramos, naturalmente todo el mundo propondría un precio bajo para las divisas extranjeras. Ofreceríamos una cantidad de dólares proporcionada al cambio que finalmente nos proponemos adjudicar. El millón de dólares era lo que se tenía en el período máximo; ahora tenemos que dar una cantidad muy inferior, daremos 500.000 o 300.000 según nuestras disponibilidades, de manera que, por un lado, habrá una demanda de un millón y por el otro una oferta de 300 o 500 mil.

Sr. Gómez: Entonces el que no pague lo bastante...

Sr. Prebisch: Queda fuera.

Sr. Gómez: Y perdió definitivamene su derecho.

Sr. Prebisch: No, puede presentarse en la siguiente licitación con su remanente de cuota.

Sr. Gómez: ¿Pero la que deja de aprovechar la pierde o la puede acumular?

Sr. Prebisch: No he pensado en este detalle, pero no veo, a simple vista, inconveniente para que pueda acumularse.

Lic. Martínez Ostos: Pero el problema subsiste en el caso de artículos esenciales, pues podría haber una confabulación de importadores para actuar en las licitaciones.

Sr. Villaseñor: ¿Para que ninguno pague más? Eso no pasaría nunca, pues hay siempre quien tiene más urgencia.

Sr. Prebisch: En el caso extremo en que no haya pujas entre los importadores por haberse confabulado, el Banco Central puede anular la licitación como ocurre en las licitaciones de letras de tesorería: se trata del mismo régimen que yo estoy proponiendo para el cambio: existe una cláusula por la cual el Banco Central puede anular la licitación, cláusula que pusimos justamente porque en los comienzos del mercado de letras había muy pocas casas que se interesaban por ellas y podía darse el caso de una reunión o combinación entre ellas. Pero si el Banco Central se da cuenta de eso...

Sr. Gómez: La rompe.

Sr. Prebisch: Rompe la combinación. Hay, además, otra forma más directa, que consiste en ofrecer menos en la próxima licitación. Eso rompe necesariamente la combinación, porque si se ofrece un millón y se ha repartido entre ellos el millón, es porque esta cantidad ha de ser holgada; pero si se les ofrecen después 300.000 y en varias ocasiones una cantidad

pequeña, la competencia tendrá que llevarlos a pujar pues el Banco Central es siempre el más fuerte y tiene la oferta en sus manos.

Lic. Cosío: Las limitaciones del cambio disponible no se aplican a artículos concretos, automóviles, por ejemplo, sino a una categoría muy grande de artículos. Entonces será más difícil que el importador de planchas eléctricas se ponga de acuerdo con el de refrigeradores. Por otro lado, no olvidemos que inicialmente hay un impulso hacia el alza del tipo de cambio proveniente de que se limitan los medios de pago, o la oferta de medios de pago, en relación con una demanda que se supone que en todos los casos ha bajado, pero no en las mismas proporciones que el cambio. Siempre será menor la oferta que la demanda. Entonces la tendencia de la mercancía a subir es evidente, hasta que llegue al punto en que se encuentra el nivel. La cuestión es que el beneficio del sobreprecio quede al Estado y no a quienes tienen la patente de importación. Esta es la tendencia que debe seguir el Banco Central para evitar que vaya a suceder lo que acontece en estos momentos con los importadores de automóviles: el afortunado importador a quien México le da una cuota de 100 automóviles y en Estados Unidos consigue un certificado de prioridad, hace un negocio muy lucrativo, porque el automóvil que le costó diez mil pesos lo puede vender en México a veinte mil.

Sr. Prebisch: Es el defecto de la cuota.

Sr. Gómez: Y toda esa ganancia es para don Fulano de Tal, el feliz mortal que tuvo la suerte de haber estado metido en ese negocio en el período representativo; de manera que necesitamos hacer derivar esa ganancia al Banco Central.

Sr. Prebisch: Creo que en ese sistema se deriva perfectamente.

Sr. Villaseñor: ¿En la práctica las distintas cuotas de licitaciones señaladas especialmente en las cuotas para artículos esenciales, nunca sufrió el Banco Central las presiones políticas?

Sr. Prebisch: No, nunca; y debe reconocerse que eso es un elemento muy importante dentro del cuadro. Antes de la creación del Banco Central, la Oficina de Control de Cambios dependía directamente del Ministerio de Hacienda. Pero una vez creado el Banco Central ha tenido una libertad de acción muy grande y al mismo tiempo, ha tenido toda la autoridad para oponerse a los pedidos que se hacían fuera de las normas o fuera de las reglamentaciones.

Sr. Villaseñor: ¿Y en el período anterior?

Sr. Prebisch: En el período anterior, la Oficina de Control de Cambios ha sufrido con frecuencia la presión de los intereses, pero felizmente se logró en todos los casos encuadrar la acción de la Oficina dentro de normas dictadas por el Ministerio de Hacienda; de manera que, cuando se presentaba un caso excepcional, de algún político u hombre influyente, la Oficina consultaba a la Comisión de Divisas donde hay muchos ojos, pues no podía resolverlo directamente, y se estableció la práctica de que tampoco el Ministro resolviese los asuntos sin el asesoramiento de la Comisión de Divisas. Claro que un Ministro dispuesto a salirse de las normas, podía hacerlo: pero ello se traslucía demasiado, ya que tenía que pasar por encima de la Comisión de Divisas y exponerse a que la Comisión fuera a plantear esta cuestión. Por lo general esto ha andado bastante bien; y mejor aún cuando pasó el sistema al Banco Central, pues entonces los Ministros de Hacienda podían argüir a los solicitantes que el Banco es autónomo. Ahora bien, cuando hay alguien que está distribuyendo las cuotas en pequeñas acciones (tanto para Fulano, tanto para Mengano), el riesgo de influencias es muy grande. En cambio, cuando se dice: yo no doy para tal cosmético, tal aparato para absorber polvo, sino que doy para un grupo donde están todos esos artículos, y cada uno es dueño de solicitar el cambio que quiera dentro del volumen de negocios que él ha tenido, las presiones desaparecen.

(2)

Sr. Gómez: En la conversación usted hizo alguna sugestión que me parece interesante: la de regular la moneda y la economía por medio de reservas en mercadería. Ustedes ya tienen la experiencia de hacer una reserva que en realidad es una reserva monetaria. Sugiere usted hacer también una reserva en artículos que ustedes no pueden producir económicamente, por medio de emisión de dinero que podrán o no recoger con emisiones de bonos, pero que en realidad es reserva monetaria, ya no en oro, sino también en mercaderías. Tengo la duda de que cuando hay exceso de divisas es porque es la fase ascendente del ciclo, que se caracteriza por el alza de precios. Entonces se comprarían los diversos artículos a precios altos para usarlos cuando estuvieran bajos en el mercado internacional.

Sr. Prebisch: Se concibe perfectamente la posibilidad de formar reservas de divisas en la fase ascendente por la absorción de fondos sobrantes en el mercado en un período de gran abundancia, y destinarlas luego a la compra de esos artículos en el momento adecuado. No tengo un plan elaborado, en esa materia, como es de suponer; pero si apunto la idea es porque observo en mi país cierta tendencia a desarrollar producciones que a mi juicio serían de un costo extremo para el país. Tendríamos un costo de producción alto para elementos básicos de toda la industria del país y las construcciones; y me he preguntado si no es el caso de responder a quienes creen que el país debe prepararse para estas eventualidades y constituir existencias para el consumo de uno, dos o varios años, para poder afrontar tiempos de emergencia comprimiendo a la vez el consumo.

Sr. Gómez: Yo no quiero decir que no se pueda, sino que estoy recordando en este momento que ya se han hecho muchos estudios sobre la posibilidad de acumular mercaderías como reserva monetaria y como medio de regular. Quizás en este asunto podría llegarse a un acuerdo.

Sr. Prebisch: Yo creo que sí, y considero que vale la pena explorar ese camino. Recuerdo que en 1940, el Brasil, cuando fue el Ministro de Hacienda argentino a iniciar un arreglo, propuso una idea muy interesante. Tenía el Brasil sobrantes de café y la Argentina sobrantes de trigo, y no había en ese momento restricción de transportes marítimos. El Brasil propuso entonces comprar un millón de toneladas de trigo para el consumo de un año, más o menos; la Argentina, en cambio, compraría un millón de toneladas de café. Esto significaba para la Argentina, vender un millón de toneladas de su sobrante de trigo y para el Brasil un millón de toneladas de café. Claro que este caso es especial, pues siempre existen facilidades de transporte entre esos dos países; pero cuando se trata de artículos que vienen de mercados más lejanos, la formación de existencias tiene mayor importancia.

Sr. Gómez: ¿Aun para fines estratégicos?

Sr. Prebisch: Aun para fines estratégicos.

Lic. Cosío Villegas: Yo quería hacer una observación similar a la que hace el señor Gómez, porque en el transcurso de las explicaciones de usted, se ha referido a que una importación, para usar los términos literales que usted emplea, hecha "liberalmente" durante la fase creciente del ciclo, permitiría a un país capotear las dificultades de abstenerse de bienes de capital y de bienes durables durante la fase menguante, o sea la época en la cual las divisas escasean a consecuencia de una reducción de sus exportaciones, hecho que lo lleva de un modo fatal a comprimir sus importaciones, ya sea mediante el sistema de moneda depreciada o de control de cambio. De allí, un poco insensiblemente, se salta a la idea de hacer una reserva o un almacenamiento de este tipo de bienes. Tal es la idea que francamente expresa Don Rodrigo. Creo que conviene explorar esta cuestión y aun cotejarla un poco e imaginar posibilidades reales, porque mientras se trate de artículos de consumo cuya demanda durante tal o cual período de tiempo es fácil de conocer, no parece haber ningún mayor peli-

gro, ni ninguna dificultad mayor, a condición de que no sean bienes perecederos; pero claro que a medida que sea mayor la complejidad de este tipo de bienes, la posibilidad de hacer un acopio de ellos se complica, llegando en algunos casos a la imposibilidad completa. En otras palabras, pueden preverse las necesidades aun de ciertos tipos de mercaderías, digamos motores eléctricos básicos, de cierto tipo. Pero más alla de eso, no puede usted caminar, sobre todo sin ayuda de estas dos cosas, y este es un punto en el cual me gustaría insistir, aunque sin levantar siquiera el tono de voz. Primero, se requiere un conocimiento de las necesidades económicas del país, que ninguno, que yo sepa, ha alcanzado a tener. Se requiere, por otra parte, un conocimiento de metas económicas que ningún país, que yo sepa, exceptuando Rusia, ha logrado fijar. Sin estas dos ayudas, es muy limitada la posibilidad de hacer acopio de este tipo de mercancías. Es que esa "importación hecha liberalmente" apenas deja margen, o no deja ninguno, puesto que el hecho de hacerla "liberalmente" implica que las divisas con que pagan se agotan y no las habrá, en consecuencia, en la fase menguante del ciclo. Para pasar el apuro durante esta fase, lo que en realidad debería hacerse es aplicar las restricciones desde la fase creciente, y no ya en la menguante, cuando sería tarde.

Sr. Prebisch: Cuando sugerí la conveniencia de estudiar el problema de la acumulación de existencias, me referí exclusivamente a existencias de materiales básicos, de algunos artículos esenciales para la actividad nacional, los que la experiencia reciente nos ha indicado que son vitales: el hierro, los metales, algunos productos químicos, etc. En caso de encontrarse aceptable la solución, tendrá que intervenir el Estado en alguna forma u otra con un plan bien definido. En el caso de las maquinarias y de los bienes durables, no propongo ninguna solución que implique la intervención directa del Estado, sino la libre iniciativa privada. Lo único que deseo es que en tiempos de abundancia de divisas se puede bajar el tipo flexible al mínimo y estimular los créditos para importar la mejor maquinaria. De manera que no se necesita que el Estado esté planeando o indagando qué es lo que van a recibir las industrias; se les daría el máximo de libertad de importación y el máximo de facilidades, para que cada una, con criterio de previsión, pueda importar lo que a su juicio sea necesario para mantener la producción en períodos de crisis. En fin de cuentas, sin ninguna política de previsión, la industria ha podido seguir funcionando en la Argentina en estos años con lo que ya tenía en una época anterior no obstante que no se había practicado una política liberal, como la que recomiendo, porque a veces se puso alguna dificultad a la importación de maquinaria. A pesar de eso, la industria se ha desenvuelto con el equipo de máquinas y elementos de transportes que tenía. De manera, pues, que si se sigue en período de abundancia una política de facilidad y se dan créditos especiales y a bajo interés para adquirir maquinaria, creo que el resultado será satisfactorio, y que no necesitará el Estado entrar en los detalles que corresponden a la iniciativa particular. Creo que el mismo industrial o importador cuando vea bajar los tipos de cambios y sepa que esa situación es transitoria, tratará de aprovechar esas facilidades.

Lic. Cosío Villegas: Otro camino, un tanto diabólico, sería el siguiente: no hagamos almacenamiento de bienes de ninguna naturaleza, puesto que tropezamos con la dificultad doble de que no sabemos cuáles son, ni siquiera si nos van a durar, porque los bienes durables son durables mientras no hay otros que los sustituyan, y a veces los progresos técnicos son suficientemente serios, no contando ya el capricho humano, que en esta materia el hombre es tan veleidoso como la mujer. No almacenemos bienes propiamente, sino divisas, puesto que con ellas podremos comprar en todo momento lo que nos haga falta, exceptuando la emergencia, ya no tan remota por lo visto, de una guerra de estas universales, en que ya es una dificultad de mercado y de transporte la que impide la importación. Ahora bien, para hacer un acopio de divisas, en realidad, el plan de compresión de las importaciones y si se quiere

apurar el razonamiento nada más con el espíritu de exageración, también de exaltación o dilatación de las exportaciones, pongámoslo en práctica en la fase creciente del ciclo.

Sr. Prebisch: No es incompatible una cosa con la otra. Justamente hablaremos de ello más adelante. No es incompatible esta solución muy sensata, con la otra. Cuando estudiemos la política de regulación interna de los medios de pago, voy a proponer que en ciertos períodos el Banco Central venda títulos en el mercado o coloque sus papeles para comprimir la cantidad de medios de pago, evitar que ese poder de compra estimule importaciones, a fin de acrecentar sus reservas de divisas. Pero a pesar de estas reservas puede haber una penuria de cambios tal, como la que hemos tenido en otras oportunidades, que obligue a comprimir las importaciones.

Lic. Cosío Villegas: ¿En qué circunstancias?

Sr. Prebisch: Pongamos el caso de una situación similar a la de 1931, 32 y 33, en que disminuyeron severamente nuestras reservas monetarias y no pudimos reponerlas por el nivel bajísimo de las exportaciones, debido a la caída de los precios en oro del mercado universal. De manera, pues, que deben preverse ciertas situaciones en las que por más divisas acumuladas que haya, tengan que usarse para pagar cosas esenciales para el país. Entonces no habrá más remedio que imponer restricciones, primero, a lo superfluo y de lujo; luego, a lo no esencial y tal vez llegar a la maquinaria y a los bienes durables. No aplicaría restricciones a la maquinaria, sino en última instancia, a fin de no sacrificar materias primas esenciales.

Lic. Cosío Villegas: Me faltó decir una cosa en relación con la primera observación que hizo el señor Gómez. No sólo hace falta tener un conocimiento muy detallado de las necesidades del país y establecer metas económicas bastante claras, sino que hace mucha falta el conocimiento íntimo del ciclo, puesto que todo esto se hace girar en torno a él, a su periodicidad, intensidad y duración medida, porque en función de todo ello vamos a optar ya sea por la acumulación de divisas, por el almacenamiento de artículos básicos o por lo que sea. Es decir, esta es otra guía que por fuerza debe tener un Banco Central o una autoridad monetaria cualquiera para estos manejos. Es decir, que la aplicación de una política de esta naturaleza, si se escarba a fondo, requiere la ampliación del campo de acción del Banco Central en proporciones no usuales hasta ahora, ante las cuales, por cierto, no tiemblo.

Sr. Prebisch: Pero deslindemos bien lo que es la política cíclica de una política económica de previsión para contingencias como la guerra. Se puede aplicar perfectamente una política cíclica como la que estoy recomendando y dejar de lado ese otro problema para que lo resuelva la política económica. La política económica resolverá, por ejemplo, si conviene producir hierro a alto costo o si conviene traer grandes existencias de hierro, sin que ello interese a la política de orden cíclico en materia de cambios y en materia monetaria. Esto es un problema completamente independiente que he señalado, pero no he pretendido resolver. En cambio, señalo y pretendo resolver el problema de las fluctuaciones cíclicas. Así, cuando digo que conviene facilitar la importación de maquinaria en las épocas de abundancia de cambios, no estoy señalando la conveniencia de aplicar ningún plan orgánico que requiera el conocimiento fundamental de la industria de parte de los funcionarios del Estado, porque seguramente cometerían grandes errores. Creo mucho más en la previsión y en el libre juego de la iniciativa particular. Los miles y miles de fabricantes tienen una suma de previsión y de experiencia que ningún cuerpo de funcionarios puede igualar. Eso lo hemos visto: por más que los funcionarios estudien, llega un momento en que un modesto industrial ha pensado mucho mejor en los problemas de su fábrica y en sus necesidades. Dejemos entonces actuar a esa gente con el máximo de libertad posible: que acumulen todo lo que les convenga acumular, que traigan siempre la mejor máquina que puedan conseguir, al precio de cambio más bajo. Es todo lo que pido: que tengan facilidades para importar las mejores máquinas

del exterior cuando abunda el cambio. Nada más. Pero no indicarles qué es lo que deben traer ni el carácter que debe revestir esa importación, sino facilitarla ante el riesgo de tener que comprimirla en caso de escasez de divisas. De manera que usted ve que es una política cíclica un poco gruesa, que no requiere entrar en detalles. En todo este plan he procurado que el Estado sólo tenga ciertos resortes de índole muy general y deje el máximo de libertad para que la gente se arregle como mejor le plazca o mejor le convenga, porque estoy persuadido de que el Estado no puede hacerlo eficazmente en sustitución de la iniciativa privada.

Sr. Gómez: Al iniciar esta conversación intervine porque me seduce mucho el estudio del almacenamiento con fines regulatorios, no solamente aplicable a lo que hemos estado hablando, sino a otras cuestiones más importantes, especialmente en México. Tenemos, por ejemplo, el maíz y el trigo; a veces las cosechas son deficitarias y a veces arrojan sobrantes que tenemos que exportar porque no hay dónde almacenarlas y entonces el país sufre mucho, porque cuando sobra un 10 por ciento de maíz, su precio se abate. Basta un 10 por ciento de déficit para que el maíz se vaya muy alto, basta un 10 por ciento de superávit para que el maíz caiga mucho, con todos los trastornos consiguientes. Si pudiéramos almacenar maíz en la forma en que se hacía en España con los depósitos, podríamos almacenar, digamos, hasta un año el consumo del país para que sirviera de base de regulación en este ciclo. En el caso del trigo lo podríamos hacer; el Estado podría invertir dinero, puesto que los particulares no lo podrían hacer por los gastos de almacenamiento y los intereses; si lo hiciera el Estado contaría con una masa de maniobra en especie para regular aun el precio como está haciendo la Argentina con el trigo ahora que nadie puede exportar.

Sr. Prebisch: Y a un interés bajísimo, o aun a cero interés.

Sr. Gómez: Aun a cero interés. Ahora bien, no todos los bienes se pueden almacenar con el mismo grado de certidumbre. El maíz y el trigo —si bien con algún riesgo— se pueden almacenar. Asimismo los lingotes de cualquier metal y sin muy alto costo. Ya en maquinaria no, porque está más expuesta a la obsolescencia. Entonces, la política de importaciones liberales de maquinaria durante la fase creciente del ciclo, cuando sobran divisas, no tiene ningún peligro, porque la importan los industriales que saben que les va a costar ponerlas en marcha y las van a estar usando mientras que llega el período en que ya no van a poder traer más maquinaria con la trascendental ventaja de que cuando ya no se puede traer más, es cuando ya no tienen tanto interés en traerla, puesto que es la fase menguante del ciclo, en que no hay mayores ventas, en que no hay necesidad de hacer almacenamiento. De manera que la regulación sí puede hacerse, nada más exige un gran estudio. Inglaterra estuvo haciendo, ya con fines militares, aunque se disfrazara con propósitos económicos, grandes almacenamientos de muchas mercancías desde varios años de la guerra; quizás esto la haya salvado. He leído de algunos intentos de fijar la moneda sobre el precio de un conjunto de mercancías, en lugar de fijarla únicamente con relación al oro, de manera que a mí me interesa mucho estudiar todas las posibilidades que pueda haber en ese tipo de almacenamiento.

Sr. Prebisch: Yo no hablaría de tener directamente una reserva de mercaderías, porque mucha gente se asustaría, sino simplemente, cuando hay excedente de divisas, tomarlas del Banco Central por una operación de crédito de parte del Gobierno, y comprar con esas divisas esas mercaderías; no decir que la moneda está respaldada, aunque de hecho esté.

Sr. Gómez: Porque ustedes tienen a la vista una cantidad x de oro y divisas, pero además tienen acumulada una gran cantidad de cosechas de trigo que van a convertir en moneda; de manera que su trigo es una reserva monetaria y la moneda argentina no sólo está garantizada con divisas, sino que está garantizada con trigo y el maíz, si no se utilizara como combustible; pero en realidad estuvieron invirtiendo ustedes moneda contra almacenamiento de las cosechas del maíz.

Sr. Prebisch: Así es.

Sr. Gómez: Otro punto: cuando el tipo libre llegue al tipo mínimo del mercado oficial, dice usted que se puede comprar ilimitadamente, y ningún perjuicio causa, hasta donde el Banco Central esté capacitado para absorber por medio de emisiones de bonos, cédulas, certificados, el dinero que dan ustedes por ese cambio libre; cuando empiece a ser superior, entonces va a afectar un poco los precios del interior del país, ¿no cree usted?

Sr. Prebisch: Sí. Cuando sea excesiva la entrada. Fuera desde luego de la política monetaria interna, que tendría que absorber esos fondos para evitar la congestión del mercado, la única forma de evitar una gran abundancia de fondos cuando se ha llegado ya al tipo de 15, es establecer el control de capitales; no habría otra forma, pero creo que con el régimen de registro del capital, y la declaración del Banco Central de que no asume ninguna responsabilidad por esos fondos se restringe la entrada, y sobre todo, si no se empieza a comprar cambio por el Banco Central en grandes cantidades antes de llegar al público, por que muchos de esos fondos van atraídos por una especulación de resultado bastante seguro cuando el Banco Central empieza a comprar antes que el público.

Lic. Cosío Villegas: Yo creo que en ciertas circunstancias el control es absolutamente necesario.

Sr. Gómez: Yo creo que nos lo van a imponer.

Sr. Prebisch: Yo no me opongo al control en ciertas emergencias, y justamente creo que la Argentina no se va a librar de él por algunos meses en la postguerra; señalé simplemente que siendo contrario, radicalmente contrario al control de capitales, no vacilaría en imponerlo durante un tiempo limitado como lo aconsejé el año pasado en la Argentina, y como lo aconsejaría fervientemente para el período inicial de la postguerra, y por esta razón: porque si bien creo en la conveniencia del mercado libre, abandonado a sus propias fuerzas, temo que en nuestro país inmediatamente después de iniciada la postguerra, una parte importante de las inversiones en títulos y en letras de tesorería, quiera salir rápidamente aun a precios altos, y entonces tengamos una presión muy fuerte en la Bolsa, la cual no es posible controlar. En este caso no vacilaría en establecer un control de las salidas de capital por un tiempo suficientemente limitado como para no dar margen a que empiecen a hacerse combinaciones en el mercado libre.

Lic. Cosío Villegas: Para conseguir una salida gradual.

Sr. Prebisch: Para graduar la salida, sí. Y entonces, una vez establecido el control, veremos cuál es la cantidad de fondos que están dispuestos a salir y podremos planear su liquidación gradual.

(3)

Sr. Gómez: Es claro que si el Banco Central y el Gobierno siguen una política congruente, con vistas al ciclo, de aumentar o restringir los gastos cíclicos, según se trate de la fase descendente o de la ascendente, no habría ninguna dificultad para llevar la economía del país por el camino conveniente, pero sabemos que es muy difícil lograr ese acuerdo. No es imposible, pero sí muy difícil.

Sr. Prebisch: Muy difícil.

Sr. Gómez: Descartando también la posibilidad de los gastos exagerados del Gobierno contra lo cual no hay remedio posible y suponiendo que el Gobierno sigue una política constante de gastos públicos normales no exagerados, independientes de los movimientos cíclicos, quedaría la posibilidad al Banco Central de regular con sus propios medios de pago

y de poder de compra en manos de la población. Cuando la fase es descendente, el Banco puede aumentar su crédito por medio del redescuento a los bancos, por compras de valores al público, disminuyendo el encaje con los bancos. Entonces se puede poner en manos del público el poder de compra que impida la disminución de las actividades en general que, como usted explicaba muy bien, el patrón oro hacía descender la actividad del país en vez de aflojar las importaciones; entonces podría el Banco Central mantener la misma cantidad de dinero en la calle, en los bancos. Luego, en la fase ascendente, el Banco Central puede empezar a restringir el medio circulante, disminuyendo el crédito a los bancos, vendiendo los valores que tenga en su cartera, que son casi los únicos medios que tiene; así podría trabajar con vista al ciclo; para lo cual se necesita que el Banco Central esté dotado de la masa de maniobra de bienes que pueda vender, en un momento dado, y operar marginalmente.

Sr. Prebisch: Sí, en una fase moderada podría tener éxito; pero si es muy fuerte el movimiento, al decidirse el Banco Central a comprar títulos es necesario que alguien los venda; si está solamente el público frente al Banco con la masa de títulos que solía tener, éste no podrá comprar mucho; es necesario que alguien salga a vender títulos nuevos. Podría ser, por ejemplo, el Banco Hipotecario, para promover las construcciones. Comprando cédulas hipotecarias se permitiría al Banco Hipotecario extender considerablemente sus préstamos. Esto confirma entonces lo que usted decía.

Sr. Gómez: Nosotros hemos tratado de persuadir a las sociedades financieras a que emitan bonos generales, que nosotros estamos autorizados a comprar, a condición de que estén garantizados con determinado tipo de inversiones que nosotros consideramos convenientes para la economía del país. Así, pues, nuestra ley nos permite seguir esa política en un momento dado, porque podemos comprar esos bonos generales; ahora, por ejemplo, hemos dicho que cuando se trate de importación de maquinaria estamos dispuestos a comprarlos para fomentar la importación de la maquinaria de segunda mano que haya en Estados Unidos. En una fase descendente también podemos persuadir a las sociedades financieras para que emitan bonos generales para extender crédito y comprarlos; podemos también aumentar el redescuento a los bancos y disminuir su encaje, de manera que tenemos un gran margen para aumentar la cantidad de circulación con objeto de mantenerla a la altura deseada; claro que nuestro poder es limitado y que llegará un momento en que no podamos más.

Sr. Prebisch: Pero que sería muy eficaz. Conserva, además, la elasticidad en sus manos.

Sr. Gómez: Y conserva la elasticidad en nuestras manos. Cuando no son muy profundos los movimientos cíclicos, podemos atenuarlos sin necesidad de estudiar nuevos procedimientos. En cambio, cuando se trata de la fase descendente y el Gobierno sigue con sus mismos gastos y no los disminuye, entonces también tenemos medios para restringir el dinero de la circulación hasta cierto grado.

(4)

Sr. Villaseñor: Lo que usted ha dicho me hace pensar o plantear la cuestión de si durante esos dos períodos de crecimiento del país no ha habido inversión de capitales.

Sr. Prebisch: En el primer período, anterior a la crisis mundial, además de las grandes exportaciones, hubo una corriente muy importante de capital extranjero. En el segundo período fue menor, sobre todo en los primeros años, que coinciden con los de la crisis mundial. La corriente de capitales se reanuda a fines de 1935; pero entre el 30 y el 35 hay un crecimiento industrial que en gran parte se hace con capital nacional y con expansión de crédito; después interviene el capital extranjero.

Sr. Villaseñor: ¿El aumento de la inmigración solamente existió durante el período de aumento de exportaciones? ¿No hubo aumento de inmigración después de paralizado su crecimiento?

Sr. Prebisch: No hubo; fue muy pequeño. Nuestro país, en los últimos quince años ha tenido un crecimiento vegetativo. Como siempre habíamos visto el crecimiento del país bajo el impulso de estímulos exteriores, cuando observamos que nuestra exportación se detenía, el país restringió deliberadamente la inmigración y perdió la oportunidad de acrecentar su población debido a esa actitud, ya que no puedo llamarle política. Toda la psicología del país durante esa época ha sido de defensa: en la moneda, en la política económica interna y en la política demográfica.

Sr. Villaseñor: Dijo usted que le correspondía a la Secretaría de Hacienda el manejo de la tarifa de importaciones; ¿puede usted decirme si la Secretaría de Hacienda tiene facultades constitucionales para mover esa tarifa o si son facultades del Congreso?

Sr. Prebisch: Del Congreso.

Sr. Urquidi: ¿Cuando usted habla del estancamiento de la exportación, se refiere usted al volumen o al valor?

Sr. Prebisch: Al volumen físico.

Sr. Urquidi: ¿Entonces un aumento de los precios de los productos primarios podría indicar un aumento a favor de la exportación?

Sr. Prebisch: Desde luego. Pero en los últimos quince años no hemos tenido aumentos de precios sino oscilaciones de carácter cíclico.

Sr. Urquidi: Pero para el futuro, ¿usted cree que los productos primarios aumentarán de precio con relación a los productos de otros países industriales?

Sr. Prebisch: Con respecto al futuro no hago ninguna previsión, sino que me limito a hacer una serie de hipótesis para ver qué es lo que ocurriría en cada una de ellas. ¿Quién puede predecir el futuro de los precios? Naturalmente que si sube el nivel de precios de los productos agropecuarios y aumentan por ello las exportaciones, estaremos en esa hipótesis feliz de exportaciones crecientes, para las cuales, sin embargo, no veo ninguna perspectiva en estos momentos salvo en el período inicial de la postguerra que será necesario alimentar a Europa.

Ing. Robles: Esa política monetaria que usted ha señalado tiene dos aspectos, uno de carácter cíclico y otro de fomento y desarrollo, cuya característica, según he podido entender, es permanente. Si no fuera permanente, y desde ese punto de vista, creo que es muy bueno el campo experimental que usted ha elegido, porque la vivienda es una necesidad humana permanente; como esa necesidad se ha satisfecho muy medianamente ofrece un campo ilimitado, aun cuando habría que calcular la vida de las construcciones, el aumento de la población, etc., etc., para estar seguros de no suspender nunca esa política; de lo contrario sería contraproducente, es decir, se causarían perturbaciones muy serias. Esto por un lado; por otro, a primera vista, me parece que podría haber conflictos de hecho entre la política anticíclica que usted señala y la política permanente de desarrollar una industria escogida con ciertas características. La idea me ha interesado plenamente, porque en alguna ocasión estuve tratando de encontrar no una industria, sino un grupo de industrias que llenaran esas condiciones; recuerdo que entre ellas pensé en la industria de la producción de leche, con base en un informe de la situación de la infancia en Suecia que es la nación más adelantada del mundo por lo que hace a materia social, informe del que resultaba que la población infantil de Suecia estaba muy mal nutrida. Proyectando ese hecho en nuestra realidad mexicana, pensé que la industria de la leche podría ser fomentada en una forma casi permanente.

Sr. Prebisch: Voy a tratar de contestarle, ingeniero. Elijo el plan de construcción como estímulo inicial, sin excluir, desde luego, otros planes de obras públicas, de carácter colectivo, o aun planes de desarrollo de la economía privada. Por un tiempo bastante largo no creo que debamos preocuparnos en nuestro país de que se agote la necesidad de satisfacer la demanda de casas, por cuanto se ha calculado que para la población existente, y para asegurar el ritmo de los próximos años harían falta 1.500 millones de pesos. Si suponemos que cada año entran 100, 150 o 200 mil inmigrantes, para poner una cifra relativamente moderada en relación a las registradas antes de la Primera Guerra, esos hombres necesitarán habitaciones adicionales, lo cual hace suponer que no pecaremos precisamente por exceso; al contrario, temo que no podamos realizar el plan con la amplitud necesaria, porque el fomento de la construcción estimulará otras ramas de la economía y absorberá mano de obra; y creo que es tanto lo que tendremos que hacer en materia de desarrollo económico en un plan inteligentemente trazado, que no podrá hacerse todo a la vez, y que, a la larga, habrá que sacrificar una parte del plan de construcciones para realizar otras cosas. No temo entonces por ese lado, sino por el otro, que nuestras aspiraciones sean demasiado ambiciosas en relación a los medios disponibles. Por otra parte, no creo que para asegurar una demanda persistente, sea indispensable un estímulo persistente, pues es muy probable que, una vez iniciado el plan de edificación, el impulso propagado a otros sectores de la economía, mantenga ese crecimiento sin necesidad de que el Estado gaste continuamente; el Estado debe estar preparado para gastar cuando afloje la economía privada. La mera cifra de 1.500 millones aun en el supuesto de que pueda ser exagerada, permite desarrollar un plan por muchos años, sin contar con el incremento de la población y las mil obras públicas que siempre es necesario realizar en un país en crecimiento.

Sr. Villaseñor: ¿El problema de las construcciones se ha dejado íntegramente en Argentina a la iniciativa privada?

Sr. Prebisch: A la iniciativa privada y a la oficial, en esta forma: el Banco Hipotecario Nacional, que es una institución del Estado, hace préstamos hipotecarios para construcción de casas y, además, hay instituciones privadas que dan las mismas facilidades, y otras, como la del crédito recíproco. Por otra parte, el Estado construye, directamente, viviendas populares, pero en forma limitada; casi la mayor parte de lo que se ha hecho, es por la vía privada bajo el estímulo oficial.

Sr. Villaseñor: ¿Tienen ustedes el problema del hierro para construcción?

Sr. Prebisch: Existe; pero felizmente durante la guerra ese problema fue casi totalmente resuelto en lo que se refiere a la vivienda pequeña o mediana, porque se ha hecho un empleo muy intenso de la madera nacional; como recordarán, al estudiar la política cíclica, señalé precisamente la posibilidad de acudir nuevamente a la sustitución del hierro por la madera nacional, en momentos de escasez de divisas. Normalmente, es tal la relación de precios, que de ordinario conviene más usar el hierro, pero en ciertas fases de restricción de cambios tal vez convendría explotar madera hasta como elemento de reactivación cíclica en el interior del país.

Sr. Villaseñor: Se me ocurre pensar de momento, si no estaremos examinando un problema que quizá sea una solución permanente, porque cada época tiene una necesidad de casas relativa a esa época; si la cantidad de poder de compra del país crece, y también la población, entonces la necesidad de viviendas será permanente; porque, además de concluir casas nuevas, habrá que reparar las viejas, y eso sin considerar que las ventajas de la civilización harán que la gente cambie constantemente de una vivienda de tipo antiguo, a una vivienda de tipo moderno. No es difícil, pues, que estemos tocando una posible industria clave, que era lo que buscaba el ingeniero Robles.

Sr. Prebisch: Creo que en mi país será así; pues no hay sino tener en cuenta que hemos estado gastando anualmente en construcciones entre 600 y 900 millones de pesos. Esta cifra de 900 millones, como monto total del valor de las obras, ha tenido una influencia enorme en la economía del país en el año 42 porque mantuvo la demanda de todas las otras industrias. La industria de la construcción ofrece, además, la ventaja de que sus efectos son rápidos, muy rápidos, y no se necesita una gran acumulación de bienes de capital para producir viviendas; todo se puede improvisar en muy poco tiempo. Los bienes de capital necesarios para la construcción son relativamente pequeños en relación al valor de la construcción.

Sr. Villaseñor: ¿En Argentina, el cemento se produce o se importa?

Sr. Prebisch: El cemento es de producción interna. En general, en la construcción, antes de la guerra, se calculaba que entre un 20 o 15 por ciento del material empleado era de origen extranjero; y con la guerra se ha llegado a eliminar casi por completo en la vivienda pequeña y en la mediana. En la vivienda grande, en casas de departamentos, edificios llamados de renta, se calcula entre un 5 y 10 por ciento; se ha hecho, pues, una gran economía.

Sr. Gómez: ¿Ustedes han llegado al período que la tierra cultivable está acondicionada para la producción? ¿Ya están hechas las obras de riego?

Sr. Prebisch: Sí, las tierras para la producción en gran escala de cereales y carnes; pero en nuestro país se han hecho muy pocas obras de riego, puesto que sólo se requieren en ciertas regiones del interior.

Sr. Gómez: Lo pregunto porque me parece que ustedes ya llegaron al momento en que tienen que pensar en dar buen albergue a la población.

Sr. Prebisch: Ah, sin duda alguna.

Sr. Gómez: Nosotros al llegar a ese punto quizá necesitemos acondicionar la tierra; primero hacer estos gastos cíclicos, o de expansión, para acondicionar nuestras tierras y después seguir con la industria. Entre nosotros existe un campo vastísimo para aplicar la misma política de gastos cíclicos y de estímulo económico del país, dedicando el dinero que haya de ponerse en circulación a obras de producción antes de llegar a obras de consumo como es el de la vivienda. Nuestro pueblo está muy mal alimentado y sería bueno aumentar la producción de leche.

Sr. Prebisch: Nosotros vamos a tener el mismo problema: el no usar el total de la energía sobrante del país en satisfacer necesidades de consumo como son las de vivienda, porque también tenemos posibilidades muy serias de desarrollar la producción. Por ejemplo, las mismas obras de riego en ciertas zonas del país, en donde son necesarias, por distintas razones económicas y sociales; la utilización de las caídas de agua para el desarrollo de la fuerza eléctrica, lo cual va a requerir muchos capitales; el desarrollo de los caminos y los transportes; y el de la incipiente aviación comercial, etc., etc. Así que cuando me refiero a la vivienda, no hago sino citar un ejemplo de la forma de actuar sobre la economía, mas que como preferencia excluyente de otras formas de desarrollo de una política expansiva.

Lic. Cosío: Me gusta que haya usted hecho esa aclaración, porque al citar el caso de una política de viviendas populares dentro de la explicación general de usted, no la tomé sino con ese valor, como el de un ejemplo que ilustra el principio de que una política monetaria anticíclica puede elegir campos propicios de reactivación económica. Porque si fuera a darse al ejemplo el valor de un campo de inversión y de estímulo permanente, a mí, francamente, me parece una idea de cierta ingenuidad, entre otras cosas porque deberíamos estar seguros de que las industrias que nosotros eligiéramos como campo de reactivación permanente fueran industrias que tuviesen una facultad de imán, es decir, industrias cuyo desarrollo trajera como consecuencia inevitable el máximo desarrollo de otras industrias. Y es muy dudoso

que la industria en construcción sea la que esté en mejores condiciones para eso. Por otro lado, no se podría pensar en una política demasiado insistente y permanente de viviendas populares, porque nos expondríamos a afinar la guitarra simplemente templando sólo una de sus cuerdas, concluyendo por reventarla y quedar desafinada la guitarra.

Sr. Prebisch: Completamente de acuerdo.

Lic. Cosío: Es decir, la vivienda es una cosa que corresponde a un nivel de vida, y no podríamos pensar en manera alguna el que creciese la vivienda sin que otras cosas crecieran. Es decir, voy a poner el caso dramático de una gran vivienda en una población rural o urbana que no tenga dotación de aguas, que no tenga drenaje. Yo creo que el principio de uno o varios campos de reactivación económica permanente es muy importante y uno de los que debiera llamar más la atención a nuestro Departamento de Estudios Económicos. Por eso recojo con cierto calor estas ideas: cuáles podrían ser esos campos en que una acción económica y monetaria se pudiese emplear, con cierto favor, con cierta preferencia, partiendo del supuesto de que los recursos sean limitados.

Sr. Prebisch: Si lo he citado como ejemplo, y como un ejemplo que me atrae mucho...

Lic. Cosío: Yo sé que los argentinos tienen una cierta debilidad por la vivienda popular.

Sr. Prebisch: Sí, porque tiene muchas ventajas; pero sin excluir otras cosas. En primer lugar, la industria de la construcción tiene una influencia muy grande en otras industrias; el desarrollo de la construcción trae consigo no solamente la producción de materiales para la construcción, que emplea mucha gente y el crecimiento de los transportes, sino el desarrollo de todas las industrias de consumo y, además, desde el punto de vista cíclico, y esto me parece de gran importancia para la política monetaria, tiene la ventaja de impulsarse o restringirse muy rápidamente. Por ejemplo, si se emprenden obras de electrificación, por razones obvias, no es posible, a medio camino, detenerlas por consideraciones de orden cíclico; hay que terminarlas necesariamente. En ese sentido la construcción tiene una elasticidad muy grande. Pero es evidente que en esto como en otros aspectos, se nos presenta un problema de orden económico: hay una determinada cantidad de energías del país que no son necesarias para abastecer el consumo corriente, que pueden capitalizarse. ¿Cuál será la forma más productiva de capitalización? No he querido dar preferencia de ningún orden a la edificación; quizá por una cierta deformación circunstancial he suscitado la construcción, porque en 1941 cuando veíamos avecinarse una gran depresión, acudimos a esta idea porque no había otra susceptible de ser improvisada; pero eso es todo.

Sr. Gómez: Cada país debe escoger, de acuerdo con sus condiciones; en México todavía no estamos en el punto de pensar exclusivamente en construcción de viviendas, nos faltan otras muchas cosas por hacer.

Sr. Prebisch: No hay que utilizar una parte muy grande de los recursos del país en el consumo presente, cuando hace falta estimular la producción para que el consumo del futuro sea mayor.

Lic. Cosío: Probablemente se necesita, en primer lugar, tener una idea de los recursos del país y de las metas que se propone alcanzar. Y tocar distintos resortes. Yo diría que, por ejemplo, en México debiera abordarse una política de rehabilitación de los ferrocarriles, política que representaría una demanda de cierta permanencia para la industria siderúrgica, reposición de vías y construcción de vagones, etcétera.

Sr. Gómez: Reposición de los durmientes.

Lic. Cosío: Para nosotros y por tener una industria siderúrgica, llamémosla en marcha, tiene un interés muy grande esa posibilidad. En materia de industria siderúrgica, el programa de vivienda popular, si tenemos que pensar en un tipo de habitación, que corresponda a un

progreso, ciertamente, de nuestro medio social, pero no a una cosa quimérica y fantástica, va a significar una demanda relativamente pobre para la industria siderúrgica, porque muy probablemente el tipo de la vivienda popular, o no consuma hierro del todo, o lo consuma en una proporción bastante pequeña. De manera que no podríamos pensar en ese como estímulo para una industria tan importante para nosotros.

Ing. Robles: Quiero hacer una observación, en la que estoy de acuerdo con el doctor Prebisch. La industria de la construcción tiene como característica demandar artículos de un gran número de industrias. Si se considera la industria siderúrgica en particular, es justo lo que usted dice, y no se compara, por ejemplo, con la ferrocarrilera.

Sr. Villaseñor: Yo iba a decir nada más esto: que la exposición del Lic. Cosío disminuyó el alcance de la industria de la construcción, tanto que hasta la teoría, un tanto romántica para nosotros, de la vivienda popular, ya reducida a estos límites escuetos, es mucho más vulnerable a un juicio. Creo que, no estoy seguro, pero me parece que el señor Prebisch se refirió a la construcción en general, no sólo a la vivienda popular. Es posible que ellos hayan empezado a usar la vivienda popular, pero en términos generales. En México hemos tenido una experiencia que quizás es un poco especial, que cuando la gente no invirtió dinero absolutamente en nada, no dejó nunca de invertir en la construcción; al grado de que para nosotros también sea un medio eficiente no sólo en períodos de crisis, porque es una cosa permanente entre nosotros, es decir, que quizá para nosotros es hasta al revés, que en períodos de actividad muy grande tenemos que andar viendo cómo lo atajamos, porque se excede, sin que deje nunca de ser una actividad importante, y mientras más baja la actividad general, más importante resulta la construcción...

Sr. Prebisch: Yo tengo la misma opinión que usted, señor Villaseñor, porque en nuestro país, justamente, en los períodos de prosperidad es cuando más se desarrolla la construcción y excepto en estos últimos años excepcionales se ha desarrollado al calor de las emisiones de cédulas y de bonos hipotecarios. En la política cíclica, sería necesario, en la fase ascendente, comprimir precisamente esas emisiones, y tal vez recoger dinero del mercado con emisión de papel de absorción para facilitar estas emisiones en una fase ascendente y hacerla servir de elemento de compensación cíclica.

Sr. Villaseñor: Tenía que comprimírsela especialmente para poderla utilizar en el descenso cíclico.

Sr. Prebisch: En el descenso cíclico.

105

LA POLITICA MONETARIA NACIONAL Y LOS PLANES MONETARIOS INTERNACIONALES*

I. COMPATIBILIDAD DE LO INTERNACIONAL CON LO NACIONAL

Después de haber expuesto lo que podríamos designar como plan monetario nacional, ha llegado el momento de considerar si las ideas que este plan entraña son o no son compatibles con las ideas que animan a los planes de reconstrucción monetaria internacional que hasta ahora hemos conocido. Yo creo que, en lo fundamental, las ideas no son incompatibles, y no lo son a mi juicio, por distintas razones. Primero, porque en el plan monetario nacional, hemos puesto como objeto fundamental el de mantener la actividad económica interna, lo cual significa la necesidad de controlar las importaciones en la fase descendente del ciclo económico. Si el plan procura los recursos necesarios para pagar estas importaciones, no hay incompatibilidad en lo que a ello respecta, entre la idea nacional y la idea internacional; ambas concurren a mantener cierto grado de estabilidad económica interna. Por otro lado, como los créditos no son ilimitados, el hecho de tener dentro de la política monetaria nacional resortes que permitan comprimir ciertas importaciones cuando los créditos se han agotado, tampoco conspira contra los planes internacionales, sino que permite más bien su desarrollo regular. En tercer lugar, si bien es cierto que dentro de ese plan de política monetaria nacional, se acude a los tipos flexibles de cambio para restringir las importaciones, no lo es menos que esos tipos se circunscriben en su aplicación a ciertas categorías de importaciones, resguardando a aquellas que son esenciales para el desarrollo de la actividad económica nacional, sin influir sobre el nivel interno de precios, ni sobre los precios internacionales.

Por estas tres razones, considero que, como he dicho anteriormente, en la parte sustancial, en los propósitos fundamentales, no hay incompatibilidad entre ambos planes o sistemas de ideas; pero en cuanto los planes internacionales pretenden in-

* *N. del Ed. Conversaciones en el Banco de México S.A.*, 1944, t. III, págs. 279-307, febrero 21 de 1944. Reproducido en *La creación del Banco Central...*, ob. cit., págs. 519-542. La parte I es la versión del Banco de México. La parte II es una versión revisada, publicada en *El Trimestre Económico:* 11, Nº 42, México, julio-septiembre de 1944, págs. 185-208.

miscuirse en la política monetaria nacional, allí sí hay una manifiesta incompatibilidad, según veremos más adelante; pero considero que ese deseo de inmiscuirse en la política nacional, no es indispensable para la realización de los planes monetarios, son meras excrecencias de esos planes, que podrían ser perfectamente eliminadas sin alterar el carácter sustantivo de ellos.

II. OBSERVACIONES SOBRE LOS PLANES MONETARIOS INTERNACIONALES*

Lo esencial en los planes monetarios, tanto el de White como el de Keynes, es la organización de un sistema de créditos internacionales. Este sistema de créditos ha existido ya en el mundo en aquella época en que la Gran Bretaña tenía el dominio monetario internacional; pero ya hemos visto, a través de la experiencia argentina, que ese mecanismo de créditos internacionales, lejos de tender a contrariar los movimientos cíclicos, los acentuaba, puesto que hemos observado en la realidad que en los períodos ascendentes, de prosperidad, de holgura monetaria en los grandes centros financieros internacionales, principalmente en Londres, era cuando se prestaba el dinero para luego interrumpir esos préstamos en los períodos de descenso, o sea que aun en lo que podríamos llamar la mejor época del patrón oro, el movimiento de los préstamos internacionales no ha sido anticíclico, sino de acentuación cíclica; no solamente en los hechos, sino en la misma elaboración de la teoría monetaria. A través de la teoría inglesa, vemos el reconocimiento del efecto benéfico de las fases descendentes, épocas de expiación de los pecados monetarios, económicos y financieros que se cometían en el período ascendente, de corrección de ciertas inversiones mal orientadas en los países extranjeros. De manera, pues, que ni en la práctica ni en la teoría del patrón oro existió un esfuerzo deliberado para cambiar el carácter de esas inversiones.

Por primera vez vemos ahora, en estos planes que han surgido, un concepto totalmente distinto, un concepto anticíclico; no se ofrece dinero a los países que lo requieren en épocas de prosperidad, sino precisamente en momentos de déficit en la balanza de pagos, en momentos en que la experiencia nos ha demostrado que la banca privada no ha estado siempre dispuesta a colaborar con los países deficitarios, en hacer frente a ese desequilibrio de las cuentas internacionales. De manera que desde ese punto de vista, desde el punto de vista de un sistema de créditos in-

* Versión de una charla informal tenida en la ciudad de México, en el mes de febrero, con un grupo de economistas mexicanos. Las ideas del señor Prebisch sobre política monetaria nacional e internacional, se encuentran expresadas en forma sintética en *El patrón oro y la vulnerabilidad económica de nuestros países*, ponencia presentada en el Seminario sobre la América Latina, Centro de Estudios Sociales, El Colegio de México, *Jornadas*, Nº II, 1944. *N. del Ed.* Reproducido en el capítulo 108 del presente volumen.

ternacionales, la idea es excelente; pero cuando pasamos de ello a la organización de un régimen monetario internacional, sobrevienen grandes dudas sobre si las bases de este sistema son suficientemente estables y fuertes como para permitir el desarrollo ordenado de la moneda en las relaciones internacionales. A mi juicio, estos planes dejan subsistente el mismo problema que pudimos observar en el mundo con respecto al funcionamiento del patrón oro; no hay nada dentro de los planes que asegure el cumplimiento de las reglas del juego esenciales para llegar al equilibrio internacional de los balances de pagos.

Para demostrarlo, consideremos el caso de Estados Unidos, país que, en épocas anteriores ha seguido —o ha debido seguir, si es que no queremos atribuirle un propósito deliberado— una conducta económica que ha impedido el cumplimiento de las reglas del juego en materia de patrón oro. Para que ellas se cumplan, es necesario que ese país compre al resto del mundo y le preste por lo menos tanto como lo que le venda; puesto que es imposible que un sistema monetario, cualquiera que sea, pueda resistir un desequilibrio crónico. Antes, durante el período comprendido entre la Primera Guerra y la actual, hemos visto al resto del mundo pagar ese desequilibrio acudiendo a sus reservas monetarias. En los planes de White y de Keynes se acudiría, para hacerlo, a los bancos o unitas provenientes de la expansión del crédito internacional. Pero en uno y en otro caso hay un límite preciso, determinado, al empleo ya sea de las reservas monetarias de los distintos países del resto del mundo, o de su aptitud para hacer uso del crédito internacional, puesto que en los dos planes se limita el uso del crédito. De manera, pues, que si no se corrige el factor fundamental de desequilibrio, llegaremos a un momento en que el desarrollo de ese sistema monetario se encontrará seriamente trabado y no podrá seguir funcionando más, salvo que se le autorice a seguir prestando.

Por lo tanto, si no se crea dentro de los planes monetarios ningún resorte que pueda asegurar el cumplimiento de las reglas del juego, caeremos en la misma situación trágica en que habíamos caído en los tiempos pretéritos del funcionamiento del patrón oro, y llegaremos al mismo fracaso tarde o temprano. De ello se han dado cuenta claramente los hombres que en la Gran Bretaña no se dejan llevar por ninguna ilusión acerca del futuro funcionamiento del patrón oro, precisamente en el país donde surgió y se desarrolló brillantemente la teoría de ese patrón. Ha pasado la defensa de éste a Estados Unidos, a los banqueros y economistas ortodoxos de Estados Unidos, pero no hemos visto en ellos ninguna contribución seria que nos permita tener esperanzas de que el funcionamiento del patrón oro se va a hacer teniendo en cuenta las exigencias que el mismo sistema debe tener, ineludiblemente, para no llegar al fracaso. Son precisamente los economistas no ortodoxos los que están preconizando planes de plena ocupación, quienes con su prédica podrán llevar, si es que Estados Unidos se endereza hacia esa política, a una solución com-

patible con el desarrollo armonioso del comercio mundial, según veremos más adelante, y evitar el desequilibrio de las cuentas internacionales.

Pero, antes de proseguir, debemos plantear esta pregunta: ¿por qué Estados Unidos no ha cumplido las reglas del juego en la aplicación del sistema del patrón oro? ¿Qué es lo que le ha impedido, qué es lo que le ha llevado a saltar sobre esas reglas? Esas reglas significan en síntesis esto: todo país que por un aumento de exportaciones incorpora a su circulación monetaria interna una cantidad adicional de poder de compra, debe permitir que ese poder de compra actúe inmediatamente en la economía interna y propenda al desarrollo de las importaciones. El aumento de esas importaciones equilibra así el de las exportaciones. Para comprender bien por qué razón eso no ha podido ocurrir en Estados Unidos, no hay más que establecer un contraste entre la situación de un país como Argentina y Estados Unidos. En nuestro país, con un volumen de exportaciones, digamos, para poner un ejemplo aproximado a la realidad, de 2.000 millones de pesos, si ocurre un aumento de mil millones, llevando la cifra a 3.000 millones, o sea un 50 por ciento, el poder adquisitivo crecerá en esos mil millones. Como la circulación monetaria podríamos calcularla aproximadamente en 4.000 millones, esos mil millones representan, con respecto a ellos, un incremento de 25 por ciento, cifra suficientemente fuerte para determinar en seguida el desarrollo de ese proceso en la economía interna que lleva fatalmente al crecimiento de la importación.

Veamos ahora el caso de Estados Unidos; caso distinto, en donde el grado de sensibilidad es mucho más débil. Supongamos una exportación de 4.000 millones y un aumento también de 50 por ciento, o sea de 4.000 a 6.000 millones; son 2.000 millones de dólares de incremento. ¿Qué significan 2.000 millones de dólares en una circulación de 40.000 millones, o 70.000, como entiendo que tiene actualmente? Una fracción insignificante; sobre 40.000 millones, es apenas el 4 por ciento. Esto quiere decir que un estímulo igualmente intenso en las exportaciones de uno y otro país significa, en el mecanismo monetario interno, una influencia totalmente distinta: muy intensa en la Argentina, muy escasa en Estados Unidos. Bastaría que en Estados Unidos disminuyera en una fracción la velocidad de circulación de los medios de pago para que ese 4 por ciento de estímulo interno resultante de un aumento de 50 por ciento en la exportación se vea completamente neutralizado; y no solamente eso, pues bastaría una contracción de crédito o un incremento del ahorro para que ocurriera lo mismo, ya sea aisladamente o en forma conjunta. Es más, si la economía de Estados Unidos no se encuentra en un estado de plena ocupación, sino muy abajo del tope, el incremento de poder de compra provocado por el aumento de la exportación estimulará seguramente el desarrollo de los negocios internos, puesto que las altas tarifas le harán desviarse de la importación, o donde naturalmente podría ir, hacia la economía interna.

Finalmente, una política deliberada de esterilización de medio circulante, que absorba apenas 2.000 millones, o sea una cantidad pequeña en relación con la gran esterilización de fondos que hubo en el período comprendido entre las dos guerras, bastaría para neutralizar en absoluto el efecto del poder de compra causado por el incremento de la exportación sobre la economía interna. No pretendo con esto explicar una realidad muy compleja como la que se desenvolvió en Estados Unidos entre las dos guerras, pero sí señalar que es tal la magnitud de la economía de Estados Unidos con respecto al resto del mundo y tan pequeña la proporción de sus importaciones y de su comercio exterior en la vida económica total del país, que el género de reacciones monetarias que ocurren allí es totalmente distinto en su grado, y aun en la índole del fenómeno, a las reacciones que el patrón oro trae necesariamente, según lo ha comprobado la experiencia en otros países de menor magnitud y en que el comercio exterior tiene mayor importancia relativa.

A mi juicio, en la postguerra el problema fundamental a resolver en Estados Unidos, desde el punto de vista de la economía monetaria internacional y del comercio internacional, será el problema de la plena ocupación. Y para definir mejor nuestras ideas sobre ello, juzgo conveniente dar un ejemplo. Supongamos que en Estados Unidos se llega a la plena ocupación, con un ingreso nacional, digamos, para citar cualquier cifra, de 110.000 millones de dólares, y que Estados Unidos exporte al resto del mundo la cantidad de 10.000 millones de dólares. Tendremos entonces, por un lado, poder de compra de la población interna, 110.000 millones de dólares, y mercaderías y servicios a su disposición por 100.000 millones, puesto que 10.000 ya han sido exportados. ¿Qué va a suceder si, por un lado, hay 110.000 millones de demanda o de poder de compra, de los cuales 10.000 provienen de las exportaciones, y solamente 100.000 millones de artículos y servicios? Que habrá un desequilibrio entre el poder de compra y la cantidad de bienes, un desequilibrio entre la demanda y la oferta global de bienes en ese país, que tenderá necesariamente a subir los precios en general, en unas mercaderías y servicios más que en otros. Ello tendrá este resultado inmediato: muchas mercaderías de otros países que antes no podían saltar la tarifa, se encontrarán ahora en situación mucho mejor para hacerlo, desde el momento que su precio sube en Estados Unidos. El poder de compra, por primera vez, desde el momento que hay plena ocupación, va a tender a desbordarse hacia afuera, va a tender a traducirse en una mayor importación por cuanto el obstáculo de una actividad económica creciente que absorbía los medios de pago, ya no existe, y aquel otro obstáculo de la tarifa tiende también a debilitarse por obra del alza de precios de ciertas mercaderías que ya no pueden en ninguna forma satisfacerse con la producción interna, desde que ésta, según nuestra hipótesis de plena ocupación, no puede pasar de los 100.000 millones que habíamos calculado en nuestro ejemplo.

Sin embargo, para que ese proceso pueda cumplirse satisfactoriamente, es indispensable que Estados Unidos no vuelva a subir sus tarifas, porque de lo contrario estaremos en el mismo caso de antes.

La plena ocupación de Estados Unidos es, pues, esencial para resolver el equilibro del balance de pagos del resto del mundo con respecto a ese país. Si llegamos a esa conclusión, debemos indagar ahora en qué condiciones se encuentran los planes para llevar a Estados Unidos a la plena ocupación. En el plan de White, la cantidad de créditos es realmente pequeña, frente a los medios de pago que tiene hoy Estados Unidos, para poder traer un efecto sensible. Es posible que el estímulo derivado de los créditos, o sea el nuevo poder de compra que de ellos emerge, se pierda en el vasto campo económico y monetario de Estados Unidos, como hemos visto que se podía perder el derivado de un aumento de la exportación. En cambio, en el plan de Keynes, en donde la cantidad prestable es muy superior a la del plan de White, sí sería posible que el estímulo que el resto del mundo ejerza por medio del uso de estos créditos sobre las exportaciones de Estados Unidos y, a través de ello, sobre su economía interna, pueda contribuir poderosamente al desarrollo de la plena ocupación en Estados Unidos, por el incremento considerable del poder de compra que significarían estos créditos.

Pero aquí está precisamente el gran peligro que encierra el plan Keynes, porque ese enorme poder de compra adicional, resultante de la expansión del crédito internacional, si bien es cierto que podría actuar como un estimulante dentro de la economía interna de Estados Unidos mientras ésta no se encuentre en el estado de plena ocupación, sería de consecuencias altamente perniciosas si Estados Unidos, por una razón o por otra, ya está cerca del punto de plena ocupación, o se encuentra precisamente en el estado de plena ocupación. Supongamos que eso ocurra, y que el resto del mundo, no obstante que toda la economía interna de Estados Unidos está ya saturada, aumente sus compras en este país en virtud de los créditos que el sistema de Keynes le permite utilizar. ¿Qué ocurriría? Simplemente que ese incremento de poder de compra llevaría a Estados Unidos fatalmente a la inflación, al alza de precios, puesto que si hay mayor poder de compra y la economía interna no puede dilatarse más porque se ha llegado a la ocupación óptima de todos sus recursos, no habrá otra salida que el alza de precios, que la inflación en el vasto plano internacional.

Para abarcar el peligro que esto significa, tengamos en cuenta dos elementos, que con justa razón preocupan a la opinión financiera de Estados Unidos. Primero, la enorme acumulación del poder de compra que hay en ese país en estos momentos como resultado de la economía de guerra; y luego, la acumulación bastante apreciable de saldos en dólares de otros países, tanto de México como de la Argentina y otros países de este continente. Si a esos dos factores de orden inflacionista

se agrega un nuevo crédito, podemos darnos una idea clara de lo que podría significar para Estados Unidos, si es que llega a la plena ocupación después de la guerra, el tener que hacer frente a esa demanda mundial, acrecentada en esta forma, con una oferta de mercaderías muy inferior a la necesaria para satisfacerla; tanto más cuanto que podría ocurrir que en Estados Unidos la conversión de la economía de guerra a la economía de paz no se haga con la misma rapidez con que lo quisiera la demanda mundial, con lo que, en tal caso, la inflación en nuestra hipótesis podría sobrevenir antes de haberse llegado al punto de plena ocupación.

Se comprende, pues, y se justifica plenamente, la preocupación de Estados Unidos con respecto al plan Keynes, por dos razones. Primero, por la magnitud que tiene la capacidad potencial de expansión del crédito, y segundo, por el automatismo del plan de Keynes, porque las cuotas de los créditos no se van a usar de acuerdo con la situación de la economía mundial, sino dentro de lo que a cada país se le ha reconocido para el empleo de ese crédito. De manera, pues, que en límites bastante amplios habría una indeterminación completa en cuanto a la intensidad con que se crearía nuevo poder de compra internacional, con consecuencias muy serias, primero sobre la economía de Estados Unidos, país en donde irán a hacerse preferentemente las compras, y después sobre el resto del mundo por natural repercusión.

Así que lo que a simple vista nos seduce en el plan de Keynes, que es la facilidad para usar del crédito internacional, es en donde se encuentra el mayor peligro de ese plan, mientras no haya una dirección deliberada en el otorgamiento de los créditos; mientras el plan se cumpla automáticamente, según parece ser la idea que lo mueve.

Naturalmente que es muy seductor el plantear el problema en esta forma: si Estados Unidos vende al resto del mundo más de lo que le compra y le presta, que Estados Unidos deje ese saldo positivo o ese sobrante en un fondo internacional, para que el resto del mundo no tenga que ir a la deflación a fin de pagarle. Expresada en esta forma, la idea de Keynes es muy aceptable, pero también se puede expresar en esta otra forma, y decir: que el resto del mundo, en virtud de los recursos del plan de Keynes, puede forzar su demanda de mercaderías de Estados Unidos, puesto que se encuentra en condiciones de comprar buena parte de estas mercaderías a crédito, independientemente del estado de ocupación en que se encuentre Estados Unidos, de tal modo de que si se encuentra ya en estado de ocupación plena, o cerca de ese estado, el uso de ese crédito traerá fatalmente las consecuencias inflacionistas que acabo de mencionar.

En fin de cuentas habremos caído en la misma falla de automatismo que contribuyó a la destrucción del patrón oro, es decir, a querer encontrar dentro del sistema algo que, sin deliberación ni dirección, conduzca al equilibrio. En verdad, es de importancia fundamental para el mundo, para todos nuestros países especialmente,

que Estados Unidos llegue a ese estado de plena ocupación; pero es bien comprensible que, si ello ha de ocurrir, Estados Unidos quiera llegar por sus propios recursos, por su propia política y no por imposición del exterior. Y esto por muchas razones. Primero, por una razón fundamental de soberanía a la cual sabremos también acudir cuando llegue el caso de considerar lo nuestro. En segundo lugar, es bien natural que Estados Unidos no quiera vender a crédito al resto del mundo sin tener el recurso necesario para controlar el monto de esas ventas. En tercer lugar, es perfectamente comprensible, también, que Estados Unidos, si es que desea ir a la política de plena ocupación, quiera hacerlo directamente y bajo su control directo, con la aptitud para graduar la aplicación de esa política de acuerdo con las condiciones internas y de poder frenarla en caso necesario, y no someterse a que ella se ejercite desde afuera en una forma incontrolada.

Si Estados Unidos, por su propia política monetaria nacional, llega a la plena ocupación, será esencial para que el resto del mundo pueda equilibrar su balance de pagos con ese poderoso país, que preste al resto del mundo por lo menos una cantidad equivalente a la del poder de compra que allí se ahorra internamente, neutralizando poder adquisitivo que podría ejercitarse en una mayor demanda de importaciones. Volvamos a nuestro ejemplo de los 110.000 millones de ingreso nacional: 10.000 millones de exportación y 100.000 millones de artículos y servicios que quedan a disposición de la población de Estados Unidos. Si en este país el público, en lugar de gastar los 110.000 millones de poder de compra que tiene, gasta 105 y ahorra 5, se neutralizan 5.000 millones de poder de compra que en variable medida afectarán las importaciones y la demanda interna de artículos y servicios. Esto último traerá consigo una contracción en la actividad interna y lo primero impedirá que se equilibre el balance de pagos del resto del mundo con Estados Unidos. Para corregir estas consecuencias perniciosas será indispensable que esos 5.000 millones ahorrados vuelvan a ejercitarse como poder de compra en forma de préstamos internos e internacionales. De manera, pues, que aun en el estado de plena ocupación, para que el resto del mundo pueda hacer funcionar equilibradamente sus cuentas con Estados Unidos, será indispensable que si el sistema bancario no presta espontáneamente al exterior, lo haga alguna organización oficial, puesto que de lo contrario se privará al resto del mundo de los medios de pago necesarios para mantener ese volumen de 10.000 millones de compras con Estados Unidos, y caeremos en la situación que hemos descripto en alguna otra oportunidad. El resto del mundo, en alguna forma o en otra, tendrá que limitar sus importaciones de Estados Unidos.

No hay ninguna solución concebible, dentro de ningún sistema monetario imaginable, que permita al resto del mundo, una vez que se ha llegado a esa situación, continuar comprando en exceso a Estados Unidos, puesto que las reservas me-

tálicas no son inagotables. Así que no habrá sino dos salidas: o Estados Unidos presta sistemáticamente, o el resto del mundo limita sistemáticamente sus importaciones de Norteamérica mediante la aplicación de sistemas de control de cambios. De la política que se siga dependerá que el nivel del comercio mundial sea alto o sea bajo. En última instancia, pues, la solución de este asunto está en gran parte en manos de Estados Unidos.

Por supuesto que la opinión que hay en Estados Unidos no siempre concuerda con nuestro punto de vista en esta materia. Hay un economista, C. P. Kindleberger, que sostiene esta teoría un tanto extraña: que el resto del mundo está predestinado a comprar a Estados Unidos más de lo que le vende, porque desea más, necesita más, las manufacturas de Estados Unidos, que lo que Estados Unidos requiere los productos del resto del mundo. Por otro lado, agrega, en la mayor parte de los productos industriales, la eficiencia de Estados Unidos es muy superior a la del resto del mundo.*

De manera, pues, que Estados Unidos está en la situación de un país que puede tener internamente todo lo que necesita, y, por lo tanto, sólo requiere comprar del resto del mundo mucho menos de lo que el resto del mundo se ve precisado a comprar de ellos. Por esto, el resto del mundo tiende fatalmente a desequilibrar sus cuentas con Estados Unidos. Yo tengo la vehemente sospecha de que eso no es así. Sin embargo, no vale la pena entrar en una discusión si el único juez que puede dirimir el caso, que es la experiencia futura, no existe todavía. Para poder saber si eso es así o no, tenemos que esperar que Estados Unidos se encuentre en estado de plena ocupación, en el cual la tarifa o el crecimiento de la economía interna no puedan evitar como antes el restablecimiento del equilibrio. Si nosotros, una vez que Estados Unidos esté en plena ocupación, vemos que no hay elasticidad de su demanda, habremos comprobado la teoría de Kindleberger; pero mientras no suceda tal cosa, eso será una mera hipótesis, pero no una teoría que pueda aceptarse por su lógica perfecta. Más aún, el único elemento de prueba que da Kindleberger para apuntarlar su aserto, es la experiencia de la República Argentina precisamente. Para demostrar que el resto del mundo procede en la forma que él dice, señala el caso de la Argentina, que en los años 36 y 37 ve aumentado su poder de compra por el incremento de las compras de Estados Unidos, debidas en gran parte al alza de los precios; y observa Kindleberger que este estímulo lleva a la Argentina a comprar de Estados Unidos una cantidad mayor que la correspondiente al incremento de las compras de Estados Unidos en la República Argentina. Tal es la única comprobación de su tesis. No tiene en cuenta, sin embargo, que lo que lleva

* C. P. Kindleberger, "International Monetary Stabilization", en *Postwar Economic Problems* (ed. por S. E. Harris), Nueva York, 1943.

a la Argentina a expandir sus compras más allá de lo que puede pagar con el incremento de las compras a Estados Unidos, no es esa cualidad intrínseca que atribuye a las mercaderías de ese país, sino la dilatación interna del crédito, el fenómeno que hemos estudiado en las conversaciones anteriores. Si la Argentina no hubiese dilatado su crédito, no habría traído más importaciones de Estados Unidos, que las que pudo haber pagado con el incremento de su poder de compra, pues por más que se deseen más automóviles y refrigeradores, no hay demanda de ellos si no se tiene poder de compra para adquirirlos. Por eso, creo que la comprobación que Kindleberger da es complemente deleznable, lo que no quiere decir que no pueda tener razon. Lo veremos una vez que se llegue a ese estado en la economía de Estados Unidos, si es que se llega; una vez que comprobemos fehacientemente que esos 10.000 millones más de poder de compra que tiene Estados Unidos con respecto a los artículos y servicios de que dispone en la economía interna, no obran externamente. Yo creo que sí van a obrar, que habrá una gran cantidad de artículos de otros países en que se sentirá el estímulo de esa mayor demanda. Pero esperemos los hechos concretos para asentar una teoría definitiva.

Hemos señalado que corresponde a la política monetaria nacional de Estados Unidos el emprender un plan de plena ocupación de esta naturaleza; y para que se note mejor qué diferencia fundamental hay entre el fenómeno monetario de ese país, de gran magnitud y de tanta importancia en la economía mundial, y un país como el nuestro, no hay más que hacer una ligera comparación entre lo que ocurriría allí y en la Argentina, frente a un plan interno de plena ocupación.

Si en Estados Unidos se expande el crédito, con este propósito, mientras no se llegue a la ocupación plena, las importaciones tenderán a crecer lentamente, como que están resguardadas por la tarifa. Al chocar con ésta, el poder de compra se desviará hacia la economía interna. En la Argentina ya hemos visto que basta una dilatación de crédito de cierta importancia, para estimular inmediatamente las importaciones. Primera diferencia: insensibilidad en la importación de Estados Unidos mientras no se llegue a la plena ocupación, y gran sensibilidad en la importación de la Argentina, aun cuando se esté muy lejos de la plena ocupación.

Segunda diferencia: aun en el caso de que crezcan las importaciones de Estados Unidos, sea o no en la medida necesaria para equilibrar el balance de pagos, ese crecimiento, por grande que sea, así se duplique la importación, no amenaza las reservas metálicas, pues son tan considerables que esa duplicación de la importación no tiene gran importancia monetaria. En cambio, en la Argentina, un aumento de esa intensidad en la importación pone en peligro, fatalmente, las reservas monetarias, dada la gran importancia que tiene el comercio exterior con respecto a ella, al volumen interno de medios de pago y a la renta nacional. En Argentina hay, pues, un gran riesgo que no existe en Estados Unidos.

En tercer lugar, si la importación de Estados Unidos crece intensamente con la aplicación de un plan de plena ocupación, es muy grande la importancia de este fenómeno para el resto del mundo: aumenta su poder adquisitivo y una vez que se haya llegado al equilibrio del balance de pagos, ese poder adquisitivo se ejercita activamente en una mayor compra de productos de Estados Unidos por el resto del mundo; o, en otros términos, la experiencia pasada demuestra que todo incremento de las compras de Estados Unidos en el resto del mundo propende inmediatamente a aumentar las compras del resto del mundo en Estados Unidos. No ocurre lo mismo en la Argentina. Si ésta aumenta sus importaciones, eso no quiere decir que el resto del mundo aumente automáticamente sus compras en Argentina, porque como apenas tenemos una cantidad que ha de oscilar en uno o en uno y medio por ciento del comercio mundial, el hecho de que realicemos un 50 por ciento más de importaciones se diluye o se absorbe en las reservas monetarias, o en la velocidad de circulación, o en el incremento del ahorro, o en la esterilización que puede ocurrir con una cantidad tan pequeña de poder de compra en el resto del mundo. De manera, pues, que no se produce la misma reacción. Tercera diferencia que nos lleva a esta conclusión fundamental: en Estados Unidos es posible seguir con toda intensidad una política expansiva del crédito, sin ningún peligro para su balance de pagos y sus reservas monetarias; en cambio, en la Argentina existe ese peligro. De ahí que en Estados Unidos a nadie se le haya ocurrido establecer un sistema de control de importaciones; mientras que en un país como el nuestro es fatal su implantación si se quiere realizar una política de plena ocupación, a menos que haya abundantes créditos exteriores.

A mi juicio basta este ejemplo, al cual atribuyo importancia sustancial, para llegar a estas conclusiones. No debemos mirar los fenómenos monetarios y económicos de uno y otro país a través del mismo cristal. No es posible seguir exactamente la misma política ni las mismas directivas en materia monetaria. Los países que están en la situación del mío, requieren una política monetaria distinta en algunos aspectos fundamentales de la que se pueda seguir en un país como Estados Unidos. Los planes monetarios internacionales tienen necesidad de considerar esta desigual situación, sin querer vestir a todo el mundo con el mismo sayo.

Estas mismas consideraciones nos llevan a este otro aspecto del problema. Si para seguir una política de plena ocupación en un país como Argentina debemos tener a mano los resortes de una política de cambios, esto no quiere decir que no sea de un gran auxilio para nosotros el poder disponer de créditos internacionales; por el contrario, se concibe perfectamente que, empeñada la Argentina en una política de plena ocupación, o en una lucha contra la depresión que viene de fuera, el disponer de créditos internacionales para seguir realizando sus importaciones podría postergar y aun evitar la aplicación de las medidas restrictivas a la importa-

ción. Recordemos simplemente nuestra experiencia de 1940, año en que vimos que las exportaciones declinaban en forma muy intensa, mientras se trataba de mantener la actividad de la economía interna con la dilatación de crédito. Si al ver reducirse severamente nuestras reservas metálicas hubiésemos podido disponer de créditos fáciles, sin necesidad de complicadas negociaciones; si hubiésemos sabido que esos créditos estaban a nuestra disposición por 300, 400 o 500 millones de pesos, no habríamos tenido por qué iniciar la aplicación de restricciones drásticas a la importación. Habríamos podido esperar doce meses y quizá más. Ese intervalo nos hubiese permitido llegar hasta el año 1941, en que volvieron a crecer las exportaciones. De haber tenido esos créditos, no habríamos necesitado acudir a la política de cambios para equilibrar el balance de pagos. Esto nos hace ver la extrema utilidad que ellos habrían tenido. Pero, al mismo tiempo, la prudencia más elemental nos habría recomendado el tener siempre a mano esos instrumentos, porque así como en 1941 se acrecentaron las exportaciones, pudo haber ocurrido lo contrario o, lo que es peor, las exportaciones hubiesen podido seguir declinando, y entonces, como no hubiéramos podido, si hubiese sido aconsejable, aun dentro del mismo espíritu de los planes, seguir usando y abusando del crédito, habríamos tenido necesidad de implantar las restricciones indispensables.

Los mismos planes consideran esta eventualidad, y ante la posibilidad de que un país siga usando esos créditos, se le llama la atención diciéndole: tomen ustedes medidas de reajuste. ¿En qué forma? ¿Qué medios de reajuste hay si esas palabras mágicas con que los planes esperan que corregirán su situación los países con superávit no surten el efecto deseado? ¿Qué queda a los países deficitarios sino comprimir su importación? No hay otra solución. Los planes no quieren la depreciación, como medio de restricción; tampoco es de suponer que sean partidarios de la aplicación automática y violenta del patrón oro, por cuanto comprimirían severamente la economía interna. ¿Qué queda entonces si no es el control de cambios?

Alivia un poco mis preocupaciones ver que en el plan para la fundación de un Banco Central en Cuba, formulado por economistas norteamericanos, entre los cuales figura el propio Mr. White, se reconozca por primera vez en un documento emanado de funcionarios del gobierno de Estados Unidos, que un país sujeto a grandes fluctuaciones como es el caso de Cuba —y también el nuestro— se vea precisado a acudir a un sistema de control de cambios para limitar sus importaciones y movimientos de fondos con el exterior.* Eso me induce a suponer que ya no ha de horrorizar tanto en Estados Unidos la idea de un control de cambios como instrumento de equilibrio del balance de pagos; y me anima a creer también, discu-

* "Report of the American Technical Mission on the Central Bank of Cuba", *Federal Reserve Bulletin*, agosto de 1942. Reproducido en el *Boletín del Banco Central de Bolivia*, julio-septiembre, 1943.

tiendo con ellos el problema y explicando nuestro punto de vista, se ha de poder llegar a una conciliación en lo que concierne a este detalle, porque no creo que tenga una importancia fundamental para el éxito de los planes.

Aquí llegamos a este punto, que es uno de los más delicados del plan. Tanto en el de Keynes como en el de White, un país no puede alterar individualmente el tipo de cambio (salvo el pequeño margen que reserva el plan de Keynes) sin el consentimiento de las autoridades monetarias internacionales. En dichas autoridades, como es razonable que así sea, figura una representación prominente de las grandes potencias. Surge, pues, este problema de tanta trascendencia para nosotros: ¿vamos a enajenar, en fin de cuentas por un plato de lentejas, nuestra soberanía monetaria, nuestra facultad de mover los tipos de cambio de acuerdo con nuestra apreciación de las condiciones internas y externas del país? ¿O vamos a delegar esa facultad privativa en un mecanismo internacional? Creo que, planteado ese problema en nuestro país, la opinión pública no aceptará semejante decisión.

Por otro lado, uno se pregunta si realmente tienen autoridad infalible los hombres de las principales potencias como para que se delegue en sus manos una facultad de esta naturaleza. ¿Han demostrado en tiempos anteriores tanta sabiduría y espíritu de previsión como para que tengamos absoluta confianza en ellos? ¿Han demostrado comprender a fondo nuestros problemas monetarios, nuestras necesidades y las tragedias de nuestra vida económica, como para que deleguemos en ellos, en su poder de veto, el manejo de nuestros tipos de cambio? Evidentemente no. Nadie podrá conocer nuestros propios problemas como los que estamos trabajando en ellos; lo que no quiere decir que el asesoramiento o la consulta no puedan ser importantes y utilísimos; pero ello es muy distinto del consentimiento.

Aparte de esas consideraciones, examinemos la situación que en cada país nuestro tiene el Banco Central. ¿Qué ocurriría con su autoridad moral y su prestigio si después de haberse hecho uso de los créditos y no haber podido equilibrar el balance de pagos, el Banco Central recurre al organismo internacional pidiéndole permiso para mover el tipo de cambio y, por incomprensión o por lo que fuere, no se le concede ese permiso? ¿En qué situación quedaría el Banco Central frente a la opinión pública? Es una situación moral deplorable. El Banco Central vería seriamente menoscabado su prestigio, el prestigio indispensable en estos momentos; y no sólo eso, sino que de un mero problema monetario, habríamos creado innecesariamente un problema de orden internacional. Se acusaría al Banco Central, y al Gobierno que lo apoye, de estar sacrificando los intereses del país a favor de los intereses internacionales: situación que tampoco conviene en forma alguna a un Banco Central.

Por ello, así como Estados Unidos se opone al plan Keynes y en ello influyen posiblemente consideraciones acerca del desarrollo de su propia política monetaria,

deberíamos hacer ver por nuestra parte que, en lo que concierne a los tipos de cambio, estamos precisamente en una situación análoga: que así como ellos no desean que su política monetaria nacional se vea perturbada por el desarrollo automático de un plan internacional, así también nosotros no sabríamos vernos privados de nuestra indispensable libertad de acción en esta materia, por someternos a las decisiones de un organismo internacional. Pero, por otro lado, si tuviéramos la convicción de que esa rigidez de los tipos fuese absolutamente indispensable para construir un sistema monetario internacional, tal vez nos sintiéramos arrastrados a este sacrificio y a explicar a nuestra opinión pública que ello es indispensable para promover una regularidad mayor en el desarrollo de la economía internacional. Pero, en verdad, después de examinar el problema no tenemos una convicción de esa naturaleza, y sobre todo cuando se considera que dentro del plan nacional que propongo para la Argentina,* la flexibilidad de los tipos no produce ningún inconveniente ni interno ni internacional. No hay inconveniente interno, porque deja una zona extensa de la economía completamente libre de esas fluctuaciones, ni internacional, porque el objeto esencial de esa elevación del tipo de cambio es restringir la importación, que, como hemos dicho, en cualquier caso tendría que hacerse, y los mismos planes así lo admiten. De manera, pues, que se me ocurre que en todo esto no hay sino un mero obstáculo formal, derivado en gran parte del desconocimiento de lo que han significado los planes de control de cambios, que no responden a un concepto arbitrario, aunque en la mayor parte de los casos hayan sido aplicados arbitrariamente, sino a una necesidad fundamental de ciertos países que no pueden defender en otra forma su balance de pagos y la estabilidad de su economía interna.

Por eso me pregunto si no sería suficiente que un país, en lugar de pedir consentimiento a las autoridades monetarias internacionales, les consulte, les explique las razones que tiene para tomar esa actitud, y, después de haber escuchado la opinión de los expertos internacionales, tome su decisión; pero sin declinar su libertad de acción.

Por otro lado, se comprende muy bien que los países que van a prestar en última instancia esos fondos tengan algunas pretensiones, unas razonables y otras irrazonables; me parece perfectamente razonable que Estados Unidos, que es quien, por lo menos en los primeros tiempos, contribuirá con la mayor suma de los fondos prestables, no vea con buenos ojos que el fondo preste a un determinado país sin cierta forma directa o indirecta de consentimiento. Sin embargo, no se ha insistido mucho en ese aspecto del problema. Por el contrario, se ha querido, y esto también es razonable, que cada país sepa que dispone de una determinada cuota, y que puede mo-

* Véase *El patrón oro y la vulnerabilidad económica de nuestros países*, México, Centro de Estudios Sociales, El Colegio de México, 1944 (*Jornadas*, Nº II).

verse holgadamente dentro de ella. Pero, en cambio, se le priva de la libertad de mover sus tipos monetarios, según hemos visto. Yo preferiría lo otro; o, mejor dicho, que la cuota se divida en dos partes y que solamente pueda usarse la primera, sin negociación alguna, en forma automática; en tanto que para usar la segunda parte se entre en una negociación para combinar su empleo con ciertas medidas de política monetaria interna. Así se podría llegar a un acuerdo perfectamente honorable. Supongamos esto: que un país desee obtener del fondo esa segunda parte de la cuota y se discute el problema del país en cuestión, digamos, la Argentina. Se examina el balance de pagos y la Argentina demuestra que, tal cual están las cosas, si desarrolla su política de estabilidad económica interna, le es indispensable, o mover los tipos de cambio para comprimir la importación, o tener nuevos créditos. Pues bien, es posible que se llegue a un acuerdo para obtener ese crédito con el compromiso, mientras dure su aplicación, de no mover los tipos de cambio. Ahora bien, si se ha restablecido mientras tanto el equilibrio, desaparece el problema; pero si ello no ha ocurrido, habrá que volver a conversar y negociar; y, en todo caso, el país interesado tendrá libertad de acción para mover el tipo de cambio si no obtiene un nuevo crédito o si considera imprudente seguir haciendo uso del crédito para no afectar las importaciones de artículos superfluos o no indispensables. De todos modos, si no se llega a un acuerdo, este procedimiento tendrá la ventaja de impedir una ruptura unilateral de los convenios. Sería a todas luces preferible que, en vez de esa ruptura un país que no pueda usar el crédito, por no haber podido ponerse de acuerdo con las autoridades del Fondo, siga su política de elevación de tipos sin retirarse de éste.

Por otro lado, creo que en esta negociación de una segunda cuota, el Banco Central, frente a su propio Gobierno, se encuentra en una situación mucho más cómoda que con la falta de consentimiento que anotamos hace un momento. En efecto, supongamos que en Argentina el Gobierno sigue una política exageradamente expansiva, llevando al país a un proceso inflacionista que estimula desproporcionadamente las importaciones. Recurre la Argentina al Fondo, y las autoridades expresan dudas de que sea recomendable este crédito mientras la Argentina, por haber llegado a la plena ocupación, no necesite ya continuar su política expansiva. Es muy posible que la presentación clara del problema permita al Banco Central acentuar su influencia ante el propio Gobierno con el respaldo moral del Fondo internacional, haciéndole ver que con la prosecución de esa política el desequilibrio será cada vez mayor y no habrá tampoco posibilidades de seguir usando del crédito porque será inútil hacerlo mientras perdure esa situación. Creo que la autoridad moral del Banco Central se vería fortalecida por la acción persuasiva del Fondo; en tanto que una imposición podría traer consecuencias contraproducentes al herir la sensibilidad nacional del Gobierno y la opinión pública.

Si en materia de importaciones estoy persuadido de que un país como el nuestro tiene que reservarse esa indispensable libertad de acción para mover los tipos de cambio, pienso en forma totalmente distinta en lo que concierne a las exportaciones. Es posible que en esto último haya estado tal vez la preocupación mayor de los autores de esos planes, movidos por el propósito de evitar que de nuevo pueda desarrollarse en el mundo una carrera competitiva entre distintos países que, mediante depreciaciones de su moneda, tratan de conquistar una participación mayor en los mercados internacionales. Si esa es la preocupación, la reconozco y comparto en absoluto, puesto que la experiencia nos ha demostrado claramente que son transitorias las ventajas que un país pueda obtener de la depreciación de su moneda en materia de exportaciones y que son mínimas en relación con las perturbaciones que se introducen en el desenvolvimiento del mercado internacional. No se podía concebir, en efecto, un plan internacional con libertad de depreciación monetaria en lo que respecta a las exportaciones. Por ello no vería ningún inconveniente en que nuestro país suscribiera un compromiso firme en esta materia, pero con una salvedad, aconsejada también por la experiencia de los años de crisis. Esa salvedad es la de que no se pueda modificar el tipo de cambio para las exportaciones mientras el nivel de precios de nuestros productos en el mundo no descienda, digamos, en más de un 25 por ciento. De manera, pues, que si la Argentina se viera nuevamente en una situación tan crítica como la que experimentó en los años de la crisis mundial y sus precios descendieran por debajo de un 25 por ciento, tendría derecho a mover el tipo de cambio de sus exportaciones previa consulta con las autoridades del Fondo. Los países afectados por un descenso de tal magnitud en los precios internacionales podrían así corregir internamente las consecuencias de este fenómeno distribuyendo entre los distintos sectores de la colectividad la carga que de otro modo sufrirían por entero los productores agropecuarios. Esto es, se tomaría una medida de depreciación, no para estimular las exportaciones (para lo cual se podrían dar ciertas garantías como las que nosotros pusimos en juego en 1933), sino para lograr una redistribución más equitativa de los réditos dentro de la colectividad nacional, y con efectos netamente internos que no perturben para nada el desarrollo de las transacciones internacionales.

Si bien se mira, el que los precios internacionales caigan en más de 25 por ciento significa que los planes de reconstrucción no han dado el éxito deseado, que han fracasado, que no se han combinado los planes monetarios con planes internacionales de compra de sobrantes, o con planes de estímulo de la economía mundial; y, si ello es así, ¿cómo vamos a privarnos de una facultad de ajuste tan necesaria frente al fracaso o al mal funcionamiento del plan? Eso sería pedir demasiado de los países que van a suscribirlo.

En síntesis, diría que el propósito de estos planes es excelente; que no me pare-

ce imposible llegar a una conciliación entre estos planes y los nacionales puesto que convergen en sus propósitos fundamentales de estabilidad. Por otra parte, después de haber seguido las discusiones desde que los planes salieron a luz, tal vez el camino más razonable sería procurar llegar a algo menos ambicioso acaso que el plan de Keynes y algo menos rígido que el plan de White. Se comprende bien, por un lado, que Estados Unidos tenga el temor de esa gran masa de maniobra internacional que da el plan de Keynes, y de su juego automático; se comprende, por otro lado, que Inglaterra abrigue temores por la rigidez excesiva que caracteriza al plan de White. Y se me ocurre pensar si la solución más conveniente no estará dentro de los lineamientos trazados por el profesor Williams, de la Reserva Federal, quien sostiene que lo mejor, en materia de compromisos relativos al valor de la moneda, sería procurar el entendimiento entre las principales potencias.* Logrado esto, si las principales potencias aseguran una estabilidad monetaria razonable, habrán desaparecido muchos de los motivos de perturbación monetaria en los otros países. En cuanto al plan de Keynes, el hecho de que haya señalado los peligros que entraña esa gran masa de poder de compra internacional que podría ponerse en juego, no quiere decir que lo vea personalmente con malos ojos; creo que ha sido una idea muy feliz la de Keynes el haber trazado para el conjunto del mundo un plan basado en la idea sencilla del circuito monetario cerrado, en donde los saldos positivos se ponen a disposición de los países deficitarios para poder pagar sus adquisiciones en los países acreedores, sin ninguna tensión monetaria interna. La idea me parece excelente desde distintos puntos de vista; y promete facilitar la aplicación de otros planes internacionales tendientes a la regulación de los mercados o a las inversiones de capital; lo que temo es la aplicación automática de la idea, sin ningún principio deliberado de regulación, por las razones que he señalado. Aplaudo también la audacia de Keynes de no establecer una relación fija entre el bancor y el oro. Porque tanto lo uno como lo otro darían a ese fondo una considerable capacidad para poder obrar rápidamente si es que el mundo se encuentra al borde de una depresión. El poder usar una gran masa de poder de compra tal vez podría ahorrarnos un proceso de esa naturaleza; pero así como no creo en un patrón oro automático, así como no creo en ningún sistema automático de política monetaria interna, tampoco creo en un sistema internacional que funcione sin una deliberación inteligente.

Finalmente creo que cada país debe estudiar estos planes a la luz de su propia experiencia. Es lo que he tratado de hacer con respecto a mi país; he tratado de analizar cómo habrían funcionado el plan de Keynes y el plan de White en épocas anteriores, frente a las distintas vicisitudes en que nos hemos encontrado, y a raíz

* J. H. Williams, "La estabilización monetaria: los planes de Keynes y de White", *El Trimestre Económico*, vol. x, Nº 3, págs. 431-449.

de ese examen he llegado a las conclusiones que les acabo de exponer y que son, como ustedes habrán visto, de un carácter general y no tocan los detalles de estos planes. Ojalá que en una próxima discusión de estos asuntos se pueda llegar a comprender la posición de los países como el nuestro, ver sus verdaderos problemas y llegar a un arreglo que, si no tiene la amplitud de los arreglos originarios, por lo menos nos permita iniciar un sistema de créditos internacionales e ir recogiendo experiencia, que es lo que, en fin de cuentas, será lo único que nos ha de permitir, con el andar del tiempo, madurar las ideas y lentamente llegar a soluciones definitivas.

106
EL BANCO CENTRAL COMO AGENTE FINANCIERO DEL GOBIERNO NACIONAL

EL BANCO COMO CONSEJERO Y EJECUTOR DE LAS OPERACIONES DEL TESORO

En las conversaciones anteriores hemos explicado las funciones monetarias del Banco Central argentino. Ahora diremos en qué consisten sus funciones como agente financiero del Tesoro Nacional. La más importante de ellas es la de consejero financiero del Tesoro y ejecutor de sus operaciones. Dejaré de lado todas las otras de carácter rutinario, como son los movimientos de fondos del Tesoro, en su doble aspecto de recaudaciones y pagos; las relacionadas con los servicios de la deuda pública interna y externa, y las de cambios del Gobierno Nacional, sobre las cuales creo que nada interesante hay que decir.

En su condición de consejero financiero, el Banco Central sigue de cerca el desarrollo del ejercicio financiero del Gobierno Nacional y hace cálculos periódicos acerca de su probable desarrollo a fin de determinar cuáles serán las necesidades de crédito a corto y a largo plazo que tendrá que satisfacer el Tesoro en el curso del ejercicio. Sobre la base de estos datos, prepara informes periódicos que presenta a la consideración del Ministerio de Hacienda, el cual los estudia y toma las decisiones pertinentes, dejando su ejecución al Banco Central. Esto, como ustedes comprenderán, requiere una estrecha relación y colaboración entre las dos instituciones, pero así como que el Banco Central esté informado prolijamente acerca de todos los hechos de importancia que vayan ocurriendo en el Tesoro.

Esta su intervención como agente financiero, tanto para aconsejarle como para ejecutar sus operaciones y realizar las emisiones de valores en el mercado por cuenta del Gobierno, es típica de los bancos centrales; pero no sólo por esta razón la ley y la práctica la han encomendado al Banco Central argentino, sino por otras de carácter especial. En primer lugar, se ha considerado que el Banco Central, por su conocimiento detallado de las condiciones bancarias y del mercado financiero, así como por el prestigio y la autoridad que tiene, tanto en los bancos como en la

* *N. del Ed. Conversaciones en el Banco de México S. A.*, t. IV, 1944, mar. 2, 3 y 7. Reproducido en *La creación del Banco Central...*, ob. cit., págs. 561-623.

Bolsa, está en situación inmejorable para asumir la responsabilidad ejecutiva de aquellas operaciones. En segundo, es evidente que las operaciones de emisión de valores tienen una repercusión monetaria; influyen sobre todo si son de gran magnitud en el mercado monetario y financiero que es el campo natural de acción de un Banco Central. Ha de recordarse, además, que el propio banco es un emisor de sus papeles de absorción y que estas operaciones y las del Gobierno Nacional necesitan combinarse convenientemente para la mejor regulación y funcionamiento del mercado. En tercero, el hecho de que el Banco Central tenga estas funciones, le permite estar más cerca del Ministerio de Hacienda y aprovechar ese contacto y esa rsponsabilidad para ejercitar la acción paciente de ilustración y persuasión, a la cual nos hemos referido en conversaciones anteriores; y, al mismo tiempo, lo ponen en condiciones más propicias para conseguir una satisfactoria coordinación entre la política monetaria del Banco y la financiera del Gobierno, punto esencial de cuya importancia también hemos hablado en conversaciones anteriores.

La atribución de las funciones de agente financiero a un organismo especial independiente del Banco Central habría quitado unidad a la política monetaria y financiera. No es fácil, en verdad, establecer una coordinación adecuada cuando hay dos o más entidades actuando en el mismo terreno con facultades concurrentes. Tarde o temprano surgen las diferencias de puntos de vista o los conflictos de jurisdicción, sin que este estado de cosas pueda corregirse mediante la intervención directiva y coordinadora del Ministro de Hacienda. Por lo general, esa intervención no logra sus propósitos —así lo hemos visto en otros casos en la experiencia argentina— por cuanto la política que se ha trazado en un momento dado suele irse modificando según la mayor o menor influencia en el desarrollo del programa de una u otra de las entidades. En casos así se pierde la armonía y la continuidad indispensable para llevar a la práctica con eficacia una política determinada.

ESTADO DE COSAS ANTERIORES AL BANCO CENTRAL

Vamos a ver, previamente, cuál era el estado de cosas que en esta materia existía antes de la creación del Banco Central. En aquellos tiempos, en realidad, no había en Argentina un mercado financiero; los papeles del Gobierno se colocaban en sectores muy restringidos: compañías de seguros, algunas entidades financieras, grandes empresas, pero sin llegar al público, que prefería depositar sus fondos en cajas de ahorro o dedicarlos a la compra de inmuebles. La gente no conocía el título; en cambio, existía un papel del Estado que había adquirido gran prestigio y difusión debido a una propaganda sistemática e inteligente: me refiero a la cédula hipotecaria, emitida por el Banco Hipotecario Nacional. El Gobierno Nacional rea-

lizaba sus operaciones de emisión colocando lotes aislados de papeles, ya sea en un banco o con un corredor, que luego los vendían gradualmente en el mercado, sin mayor organización. Esto cuando se acudía a las emisiones internas, puesto que, generalmente, y en épocas en que el mercado financiero exterior era propicio, se realizaban operaciones en el extranjero, no sólo por falta de organización del mercado del país, sino por el hecho de que no había suficiente ahorro nacional para realizar las emisiones que el Gobierno requería. Además, el título nacional carecía totalmente de defensa en la Bolsa y estaba, por lo tanto, expuesto a la acción perturbadora de todos los movimientos que afectan su valor. De tiempo en tiempo se observaban, además, fluctuaciones muy acentuadas del precio de los títulos, ya por una venta grande que no encontraba suficiente número de compradores, ya porque la demanda tomaba un impulso muy marcado. No había, además, una organización de regulación en la Bolsa que diese al mercado las características que en otros habían adquirido las operaciones de esta índole. Finalmente, en lo que concierne a los papeles a corto plazo del Tesoro, llamados letras de tesorería, la experiencia había sido sencillamente desastrosa: se comenzaron a emitir durante la primera guerra europea y, desde entonces, hasta la creación del Banco Central en 1935, se renovaron sistemáticamente en las carteras de los bancos; eran papeles del Gobierno completamente congelados, y como tales, sin prestigio como instrumentos del mercado financiero.

MEDIDAS ADOPTADAS POR EL TESORO Y EL BANCO CENTRAL

Este era el cuadro que existía cuando el Banco Central inició sus operaciones de agente financiero del Gobierno Nacional. Para afrontar el problema, adopta en el curso del tiempo una serie de medidas que pueden resumirse así: primero, organización de un consorcio para la colocación regular de los valores nacionales; segundo, difusión en el público de las condiciones y ventajas que ofrecen los valores nacionales; tercero, regulación y defensa permanente del mercado financiero por el Banco Central; cuarto, coordinación de todas las emisiones de valores públicos y privados en la Bolsa, mediante la creación de una comisión de valores; y, quinto, la creación de distintos tipos de papel del Estado para satisfacer los diversos requerimientos o modalidades del público inversionista. Me propongo examinar brevemente cada uno de estos conceptos que acabo de enunciar, comenzando por el consorcio organizado para la colocación de los valores nacionales.

ORGANIZACIÓN DEL CONSORCIO DE VALORES

En justicia, debo decir que poco tiempo antes de la creación del Banco Central ya se había iniciado con éxito la práctica de los consorcios financieros. Una casa financiera de importancia reunió a los principales bancos del país y a un grupo de corredores para realizar, a partir de 1933, operaciones de emisión de títulos del Gobierno Nacional. Este consorcio, de índole netamente privada, tomaba en firme al Gobierno el total de la emisión y luego, por cuenta y riesgo de los asociados, la colocaba en el público mediante un lanzamiento que se hacía a una fecha determinada. El Gobierno no corría riesgo alguno en la colocación de los títulos, que le eran pagados inmediatamente por el consorcio. Cobraba por estas operaciones al Gobierno una comisión global de 3% que comprendía su garantía y, al mismo tiempo, la tarea de colocación de los títulos en el público. Cuando el Banco Central, pasados sus primeros tiempos de organización, se propuso tomar para sí las funciones que la Ley y el Decreto Reglamentario le habían confiado, se encontró con la activa resistencia, con el interés creado de este consorcio, y costó algún esfuerzo conseguir estas operaciones. En contra de ello se presentaron distintos argumentos: que el Banco Central no tenía experiencia alguna en esta materia, mientras que el consorcio ya la había recogido en los dos años anteriores; que era necesario dejar trabajar libremente a la banca privada y no absorber sus operaciones con la intromisión excesiva del Banco Central.

Estos argumentos no prevalecieron felizmente. El Banco Central, si bien no tenía experiencia, estaba en aptitud de formarla hasta llegar a igualar, primero, y superar luego, la del consorcio privado. En cuanto a la participación de los bancos, se proyectaba darla bajo la dirección y coordinación del Banco Central, que de ningún modo competiría con ellos en la colocación de los títulos, porque no había por qué hacerlo. Además, el Banco Central señaló las ventajas que para el Tesoro Nacional representaba tener un organismo completamente imparcial para la colocación de sus valores, que no estaba movido por ningún interés privado y que, por tal razón, ponía al Tesoro completamente a cubierto de las influencias dominantes que en otros países han llegado a tener los grupos financieros y bancarios por su intervención en los empréstitos. Todas estas razones prevalecieron y se le confían al Banco Central, a partir de 1937, las operaciones de colocación de títulos mediante un consorcio que él mismo constituyó, utilizando a los principales bancos, casas financieras y corredores de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cuya acción se había limitado antes en forma arbitraria. La idea del Banco Central al organizar el consorcio y darle esa amplitud, fue asegurar el máximo de competencia entre todas las entidades y corredores que pudieran intervenir con eficacia en la colocación de

los títulos, precisamente para evitar esa acción perturbadora de grupos a que me he referido hace un momento.

Explicaré ahora, a grandes rasgos, cómo ha funcionado el consorcio de colocación de valores. Ante todo, diré que el Banco Central ha logrado formar en su seno una organización que le permite seguir paso a paso todas las operaciones importantes que se hacen en el mercado financiero, conocer cuál es el estado de ese mercado, el momento psicológico en que se encuentra, sus condiciones de absorción, de tal modo que está en aptitud de saber cuál es el momento propicio para lanzar las operaciones de colocación requeridas por el Tesoro Nacional, de acuerdo con el plan previamente presentado a la aprobación del Ministerio de Hacienda. En esta forma, cuando el Banco Central, después de haber observado las condiciones de la plaza, cree que ha llegado el momento de lanzar una emisión, se dirige confidencialmente al Ministerio de Hacienda sugiriéndole hacer esta operación, y si éste da su visto bueno, el Banco reúne en seguida a la junta consultiva del consorcio.

Esta junta consultiva, formada por representantes de los principales bancos y entidades financieras y de los corredores agrupados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, ha resultado sumamente eficaz. El Banco Central la consulta invariablemente en todas las operaciones de emisión y conversión, grandes o pequeñas. El Banco, si bien ya tiene elaborado un plan al presentarse a la junta consultiva, no lo da a conocer sino que se limita a hacer una serie de preguntas sobre los distintos puntos que interesan en toda emisión. En primer lugar interroga si la junta consultiva cree que el momento es oportuno para lanzar una emisión; en segundo, el monto que podría tener la emisión, dadas las condiciones del mercado; en tercero, los precios a que podrían colocarse los títulos y la clase y plazo de ellos, y así todos los otros pormenores de la operación. Los miembros de la junta, por fortuna, se han acostumbrado a dar sus opiniones con la más absoluta franqueza y libertad. Después de escuchar y pesar cuidadosamente todas estas opiniones, el Banco revisa su propio plan, introduce las modificaciones pertinentes y presenta inmediatamente al Ministerio de Hacienda el plan definitivo, tanto en lo que concierne a los puntos fundamentales, como a todos los detalles de la operación. Si los aprueba, se fija una fecha determinada para lanzar el empréstito en la forma en que veremos.

El consorcio se ocupa exclusivamente de la colocación de los títulos, sin garantizar la operación. Hasta ahora no se ha considerado conveniente que haga lo que en los mercados extranjeros se llama la operación de *underwriting* o de garantía. No se justifica, además, pues la experiencia demuestra que los bancos y entidades que toman los títulos en garantía los venden al poco tiempo, lo cual significa pagar una comisión adicional por colocaciones a corto plazo, que el Tesoro puede hacer directamente en el mercado, o usar del crédito en el Banco Central si las circunstancias no son propicias para el lanzamiento de un gran empréstito.

Tanto los bancos como las casas financieras y corredores pueden suscribir títulos, ya sea por cuenta del público o para su propia cartera. Por estas sucripciones reciben una comisión que primeramente se fijó en 1%, a fin de estimular el interés de los miembros del consorcio para la colocación de los títulos, y últimamente se redujo a 1/2% en virtud de que la organización del mercado y el conocimiento que el público había adquirido de los títulos admitían esta reducción. El Gobierno, por intermedio del Banco Central, contrae con el consorcio el compromiso de realizar a través de él todas sus colocaciones de títulos en la plaza, salvo las operaciones de regulación a las que me voy a referir en seguida. Ese compromiso, así como otras características de estas operaciones, se incorporan en un convenio anual celebrado entre el Banco Central en su carácter de agente financiero del Gobierno y los miembros del consorcio. Se comprende perfectamente que se conceda al consorcio la exclusividad de la colocación de los títulos ya que en esta forma se ha logrado estimular a los bancos para que persuadan a su clientela de las ventajas de colocar sus ahorros en títulos nacionales, trabajo que toma tiempo, que es de largo alcance y que no se realizaría si supieran los miembros del consorcio que en cualquier momento el Banco Central puede actuar directamente como colocador de títulos, desplazándolos del mercado. No habría razón alguna para hacerlo, puesto que la experiencia ha demostrado que la intervención de los bancos, casas financieras y corredores es sumamente eficaz, además de que la comisión por su intervención es bastante reducida.

Una vez que el consorcio coloca el empréstito entre el público, se inicia el período de absorción, o sea un tiempo razonable durante el cual los miembros del consorcio se comprometen a no lanzar al mercado los títulos que han comprado para su cartera a precios inferiores a los de emisión; también adquieren ese compromiso, aunque en forma distinta, con respecto a los títulos que han colocado entre su clientela. Me explicaré con más claridad: supongamos que un empréstito se coloca al precio de 92 y que inmediatamente después de iniciada su cotización en la Bolsa, un corredor o un banco venden en el mercado títulos a un precio inferior. De acuerdo con el convenio, esas operaciones no pueden hacerse en un plazo que varía de un mes y medio a tres meses, y que con frecuencia se reducen cuando la plaza absorbe fácilmente el empréstito. El Banco Central tiene una información precisa de todas las operaciones que se van realizando, de manera que cuando se hace una de esa naturaleza, compra a costa de ellos los títulos en el mismo mercado y se los devuelve al corredor o al banco que ha realizado la colocación, ya que el objeto del consorcio es colocar los títulos en manos firmes; por tanto, si durante ese período de absorción salen títulos a precios más bajos que los de colocación, ello quiere decir que no han sido bien colocados y que no se justifica el pago de una comisión. En los primeros tiempos experimentales, esta práctica nos dio algún

trabajo; fue necesario ir educando gradualmente a los bancos y a los corredores y enseñarles a cumplir en forma leal y correcta sus obligaciones de colocadores, sin aprovecharse de las ventajas que podrían obtener mediante prácticas no muy recomendables y que, con el andar del tiempo, se han ido extirpando poco a poco en el mercado.

De acuerdo con el convenio que rige las operaciones del consorcio, el Banco Central puede retener hasta un 10% del monto de cada emisión en sus manos, sin entregarlo a la suscripción pública, a fin de disponer de una masa de maniobra que le permita regular los precios de los títulos en la Bolsa, una vez que el empréstito ha comenzado a cotizarse. De manera que si el Banco Central nota que sus precios, llevados por el entusiasmo del momento, tienden a subir exageradamente, puede utilizar ese 10% para influir sobre la plaza, aparte de que tiene, lo mismo que el Tesoro, un buen volumen de valores que permite actuar en forma muy eficaz en la Bolsa para regular los precios.

Cuando las suscripciones resultan, como suele suceder, superiores a lo ofrecido, se procede al prorrateo entre los distintos suscriptores, dejando a salvo a los pequeños, a los cuales generalmente se les da el total de sus suscripciones para no quitarles el estímulo para nuevas operaciones.

Por lo general, el Banco, al ofrecer públicamente un empréstito, por razones elementales de prudencia, no anuncia el total que quiere colocar, sino una fracción. Si se trata de colocar 200 millones, sólo ofrece 100, con opción a colocar otros 100; de manera, pues, que si la suscripcion ha sido débil, el Banco Central se limita a colocar los 100 millones, y si ha sido amplia, duplica la cantidad para satisfacer la mayor demanda del público.

En los primeros tiempos, observamos que con frecuencia había suscripciones abultadas, en virtud de que los bancos ofrecían facilidades a los corredores y suscriptores para canjear los nuevos títulos por otros que tenían ya en su cartera; muchas veces el abultamiento de suscripciones tenía resultados desfavorables, porque los títulos tomados con carácter transitorio con ayuda del crédito se lanzaban después a la plaza en forma inmoderada y el Banco Central tenía que comprarlos. A causa de esa experiencia, se insertó en el convenio una cláusula tendiente a conseguir que los bancos procedieran moderadamente al admitirlos como garantía colateral y que en momentos en que se está por realizar una operación, traten de mantener el monto de estas operaciones dentro de las cifras regulares, a fin de que las suscripciones sean reales y no ficticias. En esto, como en otras cosas, es imposible fijar reglas escritas: la experiencia del mercado va creando las modalidades más eficaces bajo la dirección del Banco Central, que continuamente observa el desarrollo de las operaciones y llama la atención a los bancos o corredores acerca de su forma de operar.

DIFUSIÓN PÚBLICA DE LAS VENTAJAS DEL TÍTULO

Expuesto así, en forma muy general, el funcionamiento del consorcio, diré algunas palabras acerca de la tarea de difusión que emprendió el Banco Central para hacer del conocimiento público las condiciones y ventajas de los títulos nacionales. Con este propósito, el Banco Central organizó un vasto plan de publicidad, en ocasión de cada uno de los empréstitos, por medio de los diarios, de la radiotelefonía, del cinematógrafo, y de anuncios murales en las calles, estaciones, tranvías, lugares públicos, etc. Esa publicidad ha tenido un costo importante, pero como se ha referido a operaciones de gran magnitud, apenas ha constituido una fracción muy pequeña del porciento de gastos de cada una. La publicidad fue sumamente eficaz, pues pudimos observar que con ella el título iba entrando poco a poco en sectores de la población en que antes no se conocía. Trató de apelar al inversionista mediano o pequeño, que tenía cierto recelo hacia el título, pues consideraba que éste concernía exclusivamente a las grandes operaciones financieras y no era accesible a las personas de recursos moderados. Se explicó, pues, qué era el título, la sencillez con que podía comprarse a través de un banco o de un corredor, cómo podía venderse en cualquier momento en la Bolsa mediante el pago de una pequeña comisión. En ningún caso se dijo que el título era la mejor inversión, sino que se explicó en qué consistía ésta, se destacaron sus características con respecto a otras inversiones y se hizo ver que si el rendimiento era menor, también lo era el riesgo y absoluta la seguridad en el cobro de una renta, estable y no sujeta a variaciones. Además, el Banco Central preparó prospectos explicativos y circulares para que los bancos y corredores pudieran enviar a toda su clientela las informaciones necesarias.

REGULACIÓN DEL MERCADO

Vamos a ver ahora el otro punto mencionado, o sea la regulación del mercado. El Banco Central está continuamente en el mercado de títulos; tiene teléfonos directos con la Bolsa y, a medida que se desarrollan las operaciones, recibe una continua información sobre todo lo que ocurre no sólo a los títulos nacionales, sino a los otros valores. En esa forma se encuentra en condiciones para dar sus órdenes de compra o de venta, a medida que las operaciones se realizan.

Estas operaciones de intervención del Banco Central, son de tres clases: operaciones que podríamos llamar ordinarias de regulación; las de emergencia, y las que se proponen influir en el curso de los precios. Las ordinarias son de varios tipos; por ejemplo, cuando se anuncia un nuevo empréstito, el público, los bancos, corre-

dores y casas financieras, que se desprenden de títulos de su cartera para tomar los nuevos y beneficiarse con la pequeña diferencia de precios, o con la comisión que corresponde a la nueva emisión si se trata de los miembros del consorcio. El Banco Central, para evitar una baja de los precios, ha tenido que intervenir frecuentemente comprando esos valores, sin perjuicio de educar, como dije antes, a los bancos y corredores, haciéndoles ver la inconveniencia de realizar estas operaciones en vísperas de un empréstito. Después de lanzar un empréstito, también hemos observado que, aparte de las operaciones de venta de títulos nuevos que están penadas, como acabo de decir hace un momento, algunos suscriptores venden títulos de otra naturaleza para poder realizar el pago de los títulos nuevos. El Banco Central ha tenido también que intervenir a veces para evitar que la baja de los otros títulos influya en las cotizaciones del nuevo empréstito. Estas operaciones son muy simples y no presentan dificultad alguna, puesto que los que compra el Banco Central pueden venderse al cabo de muy pocos días. También interviene en operaciones ordinarias de regulación, cuando en un momento dado aparece en la plaza un lote muy grande de títulos que amenaza con bajar bruscamente las cotizaciones. En caso de no haber compradores en la plaza, el Banco destaca a sus propios corredores para adquirir esos títulos; del mismo modo, si en un momento dado, por cualquier razón, hay una demanda muy intensa de un título nacional, siempre está dispuesto a satisfacerla para evitar alzas bruscas, mediante los corredores que operan por su cuenta. El propósito que persigue en estas operaciones de regulación ordinaria no es contrariar la tendencia natural de los precios, sino el de suavizar el movimiento, de evitar que haya fluctuaciones violentas y de procurar que siempre haya compradores y vendedores en todas las operaciones; cuando no los hay, el mismo Banco Central se constituye en comprador o vendedor. (1)

Esto en lo que concierne a las operaciones ordinarias, que son numéricamente de escasa importancia. No así las operaciones de emergencia, en las que el Banco Central suele comprar grandes cantidades de títulos. Casos típicos de ésta los tuvimos cuando aquella fuga de fondos flotantes de la segunda mitad del año 1937, en que hubo grandes liquidaciones de títulos en la Bolsa que lo obligaron a intervenir, no para sostener los precios en el nivel existente, sino para graduar el descenso y evitar serias conmociones psicológicas. Algunos meses más tarde, cuando el mercado libre desplazó rápidamente los tipos del dólar, también hubo una repercusión psicológica en la Bolsa que se manifestó en grandes liquidaciones de valores que el Banco Central absorbió rebajando gradualmente los precios. Más tarde, cuando estalló la guerra europea, las ventas de valores en la Bolsa fueron de gran importancia. El Banco Cental dejó caer los títulos algunos puntos y se mantuvo luego en uno fijo, manifestando que estaba dispuesto a comprar cualquier cantidad. Las compró y grandes, hasta que la Bolsa adquirió la seguridad de que había un com-

prador dispuesto a afrontar todas las liquidaciones. La tranquilidad volvió poco a poco. Un fenómeno similar lo tuvimos cuando la caída de Francia, y después cuando Estados Unidos entró a la guerra, que coincidió con la gran operación de conversión de 4 mil millones de valores y que obligó a adquirir grandes cantidades de éstos. En todos los casos así, el Banco Central procuró que durante el tiempo necesario para ir liquidando los valores adquiridos no hubiese nuevas emisiones, a fin de poder realizar paulatinamente y sin perturbaciones la negociación de los títulos adquiridos. En este caso, como en el anterior, el Banco Central no pretendía alterar la tendencia general de los precios, sino evitar los cambios bruscos que las conmociones psicológicas causan en el mercado financiero, y que no responden, en realidad, a alteraciones profundas de la oferta y la demanda sino a movimientos de carácter circunstancial. Por lo menos así lo ha demostrado la experiencia, pues pasada la perturbación, el Banco Central ha podido vender los títulos al nivel que la oferta y la demanda establecía. Estas ventas, por lo general, las hace con ganancia, ya que sus compras las hace durante la baja y espera que la plaza se tonifique para empezar a vender los valores comprados.

Finalmente, la tercera categoría de operaciones de regulación es de carácter algo distinto. El Banco, contrariamente a lo que ocurre en las anteriores, trata de influir sobre los precios del mercado; para explicarles mejor, recurriré a dos ejemplos típicos: uno se refiere a lo ocurrido a fines de 1936 y principios de 1937, o sea a la época de mayor impulso de la fase ascendente del ciclo que consideramos en otras conversaciones. El Banco Central, después de haber colocado directamente en la Bolsa una cantidad de títulos del Gobierno (en esa época todavía no existía el consorcio), observó una tendencia muy fuerte de alza en el valor de los títulos nacionales, tanto de los nuevos como de los que ya estaban en el mercado, y pudo cerciorarse de que en esa tendencia había un elemento especulativo muy poderoso, provocado por la actitud de corredores que por haber comprado activamente títulos en las colocaciones anteriores, trataban de inducir a su clientela a comprarlos a precios en alza, difundiendo noticias optimistas y haciendo ver que tenían todavía buenas probabilidades de subir. El Banco Central, que tenía la conciencia clara de que nos encontrábamos en una base cíclica de duración limitada, en la cual actuaban intensamente en la Bolsa los fondos extranjeros a corto plazo, decidió frenar ese movimiento de alza que le parecía inmoderado y que no correspondía a la realidad del mercado. Para ello empezó a vender títulos en la Bolsa. Las ventas las hizo al contado, pero cuando la Bolsa se dio cuenta de que el Banco Central estaba dispuesto a vender toda la cantidad de títulos requerida, empezó a hacer operaciones a plazo en alza. El Banco Central, a su vez, siguió una tendencia, vendió activamente a plazo, logrando detener también el alza de las cotizaciones a plazo. Esto duró algunas semanas, después de lo cual el movimiento alcista se detuvo al con-

vencerse de que no podía vender al Banco Central, que dispone de mucha fuerza en el mercado y de grandes cantidades de títulos que podía vender. Al sobrevenir la reacción, el Banco compró a precios más bajos gran parte de los títulos que antes había vendido, al contado y a plazos, a precios elevados. Como era su primera experiencia de esta índole, se empeñó en dar al mercado la sensación de que ya no se lo podía manejar en forma arbitraria, y de que había una entidad consciente de su responsabilidad ante el Tesoro y ante el inversor de títulos, que trataba de dar al mercado la mayor regularidad posible.

Esa fue la primera experiencia. La otra ha sido reciente y del mismo tipo. Se produjo después de 1941. Entonces se hizo una gran operación de conversión y el Banco Central, no obstante que se daba cuenta de la fuerte tendencia al alza de los títulos, recomendó al Gobierno colocarse en un punto moderado, en la conversión de los títulos, y entregar los nuevos valores, convertidos por los anteriores, a un precio razonable. Efectuada la operación de conversión de valores del Gobierno Nacional, quedó todavía una gran cantidad de títulos provinciales y municipales por convertir bajo el auspicio del Gobierno Nacional. Para facilitar la conversión, el Banco Central permitió que los títulos nacionales subiesen un poco, lo cual estimuló la tendencia alcista del mercado y la especulación de los corredores y bancos al hacerles creer que el alza iba a continuar. Tanto es así, que algún tiempo después de la conversión nacional se hizo otra operación importante de conversión de la deuda de la municipalidad de la Capital Federal, también dirigida por el Banco Central. Los nuevos títulos, cuando salieron al mercado, encontraron un ambiente muy favorable, formado en gran parte por los corredores y grupos que habían tenido posiciones en estos papeles, y que trataban de llevar sus precios muy arriba. El Banco Central, que tenía en su poder una gran masa de esos títulos, recibida por el Gobierno Nacional en pago de deuda de la municipalidad, los empezó a vender activamente para moderar la tendencia alcista. Como ésta, no obstante las ventas, seguía operando en forma muy activa, el Banco Central decidió, por primera vez, vender, por intermedio de corredores grandes cantidades de títulos nacionales en la Bolsa, haciéndolos bajar en cerca de 3 puntos, a fin de obrar indirectamente sobre los nuevos títulos municipales, detener su crecimiento y colocar los títulos nacionales en un nivel que el Banco consideraba más prudente. Tuvo éxito esta operación, y se estableció en el mercado un nuevo nivel que el Banco Central mantuvo vendiendo continuamente los títulos que la plaza requería. Esta actitud de evitar la valorización de los títulos, fue severamente criticada por ciertos sectores de los bancos y de la Bolsa; no obstante lo cual, el Banco, de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda, se mantuvo en esa posición contraria a ulteriores valorizaciones. ¿Qué razones había para ello? En primer lugar, porque el Banco Central no solamente veía el problema inmediato, como lo veían los bancos y corredores, sino que tenía

en cuenta las enormes cantidades que el Tesoro Nacional necesitaba vender tanto para atender las obras públicas, como para cubrir el déficit del presupuesto; cantidades que no siempre tenían presente los operadores del mercado. Por otro lado, el Banco Central consideró que aun cuando estas necesidades pudieran satisfacerse completamente por colocaciones directas de títulos en el público, tampoco se dejarían de vender títulos, porque entonces habría llegado el momento de que el Banco Central comenzara a operar con sus propios papeles y a absorber los fondos redundantes de la plaza. Se consideraba pues que habiendo en el mercado un vendedor de títulos —el Banco Central— con existencias suficientes para dar todo lo que la plaza pudiera requerir, no se justificaba elevar el precio de los papeles a un nivel exagerado, con la consiguiente baja del tipo de interés, baja que, en opinión del Banco Central, había llegado a límites extremos teniendo en cuenta la posibilidad de una reacción al terminar la guerra. ¿Por qué? Porque cuanto más suban los títulos, en momentos de abundancia de fondos, debido, en gran parte, a causas artificiales, tanto más violenta será la caída y la necesidad de intervenir para moderarlas. Por esas razones el Banco siguió en el mercado una política prudente de detención del alza de cotizaciones; sin esperar la terminación de la guerra, se pudo comprobar que esa política era acertada, puesto que cuando se produjeron los acontecimientos políticos que ustedes conocen, la demanda del mercado se restringió considerablemente, y ese impulso, que tan activo había sido anteriormente, se detuvo en forma súbita. El Banco Central tuvo que intervenir comprando títulos, lo cual hizo comprender a todos los que habían criticado sistemáticamente su política, que un alza inmoderada está siempre expuesta a reacciones de esta naturaleza, reacciones que podrían ser muy serias al terminar la guerra y una parte de los fondos nacionales o exteriores invertidos en títulos se dediquen a otras colocaciones. No es de carácter permanente esta acción del Banco Central en el mercado para influir sobre el curso de los precios, sino que se ejercita solamente en condiciones excepcionales como las dos que acabo de mencionar.

Hay una cuestión que ha preocupado al Banco Central. Estas operaciones de intervención, en las que compra grandes cantidades de títulos en momentos de emergencia, las ha podido realizar porque el Tesoro Nacional disponía de amplios recursos para hacerlo. Pero podría ocurrir que el Tesoro no se encuentre en esas condiciones, que no tenga fondos suficientes. En un caso así el Banco Central tropezaría con ciertas dificultades por cuanto la ley no lo autoriza a comprar títulos sino en la medida en que lo permitan los recursos provenientes de su capital y de sus reservas. Por esta razón, el Poder Ejecutivo, por recomendación del Banco Central, mandó al Congreso un proyecto, aún no aprobado por éste, por el cual se le faculta para comprar títulos en la Bolsa en operaciones de regulación dentro de ciertos tipos.

LA COMISIÓN DE VALORES

Me faltan todavía dos puntos que voy a tratar de desarrollar lo más rápidamente posible. Uno de ellos se refiere a la coordinación de emisiones. En 1937, después de colocado el primer empréstito que hizo el Banco Central, destinado a la repatriación de la deuda en dólares, el éxito de esta operación atrajo una gran cantidad de emisores de títulos: la Municipalidad de Buenos Aires salió también con un empréstito de repatriación; una empresa privada hizo otro de importancia; muchas provincias y municipalidades principiaron a vender sus valores y, en un momento dado, la Bolsa se encontró en un estado de saturación que produjo una caída bastante fuerte de los precios. Se vio entonces que el desorden en la colocación de valores constituía un factor de inestabilidad que no sólo perjudicaba a los que así se conducían, sino también a los emisores ordenados y cuidadosos del mercado, como era el caso del Gobierno Nacional. Como no había ley alguna que permitiese intervenir, el Banco Central decidió proponer a la Bolsa y a los bancos la constitución de una Comisión de Valores que no tendría, por supuesto, ninguna facultad imperativa, sino que ejercitaría sus funciones por simples recomendaciones a los bancos y a la Bolsa.

La Comisión comenzó a trabajar en esta forma: solicitó a la Bolsa de Comercio que no inscribiera ningún título en su registro para cotizarlo y venderlo en ella en caso de no considerarlo conveniente, en vista de las circunstancias, sin la recomendación favorable de la Comisión de Valores. De manera, pues, que todos los emisores iban a ésta a presentar sus proposiciones. La Comisión, por ejemplo, recomendaba una disminución de la emisión o simplemente la dejaba para mejor oportunidad; pero siempre en forma de recomendaciones sin ninguna fuerza ejecutiva. Ellas no sólo se hacían a la Bolsa, sino también a los bancos y corredores, pidiéndoles no operar en ningún título que no tuviese recomendación favorable.

En los primeros tiempos la Comisión de Valores recomendó el aplazamiento de todas las nuevas emisiones con objeto de dar tiempo a la absorción de todos los títulos que habían provocado la saturación; logrado esto, comenzó a dar, poco a poco, recomendaciones favorables hasta que el mercado pudo restablecerse por completo.

No obstante que la plaza, a pesar de los primeros recelos, se convenció de la necesidad y eficacia de la Comisión de Valores, ésta comenzó, con el andar del tiempo, a ser objeto de duras críticas, no ya de los operadores, de los bancos y corredores, sino de las provincias y municipalidades, especialmente de las provincias de importancia que consideraban abusiva la intervención del Banco Central al recomendar o no las emisiones que las provincias querían hacer. Las críticas llegaron a

ser tan agudas y frecuentes, que el Banco Central llegó a decir en sus memorias que había creado la Comisión de Valores a falta de otro sistema mejor, que la existencia de una legislación que resolviera satisfactoriamente este punto sería celebrada por el Banco Central; pero que a falta de ella estaba dispuesto a seguir con este procedimiento hasta no encontrar una fórmula más feliz. Al mismo tiempo, el Banco Central se manifestó partidario de una reforma del sistema, según la cual la Comisión de Valores ya no sería la que determinara las cifras globales de lo que emitiría la Nación, las provincias y las municipalidades, sino que ellas debían ser el resultado de un acuerdo tomado en reuniones periódicas, convocadas por el Ministro de Hacienda de la Nación, por todos los Ministros de Hacienda provinciales y Secretarios de Hacienda municipales. La Comisión de Valores daría su opinión, especialmente el Banco Central como miembro de ella, acerca de la capacidad de absorción del mercado, y en seguida el Gobierno de la Nación y los gobiernos provinciales y municipales se pondrían de acuerdo sobre la mejor forma de distribuir esos valores. La Comision de Valores ya no intervendría, por lo tanto, en forma directa, sino para aconsejar la oportunidad en que debían hacerse esas emisiones. Así, por ejemplo, en el supuesto de que una provincia hubiera recibido una cantidad a negociarse, antes de hacerlo se presentaría a la Comisión de Valores, la cual determinaría la oportunidad más propicia para colocar los títulos, ya que esa venta podría coincidir con una situación débil del mercado o con la preparación de una operación de empréstito del Gobierno Nacional. La coincidencia podría perjudicar las dos emisiones. En esta forma la tarea de la Comisión de Valores tendría un carácter mucho más técnico y se evitarían todas las críticas que injustamente, aunque en forma muy comprensible, se le enderezaban.

También se ocupó la Comisión de Valores de aconsejar a la Bolsa la inscripción de los valores privados. En esta materia se procedió con el máximo de liberalidad, puesto que fue propósito declarado del Banco Central estimular en todas las formas posibles la negociación de acciones y obligaciones industriales en la Bolsa. De manera, pues, que el Banco, sobre todo tratándose de cantidades individuales relativamente pequeñas, no puso en la Comisión de Valores ningún obstáculo; al contrario, ensayó favorecerlas. Se consiguió, eso sí, establecer la práctica de presentar al público en cada emisión un prospecto claro y completo que le permitiera juzgar de la índole de la operación. (2)

DIVERSIFICACIÓN DE LOS PAPELES

El Banco Central procuró, desde los primeros momentos, que el Tesoro Nacional diversificara sus papeles para responder a las distintas modalidades del público

inversor. Hasta ese momento sólo había en el mercado títulos a largo plazo, de más de treinta años; puesto que las letras de tesorería, o sea los papeles a corto plazo, no habían salido al mercado por la razón que expliqué al comienzo de esta conversación. Se trataba de papeles congelados, de renovación difícil y penosa, que era necesario cambiar en mucho antes de empezar a operar con ellos en el público. Por eso, cuando se establece el Banco Central, se hace esa gran liquidación de letras de tesorería congeladas; según vimos en las primeras conversaciones, el Tesoro procura atenderlas regularmente sin tratar de colocarlas en el público inmediatamente, sino de formar primero un ambiente entre los bancos, organizando licitaciones quincenales, a las cuales concurrían sólo los bancos de la plaza.

Cuando pasaron algunos años y el público pudo darse cuenta, lo mismo que los bancos, de que esos papeles no se renovaban ya como antes, sino que se pagaban puntualmente a sus vencimientos, ya sea con fondos del Tesoro provenientes de sus rentas o de la emisión de empréstitos, o de la colocación de nuevas letras, el mercado se fue preparando para recibir ese papel sin el recelo que antes provocaba. Pasado ese tiempo preparatorio, el Banco Central, de acuerdo con el Tesoro, decidió ampliar las licitaciones y dar intervención en ellas a todo el público por intermedio de bancos o corredores. Con ese objeto se les pidió su cooperación para explicar al público el carácter del papel, su gran liquidez, la posibilidad de negociarlo en el mercado en cualquier momento sin dificultad alguna; tarea de persuasión en la que tuvimos la colaboración de los corredores, pero no siempre la de los bancos, porque en los primeros momentos se opusieron a que las licitaciones se extendieran al público, por haberse acostumbrado a tener la exclusividad de este papel y temer que el público retirara depósitos para ir a suscribir las letras. Se les explicó que, en realidad, esos depósitos se retirarían transitoriamente, puesto que al gastar el Gobierno los fondos, volverían al circuito monetario. No obstante esa resistencia, se lanzaron las letras al público y, poco a poco, la oposición se desvaneció.

Hoy día los bancos son colaboradores eficaces en la colocación de letras entre el público. Para facilitar esas operaciones, se eximió a las letras de los impuestos de sellos, del que grava los réditos, si bien el contribuyente tiene que incluir su renta en las declaraciones anuales. Se obtuvo de la Bolsa, asimismo, la cotización de las letras y la anotación en las pizarras de las operaciones que se realizaban. El Banco Central, para estimular el mercado, se puso a operar en compras y ventas por medio de corredores, para ir dando un volumen de importancia a estas transacciones y ofreciendo a los suscriptores la seguridad de que, en cualquier momento, habría comprador o vendedor del papel en la Bolsa; es decir, se procedió en forma análoga a la que se había seguido en materia de títulos del Gobierno Nacional.

El mecanismo de las licitaciones es muy sencillo: el Banco Central ofrece una determinada cantidad de letras, y cada corredor o banco presenta sus propuestas

por cuenta de sus comitentes, a quienes no se pide dar sus nombres, porque son operaciones al portador; se hace el cómputo de todas las suscripciones y se adjudican al mejor postor. El Banco Central, como agente del Gobierno, se reserva el derecho de anular en cualquier momento la licitación, derecho que nunca ha usado, pero que lo ha establecido para el caso de que hubiese alguna combinación, como dijimos al tratar de las licitaciones de cambios. Por otro lado, el mismo Banco Central es un elemento activo en las licitaciones, porque con frecuencia cuando la demanda flaquea, toma letras para su propia cartera, o las vende por intermedio de corredores, cuando la demanda ha sido excesiva y no ha quedado satisfecha por completo. Muchas veces también algunas agencias del Gobierno son adquirentes de letras de tesorería para colmar los claros que puedan producirse en una licitación y evitar así la fluctuación brusca de las tasas de interés en un mercado muy sensible, como es el de las operaciones a corto plazo.

Emitidas las letras en el público, se contaba ya, pues, con títulos a largo plazo, por un lado, y títulos a muy corto plazo, por otro. Pero era necesario crear categorías intermedias: con ese objeto, primero se lanzó un valor a 10 años, que se colocó con gran éxito en el mercado y, algún tiempo después, otro valor en series de uno a cinco años; la primera emisión fue de 250 millones de pesos, y se realizó en 1941. Haré un relato de la forma en que los bancos recibieron esta operación. Cuando el Central convocó al consorcio para plantearla, notamos que los bancos querían un tipo de interés que considerábamos desproporcionado al interés que correspondía a este papel; ante esa resistencia y recelo de los bancos, recomendó al Ministerio de Hacienda, en vista de que no había urgencia, postergar la operación; y para convencer a los bancos de que el Tesoro no necesitaba pagar esos intereses altos que los bancos solicitaban, en las siguientes licitaciones de letras de tesorería aconsejó al Tesoro ofrecer cantidades muy bajas, lo cual se podía hacer, por cuanto el Tesoro tenía fondos a su disposición. Al ofrecer estas cantidades más bajas, como la demanda de letras, especialmente por parte de los bancos, continuaba siendo muy activa, se provocó una baja del interés; algunas semanas más tarde, los mismos bancos que se habían opuesto a aquella operación de bonos fueron a solicitarla al Banco Central, aceptando el tipo de interés de 21/2 por ciento que se había establecido para esta operación de 1 a 5 años. (3)

LA TÉCNICA DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS

No quisiera entrar en mayores detalles, aunque habría muchísimos otros aspectos de estas operaciones que considerar. Me limitaré, para terminar, a decir que el Banco Central, en los 8 años y medio de funcionamiento, ha ido asimilando, poco

a poco, la técnica de los grandes mercados financieros y adaptándola a las modalidades del país; logrando en esa forma formar en su departamento de títulos un conjunto de funcionarios que han resultado muy capaces y que manejan las operaciones con mucha eficacia. El Banco ha podido así adquirir en el mercado financiero bastante autoridad moral para tener éxito en sus recomendaciones y dar la seguridad de que cuando patrocina una operación de emisión, lo hace después de un estudio cuidadoso y maduro de las condiciones; y, si bien es cierto que no asegura la estabilidad absoluta de los valores, se sabe que está siempre resguardando la plaza para librarla de cualquier conmoción o de cualquier sacudimiento. Todo ello ha sido, a mi juicio, un factor muy favorable en el desarrollo del mercado de títulos nacionales; pero no debemos olvidar que el Banco Central ha podido actuar en todos estos años a favor de un mercado en continua alza por la abundancia de fondos; eso le ha ayudado considerablemente. Ha habido cantidades crecientes de ahorros que han ido a colocarse en el mercado de títulos nacionales, a precios que, excepto épocas transitorias de baja, han tenido una tendencia persistente de ascenso, lo cual ha llevado a todos los que han invertido sus recursos en valores nacionales a experimentar crecimientos en el valor de su capital, que han influido en el prestigio de los títulos. De manera que, al calor de ese factor favorable, el Banco Central ha podido acrecentar la eficacia de su intervención en sus operaciones de agente financiero del Gobierno Nacional.

Marzo 3, 1944

(1)

Sr. Gómez: ¿Con sus propios recursos?

Sr. Prebisch: Sí, creando recursos.

Ing. Robles: ¿Con fines monetarios?

Sr. Prebisch: Con fines de regulación financiera y monetaria.

Ing. Robles: Así se podría hacer una regulación del mercado de los títulos, ya que el Banco Central de Argentina no puede por ahora comprar valores con fines de regulación monetaria.

Sr. Prebisch: No puede comprar valores, ni con fines de regulación bursátil, ni con fines de regulación monetaria.

Lic. Martínez Ostos: ¿El Banco tampoco puede regular con letras de tesorería?

Sr. Prebisch: Sí puede, pero es de temer que cuando haya liquidación en gran escala de títulos en la Bolsa, la gente tampoco tome letras de tesorería, o las liquide. El Congreso, o ciertos sectores del Congreso, tienen el temor de dar la facultad que se le solicita porque pudiera abrir la puerta para que el Gobierno coloque grandes cantidades de títulos en el Banco Central, a pesar de que las limitaciones del proyecto de ley no permitirían hacer operaciones de esa naturaleza. Creo que es esencial dar al Banco Central esa facultad, no solamente por razones de regulación bursátil, sino también monetaria.

Ing. Robles: Usted dice que estas operaciones las hace en cierto modo el Banco Central por cuenta del Gobierno federal, y que cuando quiere comprar lo hace con recursos del Gobierno. No veo con claridad esta doble posición del Gobierno que está colocando los bonos y que tiene estos recursos...

Sr. Prebisch: El origen de esos recursos es múltiple: pueden ser recursos provenientes de empréstitos colocados anteriormente, o de títulos vendidos por el Banco Central en la Bolsa, o de operaciones de crédito a corto plazo, realizadas por el Gobierno. El Gobierno, generalmente, tiene en el Banco Central grandes cantidades de fondos. En los últimos años así ha sucedido; y en momentos de emergencia, como los que he señalado en mi exposición, han permitido al Banco Central actuar con fondos del Tesoro.

Lic. Martínez Adame: Pero si el Tesoro dispone de cuantiosos bienes, ¿para qué coloca un nuevo empréstito?

Sr. Prebisch: Coloca nuevos empréstitos, y el caso se presentó precisamente en 1943, porque el Banco Central creyó conveniente detener el alza de los títulos, y para detenerla fue colocando todos los valores que podía en la Bolsa y apartando ese dinero en las cuentas del Tesoro para utilizarlo al llegar el momento en que el Tesoro tenga que hacer sus pagos en el resto del año.

Lic. Martínez Adame: Si yo entiendo bien, lo que dice el ingeniero Robles es esto: lo que el Estado vende con una mano, lo compra con la otra.

Sr. Prebisch: No simultáneamente; los recursos provenientes de lo que el Estado ha vendido en un período en que pudo hacerlo, los utiliza para comprar los títulos que se ofrecen en la Bolsa y no encuentran comprador en períodos de exceso de oferta. No hace operaciones simultáneas de compra y venta. Supongamos que el Gobierno ha colocado un empréstito de 300 millones de pesos y a los 15 días, por una noticia exterior o interior, la Bolsa afloja, cambia el sentido de su movimiento y, en lugar de ser compradora, la Bolsa se vuelve vendedora; entonces el Gobierno utiliza parte de los fondos que ha obtenido en comprar los títulos que se ofrecen.

Ing. Robles: Quizá sea esto; el Gobierno tiene interés en mantener su crédito; para mantenerlo conserva siempre una masa de maniobra en efectivo depositado en el Banco Central, y para regular el mercado de valores del Gobierno, se usa para comprar éstos cuando tienden a bajar, o lanza títulos del Estado a través del Banco cuando las condiciones del mercado de valores fiscales y monetarias lo exijan o lo permitan. El Banco hace, pues, lo mismo que otros bancos centrales pero sólo como fiduciario del Gobierno.

Sr. Prebisch: Eso es.

Sr. Gómez: Para atender eso aunque no necesite los fondos y aun cuando le cueste el interés para regular el mercado del dinero, para mantener siempre en buenas condiciones a fin de que el pequeño inversor tenga una renta fija exenta de oscilación.

Sr. Prebisch: Esta es precisamente la idea. Por otro lado, en los últimos años no ha preocupado al Banco Central que se vayan acumulando fondos en la cuenta del Gobierno porque ha sido una de las formas de absorber fondos sobrantes en el mercado. Por lo tanto, el fin que ha perseguido el Banco Central al vender títulos en 1943 ha sido doble: primero, detener la tendencia exagerada hacia el alza de valores y luego absorber todos los fondos que la plaza iba dando.

Sr. Gómez: En otras palabras, como el Congreso ha tenido temor de darle facultades al Banco Central para comprar títulos del Gobierno, éste se ha visto obligado a colaborar con el Banco Central en la tarea de regular la moneda y el mercado de valores.

Sr. Prebisch: Sí señor. Naturalmente que si el Banco Central no tiene esa autorización legislativa y sobreviene un momento en que sea necesario comprar grandes cantidades de títulos, encontrará alguna solución. Ya se ha pensado en una, por ejemplo, llamar a bancos fuertes de la plaza y ofrecerles cauciones de títulos nacionales y con esos fondos comprar esos títulos.

Sr. Gómez: ¿Está autorizado el Banco Central a caucionar?

Sr. Prebisch: Al Tesoro, sí. El Tesoro puede tomar valores de su cartera y dirigirse a los bancos por intermedio del Banco Central y caucionar esos títulos. Los bancos de la plaza suministrarían fondos al Tesoro y éste al Banco Central, para que regulen el mercado. Claro que estas operaciones carecerían de la limpieza y elegancia que deben tener las de un Banco Central potente que se presenta en la plaza en condiciones de comprar cualquier cantidad de títulos; y ello podría tener repercusiones psicológicas desfavorables, porque estas operaciones trascienden al público y denotan que el Banco Central no tiene la fuerza suficiente, además de que ésta puede agotarse. Por eso se ha insistido mucho en obtener esa facultad.

Sr. Gómez: ¿Sigue siendo el Estado en este caso, persuadido por el Banco Central, el regulador del mercado de moneda?

Sr. Prebisch: Sí señor. Y si carece de esa facultad no es por olvido al hacer la ley, sino que se temía mucho en aquellos tiempos que el Banco Central pudiera convertirse en un mecanismo inflacionista destinado a dar recursos fáciles al Gobierno.

Sr. Gómez: Conocemos la actitud.

Sr. Prebisch: Bueno, estamos en buena compañía.

(2)

Ing. Robles: ¿Quién da fe de la veracidad del prospecto?

Sr. Prebisch: Hace poco tiempo —y no sé si la idea se ha puesto en práctica— se pensó que ese prospecto lleve la firma de un contador público autorizado, que atestigüe la veracidad de las cifras. Por otro lado, todas estas emisiones se hacen por consorcios privados que antes de autorizar una emisión tienen buen cuidado de enterarse bien de las características del negocio puesto que va implícita su propia responsabilidad ante el público. No hemos creído conveniente establecer un control demasiado riguroso en esta materia porque el propósito es precisamente desarrollar el mercado de acciones y de obligaciones industriales con el mínimo de trabas. Tampoco se ha considerado conveniente que el Banco Central o la Comisión de Valores, asuman la responsabilidad acerca de la calidad del papel que se utiliza. Lo que quiere el Banco Central es que el público tenga toda la información necesaria para juzgar, pero no juzgar en nombre de él; que el público sea el responsable de sus operaciones de colocación y que aprenda a elegir el consorcio o el grupo de bancos por el cual debe hacer sus compras de papeles. Por lo menos en el estado actual de cosas el Banco Central no consideró conveniente ir más lejos. Sólo en casos muy especiales negó la recomendación favorable aun tratándose de papeles de primer orden. En el caso de empresas de servicios públicos, por ejemplo, que querían acudir al mercado local por grandes cantidades (20, 30 millones de pesos) cuando tenían dividendos cuantiosos que giraban al exterior y que con haberlos dejado en el país podían resolver su problema de financiación. No porque el Banco Central considere que eso sea inconveniente, sino porque en las circunstancias del momento, esos 20 o 30 millones de pesos se podían distribuir entre varias industrias nacionales que querían emitir sus papeles. Esas fueron las consideraciones circunstanciales y, por cierto, bastó la recomendación del Banco Central para que no se hicieran esas operaciones. Debo

decir que el Banco Central se ha preocupado mucho de estudiar los antecedentes de los miembros que constituyen los directorios de las entidades, de estudiar sus balances, de pedir una serie de aclaraciones a fin de tener la seguridad de que se trata de empresas serias. Más aún, en una emisión reciente de bastante importancia hecha por una compañía que deseaba pagar una deuda grande que tenía en libras esterlinas, el Banco Central mandó sus contadores a la empresa para recibir las explicaciones del caso. El procedimiento tuvo resultados muy satisfactorios.

(3)

Sr. Gómez: ¿De dos y medio?

Sr. Prebisch: Sí; el promedio de interés.

Sr. Gómez: El promedio de interés que se adjudicaba en proporción de 1, 2, 3, 4, 5 años.

Sr. Prebisch: Sí, en cantidades iguales.

Sr. Gómez: ¿Qué clase de interés para las letras de tesorería?

Sr. Prebisch: Según el plazo. Hay letras hasta de 45 días que dan un interés que ha oscilado alrededor del 0,40%. Las letras a 3 meses, entre 0,90 y un punto de interés; en las letras a 1 año, poco más o menos, las tasas oscilan alrededor de 1,90 a 2 por ciento.

Lic. Martínez Ostos: ¿Los rendimientos no están proporcionados al plazo, verdad?

Sr. Prebisch: No pueden ser aritméticamente proporcionales.

Lic. Martínez Ostos: ¿No se calcula una forma más o menos proporcional?

Sr. Prebisch: No se pueden establecer cánones fijos porque es el mercado, según la abundancia o escasez de fondos dispuestos a emitirse, a colocarse en los distintos plazos, lo que determina las tazas; por ejemplo, en ciertos momentos se nota que la mayor demanda prefiere plazos cortos, plazos de letras hasta 3 o 6 meses, y entonces eso tiende a hacer bajar esos plazos, sin que bajen los de arriba de 6 meses. Otras veces vemos que el énfasis se pone en los papeles un poco más largos. El mercado es muy variable.

Lic. Martínez Ostos: Pero de todos modos se estipula el tipo de interés en cada letra.

Sr. Prebisch: La letra de tesorería no tiene un tipo de interés. Se ofrece, y el proponente tiene que cotizar un precio.

Sr. Gómez: Enteramente bajo para que tenga el rendimiento deseado.

Sr. Prebisch: Eso es, y en función de esto se establece el rendimiento.

Sr. Gómez: Es que los bonos a corto plazo en los Estados Unidos tienen una escala diferencial de intereses ligeramente ascendente, de 3 meses a 1 año, con fluctuaciones como las que usted dice; a veces se nota que esa escala se rompe a favor o en contra de los depósitos a largo plazo hasta un año.

Sr. Prebisch: Sí, va de abajo a arriba, y no siempre el mercado sigue ese criterio matemático. Pero, por supuesto, hay una progresión muy clara en los tipos de interés. De manera, pues, que van desde un mínimo de 0,40% en los papeles muy cortos hasta 4,20 que es el rendimiento neto de los títulos a largo plazo. Cuando se decidió colocar estos bonos, se entregó a los corredores y bancos para que explicaran a su clientela una tabla con cálculos sobre la incidencia que tendría en estos papeles de 1 a 5 años, una baja de 2 puntos, 1 punto, 1/2 punto, en los títulos a largo plazo; para que se viera que en estos títulos a corto plazo la incidencia es mínima, y que por lo tanto, si bien es cierto que tienen un interés reducido, la posibilidad de fluctuaciones en el valor es muy pequeña. Se recomendó a los corredores y bancos que indujeran a la clientela deseosa de hacer inversiones a un plazo medio a invertir en estos

papeles y no comprar títulos nacionales, porque el Banco Central no garantiza en ninguna forma la estabilidad del precio. El Banco Central resguarda al mercado de sus fluctuaciones bruscas, pero en ningún caso asume la responsabilidad de mantener los valores. Justamente había omitido decir que cuando hace algunos meses, provocamos la baja de los títulos nacionales en la Bolsa, una de las razones fue demostrar al mercado que los títulos nacionales estaban sujetos a la baja, y que no era prudente, por lo tanto, colocar fondos a largo plazo, que, por su índole, tenían que ser de colocación transitoria. En esa forma se fue educando al mercado.

107
EL PATRON ORO Y LA VULNERABILIDAD ECONOMICA DE NUESTROS PAISES*

I. INTRODUCCIÓN

La buena doctrina monetaria

Poco hemos participado los países de América Latina, al menos públicamente, en la controversia acerca de los planes monetarios internacionales y el futuro del patrón oro. El tema, sin embargo, tiene fundamental importancia para nosotros.

Hemos vivido frecuentemente en esta materia al margen de la buena doctrina. No llegan a veinticinco los años de patrón oro en la historia monetaria argentina de los últimos tres cuartos de siglo.

No todo se explica por impericia y desorden financiero. Por donde cabe preguntarse si esas buenas doctrinas monetarias han sido realmente buenas para nosotros.

Sostengo que no. Y acaso sea suficiente nuestra experiencia, cotejada con la de otros países similares, para ir elaborando nuestras propias ideas y ajustando a ellas el desarrollo de una política monetaria nacional.

Para trazar los lineamientos de esa política hay que determinar claramente las metas u objetivos que se persiguen.

Desde el punto de vista de la Argentina, considero que deben ser los siguientes: primero, resguardar la economía interna de las fluctuaciones y contingencias exteriores asegurándole el máximo de estabilidad; y, segundo, propender a que el desarrollo económico y demográfico del país sea lo más intenso posible, con la plena utilización de sus recursos disponibles.

* *N. del Ed.* Publicado en El Colegio de México, Centro de Estudios Sociales, *Jornadas*, Nº 11. Reimpreso en *Revista de Ciencias Económicas*, año 33. Serie 2ª, Nº 272, Buenos Aires, marzo de 1944, págs. 211-235; *Revista del Banco de la República Oriental del Uruguay*, Departamento de Investigaciones Económicas, año 3, Nº 10, Montevideo, julio de 1944, págs. 32-39. La edición de El Colegio de México presenta el trabajo como el primero de una serie de doce sesiones del Seminario Colectivo sobre "La América Latina", seguido de trabajos de Alfonso Reyes, José Gaos y otros. La primera reunión se fijaba para el 30 de marzo de 1944, pero en la reimpresión Prebisch acotó: "Proposiciones para la discusión de este problema presentadas el 27 de marzo de 1944 al inaugurarse el Seminario sobre problemas económicos y sociales de América Latina del Colegio de México, México, D.F.".

El patrón oro, tal cual lo hemos visto funcionar, no permite cumplir con esos objetivos. Somete la actividad interna a las variaciones de la economía internacional provocando una continua sucesión de fases de actividad y depresión con sus conocidas consecuencias económicas y sociales. E impide el desarrollo de una política expansiva de crédito, indispensable para que un país con grandes posibilidades de crecimiento pueda utilizarlas sin el peligro de crónicas perturbaciones.

Pero también tiene mucho de bueno el patrón oro. El oro en sí está profundamente arraigado en los usos monetarios de la humanidad. Es preciso contar con él. Sólo que habrá que emplearlo mejor aprovechando las enseñanzas de pasadas experiencias. Hay que despojarlo de su excesivo automatismo y complementarlo con otros resortes de probada eficacia.

Es lo que desearía discutir brevemente aquí, a la luz de la experiencia argentina, pues tiene algunos elementos comunes con las de otros países de la América Latina.

El sentido de la experiencia monetaria argentina

El sentido fundamental de esta experiencia, desde la crisis mundial, ha sido el empeño en atenuar la repercusión de graves fenómenos exteriores sobre nuestra economía interna. El control de cambios ha respondido a ese propósito. No ha habido, sin embargo, una política definida. Por el contrario, fueron tiempos de continuos tanteos y modificaciones, de aciertos y errores. Pero algunas enseñanzas importantes ha dejado todo ello. Una, quizá la más significativa, es la que voy a considerar ahora: para conseguir el desenvolvimiento estable de la actividad económica interna, para hacerla lo menos vulnerable posible a la exterior, es indispensable que la política monetaria nacional, basada en el empleo del oro, cuente con un instrumento completamentario del patrón oro; un instrumento que le permita obrar eficazmente sobre ciertas categorías de importaciones a fin de que una política expansiva de crédito, tendiente a contrarrestar las depresiones económicas y estimular el desarrollo de las actividades internas, no nos lleve fatalmente al desequilibrio del balance de pagos y a la depreciación monetaria, según tantas veces ha acontecido.

La política monetaria nacional

¿Vamos a seguir entonces con los complicados sistemas de control de cambios, con la reglamentación de las importaciones y la detallada determinación por el es-

tado de lo que ha de importarse, de quiénes han de importar y en qué medida, con todas sus complicaciones y perniciosos resultados?

Terminantemente no. Sin que quiera entrar en una discusión doctrinaria sobre la intervención del Estado, por no caber en este trabajo, he visto demasiado de cerca la minuciosa regulación cuantitativa de las importaciones para persuadirme de la conveniencia de evitarla. Preconizo algo distinto, inspirado en los viejos principios de la oferta y la demanda que tan bien siguen resistiendo a la crítica implacable.

Es más, si por una política monetaria y financiera adecuada se logra desarrollar establemente y en un alto nivel la actividad económica interna, con el discreto manejo desde arriba de ciertos resortes fundamentales del sistema, la necesidad de intervenir en las actividades privadas será mínima. Reflexiónese en que estas intervenciones suelen ser más frecuentes en las épocas de depresión y desocupación, que cuando la economía se desenvuelve con ritmo intenso.

Lejos de ser irreconciliable una vigorosa política monetaria nacional con la iniciativa privada, ha de contribuir a crear las condiciones propicias para que ella pueda ejercitarse con el máximo de libertad en extensos campos de la realidad económica.

Tampoco es incompatible esa política monetaria nacional con los propósitos que entrañan los planes monetarios internacionales. Hay mucha materia de entendimiento y cooperación. Nos interesa vivamente el crecimiento de nuestro comercio exterior en las condiciones más estables que sea posible. Pero para que ello nos rinda el máximo de provecho nacional —y ningún país puede tener otra aspiración—, es indispensable que nuestra economía se integre, se fortalezca, se vuelva lo menos vulnerable posible a lo exterior. Las economías débiles no colaboran, se subordinan fatalmente.

II. EL CICLO ECONÓMICO Y LAS FALLAS DEL PATRÓN ORO

Las fases del ciclo

Vamos a examinar ahora, en forma muy breve, cómo se desarrollan nuestras fluctuaciones o ciclos económicos y las fallas que presenta el patrón oro.

Las alternativas de la economía internacional agregadas a las variaciones de nuestras cosechas se manifiestan en la Argentina en un continuo sucederse de fases de ascenso y depresión en las actividades económicas internas.

La fase ascendente se caracteriza generalmente por el incremento de las exportaciones y la inversión de capitales extranjeros. Aumentan las tenencias de oro, crecen los efectivos de los bancos y se acrecienta el poder de compra de la población.

El acrecentamiento del poder de compra estimula correlativamente la demanda,

tanto de artículos y servicios nacionales como de artículos importados. Ese poder de compra, derramado originariamente en un sector de la economía interna, se transfiere a otros sectores y de éstos a otros y así sucesivamente hasta abarcar todo el ámbito de la economía nacional. Y en cada sector surge una mayor demanda de artículos internos y una mayor demanda de importaciones. Crece pues la actividad interna con una amplitud varias veces mayor que la del estímulo inicial, esto es, el incremento del poder de compra. Y crecen también las importaciones, con lo que se va utilizando el oro y las divisas provenientes de las exportaciones y el ingreso de fondos extranjeros.

Pero llega un momento en que el impulso ascendente se agota, sea porque disminuye la demanda mundial o se debilita la corriente de inversiones o las dos cosas simultáneamente, como que sobre estos fenómenos se reflejan las alternativas económicas de los grandes países. Se desarrolla entonces la fase descendente. Disminuye el poder de compra de la población y decrece la demanda de artículos y servicios nacionales y de artículos importados. Las actividades internas se contraen más que lo que disminuye el poder de compra, lo mismo que antes se había amplificado su dilatación. Las importaciones también decrecen; y, mientras se llega a un nuevo punto de equilibro en el balance de pagos, siguen saliendo el oro y las divisas de las reservas monetarias.

Estabilidad monetaria e inestabilidad interior

Este es el proceso esquemático de un ciclo económico perfecto desde el punto de vista del patrón oro. El metálico ingresa y egresa del Banco Central y se mantiene la estabilidad monetaria. Pero todo ello a costa de una gran inestabilidad en las actividades económicas internas que se expanden y contraen con gran desperdicio de las energías y recursos de la colectividad.

Tal cual ha funcionado el patrón oro, la estabilidad monetaria exterior comporta sacrificar la estabilidad de las actividades económicas internas.

Para mantener la estabilidad económica interna sería indispensable expandir el crédito, esto es, compensar la disminución del poder de compra provocado por el decrecimiento de las exportaciones y el ingreso de fondos exteriores con nuevo poder de compra de origen interno. Se consigue así evitar la contracción de la demanda interna, pero quedan también al mismo nivel las importaciones, y como son menores las exportaciones y los capitales que ingresan, se produce un desequilibrio que tiene que cubrirse con nuevas exportaciones de oro y divisas. Este proceso tiene sus límites por cuanto las reservas monetarias no son inagotables. Si la depresión es intensa y prolongada y se expande fuertemente el crédito para combatirla,

llegará un momento en que tendrá que abandonarse el patrón oro por haber llegado esas reservas a peligrosos extremos. Comienza entonces la depreciación monetaria con sus conocidas consecuencias.

Acentuación de los trastornos cíclicos

La realidad suele ser más compleja que este simple esquema. Ha sucedido con frecuencia en la Argentina que la amplitud de los movimientos cíclicos es mucho más intensa, precisamente por otra falla en el funcionamiento automático del patrón oro que pasamos a exponer.

Al describir más arriba la fase ascendente mencionamos el aumento de los efectivos bancarios que en ella acontece. Los bancos, que persiguen primordialmente su mayor beneficio, tratan de utilizar el nuevo efectivo en acrecentar sus préstamos. Lo cual significa agregar cantidades adicionales de origen interno al poder de compra proveniente del exterior. La demanda crece más intensamente y también las importaciones. El desequilibrio ulterior del balance de pagos y la presión contra el patrón oro son en consecuencia mucho más fuertes en la fase descendente, sobre todo si la expansión del crédito continúa, como tantas veces ha ocurrido.

Uno de los motivos de esta expansión ha sido en la Argentina el déficil fiscal. En tiempos bonacibles los mejores ingresos fiscales y la facilidad para colocar valores del Estado favorecen el crecimiento de los gastos públicos; pero cuando sobreviene el descenso y decrecen los ingresos y la colocación de valores, se produce generalmente el desarreglo pues los gastos públicos no se reducen correlativamente; la depresión más bien impulsa al Estado a aumentarlos.

Suele ser muy seria la incidencia monetaria de esta política financiera. Pero no es eso todo. Hay capitales del exterior que cuando comienza la depresión salen prontamente por temor de perturbaciones. Nos referimos principalmente a esos fondos flotantes que tantos trastornos han causado. Vienen cuando no se les necesita y se van cuando podrían ser útiles. Pues bien, cuando vienen estimulan la importación como si se tratase de capital que se invierte permanentemente, y esa importación se paga con el oro y las divisas ingresados con dichos fondos. Y cuando se van, como las divisas ya se han utilizado, hay que acudir a las reservas monetarias preexistentes para poder efectuar su transferencia. La entrada de esos fondos flotantes origina en fin de cuentas una salida de divisas de doble magnitud y representa así un elemento adicional de trastornos monetarios.

III. ¿PUEDEN CORREGIRSE LAS FALLAS DEL PATRÓN ORO?

Las tres fallas

De esta descripción tan esquemática del desarrollo del ciclo en la Argentina, o como quiera llamarse a esta sucesión irregular pero continua de épocas de prosperidad y depresión, se desprende que las fallas fundamentales del patrón oro o de cualquier sistema de regulación automática, son: primera, que la compresión espontánea de las importaciones para conseguir el equilibrio del balance de pagos en la fase descendente acontece conjuntamente con la de las actividades internas del país; segunda, que la tendencia natural de los bancos a aumentar sus préstamos en virtud del incremento de sus efectivos contribuye a exagerar la amplitud del ciclo; y tercera, que los fondos flotantes, abusando de la estabilidad de cambios que brinda el patrón oro, acentúan también las perturbaciones cíclicas.

Pues estas son las fallas que debemos esforzarnos en corregir, no para destruir el patrón oro en nuestros países, sino para perfeccionarlo. ¿Por qué no habríamos de perseguir este designio si nadie conoce mejor que nosotros nuestra propia realidad?

Graduación de las importaciones

Comencemos por la primera falla. Para subsanarla hay que buscar la forma de reducir las importaciones en la fase descendente sin provocar la contracción de aquellas actividades internas que son indispensables para dar ocupación constante a las grandes masas de la población y suministrarles los artículos que requieren para satisfacer sus necesidades corrientes. O en otros términos, es necesario encontrar la manera de circunscribir la restricción a aquellos artículos que no influyen sensiblemente en el desarrollo de esas actividades que, por ser esenciales, debemos proteger de las fluctuaciones y contingencias exteriores.

Examinemos para ello, en sus grandes lineamientos, el contenido de las importaciones: a) materias primas y esenciales para el desenvolvimiento de la industria, las construcciones y los transportes que satisfacen las necesidades corrientes de la población, así como artículos terminados que le son indispensables; b) bienes de capital de carácter durable, requeridos por la producción y el movimiento económico: máquinas y equipos industriales, material ferroviario, automotores, aviones, etc.; c) otros artículos durables que sin ser bienes de capital, por no emplearse en la producción o los transportes, tienen la misma característica en cuanto puede prescindirse, en ciertas épocas, de una parte más o menos grande de su importa-

ción, sobre todo si ésta ha sido fácil y abundante en tiempos anteriores; d) artículos no esenciales o indispensables para las necesidades corrientes de las grandes masas de la población y que sin embargo son útiles o agradables para ciertos sectores, no obstante lo cual no se deriva ningún perjuicio social o colectivo de su restricción temporal; e) artículos superfluos o de lujo a los que corresponde en mayor grado el concepto anterior.[1]

Si ello es así, si las importaciones son distintas según su índole, aplicación y durabilidad y según las necesidades a que corresponden, ¿por qué se ha de afectar a todas ellas por igual cuando se contrae el poder de compra en el sistema de patrón oro o se eleva en general el tipo de cambio en un régimen de moneda depreciada? Hace falta establecer un procedimiento selectivo en que para corregir el desequilibrio en el balance de pagos se comience a disminuir primero los artículos superfluos o de lujo y se siga con los no esenciales; y en que, si ello no fuere suficiente para nivelar las cuentas exteriores, se reduzcan más bien las importaciones de artículos durables y aun los bienes de capital antes que afectar las importaciones esenciales que hemos mencionado. La experiencia reciente nos ha demostrado la posibilidad de pasarse algunos años con escasas importaciones de estos bienes, precisamente por su carácter de durables. Situación momentánea que no afecta a la industria y los transportes si es que se encontraban bien equipados y siguen teniendo importaciones regulares de materias y artículos indispensables.

La restricción de ciertas importaciones por el tipo de cambio

No nos detendremos a discutir este punto por más que sea de gran importancia. Sólo queríamos señalar la conveniencia de aplicar un régimen selectivo a las importaciones cuando haya necesidad de reducirlas a fin de equilibrar el balance de pagos sin perturbar las actividades internas. ¿Es indispensable acudir a las cuotas de importación para conseguirlo? En modo alguno. El procedimiento que proponemos es muy sencillo y a él habíamos llegado en la Argentina, si bien parcialmente, después de los malos resultados de las cuotas. Consiste en determinar las cantidades de divisas que puede destinar el Banco Central a cada una de las categorías enunciadas y licitarlas periódicamente entre los importadores adjudicando las divisas al mejor postor. La oferta y la demanda determinarán el precio en cada categoría. No es el caso de entrar en pormenores técnicos; sólo señalaremos que el Banco Central, manejando cuidadosamente las cantidades de divisas ofrecidas y adjudica-

[1] No consideraremos las importaciones relativas a la defensa nacional sobre cuyo desarrollo no pueden prevalecer, por razones obvias, las consideraciones de orden cíclico.

das, podría suavizar las oscilaciones de sus precios, aunque sin contrariar sus tendencias generales de alza o baja cuyo libre juego es indispensable para establecer el equilibrio.

Cabría argüir que con este procedimiento se encarecerían las importaciones de las categorías afectadas. Naturalmente que sí. No hay otro medio efectivo para restringir la demanda que la elevación de precios. Pero si se aplican cuotas de importación sucede lo mismo, puesto que al disminuir la oferta y proseguir la demanda, en virtud del nuevo poder de compra que se crea, los importadores y distribuidores pueden encarecer fácilmente sus mercancías. Pero en tal caso queda el sobrebeneficio en sus manos; mientras que al elevarse los tipos de cambio es el Estado quien recoge la diferencia.

Me deja sin preocupación el alza transitoria de los precios de estas importaciones en la fase de descenso cíclico: no afecta en ninguna forma la satisfacción de las necesidades corrientes del país, pues no sufren trastornos las importaciones esenciales para la industria y ésta sigue trabajando regularmente con los equipos existentes. Tal es la ventaja evidente de este procedimiento sobre el de la depreciación general de la moneda que perjudica a todas las importaciones y repercute sensiblemente sobre el costo de la vida.

Pasada la fase de descenso cíclico, al crecer nuevamente las exportaciones y las inversiones de capital extranjero, el Banco Central ofrecerá mayores cantidades de divisas para esas categorías de importación hasta que sus precios vuelvan al tipo originario, esto es, al que corresponda a las importaciones esenciales.

Inconvenientes de controlar el movimiento de capitales

El movimiento de los precios representa la forma tradicional, e insuperada hasta hoy, de determinar el equilibrio en los mercados. No veo por qué no habremos de emplearlo para nivelar el balance de pagos sin causar ningún perjuicio de orden colectivo. No sólo en materia de importaciones, como acaba de verse, sino también en materia de capitales y fondos exteriores, según veremos en seguida. La experiencia demuestra que es imposible controlar permanentemente sus movimientos. Hemos tratado de hacerlo en la Argentina en 1932 y 1933 con muy malos resultados: las operaciones oficialmente denegadas se realizaban en un mercado negro o clandestino en donde el fértil ingenio de los negociantes corría mucho más aprisa que el celo y los recursos de los funcionarios. Sólo podría pensarse en un control semejante en un breve lapso, como podría ser la época inicial de la postguerra.

A mi juicio, la solución de este problema no está en un rígido sistema de control sino en establecer dos mercados de cambio como se hizo en nuestro país des-

pués de aquel fracaso. Un mercado oficial en que se efectúen las operaciones fundamentales relativas al comercio y las demás transacciones regulares con el exterior; y un mercado libre, independiente del anterior, en donde queden completamente aislados los otros movimientos de fondos y capitales sin que puedan afectar en forma alguna a esas transacciones regulares.

En el mercado oficial el Banco Central compraría sus divisas a los exportadores a un tipo estable y las vendería también a un tipo estable a los importadores de artículos esenciales, tal cual ocurre en un régimen de patrón oro; pero se apartaría de este concepto de estabilidad en la venta de divisas para el pago de las otras importaciones a las que aplicaría la política cíclica que ya hemos visto, en caso de que las circunstancias así lo aconsejen.

Los movimientos de otros fondos y capitales en el mercado libre se efectuarían a los precios que vaya determinando el funcionamiento sin trabas de la oferta y la demanda. Si el ingreso de fondos es superior a la salida, el tipo de las divisas extranjeras tenderá a bajar y el Banco Central podrá comprar sin riesgos el excedente de oferta no absorbido por el mercado, al tipo a que vende el cambio para las importaciones esenciales. Por el contrario, si la salida es mayor que la entrada de fondos, el tipo de las divisas subirá hasta llegar a un nivel en que se alcance el equilibrio del mercado. El Banco Central no asumirá compromiso alguno acerca de los movimientos del mercado libre, lo que no obsta para que si lo juzga conveniente pueda vender el cambio comprado anteriormente o emplear parte de sus reservas en aliviar la presión del mercado. En consecuencia, los fondos que ingresan y egresan por el mercado libre quedan librados a su propia suerte y no perturban las transacciones regulares del país que se efectúan separadamente en el mercado oficial de cambios.

Entre estas últimas incluyo los servicios del capital extranjero invertido permanentemente. Para estimular estas inversiones, que pueden ser muy convenientes si se ajustan a un programa bien meditado de desarrollo nacional, habrá que dar cierta estabilidad al tipo de las divisas necesarias para el pago de sus servicios de interés y amortización. Los fondos que ingresen al país para invertirse permanentemente y se inscriban en el Banco Central, tendrán derecho a obtener estas divisas para la remesa regular de sus servicios. Los no inscriptos, por haberse negado a hacerlo el Banco Central en virtud de su carácter de fondos flotantes o por la índole de la inversión que buscan, estarán en libertad de invertirse en donde más les conviniere; pero sus servicios o su retiro total quedarán expuestos a las fluctuaciones del mercado libre. Es posible que esto desaliente a los fondos flotantes.

Expongo estas ideas en lineamientos muy generales evitando detalles técnicos que no contribuirían a su fácil comprensión. Sólo agregaré que el mercado libre constituye una válvula de escape que permite librar al sistema de cambios

de un complicado mecanismo de control. Tal es el significado de la experiencia argentina.[2]

Disto mucho de considerar que este régimen del mercado libre es perfecto. La oscilación de las divisas extranjeras, en el mercado libre, especialmente el alza de sus precios en tiempos de demanda intensa, pueden tener repercusiones psicológicas desfavorables, no sólo en los perjudicados por ellas, sino también en quienes interpretan equivocadamente que allí se refleja en forma auténtica el valor de la moneda nacional. Pero las ventajas me parecen muy superiores a estos inconvenientes, puesto que estos movimientos del mercado libre de cambios, contrariamente a lo que ocurre en el funcionamiento simple del patrón oro, no afectan las reservas monetarias del país ni perturban el desarrollo de sus transacciones fundamentales.

La expansión del crédito para mantener la actividad económica interna

Mientras la política de cambios actúa sobre las conexiones exteriores de la economía nacional, la política monetaria interna ha de proveer a las actividades económicas el poder de compra indispensable para mantener su ritmo cuando disminuyen las exportaciones y las inversiones de capital. Ya no existe el riesgo de que ese poder de compra, al estimular las importaciones, traiga consigo el desequilibrio del balance de pagos, según acontece en el régimen de patrón oro, pues la política de cambios se encarga de evitarlo.

¿Cómo desarrollar esa política expansiva? Es difícil que el impulso venga espontáneamente de la iniciativa individual, puesto que los primeros síntomas de depresión suelen retraer más bien que estimular a las actividades privadas. De todos modos, el sistema bancario, con el instrumento del redescuento y las posibles compras de valores por el Banco Central, está en condiciones de satisfacer la demanda adicional de crédito que esto llegare a originar. Pero lo más probable es que el Estado tenga que imprimir el impulso inicial mediante un plan de gastos que llamaremos cíclicos, esto es, destinados a derramar y distribuir sobre la economía en tiempos adversos una cantidad de poder de compra que sustituya al que disminuye por factores de origen exterior.

[2] El mercado libre permite también resolver satisfactoriamente el problema de la determinación del valor de las exportaciones e importaciones, en el mercado oficial de cambios, para que no haya filtraciones fraudulentas de divisas, que son muy difíciles de evitar por más que se extreme la fiscalización; la solución consiste en establecer un régimen de aforos por unidad física de los artículos exportados e importados y determinar sobre esta base la cantidad de cambio que ha de comprarse a los exportadores o venderse a los importadores, dejando a unos y otros que negocien las diferencias o residuos en el mercado libre.

No entraremos a discutir aquí qué tipo de gastos cíclicos es el que más conviene desde el punto de vista económico, asunto que reviste por cierto gran importancia. Es necesario, sin embargo, que sus efectos se manifiesten rápidamente en la actividad económica general y que el plan tenga suficiente flexibilidad para ajustarse a la intensidad del movimiento cíclico y suspenderse cuando haya desaparecido la necesidad de crear poder de compra adicional.

La política financiera del Estado

A la política monetaria, mediante la expansión del crédito, corresponde poner en juego los recursos necesarios para que el Estado desarrolle este tipo de gastos. Pero el Estado no suele ajustarse a consideraciones de orden cíclico, a graduar la amplitud de sus planes financieros de acuerdo con el proceso del ciclo económico. Un Banco Central no tiene otro recurso que el de explicar y tratar de persuadir al Tesoro Público, influyendo con su prestigio y autoridad moral. A pesar de ello, es bien posible que el Estado exagere estos gastos o que continúe con ellos no obstante haber terminado el descenso y comenzado una nueva fase ascendente. Existe, sin duda, el riesgo de falta de correlación entre la política financiera del Estado y la política monetaria del Banco Central, como tantas veces lo hemos visto. Pero ese riesgo se presenta también en un régimen de patrón oro como en el de moneda depreciada. Es más, en aquellos comienza a existir desde el preciso momento en que el Estado aumenta sus gastos para luchar contra la depresión, aun cuando el poder de compra se desarrolle en sus justas proporciones desde el punto de vista cíclico. Mientras que con la aplicación de nuestra política de cambios no ocurre tal cosa, según lo tenemos dicho. Y en caso de exageración de esos gastos ella permite atenuar o retardar sus efectos perturbadores obrando más enérgicamente sobre las importaciones. De ahí las ventajas que el régimen que examinamos presenta sobre el funcionamiento puro y simple del patrón oro.

No siempre la exageración de la política expansiva es el resultado de la acción financiera del Estado. Hemos señalado en otro lugar que el aumento de los efectivos bancarios durante el ascenso cíclico puede inducir a los bancos a aumentar sus préstamos, aun cuando el desarrollo de las actividades económicas no exija una mayor cantidad de poder de compra. Ello constituye otra de las fallas del funcionamiento automático del patrón oro que un Banco Central puede corregir, ya sea colocando sus valores en el mercado para absorber y neutralizar los fondos excesivos, o elevando las proporciones de efectivo que deben tener los bancos con respecto a sus obligaciones.

IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA NACIONAL

El patrón oro como elemento limitativo de crecimiento

Hasta ahora nos hemos limitado a explicar muy escuetamente una política monetaria de defensa tendiente a resguardar las actividades económicas internas de las fluctuaciones y contingencias exteriores. El patrón oro no permite hacerlo mediante una política expansiva de crédito sin serio peligro para la estabilidad monetaria. Se convierte así en elemento limitativo del crecimiento económico. Y dentro de su teoría es bien lógico que lo haga, para no desatar las fuerzas que terminarían por destruirlo.

Todo ello crea en las autoridades monetarias un sentimiento inhibitorio. Si una cosecha se pierde o no logra exportarse y hay hombres desocupados y depresión en la industria, el dilatar el crédito para contrarrestar ese fenómeno, suscita explicables temores. No hay otra actitud prudente dentro de ese sistema. El empeño de llevar la economía a un estado de plena ocupación, de completa utilización de sus recursos disponibles, conspira frecuentemente contra la estabilidad monetaria. La política cuyos lineamientos estamos exponiendo nos libra de este dilema, por cuanto la expansión del crédito en que se manifiesta no comporta el riesgo de aumentar las importaciones y desequilibrar el balance de pagos, si sabe actuarse sobre ellas con un adecuado manejo de los cambios.

Adviértase el alcance económico y social que ello tiene y las posibilidades que entraña para resolver ciertos problemas de mejoramiento técnico de la agricultura, la industria y los transportes, que hoy no pueden afrontarse resueltamente por el riesgo inquietante de provocar desocupación.

Es más, aquella recelosa actitud que en muchos de nuestros países se ha tenido frente al inmigrante por la comprensible preocupación de que los nuevos hombres no puedan ser absorbidos espontáneamente por el sistema económico, no se justificaría si, alcanzada la plena ocupación, el crecimiento persistente de la demanda sigue brindando nuevas oportunidades de trabajo.

El crecimiento económico argentino

El crecimiento persistente de la demanda exterior de sus productos y las inversiones de capitales extranjeros fueron los elementos dominantes del intenso desarrollo económico y demográfico de la Argentina hasta la crisis mundial. La demanda exterior de productos agrarios permite en aquellos tiempos incorporar a la

tierra grandes cantidades de inmigrantes extranjeros; y el poder de compra que éstos reciben, al propagarse de sector en sector de la economía nacional, multiplica la demanda general de artículos y servicios y engendra así nuevas oportunidades de ocupación para nuevos inmigrantes. Sin requerir intervención alguna del Estado, unos y otros se distribuyen espontáneamente por el campo de la economía que se ensancha de continuo.

En los últimos quince años, a partir de la crisis mundial, deja de aumentar el volumen físico de nuestras exportaciones. Pero se ha encontrado en la industria el medio para seguir creciendo. Tenemos vastas posibilidades de desarrollo en las industrias que satisfacen las necesidades corrientes de la población, especialmente aquellas que emplean materias nacionales o elaboran eficientemente las extranjeras agregándoles una proporción fuerte de trabajo nacional.

Cuanto más se desarrollen estas industrias y cuanto más alta sea la proporción de esas materias nacionales tanto menos vulnerable seremos a las influencias exteriores.

Se ha dicho con frecuencia que nuestra industria no puede crecer intensamente por falta de población; y asimismo, que nuestra población no crece como pudiera hacerlo por falta de industrias. Ambas afirmaciones entrañan una parte de verdad. Lo que se requiere es un elemento común que estimule simultáneamente la industria y la población. Y ese elemento tiene que ser el crecimiento persistente de la demanda interna como fue en tiempos pasados el de la demanda exterior: que sustituya a ésta como estímulo económico y demográfico si las exportaciones siguen estacionarias, o se agregue a ellas si reanudan su progresivo desenvolvimiento.

El papel fundamental de la industria en el crecimiento económico y demográfico

No voy a esbozar aquí un programa. Basta ofrecer un caso ilustrativo de aplicación de una política monetaria expansiva. Si la actividad económica llega al punto de plena ocupación y el Estado emprende un plan de viviendas populares, por ejemplo, el nuevo poder de compra que se crea por el crédito bancario seguirá estimulando la demanda general: habrá necesidad de más gente en las industrias directamente favorecidas y en las que atienden el consumo corriente, así como en los distintos sectores de la economía; y esta necesidad, no pudiendo satisfacerse internamente, dará oportunidades adicionales de trabajo a la inmigración extranjera. Por el estímulo inicial de la construcción, transmitido de industria en industria, de rama en rama de los negocios, las actividades económicas absorberán nuevos hombres. Y la industria, al satisfacer así las necesidades crecientes de la población, y ofrecerle al mismo tiempo ocupación cada vez mayor, habrá tomado el papel que había

correspondido anteriormente a la tierra en el crecimiento económico y demográfico del país.

Pero el desarrollo de la industria y de la actividad económica en general depende fundamentalmente de dos factores. Primero, de la posibilidad de importar las cantidades siempre mayores de materiales y artículos esenciales, maquinaria, y demás bienes de capital y durables que ellas requieren. Y segundo, de la posibilidad de elaborar en el país a costo relativamente bajo parte de esas importaciones, a fin de seguir trayendo del exterior sin dificultades lo que siga siendo indispensable.

Si las exportaciones tienen tendencia estacionaria no habrá otra forma de resolver lo primero que a expensas de los artículos no esenciales, superfluos o de lujo. Y agotadas las posibilidades de compresión, no habrá cómo pagar importaciones crecientes de materiales y artículos esenciales, bienes de capital y otros artículos durables, como no sea con inversiones de capitales extranjeros. Llegamos aquí a un punto crítico, más allá del cual la continuación de la política expansiva de crédito, de tan benéficos resultados hasta entonces, nos llevaría fatalmente a un proceso de franca inflación.

Es natural que si parte de esas importaciones logra sustituirse económicamente por la producción interna, la industria podrá seguir creciendo dentro de más amplios límites. Pero es indispensable que ello se haga con eficiencia y bajo costo. Producir materias caras y maquinarias y bienes durables costosos significa aumentar el trabajo colectivo que se requiere para satisfacer las necesidades corrientes de la población. No tendría sentido entonces estimular la inmigración a expensas del nivel de vida general y con el riesgo de agravar los problemas sociales que, en fin de cuentas, sólo se resuelven satisfactoriamente cuando aumentan las dimensiones de la masa de productos a repartir.

Apartémonos en esto de las tendencias autárquicas. La autarquía es tan absurda como el libre cambio. Este deforma y desintegra la vida nacional. Aquélla la sofoca y empobrece, con graves intoxicaciones de carácter psicológico.

Desde luego, si las exportacones suben persistentemente en vez de ser estacionarias, el problema de desarrollo industrial se simplifica y disminuye la necesidad de capital extranjero. Por donde la activa reanudación del comercio internacional sigue siendo de fundamental importancia en la determinación del grado de intensidad con que ha de seguir creciendo la economía nacional.

En uno y otro caso me parece de imperiosa necesidad un plan de política económica con sus objetivos claramente definidos. La política de cambios sólo tiene un alcance cíclico o circunstancial y debiera ser ajena a fines proteccionistas. Es indispensable, entre otros elementos de ese plan, recurrir a la tarifa aduanera para determinar lo que habremos de importar y lo que produciremos internamente. No hay otra alternativa. Si no trazamos deliberadamente un plan, corremos el grave peligro de

que nos sea aplicado desde fuera y que en materias de vital importancia para el país la industria extranjera y las grandes combinaciones internacionales tomen las determinaciones que más les convenga acerca de lo que se nos hará producir y de lo que tendremos que importar. Sólo con un programa nuestro, trazado con inteligencia y convicción, podremos asegurar nuestras auténticas conveniencias nacionales, que no son incompatibles, por cierto, con un alto grado de cooperación internacional.

Entendámonos bien. El más serio problema de la economía y la cultura de nuestros países es el de encontrar la fórmula que nos permita preservar y desarrollar vigorosamente nuestra personalidad nacional en un vasto campo de compenetración internacional. La solución del problema está fundamentalmente dentro de nosotros mismos.

Aquí se encuentra también la clave de los planes monetarios internacionales en lo que concierne a nuestra política monetaria nacional, según lo veremos en seguida.

V. LOS PLANES INTERNACIONALES Y LA POLÍTICA MONETARIA NACIONAL

No hay incompatibilidad con la política monetaria nacional

El propósito de los planes de White y Keynes es excelente, en cuanto se empeñan en organizar un sistema de créditos internacionales de carácter anticíclico. Un sistema que nos permita emplear el crédito internacional para hacer frente al desequilibrio del balance de pagos en tiempos adversos, no sólo no se opone a la política monetaria nacional que hemos delineado, sino que converge hacia uno de los propósitos que ella persigue, a saber, el mantenimiento del equilibrio del balance de pagos sin desmedro de las actividades económicas internas. Mientras haya créditos o juzguemos prudente seguir usándolos, no habrá por qué restringir las importaciones con la aplicación de tipos variables de cambio. ¿Y si se hubieran agotado esos créditos o no nos conviniera seguirlos usando? No habría otra solución que restringir las importaciones cualquiera que sea el régimen monetario, sin excluir el patrón oro. Los mismos planes lo reconocen implícitamente pero imponen la obligación de solicitar permiso a las autoridades monetarias internacionales antes de hacerlo por medio del movimiento de los tipos de cambio.

Grave error de concepto. Si los planes monetarios son perfectamente conciliables con la política monetaria nacional en sus propósitos primordiales, no lo son en cuanto concierne a este punto, que, a mi juicio, representa una mera excrecencia de aquellos, innecesaria para su correcto funcionamiento.

Admito fácilmente un compromiso para no desplazar unilateralmente el tipo de cambio de las exportaciones a fin de soslayar los inevitables desarreglos que de lo

contrario podrían ocurrir en la economía internacional. Al menos mientras haya una estabilidad razonable en el nivel de los precios mundiales. Si no la hubiere, significaría que el plan monetario y su indispensable complemento, el plan de regulación internacional de excedentes de productos, habrían fracasado lamentablemente. Y en tal caso, si los precios mundiales de nuestras exportaciones descienden, por ejemplo, por debajo de 25%, es justo que conservemos la libertad de ajustar el tipo correspondiente de cambio para distribuir equitativamente el quebranto en los distintos sectores de la colectividad.

Hay que conservar la libertad para mover ciertos tipos de cambio

¿Pero en qué puede afectar a la economía internacional si en vez de reducir las importaciones por el severo procedimiento de la deflación en un régimen de patrón oro, lo hacemos con el flexible instrumento de los tipos de cambio aplicados a ciertas categorías de importaciones?

El solicitar permiso para desplazar el tipo de cambio a las autoridades internacionales, sobre ser de gran violencia para nuestra soberanía monetaria, comporta la posibilidad de no obtenerlo. Nuestros problemas y dificultades no siempre se han comprendido desde afuera. Y habrá que recoger mucha experiencia y sabiduría para manejar un sistema internacional sin los inconcebibles errores monetarios y financieros que hemos visto en nuestra propia generación. Por lo demás, la situación de un Banco Central en semejante caso será extremadamente crítica frente a la opinión pública nacional. Quebrantaríamos su prestigio y autoridad moral, elementos esenciales de su existencia, y de un sencillo asunto de ajuste haríamos un molesto problema internacional.

Alivia mucho nuestra preocupación el comprobar que el mismo doctor White en el informe de los expertos sobre el proyectos de Banco Central para Cuba, haya reconocido la necesidad temporal de limitar deliberadamente la importación en un país sujeto a grandes fluctuaciones exteriores, por la aplicación del control de cambios. Un paso más adelante podría llevarle a la conveniencia de sustituir su engorroso mecanismo por el simple procedimiento de los tipos variables aplicados a ciertas categorías de importaciones esenciales.

Las reglas del juego en el patrón oro

Es tanto más necesario preservar la autonomía de la política monetaria nacional cuanto que no hay nada en los planes que remueva el serio obstáculo que tanto ha

contribuido anteriormente a dislocar el mecanismo monetario internacional. Ese obstáculo ha impedido seguir estrictamente las reglas del juego en el patrón oro. Una de esas reglas señala que cuando ingresa oro en el país, tienen que crecer correlativamente sus importaciones o sus préstamos exteriores para restablecer el equilibrio de su balance de pagos con el resto del mundo. No ha sucedido así en el caso de Estados Unidos después de la Primera Guerra Mundial. No se ha cumplido, no se ha podido cumplir acaso, esa regla principal del juego. Y si Estados Unidos siguen comprando y prestando al resto del mundo menos que lo que el resto del mundo les compra, no hay sistema monetario capaz de resistir a un desequilibrio crónico de semejante trascendencia.

¿Por qué no aumentaron en la medida correspondiente las importaciones de Estados Unidos? En el fondo hay un problema de magnitud. En la vastísima dimensión económica de ese país el comercio exterior, como es bien sabido, representa escasa proporción. Cuando en la Argentina aumentan las exportaciones en 50%, por ejemplo, los medios de pago de la colectividad crecen aproximadamente un 25% y estimulan en seguida la actividad económica interna y las importaciones. En Estados Unidos un aumento de igual intensidad en las exportaciones apenas se traduce en un pequeño incremento en los medios de pago. Bastaría un ligero descenso en la velocidad de circulación para anularlo completamente. Pero lo que realmente ha ocurrido es que buena parte del incremento de los medios de pago provocado por las exportaciones ha sido neutralizado por la política de esterilización del oro. ¿Cómo pudo entonces haberse restablecido el equilibrio del balance de pagos con el resto del mundo?

Supongamos que esa política no se vuelve a seguir después de la guerra y que tampoco actúe factor alguno de neutralización interna de los medios de pago. Quedará, sin embargo, un punto importantísimo. Si los Estados Unidos no se encuentran en plena ocupación, el aumento de medios de pago proveniente de las exportaciones, ya que no puede dirigirse fácilmente hacia las importaciones a causa de la elevada tarifa, ha de absorberse en gran parte en el desarrollo de los negocios internos, sin obrar eficazmente sobre el balance de pagos. Con lo cual seguiríamos en la misma situación que contribuyó al fracaso internacional del patrón oro.

Trascendencia de una política monetaria de plena ocupación en Estados Unidos

Tengo por ello esta convicción. Mientras los Estados Unidos no alcancen en su actividad interna un nivel de plena ocupación es muy poco probable que se cumpla aquella regla elemental del juego del patrón oro. Pero logrando ese punto de saturación económica interna, el poder de compra adicional que siga creándose con nue-

vas exportaciones, no pudiendo estimular más la actividad interna, podrá desviarse hacia la demanda exterior; y al elevar los precios de los artículos extranjeros por esta mayor demanda podrá llevarles muchas veces a saltar la tarifa sin desmedro para la producción local que ya no puede aumentar. No habrá en tal caso las poderosas razones que hubo para subir la tarifa cuando la economía no funcionaba plenamente. Y si no vuelve a incurrirse en tan grave medida, se alcanzarán por primera vez las condiciones propicias al aumento de las importaciones del resto del mundo en Estados Unidos. No hablo desde luego de la rebaja de tarifas pues no veo síntoma alguno de que se tenga intención de hacerlo.

Sin embargo, si las importaciones no aumentaran por una razón u otra en la medida necesaria, la única forma en que Estados Unidos podrán mantener su exceso de exportaciones será prestando o gastando en el exterior su equivalente. De no hacerlo así, no creo que los otros países, aleccionados por la desastrosa experiencia de tiempos anteriores, persistan en comprar desproporcionalmente a Estados Unidos en menoscabo de sus reservas monetarias. No habrá más remedio que limitar esas compras, con lo cual, eliminando el factor persistente de desequilibrio que ellas comportan, se concibe fácilmente la posibilidad de restablecer un régimen de gran fluidez monetaria entre los países del resto del mundo.

La plena ocupación de Estados Unidos es asunto exclusivo de su política monetaria nacional. Compréndese muy bien por ello la resistencia que ha suscitado el plan Keynes con su considerable masa potencial de maniobra. El incremento de la demanda mundial que ésta facilitaría podría llevar a Estados Unidos a la plena ocupación. Pero también podría llevarle a la inflación, si, traspuesto el punto de saturación económica, continúa la fuerte demanda mundial de sus productos a base de crédito.

Hay que escapar en los planes internacionales del peligro del automatismo que tanto daño ha hecho al patrón oro.

Es natural que Estados Unidos, en asunto de tamaña trascendencia, no estén dispuestos a que su política monetaria se les imponga desde fuera, en fin de cuentas con sus propios recursos, y sin tener los medios para graduarla en la medida que mejor les convenga. Con lo que, al encontrar plenamente justificada esa posición, subrayo un argumento más que nos ha de servir para defender la autonomía monetaria de nuestros países.

No creo que la participación de Rusia en el intercambio mundial pueda modificar estas conclusiones. No se concibe que este país, con el estricto control que tiene de su comercio exterior, vaya a recibir el oro, o los bancores o unitas, con que los países que hacen uso del crédito internacional le paguen sus exportaciones, para acumularlos insensatamente en sus reservas monetarias. Los usará probablemente para pagar importaciones útiles para su economía, con lo cual esos medios de pago internacionales volverán a circular con el mismo riesgo inflacionista que antes.

Diferencias entre el caso de Estados Unidos y otros países

Los Estados Unidos, por otro lado, están en condiciones de seguir deliberadamente una política de plena ocupación sin peligro alguno para su estabilidad monetaria. Es muy grande la magnitud de sus reservas metálicas para afrontar cualquier desequilibrio. Y sobre todo que, corregido eventualmente el balance de pagos con el resto del mundo por el aumento de las importaciones en Estados Unidos, según las posibilidades que explicamos, el ulterior crecimiento de estas importaciones, al aumentar el poder de compra de los otros países, será seguido prontamente por el incremento de sus adquisiciones en Estados Unidos. No es este el caso de la Argentina y otros países de estructura similar. No es dable seguir en ellos una política monetaria de plena ocupación sin el riesgo inminente de un fuerte desequilibrio que conduzca a la inestabilidad monetaria. Es de comprenderse, pues, que en aquellos grandes países no se atribuya el significado que realmente tiene una política de cambios tendiente a evitar esas consecuencias mientras se dilata internamente el volumen de la actividad económica.

VI. CONCLUSIONES

De lo que hemos expuesto fluyen las siguientes conclusiones:

1. No sólo por inercia y desorden financiero hemos vivido frecuentemente al margen de la buena doctrina monetaria. El patrón oro, tal cual ha funcionado, no responde a las exigencias de nuestras realidad.

2. Debemos trazar una política monetaria nacional que corrija las fallas del patrón oro y aproveche plenamente sus ventajas.

3. Los objetivos de esa política deben ser: primero, resguardar las actividades internas de las fluctuaciones y contingencias exteriores asegurándoles el máximo de estabilidad; y segundo, propender a que el desarrollo económico y demográfico del país sea lo más intenso posible sin las limitaciones que impone el patrón oro.

4. El primer objetivo podrá conseguirse por la combinación de una política de cambios con una política monetaria expansiva en tiempos de descenso de las exportaciones y menor ingreso de capitales exteriores. A esta última corresponde proveer el poder de compra indispensable para que no declinen la demanda y la actividad interna. Y a la política de cambios, evitar que ello provoque el desequilibrio del balance de pagos y la depreciación monetaria.

5. La regulación directa de las importaciones en un régimen de control de cambios trae complicaciones administrativas y consecuencias económicas incon-

venientes. Es aconsejable por ello, cuando hay escasez de divisas, obrar sobre ciertas categorías de importaciones de las cuales es posible prescindir temporalmente, mediante la aplicación de tipos variables de cambio que las restrinjan en conjunto sin necesidad de regulaciones individuales. En esta forma se podrán continuar realizando a tipos estables y sin limitaciones las importaciones esenciales para la industria y las demás actividades económicas que satisfacen las necesidades corrientes de las grandes masas de la población.

6. En cuanto al segundo objetivo, a saber, contribuir al más intenso crecimiento del país, a la política monetaria corresponde un importante papel de estímulo dentro del cuadro más vasto de una política económica clara y definida. La política monetaria debe estimular la demanda interna para que crezcan simultáneamente la industria y la inmigración. Traspuestos ciertos límites, la intensidad de este crecimiento depende fundamentalmente de nuestra capacidad para comprar materiales esenciales, maquinaria y otros artículos durables con los recursos provenientes de nuestras exportaciones y las inversiones de capital extranjero. Por ello nos interesa sobremanera la reanudación activa del comercio internacional.

7. La aplicación de una política monetaria nacional y el intenso desarrollo de las industrias que satisfagan las necesidades corrientes de la población, harán nuestra economía mucho menos vulnerable a las fluctuaciones y contingencias exteriores. Ello es compatible con el intenso crecimiento de las importaciones en la medida en que podamos exportar (aparte de lo que nos permita hacer el ingreso de capitales extranjeros).

8. En el régimen automático del patrón oro no hay medio para evitar los trastornos monetarios debidos al movimiento internacional de fondos flotantes. Es prácticamente imposible controlar estos movimientos salvo en un complicado sistema que requiere la colaboración de todos los países afectados. Es preferible aislar estos movimientos en un mercado libre de cambios para que no perturben el comercio exterior y las transacciones regulares con los otros países. Ello no significa que no pueda acudirse al control durante tiempos de corta duración, por ejemplo, los de transición inicial en la postguerra.

9. El desarrollo de una política monetaria nacional que persiga los objetivos expuestos y trate de corregir las fallas del patrón oro en nuestros países no es incompatible con los planes monetarios de White y Keynes, que son excelentes en cuanto tratan de establecer un sistema de créditos internacionales. Pero no es posible aceptar que el ejercicio de nuestra facultad de mover los tipos de cambio para restringir ciertas importaciones mientras se sigue una política monetaria expansiva en el orden interno, quede sujeto a la aprobación de las autoridades monetarias internacionales. Ello no es tampoco necesario para el buen funcionamiento de los planes.

Tales son las ideas derivadas de una experiencia monetaria que he podido seguir muy de cerca en los últimos quince años. No habría cabido en esta exposición extenderse mucho sobre ellas. Me he limitado a delinearlas. Y si logran provocar la discusión acerca del sentido de las metas de la política monetaria nacional en nuestros países se habrá cumplido largamente su objetivo primordial.

108

INTERDEPENDENCIA ENTRE EL PROCESO MONETARIO Y LA ACTIVIDAD ECONOMICA*

INTRODUCCIÓN

Vamos a entrar ahora en la primera parte del curso que, como se ha dicho, se va a referir al examen de los hechos de la moneda argentina. En esta parte de la exposición trataré de ser absolutamente objetivo. Me limitaré a a explicar cómo ocurren esos hechos y cómo se entrelazan entre sí, sin desviarme en momento alguno en la búsqueda de soluciones, lo cual haremos a su tiempo. Veremos los hechos, pues, tal cual son y no tal cual quisiéramos que fuesen.

El fenómeno monetario, tanto en nuestro país como en otros países, está íntimamente vinculado al proceso de la actividad económica en forma tal que cualquier variación importante en la cantidad de moneda[1] tiene una influencia considerable en el ritmo de las actividades económicas del país. Y a su vez, las actividades económicas tienen una influencia muy grande sobre el fenómeno monetario.

Para poder analizar estos fenómenos con mayor claridad, se ha preparado un cuadro sintético, muy esquemático, sobre la actividad económica argentina. En él figuran los principales sectores en que se divide nuestra actividad económica, separados en dos grandes grupos: primero, el de las actividades económicas internas. Aquellas comprenden el sector de la producción agropecuaria y el de la industria. Asimismo, comprenden otros sectores tales como el comercio y los transportes, las profesiones y los servicios diversos, el Estado, etc., todos los cuales están incluidos en el concepto de "Otras actividades".

Las actividades económicas externas se reflejan en el llamado balance de pagos, constituido por un lado, por las exportaciones y el ingreso de capitales del exterior, y por otro por las importaciones y otras remesas que se hacen al extranjero.[2]

* *N. del Ed.* Fascículos Nº 2, 3 y 4, págs. 1-42 de los apuntes sobre "La moneda y los ciclos económicos en la Argentina", tomados de las clases dictadas por el profesor Raúl Prebisch en la Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires en 1944, publicados con su autorización y corregidos por los editores, Julio González del Solar, Pascual M. Martínez y Juan Carlos Menescaldi. Impresos en Rotaprint Argentina, Buenos Aires, 12 y 21 de junio, 21 de julio de 1944.

[1] Por ahora se excluyen otros factores tales como la velocidad de circulación, el ahorro y el atesoramiento o cancelación transitoria de medios de pago a los que nos referiremos a su tiempo.

[2] En la primera etapa de nuestras explicaciones, el balance de pagos se compondrá exclusivamente de exportaciones y de importaciones, para no complicar por ahora nuestro razonamiento. Ya habrá tiempo para hacerlo, conforme nos vayamos aproximando sucesivamente a la realidad.

Entre los distintos sectores existe una gran interdependencia. Los ingresos, entradas o réditos de un sector —como quiera llamársele o lo que percibe netamente la población que trabaja en cada uno de esos sectores— dependen de lo que otros sectores adquieran en él; y a su vez, los ingresos de los otros sectores dependen de lo que adquieren en ellos los sectores restantes. Esa interdependencia es tal, que si se modifica el volumen de los ingresos o réditos de un determinado sector, todos los ingresos, tomados individualmente y la suma total de ellos se modificará. Y además, esa modificación producida en un sector se transmite a los otros con una amplitud mucho mayor; es decir que cualquier perturbación que ocurra en un sector, propende a amplificarse al transmitirse y propagarse a los otros sectores de la actividad económica del país.

Esta explicación somera sólo constituye una enunciación simple del proceso que consideraremos en el curso de nuestras clases.

1. Los factores monetarios que excitan o reducen la actividad económica

En nuestro país existen factores de dos órdenes: externos e internos, que han demostrado en la práctica tener una importancia fundamental en la actividad económica.

La explicación de la influencia de los factores internos y exteriores sobre la actividad económica nos permitirá comprender el proceso del ciclo económico de la República Argentina y ver por qué razón cuando ocurre una determinada variación en la exportación, o en el volumen del crédito bancario, por ejemplo, el volumen de las actividades económicas internas tiende a modificarse con mucha amplitud, ya sea en un sentido de aumento o disminución. Esto es, las influencias externas o internas provocan fenómenos de dilatación y contracción superiores en su amplitud a la importancia numérica del impulso inicial que los origina.

El factor exterior está constituido por los fondos que obtiene el país, ya sea por sus exportaciones o por las inversiones de capitales extranjeros. Si, por ejemplo, el volumen de las exportaciones argentinas aumentase —ya sea por el crecimiento de la cantidad exportada o por el aumento de los precios— el sector agropecuario recibirá ingresos correlativamente mayores que le permitirán aumentar su demanda de los artículos y servicios producidos en los otros sectores, y, asimismo, de los artículos importados. Habrá una mayor demanda de artículos industriales; más actividad en el comercio y en los transportes; mayor utilización de servicios profesionales y personales y mayores importaciones. A su vez, esos sectores que habrán recibido mayores ingresos aumentarán su demanda de artículos y servicios producidos dentro del mismo sector y en otros sectores, y así sucesivamente se irá am-

pliando la influencia o el efecto del crecimiento inicial de ingresos del sector agropecuario, producido por el aumento de sus exportaciones.

Un incremento de la exportación tiende pues, a provocar una expansión mucho mayor en el conjunto de las actividades económicas. Y, asimismo, una disminución de la exportación propende a una contracción mucho mayor en la actividad económica interna.

Las exportaciones tienen así, un papel activo e importante. Sus variaciones producen el desequilibrio en todo el sistema económico, pues modifican los réditos de todos los sectores. Pero es tal el funcionamiento del sistema, que tiende a volverse espontáneamente a una nueva situación de equilibrio. Se llega a él cuando el incremento de ingresos proveniente de la mayor exportación desaparece por el aumento de las importaciones y otros pagos al exterior.

El *factor interno* más importante es de un carácter totalmente distinto y lo constituyen las variaciones que ocurren en la cantidad de moneda y que no son originadas dentro del proceso mismo de la actividad económica,[3] sino que son producidas por la acción, deliberada o no, del mecanismo de la moneda y de los bancos. Si en un sector cualquiera de la actividad económica interna aumentan los ingresos porque los bancos prestan a ese sector cantidades considerables de dinero, sobrevendrán en la economía fenómenos similares —en la primera parte del proceso— a los que acabamos de anotar en el caso de las exportaciones, pero fundamentalmente distintos en la segunda parte del proceso.

Así, si el Estado aumentara sus obras públicas, aumentaría la demanda en ciertas industrias y los mayores ingresos o réditos de éstas se traducirían en una mayor demanda de artículos de otras industrias, de productos agropecuarios, etc.; y todo esto imprimirá mayor actividad al comercio y los transportes, etc.; lo cual, a su vez, significará mayor demanda industrial. Tenemos así, que, al mejorar los réditos de un sector, aumenta la demanda de artículos y servicios de los otros, y los mayores ingresos de cada uno de éstos acrecienta, a su vez, la demanda y los ingresos de los restantes, y así sucesivamente. El aumento inicial en los ingresos de un sector se amplifica al pasar a otros sectores.

2 *Un ejemplo muy simple basado en un aumento de las exportaciones*

Para explicar el proceso de expansión de la actividad económica interna, vamos a partir de un caso sumamente sencillo y abstracto, para luego ir introduciendo elementos que nos vayan acercando a la realidad tal cual es. Vamos a suponer que la

[3] Más adelante tomaremos en cuenta este tipo de variaciones.

actividad económica está dividida en tres sectores distintos, que llamaremos I, II y III. Leídas en sentido vertical, las columnas del cuadro Nº 1 representan los ingresos de esos grupos, y en sentido horizontal indican los gastos que cada grupo realiza.

Cuadro Nº 1

Ingresos, entradas o réditos	Gastos o egresos			
	Sectores			
	I	II	III	Total
Sector I	—	400	400	800
Sector II	400	—	400	800
Sector III	400	400	—	800
Total	800	800	800	2.400

No tomamos en cuenta por simplicidad, los productos y servicios que se producen y consumen dentro de cada sector. Supondremos que cada uno está trabajando con una actividad muy inferior a la que le permite su capacidad de producción y que aumentar esa producción es tarea sumamente sencilla y de efectos inmediatos. Suponemos que el sector I tiene un total de ingresos de 800, provenientes de las compras que los sectores II y III le efectúan separadamente por un importe de 400 cada uno. En el sector II consideraremos también un total de ingresos de 800, que se constituye por 400 que el sector II deriva al vender sus productos y servicios al sector I y por otros 400 que se originan en la venta de sus artículos y servicios al grupo III. El grupo III también dispone de 800 de ingresos, que se obtienen por la venta de 400 que efectúa a cada uno de los otros dos sectores.

En cuanto a los egresos, el grupo I gasta 400 adquiriendo productos en el grupo II, y otros 400 en el grupo III. Lo mismo el grupo II, que tiene ingresos de 800, los gasta por partes iguales entre los grupos I y III. Y el grupo III adquiere 400 del grupo I y 400 del grupo II, o sea, gasta en total 800. Todos los grupos gastan, pues, íntegramente los ingresos que reciben.

Supongamos que el grupo I, que produce 800 y consume 800, experimenta una demanda adicional proveniente de un nuevo grupo IV que adquiere 800 más de los productos del grupo I, con lo cual los ingresos de éste pasan de 800 a 1.600. El grupo I gasta inmediatamente todo ese incremento de ingresos adquiriendo artículos y servicios de los grupos II y III en la misma proporción que antes. Anotaremos en el cuadro número 2 los incrementos de ingresos que obtienen todos los sectores al gastarse esos 800 adicionales del sector I.

En el cuadro número 2 puede verse que el sector I gasta los 800 de ingresos adicionales comprando 400 más en el sector II y 400 más en el sector III, o sea que aumenta sus gastos en 800. El sector II tiene 400 más de ingresos —provenientes de los gastos que el sector I acaba de realizar en ese sector— que gasta por partes iguales en los sectores I y III. Lo mismo sucede con el sector III que recibe 400 más de ingresos y que gasta por mitad en los sectores II y I.

Puede así verse como una demanda adicional de 800, provocada por un aumento equivalente en los ingresos —y gastos— del sector I, se ha transformado en un incremento exactamente igual, de igual magnitud en la demanda —o los ingresos— de los otros sectores.

Vamos a ver lo que ocurre en la segunda etapa del proceso. El sector I ha recibido en la primera etapa 200 del sector II y otros 200 del sector III. Esa suma total de 400 constituyen los ingresos adicionales del sector I, con los cuales inicia sus pagos en la segunda etapa. Dicha suma se gasta en la misma proporción que en la primera etapa, o sea una mitad en pagos al sector II y la otra al sector III.

Cuadro Nº 2

Etapas	Incrementos de ingresos	Aumentos de gastos			
		Sectores			
		I	II	III	Total
	Col. 1	Col. 2	Col. 3	Col. 4	Col. 5
	Sector I				
1	800		400	400	800
2	400		200	200	400
3	200		600	600	
	Sector II				
1	400	200		200	400
2	200	100		100	200
3	300	300		300	
	Sector III				
1	400	200	200		400
2	200	100	100		200
3	300	300	300		

Nota: Para seguir mejor el desarrollo del proceso, se han marcado con una línea: —— los movimientos de la primera etapa y con dos líneas ═══ los de la segunda.

Quedan ahora por distribuir las sumas recibidas por los sectores II y III en la primera etapa, o sea, 200 cada uno. Los gastos de dichos sectores se distribuyen por partes iguales entre los restantes.

Al iniciar la tercera etapa del proceso, los sectores I, II y III cuentan con 200, 300 y 300, respectivamente, de ingresos adicionales que no han distribuido aún. Pero, en las etapas anteriores cada sector ha gastado en los otros las sumas cuyos totales figuran en las respectivas columnas números 2 a 4. Si a esas cifras de los gastos e ingresos de cada sector sumamos los gastos o ingresos que les correspondían según el cuadro 1, tendríamos a esta altura del proceso la siguiente situación, que se detalla en el cuadro Nº 3.

El volumen de los ingresos del primer grupo, que era de 800, aumenta en 800 más hasta alcanzar 1.600. Al gastarse esos ingresos adicionales, los otros grupos demandan más productos del grupo 1 y elevan los ingresos de éste, que pasan así a 2.200. Ahí se ve la acción de los grupos II y III sobre el primero por el estímulo recíproco de la demanda.

Los grupos II y III tenían en el cuadro 1 ingresos por valor de 800 y en el cuadro 3 tienen ingresos por valor de 1.700 cada uno. El total de réditos de esta colectividad, que antes era de 2.400, asciende a 5.600 por la ampliación de los impulsos iniciales al circular el incremento de ingresos dentro de los sectores de la colectividad.

Faltan distribuir en el grupo I 200; 300 en el II y 200 en el III, o sea 800 en total. Vamos a suponer ahora que la capacidad de producción de esos grupos de la economía interna se ha colmado, que ya no pueden producir más de 2.000, 1.400 y 1.400. Se ha llegado al estado de plena ocupación; están ocupados todos los obreros y todas las maquinarias y toda la tierra, y no se puede producir más sin incorporar nuevos obreros y nuevas maquinarias. No hay en qué gastar, dentro del mercado interno que hemos supuesto hasta ahora, los ingresos que cada sector aún tiene por distribuir (200, 300 y 300, respectivamente). ¿Dónde irán, entonces, esas cantidades adicionales? A la importación.

Veremos así, el significado del grupo IV, que es la entrada de exportadores en el mercado cerrado. Cuando el sector I lleva sus réditos de 800 a 1.600, es porque el aumento de exportaciones le ha hecho duplicar su producción, con lo cual este mercado ha entrado en contacto con el exterior y tiene 800 de recursos que puede utilizar en el exterior. Si ya no puede emplear estas cantidades adicionales de ingresos en el mercado interno, ¿qué hará? Importar. Llamemos al sector IV exportación, e importación a los ingresos que cada sector tiene aún por distribuir, y habremos completado este cuadro esquemático de la actividad económica con un balance de pagos primitivo, en donde la exportación es exactamente igual a la importación.

Cuadro Nº 3. Gastos o egresos

Ingresos, entradas o réditos	Sectores de actividad												Ingresos no distribuidos	Total (1)
	I			II			III			Resumen				
	Situación original	Incrementos	Total	Situación original	Incrementos	Total	Situación original	Incrementos	Total	Situación original	Incrementos	Total		
Sector I	–	–	–	400	600	1.000	400	600	1.000	800	1.200	2.000	200	2.200
Sector II	400	300	700	–	–	–	400	300	700	800	600	1.400	300	1.700
Sector III	400	300	700	400	300	700	–	–	–	800	600	1.400	300	1.700
Subtotal:	800	600	1.400	800	900	1.700	800	900	1.700	2.400	2.400	4.800	800	5.600
Sector IV	800	–	800	–	–	–	–	–	–	800	–	800	–	800
	1.600	600	2.200	800	900	1.700	800	900	1.700	3.200	2.400	5.600	800	6.400

[1] Este total comprende los ingresos originales más los que no se han distribuido hasta la tercera etapa o los que en ese entonces quedan por distribuir.

3. Diferencia entre la realidad y nuestro ejemplo

Por cierto que en la realidad los fenómenos no ocurren en esta forma. Entre la realidad y este cuadro hay ya una diferencia fundamentalísima: el ritmo con que crece la importación o, más bien dicho, la forma en que crece la importación conforme se desarrolla este proceso circulatorio de ingresos. El mercado no está cerrado para abrirse súbitamente y comerciar con el exterior, sino que en cada etapa, el incremento de ingresos que se transfiere de sector en sector va desviando una parte a la importación. Por ello, este esquema ya nos ha dado la utilidad que tenía para nosotros y podremos prescindir de él y trabajar con otros que se aproximen más a la realidad y que nos permitan ver el proceso de crecimiento de la importación a medida que aumentan los ingresos.

Pero antes de dejarlo, conviene observar que si en esta colectividad la capacidad de producción de los grupos I, II y III se hubiese colmado al llegar el total de réditos a esas cifras, el proceso de crecimiento de la actividad interna podría seguir indefinidamente puesto que el incremento original de 800 no perdería su fuerza conforme circulase. En cambio, en la realidad pierde su fuerza, porque una parte de ese incremento, conforme se gasta al pasar de sector en sector, se va perdiendo en el pago de las importaciones hasta que llega un momento en que el incremento desaparece totalmente al haberse acrecentado las importaciones en una suma igual al incremento original.

Ha llegado el momento de hablar por primera vez de billetes, y lo haremos para explicar cómo desaparece parte del incremento inicial cuando se gasta en importaciones.

Supongamos que antes de producirse el aumento de las exportaciones, el Banco Central tenía, en el activo de su balance, oro y monedas extranjeras o divisas por un equivalente de 3.000 millones de pesos, contra los cuales emitió 3.000 millones de billetes. Cuando se realiza la exportación, las tenencias de moneda extranjera aumentan en 800 por la entrega que hacen los exportadores, quienes reciben su equivalente en billetes del Banco Central.[4] En ese momento ocurre un aumento de los billetes en circulación.

A su vez, los importadores que deben pagar sus importaciones en moneda extranjera, la adquieren al Banco Central pagándola con los billetes recibidos de los distintos sectores que compraron artículos importados. A medida que esto ocurre

[4] En la realidad esta operación se hace por intermedio de los bancos, a quienes no necesitamos aún hacer intervenir. Podríamos también suponer que los exportadores pagan a los productores, ferrocarriles, etc., en billetes (no necesitamos tampoco hacer intervenir el cheque, que no modificaría ni la *índole* ni la magnitud de los fenómenos que describimos) y que parte de las divisas extranjeras recibidas por el Banco Central se transforman en oro para escapar a riesgos, pero ello tampoco alteraría el proceso y no necesitamos complicar el problema a esta altura del razonamiento.

va disminuyendo el renglón Oro y Divisas del balance del Banco Central y correlativamente el de billetes. La circulación monetaria total se va, así, reduciendo, y la reducción alcanzará el importe del incremento original en las exportaciones. A medida que este proceso se desarrolla, el incremento de Oro y Divisas también desaparece del balance.

4. Un ejemplo más cercano de la realidad

Nos acercamos más a la realidad con un nuevo cuadro, cuyas *cifras globales* corresponden aproximadamente a ella.

Cuadro Nº 4

Ingresos	Egresos o gastos				
	Actividades internas			Importac.	Total
	P. agríc.	Industr.	Otras act.		
Prod. agrícola	340	590	1.270	400	2.600
Industrias	280	610	1.410	600	2.900
Otras activ.	720	1.520	2.960	1.000	6.200
Exportaciones	1.260	180	560	—	2.000
Total	2.600	2.900	6.200	2.000	13.700

Vamos a analizar el significado del cuadro. Por un lado tenemos las actividades internas: Producción agropecuaria, Industrias y Otras actividades. Por otro, la exportación y la importación y demás pagos al exterior.

En la primera columna vertical vemos cómo *deriva sus ingresos* la Producción agropecuaria vendiendo sus productos a la Exportación, y a otras actividades internas; mientras la primera línea horizontal muestra cómo *gasta esos ingresos* en la compra de artículos y servicios de las distintas actividades internas y en la adquisición de artículos importados y otros pagos al exterior.

Lo mismo que hemos dicho para la producción agropecuaria, puede repetirse para la industria y las otras actividades, cuyos ingresos y gastos están determinados en las columnas verticales y horizontales, respectivamente.

Antes de seguir adelante aclararemos algunos otros conceptos para mejor comprensión.

En cada uno de los sectores de la actividad interna figuran los ingresos o réditos de todos los que allí trabajan o tienen invertido capital.

En el sector Producción agropecuaria, por ejemplo, consignamos lo que perciben los propietarios de la tierra por arriendos, los beneficios de los propietarios o arrendatarios; los salarios de los obreros y peones, los intereses de los que han prestado dinero en hipoteca o en cualquier otra forma.

Lo mismo tenemos en el sector de la Industria: beneficios de los empresarios, sueldos y salarios, alquileres o arrendamientos, intereses, etcétera.

En cuanto al sector "Otras actividades", para simplificar hemos reunido en él al comercio, los transportes, las profesiones y servicios personales y además al Estado. De esta forma, tenemos que el sector "Otras actividades" percibe —por ejemplo— de la producción agropecuaria lo que ésta paga al comercio en concepto de beneficios, sueldos, salarios por las distintas mercaderías que adquiere por su intermedio, ya sea a la industria, la importación o dentro del propio sector agropecuario, para su consumo o utilización directa.

Recibe también del sector agropecuario lo que se paga a los ferrocarriles, y demás transportes, por los productos que adquiere; lo que aquél abona a los profesionales por sus servicios, etc.; y finalmente los distintos impuestos que pagan directamente al Estado los que constituyen ese sector (contribución sobre la tierra, réditos, y lo que se facilita en préstamo por compra de valores, etcétera).

Del sector industrial recibe por conceptos similares: pago de servicios al comercio, los transportes por los artículos que aquél adquiere para su *consumo o utilización directa*, por los honorarios profesionales y servicios personales y por los impuestos que la industria paga al Estado, sea sobre lo que produce, sea en relación a los beneficios o en otra forma o por los valores que adquiere.

Se supone que el Estado percibe los impuestos en retribución de los servicios que presta. Tendremos que discutir este punto al hablar del rédito nacional. Por ahora, sólo nos interesa saber que el Estado toma ingresos de las otras actividades en forma de impuestos o empréstitos. Estos ingresos se gastan en adquirir artículos o servicios de las actividades internas y artículos importados, ya sea directamente por el mismo Estado, para el funcionamiento de la administración y la realización de las obras públicas, o indirectamente por la forma en que se gastan los sueldos y salarios que se pagan a sus empleados y obreros.

5. El significado de los "ingresos netos"

Hemos subrayado: artículos que compra cada sector para su *consumo o utilización directa*. No están comprendidos los artículos que un sector adquiere, ya sea en el mismo sector o en otro, para transformarlos y volverlos a vender. De esta manera se evitan duplicaciones, que se observarían sobre todo en el sector industrial. Hemos considerado pues, los ingresos netos de cada sector. En el industrial, éstos están constituidos por los sueldos, salarios, beneficios, intereses, arrendamientos y alquileres, o sea el *valor neto agregado* por la industria a los artículos que elabora y que provienen de otros sectores: este es el valor real de la producción industrial. A ello se agrega el de los artículos que se extraen dentro del mismo sector —petróleos, productos mineros— pues por simplificación hemos reunido estas actividades con la industria. Y estos ingresos se gastan en artículos para el consumo de la población de este sector o su utilización directa en la industria. De manera que en la casilla de lo que las Otras actividades adquieren a la industria, por ejemplo, sólo figura el *valor agregado*, mientras que los artículos a los cuales se agregó este valor por medio del trabajo industrial figuran en la casilla de la producción agropecuaria, en la de importaciones, etc., según el caso.

En la columna de cada sector figuran los artículos producidos y consumidos en tal sector. Así, en el de la producción agropecuaria están incluidos: a) los artículos que cada productor produce y consume por sí mismo; b) los artículos que producen unos y consumen otros dentro del mismo sector (carne para los agricultores); y c) los artículos producidos dentro del sector y que vuelven al mismo sector después de haber sido elaborados por la industria. En la casilla de la industria se consigna el valor agregado por ella a los productos de otros sectores que se elaboran y consumen en ese sector, así como los artículos que se extraen y consumen en el mismo sector.

Con este procedimiento se logra, pues, que en cada sector de la actividad económica del país figuren exclusivamente sus *ingresos netos*, o sea: primero lo que la población que trabaja en cada sector recibe en forma de sueldos y salarios; segundo, lo que reciben los empresarios en concepto de ganancias o beneficios; tercero, los intereses que se pagan en cada sector por el capital invertido en el mismo y, finalmente, la renta del suelo que paga cada sector a los propietarios de la tierra. Nada hubiese costado hacer de estos dos últimos conceptos dos grupos distintos, pero se ha tratado de simplificar el cuadro, y de no complicarlo. Por esa razón, dentro de cada sector están agrupados un sinnúmero de conceptos que desde el punto de vista económico tienen una gran diferencia entre sí.

Supongamos que el sector de la producción agropecuaria adquiere m$n 1.000

de alambre. Esa suma se distribuirá entre los otros sectores en la siguiente forma: la importación recibirá y girará al exterior el costo del hierro importado necesario para fabricar el alambre; ese hierro pasa por el sector industrial y sale transformado en alambre, con un valor mayor, agregado por el proceso industrial a la materia prima. De manera, pues, que el sector industrial no recibe como ingreso neto todo el valor comercial del producto, sino simplemente el valor que la actividad manufacturera agrega a la materia prima. Lo mismo cabe decir con respecto al sector "Otros", en donde, como se recordará, están el comercio y los transportes. Las mercaderías en los sectores entran, se recargan por el importe de los fletes, de los sueldos de los empleados del comercio que manipulan esa mercadería y de los beneficios de los comerciantes, y salen también con un mayor valor. Es decir, que en cada sector sólo figura el incremento del valor que experimentan las mercaderías al pasar por él.

Otro caso concreto. Supongamos que el sector "Otros" adquiere tejidos de lana para el consumo de su población. La lana empleada en los tejidos ha sido producida en el sector agropecuario, que recibe así el valor originario de la misma; luego pasa por el sector industrial, en donde se incrementa su valor con el trabajo agregado por la industria. Antes y después de salir del sector industrial ha pasado por el comercio y los transportes, en donde se agrega un nuevo valor representado por los servicios que estos sectores prestan. De manera, pues, que el valor de los tejidos de lana que adquiere el sector "Otros" se distribuye en los distintos sectores de acuerdo con lo que cada uno de ellos ha participado en la formación del valor total del producto en cuestión.

EL EQUILIBRIO DEL SISTEMA Y SUS ALTERACIONES. PRINCIPALES FACTORES DE PERTURBACIÓN

En el cuadro Nº 4 el sistema económico está en perfecto equilibrio, puesto que los ingresos y egresos totales coinciden exactamente. Los ingresos derivados de la actividad económica interna coinciden con los egresos de la actividad económica interna; así como los ingresos provenientes de las exportaciones coinciden con los egresos que van al exterior, en pago de importaciones y otros conceptos. Veremos después que el equilibrio interno es correlativo del equilibrio exterior: no puede haber equilibrio en las cuentas exteriores del país—representadas en este caso por importaciones y exportaciones— si no hay un equilibrio en la actividad interna, y no puede haber equilibrio interno sin equilibrio en el balance de pagos.

El equilibrio del sistema puede romperse por factores de dos órdenes: externos e internos.

Entre los factores externos consideraremos dos: a) aumento o disminución de las exportaciones, causados por variación de los precios o de las cantidades, y b) variación en la corriente de capitales y demás fondos del exterior que se invierten en el país.

Entre los factores internos mencionaremos, por ahora, solamente los siguientes: a) *el ahorro*. Si en lugar de gastarse totalmente los ingresos se gasta solamente una parte de ellos, el equilibrio se altera. A su tiempo demostraremos que si cualquiera de los sectores económicos del país ahorra una parte de sus ingresos y no vuelve a invertir el monto de ese ahorro —ya sea en el mismo o en otros sectores— habrá una contracción de la actividad económica. Ella no solamente alcanzará al sector que ahorra, sino a todos los otros; y esa contracción en la actividad será de mayor amplitud que el monto originario del ahorro; b) *la expansión del crédito*. Por el contrario, si se gasta una suma mayor que la que permiten los ingresos de los distintos sectores de la colectividad también se produce un desequilibrio, pero de sentido contrario al anterior: la actividad económica interna tiende a dilatarse y a desequilibrarse negativamente el balance de pagos del país; c) *cambios en la proporción que las importaciones representan con respecto al total de ingresos del país*. Finalmente, hay perturbaciones cuando se altera la proporción de ingresos que se gasta en importación y la suma total que se gasta en productos de las actividades económicas internas.

Dejaremos para más adelante el análisis de las perturbaciones que provocan los factores internos.

1. Los factores externos. Hipótesis del aumento de las exportaciones

Comenzaremos considerando el primer caso, o sea, los efectos que sobre este sistema en equilibrio tiene una expansión de las exportaciones. Demostraremos que si aumenta la exportación y si los mayores ingresos así derivados se gastan totalmente, las importaciones aumentarán en una suma igual al aumento originario de esos nuevos ingresos, y la actividad económica interna en una cantidad mucho mayor. Sobrevendría así, primero, la dilatación de la actividad económica interna y luego, el aumento de la importación.

Si todos los ingresos se gastan totalmente y no hay creación artificial de recursos en la economía interna, el aumento de la exportación tiene que producir, fatalmente, un aumento equivalente de importación. La razón es muy sencilla. Si por ejemplo se produce un aumento de exportaciones agropecuarias, ese sector tiene un incremento en sus ingresos que gasta, una parte, en productos y servicios de la actividad económica interna y, otra parte, en importaciones. Las sumas provenientes

de ese incremento que se gastan en importaciones, se sustraen de la actividad económica interna, puesto que es dinero que se cancela al comprar las monedas extranjeras necesarias para pagar la importación. Queda, pues, en el circuito de actividad interna, una cantidad inferior a la del incremento primitivo, que sigue circulando por los distintos sectores. Cada uno de ellos destina una nueva parte a pagar importaciones y otra a adquirir artículos y servicios producidos por la actividad económica interna del país. Esta última cantidad o estímulo de la actividad económica interna disminuye cada vez, de más en más, pues una porción se dedica al pago de importaciones. Llega un momento en que se ha extinguido totalmente porque toda ella se ha dedicado, en última instancia, al pago de importaciones. En otras palabras, el incremento originario de ingresos ha dado lugar a un incremento exactamente igual de egresos en pago de importaciones.

2. Ejemplos prácticos de la hipótesis del aumento de exportaciones

Para mayor comprensión haremos un ejemplo numérico.

Partamos del cuadro Nº 4, que mostraba una situación de equilibrio en el sistema económico, y supongamos un incremento de 1.000 millones en los ingresos de la producción agropecuaria, proveniente de un aumento en sus exportaciones, el que automáticamente genera 388,9 millones de ingresos al sector "Otras actividades" (comercio, transportes, Estados, etcétera).

Los 388,9 millones surgen de esta proporción: si 1.260 millones de ingresos provenientes de la exportación de productos agrícolas, más de 180 millones de exportaciones del sector industrias (o sea en total 1.440 millones) producen 560 millones al sector Otros, el incremento de 1.000 milllones de exportaciones agrícolas producirán sólo 388,9 millones.

Esos 1.388,9 millones de incremento inicial, *si se gastan íntegramente en todas las etapas que recorran* al circular entre los distintos sectores, producirán dos efectos: a) aumentar la importación en una cantidad igual; y b) aumentar la actividad de los distintos sectores de la economía, esto es, la actividad general del país.

Para que se comprenda claramente el proceso, examinaremos etapa por etapa en otro cuadro. *Supondremos* que el incremento de ingresos que experimenta cada sector siga distribuyéndose, en las mismas proporciones que antes, en adquirir los artículos y servicios de otros sectores y artículos importados. Si estas proporciones cambian no se altera la *índole* del proceso sino la velocidad con que aumenta la importación; y la *amplitud* con que crece la actividad general.

¿Por qué tiene que crecer la importación en esos 1.388,9 millones y no en una cantidad mayor o menor *si se gastan todos los ingresos*?

Antes de trabajar con el cuadro reflexionaremos en la naturaleza del proceso. Esos 1.388,9 millones de incremento en los ingresos de los sectores se gastan totalmente y una parte del gasto se dedica a la importación, con lo cual se cancela definitivamente esa última cantidad. El remanente vuelve a gastarse en los sectores que lo perciben —todos los sectores— y una parte va a la importación.

La cantidad inicial vuelve a sufrir una nueva disminución y el segundo remanente vuelve a gastarse y una parte a cancelarse en importaciones. Y así sucesivamente, en cada etapa el remanente es menor por la cantidad que va cancelándose al crecer las importaciones hasta que llega un momento en que los 1.388,9 millones se han extinguido *totalmente*, precisamente porque han ido a pagar 1.388,9 millones de importaciones. Estas no pueden seguir creciendo más por cuanto el estímulo que las hacía aumentar se ha agotado *por completo*.

Para desarrollar el ejemplo distribuimos simultáneamente los 1.000 millones de incremento en la producción agrícola y los 388,9 millones en el sector Otros. Ambos sectores redistribuyen esos ingresos de acuerdo con los porcientos que resultan de la participación que tiene cada sector en la distribución de los gastos, según el cuadro Nº 4 y el desarrollo de esa redistribución sería el que figura en el cuadro Nº 5.

Las cantidades distribuidas de acuerdo con el cuadro Nº 5 se han volcado en el cuadro Nº 6, que permite ver cómo los incrementos sucesivos van disminuyendo a medida que avanza el proceso.

La importación va sustrayendo cada vez una cierta proporción de la masa total de ingresos, de manera que el conjunto de sectores que componen las actividades internas dispone cada vez de un incremento menor.

Al final del proceso, los aumentos sucesivos de las importaciones suman una cantidad igual al incremento inicial que se operó en las exportaciones, y los ingresos de los demás sectores se han expandido en una cantidad mucho mayor, según se observa en el cuadro Nº 7.

En verdad si bien los cuadros siguientes han de ser convenientes para ver con claridad el proceso de crecimiento de los ingresos y de las importaciones hasta llegar a un nuevo punto de equilibrio, no necesitábamos tantos cálculos aritméticos para llegar a los resultados finales.

Cuadro Nº 5

Etapas	Incrementos	Produc. agrícola	Industrias	Otras activid.	Importac.	Total acumulado
1. Sector P. agrícola		**13,1 %**	**22,7 %**	**48,8 %**	**15,4 %**	
1	1.000,0	131,0	227,0	488,0	154,0	1.000,0
2	176,1	23,1	40,0	85,9	27,1	1.176,1
3	132,6	17,4	30,1	64,7	20,4	1.308,7
4	109,4	14,3	24,9	53,4	16,8	1.418,1
5	90,4	11,8	20,5	44,1	14,0	1.508,5
**						
10	35,1	4,6	8,0	17,1	5,4	1.773,8
****						
20	5,3	0,7	1,2	2,6	0,8	1.916,4
****						
30	0,7	0,1	0,2	0,3	0,1	1.943,6
****						
40	0,1	—	—	0,1	—	1.946,8
2. Sector Industr.		**9,7 %**	**21,0 %**	**48,6 %**	**20,7 %**	
1	—	—	—	—	—	—
2	322,3	31,3	67,7	156,6	66,7	322,3
3	272,8	26,5	57,3	132,6	56,4	595,1
4	225,7	21,9	47,4	109,7	46,7	820,8
5	186,8	18,1	39,2	90,8	38,7	1.007,6
**						
10	72,3	7,0	15,2	35,1	15,0	1.555,1
****						
20	10,8	1,0	2,3	5,2	2,3	1.849,3
****						
30	1,6	0,1	0,3	0,8	0,4	1.893,7
****						
40	0,2	—	0,1	0,1	—	1.899,7

Cuadro Nº 5 (continuación)

Etapas	Incrementos	Produc. agrícola	Industrias	Otras activid.	Importac.	Total acumulado
5. Sector Otr. act.		**11,6%**	**24,5%**	**47,8%**	**16,1%**	
1	388,9	45,1	95,3	185,9	62,6	388,9
2	673,9	78,2	165,1	322,1	108,5	1.062,8
3	564,6	65,5	138,3	269,9	90,9	1.627,4
4	467,2	54,2	114,5	223,3	75,2	2.094,6
5	386,4	44,8	94,7	184,7	62,2	2.481,0
****						
10	149,7	17,4	36,7	71,6	24,0	3.614,1
****						
20	22,5	2,6	5,5	10,8	3,6	4.223,5
****						
30	3,3	0,4	0,8	1,6	0,5	4.314,7
****						
40	0,5	—	0,1	0,3	0,1	4.326,5

Cuadro Nº 6.
Distribución de los incrementos, en cada etapa, entre el circuito interno y la importación

Etapa	Incrementos	Circuito interno		Importación	
			%		%
1	1.388,9	1.172,3	84,4	216,6	15,6
2	1.172,3	970,0	82,7	202,3	17,3
3	970,0	802,3	82,7	167,7	17,3
4	802,3	663,6	82,7	138,7	17,3
5	663,6	548,7	82,7	114,9	17,3
10	257,1	212,7	82,7	44,4	17,3
20	38,6	31,9	82,7	6,7	17,3
30	5,6	4,6	82,7	1,0	17,3
40	0,8	0,7	82,7	0,1	17,3

Cuadro Nº 7

	Réditos anteriores	Incremento total		Réditos totales
		Importe	% aumento	
Produc. agrícola	1.340	940,5	70,2	2.280,5
Industrias	2.720	1.900,3	69,86	4.620,3
Otras activid.	5.640	3.939,2	69,84	9.579,2
Subtotal	9.700	6.780,0	69,90	16.480,0
Importación	2.000	1.388,9	69,45	3.388,9
Total	11.700	8.168,9	69,82	19.868,9

En efecto, si el incremento inicial de ingresos de 1.388,9 millones se gasta en artículos y servicios de la actividad interna y en importaciones en la proporción de antes, los ingresos totales de los distintos sectores tendrán que crecer por sucesivas etapas hasta que hayan podido adquirir 1.388,9 millones más de importaciones.

Antes, los réditos o ingresos netos de los distintos sectores de la actividad interna eran de 11.700 millones (excluidos los 2.000 de exportaciones que se cambian por importaciones, para evitar duplicaciones).

Para que los réditos o ingresos totales puedan adquirir 1.388,9 millones más de importaciones tienen que crecer en 8.168,9 millones. Sumando este incremento a las cantidades anteriores llegamos al total de los gastos actuales en sus distintos conceptos, a saber: 19.868,9 millones. Este total, en el nuevo punto de equilibrio a que se ha llegado, coincide, desde luego, con el total de réditos.

Si al distribuirse entre los distintos sectores el incremento inicial de ingresos disminuye la proporción de ingresos que se gasta en importaciones, es obvio que para que éstas crezcan en los 1.388,9 millones, como en cada etapa del proceso circulatorio de los ingresos, las importaciones crecen *menos* que antes, tendrán que *hacerse más etapas* para lograr ese efecto, o sea que la dilatación de los ingresos de las actividades internas tendrá que ser mayor. Por ejemplo, si la proporción de las importaciones baja de 17,3% a 10% los ingresos deberán crecer en 13.899 para que lleguen a adquirir esos 1.388,9 millones más de artículos importados.

Por el contrario, si la proporción de las importaciones aumenta a 20%, el crecimiento de los réditos tendrá que ser menor o sea 6.944,5 para lograr el mismo aumento.

Conviene hacer notar que en nuestro razonamiento hemos hecho una serie de

supuestos (tácitos o explícitos) cuya correspondencia con la realidad examinaremos después. *Primero*, que todos los ingresos se gastan y que lo que se ahorra por unos se gasta por otros. (En realidad, una parte de los ingresos se retiene cuando aumenta la actividad económica al aumentar las necesidades monetarias.) *Segundo*, que las distintas actividades internas pueden expandirse fácil y rápidamente. *Tercero*, que el desembolso del incremento de ingresos se hace rápidamente. Por el momento no complicaremos nuestra exposición con la modificación de estos supuestos. Pero conviene insistir en que la realidad suele ser distinta, lo cual, si bien no modifica la *naturaleza* del fenómeno, modifica su *amplitud*.

3. Una aclaración sobre el tipo de análisis aplicado en el ejemplo anterior

En todo este desarrollo hemos seguido un procedimiento que con frecuencia he practicado, tanto en la consideración de los problemas de orden teórico que he debido plantearme, como en la búsqueda de soluciones prácticas en materia de política económica y monetaria. Es necesario que los estudiantes vayan acostumbrándose a descomponer el fenómeno económico concreto, a buscar sus elementos fundamentales y aislarlos, a fin de poder utilizarlos para elaborar hipótesis y desarrollar éstas con estricta lógica, para luego obtener resultados que, confrontados o cotejados con la realidad, nos permitan ir introduciendo modificaciones o nuevos supuestos que nos aproximen de más en más a ese fenómeno concreto que nos ha servido de punto de partida.

Acaso la contribución más importante que podría prestarles en estas clases es la de ponerlos en el camino en el cual comiencen a razonar lógicamente, a pensar objetivamente, haciendo caso omiso —mientras realizan esa tarea— de los intereses, pasiones, sentimientos o prejuicios. Y no solamente por el mérito científico que ese procedimiento pueda tener, sino también porque será la mejor defensa contra el error de buena fe o contra la falsedad, que repetida incesantemente de mala fe termina, como procedimiento de persuasión, en erigirse en virtud o en principio respetable, según un procedimiento que en la última década hemos visto prosperar en todo el mundo.

4. Vinculación entre el aumento de réditos y la población ocupada. Aspectos a estudiar más adelante

Vamos a tomar nuevamente los cuadros Nº 4 y Nº 5 a fin de indagar en qué difiere el supuesto, del cual hemos arrancado para razonar, con la realidad. Especial-

mente el cuadro de síntesis (Nº 4), nos va a acompañar con frecuencia en nuestra exposición porque veremos en él distintos aspectos de una realidad económica argentina, que iremos analizando poco a poco.

El cuadro Nº 4 con la distribución de ingresos y egresos en las distintas actividades económicas, podría traducirse, y así lo haremos más adelante, en un cuadro similar de la población ocupada en los distintos sectores de las actividades económicas del país. Veremos así cómo el incremento o la disminución de las actividades en un determinado sector modifica el volumen de la ocupación de obreros y empleados en otros sectores y en el conjunto de la colectividad. Bástenos señalar en este momento que el total de actividades resumidas en este cuadro representa en nuestro país, aproximadamente 5 millones de personas ocupadas, de las cuales, alrededor de 2 millones están en el sector agropecuario, 1 millón en la industria y los dos millones restantes en las otras actividades; lo que equivale a decir que por cada persona ocupada en el sector agropecuario hay media persona ocupada en la industria y una persona ocupada en otras actividades. Si un incremento persistente de las exportaciones agrarias provoca un aumento en la población ocupada en la agricultura, es dable esperar, con el andar del tiempo, un incremento de 1 1/2%, de acuerdo con nuestras cifras, en la población empleada en los demás sectores de la actividad económica del país. Grosera aproximación, desde luego, de un fenómeno que estudiaremos en una etapa muy posterior de nuestro curso, pero que nos permite plantear, de paso, uno de los problemas que abordaremos. Hemos de estudiar, pues, en qué forma o qué posibilidades y limitaciones tendría la industria en nuestro país para promover el desenvolvimiento demográfico de nuestro territorio en forma similar a la que ocurrió en el siglo pasado y en la primera parte del presente, cuando la tierra fue el factor más importante de nuestro desenvolvimiento económico y obrero. Y veremos también en qué forma la industria podría propender a hacer crecer el ritmo de la ocupación en otros sectores de nuestra actividad económica.

Por cierto —esto es otro problema que veremos a su tiempo— lo fundamental no es hacer crecer simplemente la población, sino procurar la elevación de su nivel de vida. La simple consideración de la cifra previsional de 11.700 millones[5] como suma de los réditos totales de la colectividad en nuestro país, comparada con los 5 millones de personas ocupadas, demuestra que el rédito e ingreso por persona que trabaja es de 2.400 pesos por año, o sea de 200 pesos por mes. Esta cantidad impresiona por su escasa magnitud y nos lleva a recordar una vieja verdad elementalísima: que el problema fundamental en nuestro país, si se ha de elevar el nivel de vida de su población, no reside tanto en modificar la distribución de los réditos

[5] Esta cifra está sujeta a eventuales rectificaciones.

sino en incrementar la producción de artículos y servicios útiles para la masa de la población, puesto que si el rédito medio es de $ 200, en cualquier forma que se distribuya será poco. Cualquier otra solución que no se encamine a ello no tendrá sino el resultado de promover cambios en la distribución de los réditos, pero sin alterar lo que toca a todos los habitantes.

Veremos también a su tiempo que este problema, tan fundamental para la vida del país, depende de varios factores: del sentido común, de la productividad del trabajo y de la concentración de la producción nacional en aquellos campos de acción en que se puede trabajar económicamente, dejando a la importación el papel que le corresponde en la integración de nuestra economía. Además, el volumen de nuestra producción depende de que se empleen al máximo las actividades de trabajo en tal forma que la proporción más alta posible esté en las actividades productivas, y además, en la utilización eficaz de esas fuerzas de trabajo, tanto en el espacio como en el tiempo. En el espacio, procurando llevar una política que propenda a la plena ocupación con el mínimo de fluctuaciones, y en el tiempo, no incurriendo en graves errores de utilización del material humano como el que comporta, por ejemplo, la jubilación prematura, que significa sustraer a la actividad productiva del país hombres que están en pleno período de productividad.

Rozo estos problemas para darles una idea de la orientación y contenido de nuestro curso. Por el momento, volveremos al aspecto monetario de la realidad de nuestro cuadro.

5. Las hipótesis en que hemos basado el desarrollo del proceso de expansión de los réditos

Hemos hecho varios supuestos, de los cuales nos apartaremos a fin de complicar nuestro problema y acercarlo a los fenómenos concretos. En primer lugar, todo el desarrollo de nuestro razonamiento se ha basado hasta ahora en la hipótesis de que la capacidad de producción podía extenderse fácilmente, hipótesis que solamente se comprueba en la realidad dentro de ciertos límites. En segundo lugar, hemos supuesto que el incremento de ingresos que recibe cualquier sector de la actividad económica se distribuye en la misma forma que antes, es decir de acuerdo con las mismas proporciones, entre los distintos artículos y servicios de la actividad económica interna y las importaciones. Hipótesis ésta que tampoco se comprueba en la realidad, por cuanto allí vemos que varía constantemente la proporción, lo cual no quiere decir que nuestro desarrollo no nos preste un gran servicio, como lo veremos en seguida. En tercer lugar, el elemento tiempo tiene una importancia capital en el desarrollo de nuestro problema, o sea el número de etapas que

los ingresos deben recorrer a fin de provocar los efectos que hemos visto en nuestro cuadro.

En el ejemplo que hemos considerado, para que el incremento de exportaciones se transforme en un incremento igual de importaciones y en una gran dilatación de la actividad económica interna, era necesario que este incremento circule alrededor de cuarenta veces, o sea que recorra cuarenta etapas en cada una de las cuales va disminuyendo la porción que se dedica a la actividad económica interna. Si en lugar de un incremento de esa magnitud y de un país como el nuestro, en el que las importaciones tienen el 17% del consumo de artículos y servicios de la colectividad, estamos en presencia de un país en el cual las importaciones desempeñan un papel mucho menos importante —como Estados Unidos, donde constituyen una fracción pequeña de los réditos nacionales—, el proceso de *dilatación* de la actividad económica interna por un aumento de la exportación, es fundamentalmente el mismo, pero toma un tiempo considerablemente más largo para desarrollarse, a tal punto que en la práctica, muchas veces, ciertos incrementos resultan inoperantes.

Este elemento tiempo tiene una importancia fundamental. En la Argentina, el incremento de importaciones ocurre rápidamente, y ocurrió mucho más cuando en tiempos pasados las importaciones tenían una proporción mucho mayor de los réditos de la colectividad. Y a medida que disminuye la proporción de importaciones, el número de etapas tiene que ser mucho mayor, y es muy grande en países en que la proporción es muy pequeña. De ahí surge la importancia decisiva que tiene el factor tiempo en este problema.

Finalmente, y como cuarta observación, hemos supuesto en nuestro desarrollo que todos los incrementos de ingresos, se gastan totalmente y que no se gasta más que eso, lo que tampoco sucede siempre en la realidad. De manera pues que en la prosecución de nuestro examen, vamos a ir introduciendo todas estas modificaciones a fin de acercarnos más, como he dicho, al fenómeno concreto.

6. Cómo se interrumpe el proceso cuando se llega a la plena ocupación

Para tener en cuenta la primera observación, vamos a suponer que en el ejemplo que hemos considerado, cuando la industria acrecienta en cerca de 35% el nivel de su producción, se llega a un estado de plena ocupación. O sea, que nos encontramos en un punto tal más allá del cual no se puede pasar porque no hay maquinarias ni obreros adicionales que puedan dilatar o seguir dilatando la producción. A ello se llega en nuestro ejemplo demasiado temprano, en la cuarta etapa. Y esto podrá, según comprobaremos más adelante, ocurrir fácilmente en la primera parte del proceso cíclico argentino.

Un incremento del 35% aproximadamente en la producción industrial significa un aumento de 1.007,6 millones en ese sector y de 3.608,2 millones en el conjunto de los réditos o ingresos de todos los sectores de la actividad interna. Las importaciones sólo han crecido hasta este punto en 725,3 millones, de tal manera que aún deben aumentar en 663,6 para absorber completamente el incremento original de 1.388,9. Esta masa de 663,6 representa los ingresos sin gastar de que dispone la colectividad. Antes de ver qué es lo que ocurre cuando se ha alcanzado ese punto —que podremos llamar de saturación económica o de plena ocupación—, vamos a ver qué es lo que podría ocurrir con la proporción de los gastos o, más bien dicho, con la forma en que se gastan los ingresos entre los distintos sectores de la actividad económica.

7. Efectos de un aumento de los réditos sobre la distribución de los gastos

Supongamos que antes de llegar a este punto haya habido población desocupada, total o parcialmente. Es concebible que los nuevos réditos o ingresos adicionales de esta población se sigan distribuyendo en la misma forma en que los distribuía la población ya ocupada; pero es más probable que sobrevengan modificaciones en todos aquellos casos de personas que ya estaban totalmente ocupadas antes y que ven acrecentar sus ingresos. Al hacerse esta reflexión tengan en cuenta la elasticidad de las necesidades o de la demanda. Es muy probable que la población ya ocupada, especialmente la que tiene réditos un tanto altos, cuando aumenten esos réditos no consuma más alimentos, pero que en cambio, consuma mayor cantidad de productos manufacturados; lo que no vaya al sector agropecuario en el reparto de los ingresos se desplazará hacia la industria, que trabaja con materias primas del país y con importaciones. Y al acrecentarse a su vez la demanda de la industria local esos ingresos se transformarán en un estímulo para la demanda del sector agropecuario, y en un estímulo para la demanda de importaciones, en proporciones distintas de las que la industria tenía antes de sobrevenir ese nuevo estímulo.

Es muy probable, asimismo, que parte del incremento en los réditos de ciertos grupos de la población se dedique, si se trata de industriales por ejemplo, a la adquisición de nueva maquinaria en el exterior con lo cual también se modifica la proporción de los ingresos de la industria que se destina a pagar importaciones. Y es concebible también que parte de ese incremento se dedique a la construcción. Como la construcción en nuestro país, especialmente la pequeña y mediana, tiene una escasa proporción de material extranjero, la proporción de importaciones que en última instancia así se genere, será seguramene distinta de la que se habría tenido si ese incremento de réditos se hubiese consumido directamente por la industria y por los demás sectores.

Señalamos simplemente los posibles elementos de modificación de la proporción de nuestras importaciones, sin pretender deducir por el momento qué es lo que ocurre en nuestro país durante el proceso de los ciclos; bástenos decir que si la proporción de importaciones con respecto al total de réditos se eleva, el proceso de crecimiento de éstas será, desde luego, más rápido y menor será el estímulo de la actividad económica interna. Y si la proporción se reduce, será mayor el estímulo para la actividad económica interna, y menor, desde luego, el ritmo de crecimiento de las importaciones. Llegará un momento en que, al estudiar concretamente el proceso cíclico en la Argentina, volvamos a examinar el problema.[6]

¿Qué sucede cuando se llega a la plena ocupación? En nuestro ejemplo del cuadro Nº 8 suponemos que ello ocurre cuando el incremento de la producción industrial resulta ser del 35%. En el ejemplo anterior, los ingresos siguen circulando y aumentando la actividad económica interna y las importaciones. En este caso ya no es posible aumentar la actividad económica interna, porque se ha llegado, como hemos supuesto, al punto de plena ocupación. ¿Qué ocurre entonces con los ingresos que no se han agotado todavía, puesto que las importaciones han crecido en una cantidad moderada? Según está calculado, han crecido solamente en 725,3 millones, debiendo haber crecido en 1.388,9 millones. ¿Qué fenómeno se presentará y alterará la fisonomía de nuestro cuadro? ¿Qué hará la población con los ingresos que aún tiene en su poder derivados del incremento de las exportaciones y que se han distribuido entre los distintos sectores de la actividad económica en las cuatro primeras etapas de nuestro ejemplo? Seguirá gastando como antes; pero como la industria está saturada, tenderá naturalmente a elevarse el precio de los artículos industriales. ¿Hasta qué punto se puede ir en ese proceso de elevación de precios si es que el comercio exterior se desarrolla normalmente y hay estabilidad monetaria, o sea, si es que nos encontramos —como todavía lo estamos en nuestra hipótesis— en un régimen de patrón oro?

8. El aumento de los ingresos expande las importaciones en vez de actuar sobre los precios de éstas

Vamos a examinar la influencia del aumento de los ingresos sobre nuestros precios mayoristas. Podríamos dividir a estos precios en tres o cuatro grupos fundamentales: primero, los precios de exportación; luego los de los artículos importa-

[6] Por cierto que nuestras estadísticas son muy incompletas; solamente disponemos en este caso, de las estadísticas de importación, que clasificadas en distintas categorías nos permitirán ver cuál es el andamiento cíclico de las cifras.

dos; en tercer lugar los precios de los artículos de fabricación nacional —en los cuales intervienen materias primas nacionales y productos importados— y, finalmente, una cuarta rama pequeña de precios que llamaremos autónomos porque no están muy íntimamente ligados al mercado internacional, como ocurre con los tres primeros grupos.

Analicemos punto por punto. ¿Qué ocurre con los precios de exportación del trigo o de la lana, por ejemplo? ¿Si aumenta la demanda interna es concebible que aumenten los precios locales sin haber aumentado los precios internacionales? Desde luego que no; por lo tanto, aunque haya un incremento en la demanda interna de trigo o lana por el aumento que puede haber ocurrido en el consumo durante el proceso de dilatación de la actividad económica, sus precios no podrán elevarse arriba de los precios del mercado internacional. Podría ocurrir algún caso especial —como podría ser el de la carne, producto éste que cuenta con un mercado con características muy peculiares, en el que la Argentina tiene una importancia fundamental en la oferta— donde es posible que un aumento de la demanda argentina provoque un aumento de los precios, aun en el mercado internacional. Pero en la mayor parte de los artículos de nuestra exportación, el incremento de la demanda local, no tiene importancia alguna en la determinación de los precios, que siguen siendo regidos por el nivel de precios internacionales.

Cuadro Nº 8. Situación hasta la cuarta etapa del desarrollo del proceso de aumento de ingresos provocado por un aumento de 1.388,9 millones en las exportaciones. Se supone que se ha llegado a la "plena ocupación"

Actividades	Actividades internas				Importaciones			Total
	Prod. agrop.	Industria	Otras activ.	Total	Realizadas	A realizar (ingresos a gastar)	Total	
Prod. agrop.	185,8	322,0	692,0	1.199,8	218,3	90,4	308,7	1.508,5
Indust.	79,7	172,4	398,9	651,0	169,8	186,8	356,6	1.007,6
Otras activ.	243,0	513,2	1.001,2	1.757,4	337,2	386,4	723,6	2.481,0
	508,5	1.007,6	2.092,1	3.608,2	725,3	663,6	1.388,9	4.997,1

Descartado el primer grupo tomemos el segundo, el de los precios de importación. Tampoco es dable suponer que habiendo estabilidad en las cotizaciones de

las monedas extranjeras, un incremento de la demanda local aumente esos precios, por cuanto la competencia exterior actúa inmediatamente y anula cualquier incremento pasajero que podría ocurrir. Los precios de exportación e importación están pues, íntimamente vinculados a los precios internacionales.

¿Qué ocurre con la industria? ¿Es concebible que por el hecho de aumentar la demanda de productos industriales de fabricación local aumente el precio de la materia prima y del producto importado que sirve para elaborarlo? Si esas materias primas también están regidas en sus precios por los del mercado internacional, ocurrirá lo mismo que en el primer caso, es decir, que los precios no subirán, aun cuando la materia prima sea importada. En cambio si se trata de una industria protegida con derechos aduaneros, cuyos precios han estado por debajo de los que corresponden al precio de costo de la mercadería extranjera, que no se importa, más el derecho aduanero, podrá ocurrir un alza de precios hasta igualar el precio extranjero más el derecho, es decir, hasta estrechar esa diferencia. Y si siguen creciendo los precios, se reiniciará la importación del exterior, o aumentará la importación, y se mantendrá por lo tanto el nivel de precios que corresponde a esa mercadería en función del costo exterior más la tarifa. De manera, pues, que en ese caso también el incremento posible de precios está limitado por la competencia exterior.

Finalmente, queda el grupo autónomo, por así decir, en donde los productos más típicos son el vino o el azúcar. En los precios del vino se observan movimientos de alza o baja independientes del mercado internacional y también, en cierta medida, en el caso del azúcar, salvo en los casos en que se llega por aumento de precios a un punto tal en que el producto extranjero más su derecho puede entrar a competir con el producto nacional. Pero estos casos son relativamente pequeños dentro del conjunto de la economía nacional. Por lo tanto, manteniéndose la estabilidad monetaria, un incremento de la demanda interna causado por la continuación del proceso circulatorio de los ingresos, no traerá el alza de los precios sino el aumento de las importaciones; y, habiéndose llegado al punto de plena ocupación en la actividad económica interna, el excedente de ingresos que viene circulando se dirigirá a la importación si es que sigue gastándose, como hemos supuesto desde el comienzo de nuestra clase. Ocurre lo mismo que ocurría en aquella primera hipótesis que hicimos de un mercado cerrado en donde bruscamente se detiene la expansión de la producción y el excedente de ingresos se gasta en importaciones.

Esta es la única explicación aceptable de este proceso en nuestro país. En la teoría monetaria clásica el aumento de importaciones se atribuía, o estaba sujeto, más bien, a otra explicación. Cuando aumentaban los ingresos en un país subían los precios —de acuerdo con la teoría clásica— y el alza atraía más mercadería a nuestro país. Lo mismo, la baja de precios por una contracción de ingresos hacía bajar los precios y quitaba estímulo a la importación.

Al leer, hace muchos años, esta teoría y tratar de verificarla en la realidad argentina, pude notar en seguida, tanto por la observación de los hechos como por la lógica más sencilla, que no era dable esperar un aumento de precios en nuestro país, si ellos estaban regidos en gran parte por los precios internacionales. La explicación había que buscarla en otro terreno, y a mi juicio, está en el desarrollo del proceso que hemos venido considerando, según el cual un incremento en los ingresos de la colectividad circula y se distribuye en forma tal que en cada etapa una parte se destina a la importación de mercaderías y servicios.

Volviendo a nuestro ejemplo (cuadro Nº 8) teníamos que llegados a la cuarta etapa se disponía de 663,6 millones de ingresos sin gastar que se dedicarán a la importación ya que no pueden dedicarse a la actividad económica interna, salvo una parte que queda en la actividad económica interna en forma de moneda pues sus necesidades han aumentado durante el proceso de dilatación de las actividades económicas.

9. Hipótesis de una reducción en las exportaciones

Veremos ahora qué ocurrirá si en lugar de un aumento de la exportación se produce una disminución de la exportación. Supongamos que hemos llegado a un estado de equilibrio, en donde la producción industrial, como se ha dicho, aumenta en 35%, lo mismo que han aumentado las otras actividades del país, con una exportación mayor en 1.388 millones de pesos. ¿Qué ocurriría si la exportación vuelve a disminuir a la cifra anterior? ¿Por qué mecanismo las importaciones van a disminuir esta vez en lugar de aumentar a fin de volver a un nuevo punto de equilibrio en el balance de pagos y en la actividad económica interna? ¿Tenemos que examinar un proceso distinto o valernos del mismo proceso para llegar a nuestra explicación?

El proceso es, fundamentalmente, el mismo; en lugar de un aumento en la producción agropecuaria, tendremos una disminución de 1.000 en los ingresos de la producción agropecuaria y de 388,9 en los del sector "Otros", y sucederá que la producción agropecuaria tendrá una menor demanda de importaciones, y una menor demanda de los artículos y servicios que producen o elaboran los otros sectores. De manera que si se sigue este proceso con las mismas proporciones de antes, la disminución de 1.000 en los ingresos de la producción agropecuaria y de 388,9 en el sector "Otros" va a producir una disminución en las importaciones, igual al aumento que experimentaron antes. En la etapa siguiente ya no se ejercitará sobre los sectores de la economía una disminución de 1.388,9 millones, sino una disminución de esa suma menos lo que ha disminuido la importación (216 millones) o sea 1.172 millones. En la tercera etapa la disminución de la actividad económica in-

terna será inferior, ya no en los 1.172 sino en 970. Y así sucesivamente, la disminución de la actividad económica interna provocada por la disminución de los ingresos irá decreciendo en la misma forma en que antes aumentaba, de tal modo que llegaremos a un punto en que toda la disminución de ingresos habrá llevado a dos resultados: primero, una disminución de una cantidad equivalente en las importaciones y, simultáneamente, una contracción de mayor amplitud en la actividad económica interna.

Anotamos para terminar con este punto, una conclusión preliminar: que el aumento de exportaciones en nuestro país propende a dilatar la actividad económica en una cantidad mayor que la del estímulo inicial, y que la disminución de importaciones propende a comprimir, también con una mayor amplitud, la actividad económica interna. Agregaré, para dar una idea del camino que pienso seguir en las próximas clases, que en el régimen del patrón oro —es decir cuando el valor de las monedas extranjeras en términos de moneda nacional, se mantiene constante, y para lo cual se mueve el metálico en un sentido o en otro, según el estado del balance de pagos— estas fluctuaciones de la actividad económica interna, provocadas por un aumento o disminución de las exportaciones, se hacen sin trabas de ninguna naturaleza. Vale decir que en el régimen de patrón oro la estabilidad monetaria exterior, esto es, la constancia en el precio de las monedas extranjeras, significa inestabilidad económica interna, significa gran amplitud en las oscilaciones de la actividad económica interna traducida en los ingresos de los distintos grupos que constituyen la colectividad. Anotamos de paso esta idea que será desarrollada con mayor amplitud más adelante.

10. Los factores internos: hipótesis de un aumento en los gastos del Gobierno

Supongamos ahora, para entrar a considerar el factor interno de perturbación que mencionamos en clases anteriores, que a fin de neutralizar las consecuencias provenientes de la disminución de las exportaciones, el Estado expande el crédito, o, en otros términos, supongamos que el motivo por el cual las exportaciones —que habían llegado a 3.388,9 millones— disminuyen nuevamente a 2.000 millones es la falta de salida de ciertos productos importantes en el conjunto de la exportación. Los mercados exteriores no las absorben y quedan sobrantes sin vender; el Estado decide adquirir esos sobrantes para lo cual acude a los bancos, quienes expanden el crédito, crean medio circulante o medios de pago que el Estado entrega a los productores rurales a cambio de los sobrantes de cosecha que éstos no han podido exportar. De manera pues que los productores rurales, que antes recibían ese incremento de 1.388,9 millones junto con las otras actividades, ahora recibirán el

mismo incremento, pero éste no provendrá de las ventas de los exportadores, sino de la acción del Estado que ha comprado las cosechas invendibles.

¿Qué efecto tendrá sobre la economía esa sustitución artificial del Estado a los exportadores en el juego de este mecanismo? Esos 1.388 millones de ingresos creados artificialmente por el Estado, ¿surtirán en la economía interna y en las importaciones efectos iguales que los que habían ejercido los 1.388 millones de aumento en la exportación, o habrá alguna diferencia?

Vamos a examinar. El agricultor que recibe el dinero del Estado, lo gastará en la misma forma en que lo solía hacer cuando recibía el mismo dinero de los exportadores. El dinero va a circular en la economía interna en la misma forma que antes, y va a estimular un aumento de las importaciones exactamente en la misma forma que en el ejemplo anterior. Pero hay sin embargo, una diferencia elemental entre la hipótesis según la cual las importaciones y la actividad económica interna han crecido en virtud de la expansión de las exportaciones. En el primer caso, cuando las exportaciones crecen de 2.000 millones a 3.388 millones, las importaciones crecen a la larga con la misma amplitud y equilibran las unas a las otras. En el nuevo caso que planteamos, las exportaciones no han crecido, mientras que la importación ha aumentado, y se ha producido un desequilibrio de 1.388 millones entre importaciones y exportaciones. Ello se debe a que el Estado compensó los efectos de la reducción de exportaciones creando artificialmente ingresos en favor de los productores rurales.

Adviertan la diferencia entre este caso y los anteriores. En los casos anteriores partíamos de una situación de equilibrio en el balance de pagos que se rompía por un aumento de los ingresos creados por la exportación y se volvía a un nuevo punto de equilibrio mediante el aumento de las importaciones. En cambio en este nuevo caso no llegamos a un nuevo punto de equilibrio; se dilata la actividad interna, crecen las importaciones, pero no así las exportaciones, y se nos plantea por primera vez un desequilibrio en el balance de pagos que hasta este momento está formado por importaciones y exportaciones. Esta es, precisamente, una de las características fundamentales del régimen del patrón oro en nuestro país.

11. Cómo se restablece el equilibrio del balance de pagos en un régimen de patrón oro

Se recordará cuáles son las características del patrón oro; en síntesis una de las fundamentales es la estabilidad del valor de las monedas extranjeras o del oro en términos de moneda nacional. Para mantener esa estabilidad es necesario, como

veremos a su tiempo, exportar oro cuando se produce en el balance de pagos un desequilibrio de la naturaleza del que acabamos de ver.

El oro de las reservas metálicas responde precisamente a esa función y no a otra; no tiene otra función útil que la de hacer frente a desequilibrios en el balance de pagos. En nuestro ejemplo se ha tenido que exportar esa cantidad de oro para mantener la estabilidad exterior de la moneda; pero, ¿cuál habrá sido el costo del mantenimiento de la estabilidad exterior en nuestro caso? Una compresión muy fuerte de las actividades económicas internas. En efecto, los réditos totales de la colectividad, que habían crecido de 11.700 a 16.480 millones, vuelven a comprimirse y llegan hasta la cantidad de 11.700 millones, en virtud de una disminución de 1.388 millones en las exportaciones. La disminución de los réditos de la colectividad resulta ser mucho más intensa, o de mayor magnitud que la del factor que la originó, del mismo modo que había sido mayor el incremento de los réditos totales cuando las exportaciones aumentaron. Es decir que el patrón oro cumple su misión de mantener la estabilidad de la moneda a costo de una contracción intensa de los réditos o ingresos de la colectividad, así como anteriormente había cumplido su función de llevarnos a un nuevo punto de equilibrio merced a un aumento en los réditos de la colectividad. En otros términos, el juego libre del patrón oro significa mantener a la colectividad en un estado de dilatación y contracción sucesivos de su actividad —del volumen de sus ingresos— conforme aumente o disminuya el valor de las exportaciones.

Si la situación planteada en el caso que acabamos de examinar se prolongara, ¿adónde llegaríamos? Supongamos, para continuar el desarrollo lógico de nuestro ejemplo, que esa dificultad para vender nuestros productos en el exterior, subsista por 2, 3 o 4 años y que el Estado continúe su política de comprar las cosechas invendibles y de dar a los productores rurales, en forma artificial, los mismos ingresos que antes tenían. ¿Qué ocurrirá?

Cada año las reservas metálicas irán disminuyendo, lo cual, como veremos a su tiempo, podría llevar las reservas metálicas a un punto tan crítico más allá del cual las autoridades monetarias no consideren prudente seguir exportando oro. Tendría que abandonarse el patrón oro. Este punto será estudiado en otra etapa de nuestras explicaciones.

¿Qué habría que hacer para evitar el abandono del patrón oro? Supongamos que no se puede contraer ningún empréstito nuevo en el exterior. Nos mantenemos en la hipótesis de que no vienen capitales del exterior. ¿Hay alguna otra solución en el caso que estamos considerando, además de continuar exportando oro, para llegar a un equilibrio? Habrá que dejar de comprar las cosechas. ¿Y qué resultado sobrevendría a raíz de esa medida aparte de que los productores agrícolas se verían seriamente heridos en sus intereses? Habría una contracción de las actividades eco-

nómicas internas. En efecto, un incremento de 1.388.9 millones en los gastos del Gobierno —completamente artificial, pues proviene o de la emisión de billetes por el Estado, o de la expansión del crédito— ha permitido mantener un incremento de 4.700 millones en los réditos de la colectividad y nos plantea por otra parte un serio problema de desequilibrio en el balance de pagos.

Dentro de la fórmula clásica del patrón oro no habrá otra forma de restablecer el equilibrio —e insiste sobre este punto, que tiene gran importancia— que interrumpir totalmente la expansión del crédito. Hecho eso, la actividad económica interna se irá comprimiendo, e irán disminuyendo las importaciones, hasta alcanzar un nuevo punto de equilibrio en el cual los réditos de la colectividad vuelvan a los 11.700 millones que hemos señalado en el primer caso.

Este hecho tiene para la Argentina una importancia fundamentalísima, puesto que la experiencia nos revela que hemos estado durante toda nuestra historia económica sometidos de continuo a un proceso de dilatación y contracción de nuestra actividad económica, provocado tanto por las exportaciones como por el movimiento de capitales extranjeros.

Suele creerse entre nosotros que el crecimiento industrial del país nos hace menos vulnerables a la acción de estos factores internacionales de perturbación. La creencia no está totalmente fundada. Voy a demostrar a su tiempo que el crecimiento industrial podría hacernos menos vulnerables, pero si el país pretendiese seguir manejándose con el patrón oro clásico, el crecimiento industrial nos haría más vulnerables que antes.

LA INFLUENCIA DEL COEFICIENTE DE IMPORTACIONES EN LA DURACIÓN DEL PROCESO DE RESTABLECIMIENTO DEL EQUILIBRIO

Hemos visto que cuando en nuestro país aumentan los ingresos totales de la colectividad por un incremento de las exportaciones, se destruye temporalmente el equilibrio exterior e interior del sistema económico. Pero el equilibrio tiende a restablecerse espontáneamente en virtud de los efectos que produce el aumento de los ingresos al circular dentro del sistema. Dijimos también que si no fuese fácil expandir las actividades internas, o se llegase a la plena ocupación antes de alcanzado el nuevo punto de equilibrio, el incremento de ingresos sin gastar aún se traduciría en importaciones en la medida en que no fuese posible adquirir más artículos y servicios internos, con lo cual se aceleraría el restablecimiento del equilibrio.

Esta aptitud del sistema económico para que el incremento de exportaciones provoque un incremento correlativo de importaciones, es un requerimiento fundamental del régimen del patrón oro; una de las reglas primordiales del juego sin

cuyo cumplimiento aquél no funciona bien o fracasa, según lo comprueba la experiencia. En términos más amplios, el aumento de oro y divisas provenientes del crecimiento de las exportaciones o de las inversiones o entradas de capitales o fondos extranjeros tiene que provocar el ascenso de las importaciones (o de otros pagos al exterior o egresos de fondos). Es decir que para que el régimen del patrón oro funcione eficientemente, el aumento de las reservas metálicas tiene que ser seguido por una disminución posterior de las mismas.

Pero ello no basta, sin embargo. El *tiempo* en que se cumple el proceso, o sea su *duración*, tiene una importancia fundamental y la dilucidación de este punto interesa para comprender mejor el mecanismo monetario internacional y las fallas de su funcionamiento.

1. Nuestro intercambio frente al del resto del mundo

La duración del proceso, en paridad de otros factores, depende de la proporción que tienen las importaciones en el consumo total de artículos o servicios, o lo que es lo mismo, de la proporción de las importaciones con respecto a los ingresos totales del país o de un grupo de países.

Hemos comenzado a entrever la índole de este problema cuando demostramos recientemente que un incremento de determinada magnitud en las exportaciones argentinas se transforma, en un tiempo relativamente corto, en un aumento equivalente de nuestras importaciones. En cambio, si la vastísima agrupación de países que constituyen el resto del mundo experimenta un crecimiento igual en sus exportaciones a la Argentina, sus importaciones de nuestro país (esto es las exportaciones argentinas) tardarán un tiempo considerablemente más largo en crecer y alcanzar un incremento semejante. Y es tan largo el tiempo requerido que si el incremento de las exportaciones del resto del mundo a la Argentina se debe a que nosotros estamos expandiendo el crédito, el incremento de las compras del resto del mundo en la Argentina será tan lento, tan insignificante, que de persistir la expansión, y por lo tanto el desequilibrio, agotaremos una parte sustancial de nuestras reservas de oro y divisas, dando en tierra con el patrón oro, según lo explicaremos en otra oportunidad.

La razón de esta diferencia fundamental en la duración del proceso es que, mientras nuestras importaciones del resto del mundo representan aproximadamente el 17,1% de nuestro consumo total de artículos y servicios, o sea de nuestros ingresos totales, las importaciones del resto del mundo de productos argentinos apenas constituyen una pequeñísima fracción del ingreso total del resto del mundo. Diga-

mos algo así como el 0,3% para poner un ejemplo que nos dé una idea de la desproporción, ya que no hay cifras al respecto.[7]

Debido a ello, un incremento de 1.000 millones en las exportaciones argentinas en 12 etapas del proceso circulatorio se transforma en 892,8 millones de importaciones adicionales. Mientras que esa misma cantidad de exportaciones adicionales del resto del mundo a la Argentina apenas hace crecer en esas mismas 12 etapas las importaciones provenientes de nuestro país en 35,4 millones. Quedarían circulando lentamente 964,6 millones en el resto del mundo.

Bastaría una ligera contracción en la actividad económica mundial o una leve disminución de la velocidad de circulación de la moneda en un país importante —como también lo explicaremos—, para que se anule totalmente ese incremento de ingresos en circulación en el resto del mundo provocado por el aumento de las importaciones argentinas.

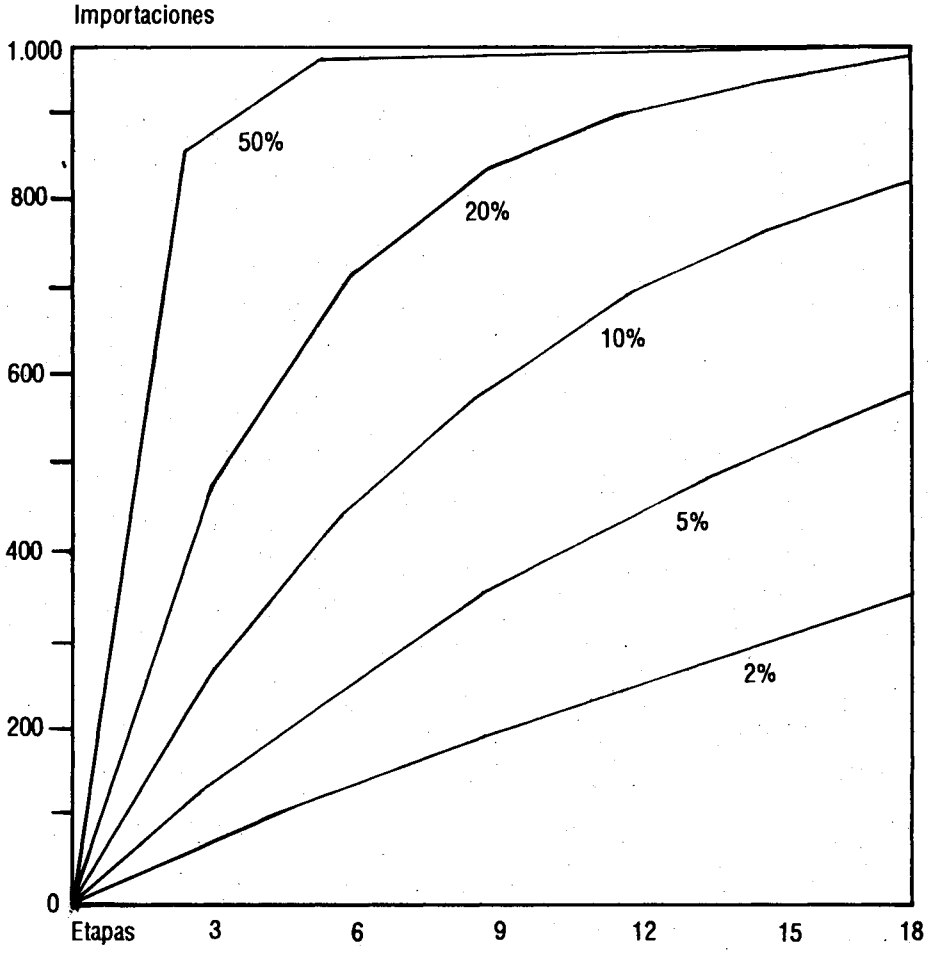
Para un país como el nuestro, esta comprobación sencilla tiene gran significado. Si el resto del mundo aumenta sus compras de productos argentinos, o en otros términos, si se acrecientan nuestras exportaciones, acrecentaremos también nuestras importaciones, en virtud del proceso referido. Encierra pues una gran verdad, en este sentido, el dicho vulgar de que las exportaciones se pagan con importaciones: así nos paga el resto del mundo y esto es, según veremos también, lo que nos conviene fundamentalmente. Pero si, debido a la expansión del crédito, a la creación artificial de ingresos, aumentan nuestras importaciones más allá de lo que permiten las exportaciones,[8] no por ello el resto del mundo contribuirá a aumentar perceptiblemente el volumen de estas exportaciones comprando más productos argentinos. Y en tal sentido no podrá decirse que un aumento de importaciones se paga con un aumento de exportaciones.

Esta es, sin embargo, una aproximación todavía un tanto grosera del fenómeno real, porque si seguimos analizando lógicamente estas cifras, tendremos que llegar a la conclusión de que alguna vez, dentro de bastante tiempo, el resto del mundo importará productos argentinos por los mil millones que la Argentina le había comprado en exceso debido a su expansión del crédito. Sin embargo, no es así. Si el proceso continúa no se llegará jamás, según lo espero demostrar, a una importación de mil millones en el resto del mundo, o sea que el oro que ha salido de la Argentina en pago de esos 1.000 millones de excedente de importaciones sobre exportaciones, provocado por la expansión del crédito, no vuelve sino en proporción muy

[7] Nuestras importaciones constituyen alrededor del 2% de las exportaciones totales del resto del mundo, las cuales, suponemos, forman a su vez el 15% de los ingresos totales. Por lo tanto, el 2% de este 15% constituye la cifra que acaba de mencionarse.

[8] No consideramos la afluencia de capitales y otros fondos para no complicar el problema.

Gráfico Nº 1


Importaciones
1.000
800
600
400
200
0
50%
20%
10%
5%
2%
Etapas
3
6
9
12
15
18

pequeña a nuestro país. No se opera pues, el fenómeno a que acabo de referirme, sino parte de él.

En la discusión pública de esta materia hay mucha confusión de ideas. Así, aquellos que ante una situación semejante de desequilibrio, de exceso de importaciones provocado artificialmente, se preocupan de reducirlas para cuidar la estabilidad de la moneda, son a veces calificados de enemigos del comercio exterior o partidarios de la autarquía o de un extremo nacionalismo económico. Lo cual no les libra de otras designaciones, igualmente arbitrarias —si bien de sentido opuesto— cuando en pleno equilibrio se oponen a que se reduzca inconvenientemente la importación; se les atribuye entonces el funesto designio de hacer prevalecer lo internacional sobre lo nacional, de sacrificar la actividad nacional a los intereses extranjeros.

Todo eso puede tener algún valor persuasivo en el grueso público; pero no perturbará el curso de nuestro razonamiento objetivo ni nos impedirá, al final de nuestro curso, exponer los lineamientos de una política monetaria y económica nacional que sólo podrá juzgarse por su fuerza lógica y la forma en que contribuya a resolver los grandes problemas de la realidad argentina.

2. La intensidad del crecimiento de las importaciones depende de la proporción de éstas con respecto al total de ingresos del país

Para que se comprenda mejor la naturaleza del asunto que nos ocupaba antes de esta digresión, se han elaborado algunas cifras y curvas que resultan muy ilustrativas. Se refieren al efecto que una exportación adicional de 1.000 millones, y el correspondiente incremento de ingresos, tendría en distintos países en los que sus importaciones representasen desde el 2,5% hasta el 50% de los ingresos totales respectivos. Se han calculado 18 etapas en la circulación del incremento de ingresos.

Cuadro Nº 9.
Crecimiento de las importaciones en distintas etapas de circulación de un incremento de 1.000 millones

Etapas	Proporción de las importaciones con respecto al total de ingresos				
	2,5%	5%	10%	20%	50%
3	72,8	142,8	271,0	488,0	875,0
6	140,8	264,8	468,6	737,9	984,4
9	203,8	369,6	612,6	865,8	994,8

Etapas	Proporción de las importaciones con respecto al total de ingresos				
	2,5%	5%	10%	20%	50%
12	261,6	459,6	717,6	931,3	999,8
15	316,0	536,8	794,2	964,8	999,9
18	366,0	602,8	849,0	982,0	999,9

En el cuadro Nº 9 damos las cifras que alcanzan las importaciones en cada caso, de tres en tres etapas; y esas cifras han sido representadas en el gráfico Nº 1.

La sola observación de las curvas permite ver fácilmente las grandes diferencias que presentan los distintos casos. Cada línea indica el valor que van adquiriendo las importaciones conforme se realizan las etapas circulatorias. Nótese como, mientras el crecimiento es lento en el país que acusa 2,5% de importaciones con respecto a los ingresos totales, se acelera para los demás países conforme sube la proporción hasta llegar a ser muy rápido para aquel país cuyas importaciones representan el 50% del total de réditos. Allí la línea asciende casi en forma vertical y al terminar la tercera etapa las importaciones ya han absorbido 875,0 millones del incremento de 1.000 millones de ingresos originado por las exportaciones, en tanto que en esa misma etapa, las del primer país considerado, con 2,5% de proporción, apenas han llegado a insumir 72,8 millones de incremento de exportaciones.

Al cumplirse la novena etapa, en el país con 2,5% las importaciones sólo han logrado absorber el 20,4% del incremento de ingresos y en el país con 5%, el 37%. Se trata de países en que el incremento de las exportaciones estimula lentamente a las importaciones, pues una parte muy grande del mismo se dedica a adquirir artículos y servicios producidos por las actividades internas y una parte pequeña a comprar directa o indirectamente artículos importados. En cambio, en el país con 20% de proporción, las importaciones han absorbido el 86,6% del incremento de exportaciones en la novena etapa, y en el país con 50% se ha absorbido el 99,5%; son países en los cuales las importaciones tienen un crecimiento rápido. Es fácil imaginar lo que ocurre en países en que la importación constituye más del 50% de los réditos totales: en ellos, en las primeras etapas, las importaciones llegan a absorber cerca del 100% del incremento de las exportaciones.

El país cuyas importaciones constituyen el 10% de los ingresos totales está en posición intermedia entre los de crecimiento lento y los de crecimiento rápido; las importaciones han tomado el 61,3% del incremento de las exportaciones al cumplirse la novena etapa.

De todo esto va desprendiéndose una primera conclusión: es muy distinto el

grado de retención del oro que ingresa a los países del mundo en el juego de las transacciones mundiales. En los países con un alto coeficiente de importaciones el oro ingresado tiende a salir rápidamente; en los de bajo coeficiente tiende a salir con gran lentitud.

Empezaremos ahora a hablar de oro y moneda. En realidad hemos estado hablando de ello sin saberlo, como aquel célebre personaje que descubrió tardíamente haber estado hablando en prosa. Porque todos los movimientos de los ingresos y egresos, tanto en la actividad económica interna como en la internacional, se hacen en moneda.

En el régimen de patrón oro, cuando un país aumenta sus exportaciones recibe en pago de ellas un incremento de oro o de moneda extranjera convertible en cualquier momento en metálico. Ya veremos que en la realidad actual no siempre sucede así; aumentan las tenencias de oro y divisas o moneda extranjera en el Banco Central o la institución emisora del país en cuestión, y contra ello el Banco Central emite su equivalente en moneda nacional, de acuerdo con el tipo fijo de cambio para convertir oro en papel o papel en oro, que es la característica esencial del régimen del patrón oro.

El país recibe, pues, su incremento de ingresos en oro y lo convierte en moneda nacional y así circula en todo el ámbito de la economía interna dedicándose una parte de él, de etapa en etapa, a adquirir importaciones; esta parte de la moneda nacional o del papel que se dedica a importaciones adicionales, se cancela al canjearse por oro en el Banco Central; oro que se emplea en efectuar el pago de dichas importaciones a los países extranjeros. Por el momento no nos interesa examinar el mecanismo —que es bien simple— de estas operaciones. Bástenos saber que el oro que ingresa por el aumento de exportaciones tiende a salir nuevamente en pago de importaciones después de circular en forma de moneda nacional en la economía interna.

LA DISTRIBUCIÓN ENTRE DISTINTOS PAÍSES DEL INCREMENTO DE INGRESOS OCURRIDO EN UNO DE ELLOS SE EFECTÚA EN PROPORCIÓN AL VOLUMEN DE SUS RÉDITOS

Como hemos dicho, unos países retienen el oro mucho más tiempo que otros; pero esta es una primera aproximación, muy grosera, del fenómeno real. En realidad, una parte del oro que reciben los países de bajo coeficiente de importaciones, o sea de alto grado de retención del metálico, no vuelve a salir, según trataremos de demostrarlo.

En el lapso transcurrido entre las dos guerras se ha hablado mucho en el mundo entero de la mala distribución del oro y se vuelve a plantear el problema en estos

días, al discutirse los planes monetarios internacionales. Brevemente expuesto el problema es el siguiente: el incremento de la producción de oro monetario en el mundo, en vez de distribuirse entre los distintos países en proporción de su comercio exterior y demás transacciones internacionales —pues el oro no tiene otra función monetaria que la de facilitar estos pagos— tiende a concentrarse preferentemente en algunos países. Estados Unidos ha llegado así a absorber una parte considerable de la producción mundial de oro.

Hay distintos factores que explican este fenómeno; pero por razones de método expositivo no estamos aún en condiciones de examinarlos a todos. Nos limitaremos a explicar el que, a nuestro juicio, tiene mayor importancia, si no por sus resultados numéricos, por su carácter de elemento permanente de perturbación en el reparto mundial de la producción de oro, *mientras no exista una estado de plena ocupación en los principales países del mundo.*

Subrayo especialmente esta última expresión. El patrón oro funciona en forma diferente según haya o no plena ocupación. Si existe, su funcionamiento se aproxima posiblemente a lo que explicaron los economistas clásicos. Y al hablar de los clásicos, en esta materia, me refiero exclusivamente a los que formularon originariamente los principios del patrón oro y los analizaron observando la realidad económica, razonando con rigor científico y no a los que profesando esos principios en forma dogmática, no hicieron más que repetirlos sin advertir las transformaciones profundas que se iban operando en la realidad económica y social. Afirmo, por lo tanto, que estamos más cerca de los clásicos, los que tratamos de hacer lo mismo que ellos —esto es, observar la realidad y tratar de interpretarla científicamente— que sus meros repetidores.

La plena ocupación tiene también gran importancia en el estudio y la formulación de la teoría del comercio internacional. Existiendo ella en un país se verifican ciertos principios clásicos. Pero no habiendo plena ocupación, la protección aduanera de ciertas actividades, lejos de comportar una destrucción de riqueza, según la fórmula consagrada, permite acrecentar los ingresos reales de la colectividad, como lo demostraremos a su tiempo.

Entraremos ahora en la explicación de lo que nos preocupaba. Advierto que se trata de una simple hipótesis que he trazado recientemente al reflexionar sobre los planes monetarios internacionales, y que expondré aquí por primera vez. No ha pasado pues por el severo tamiz de la crítica, indispensable en estos casos. Por esto, las preguntas u observaciones que mi explicación sugieran, serán una colaboración muy útil, ya que permitirán dar más claridad o modificar mis ideas, o acaso desecharlas.

1. Un ejemplo del proceso de distribución entre dos países

De acuerdo con el procedimiento que venimos siguiendo, plantearemos primero casos simples que permitan comprender gradualmente las complejidades de la realidad.

Supongamos dos países —o grupos de países— que comercian entre sí en estas condiciones: a) no hay transacciones financieras entre ellos (movimientos de capital, pago de servicios, etc.) y b) la actividad económica no funciona plenamente: no hay en ellos plena ocupación.

Para facilitar los cálculos aritméticos, supongamos que en el país A el coeficiente de importaciones con respecto a los ingresos totales es de 10% y en B de 50%. Es esencial para nuestro ejemplo que los coeficientes sean distintos, pero no importa su magnitud —que acaso pueda darnos más trabajo en el cálculo o dilatar el procedimiento, pero en ningun otro caso afectar la índole de este proceso—. Supongamos ahora que el país o grupo de países B tiene una producción de oro de 1.000 millones. El Banco Central adquiere oro y entrega, en cambio, su equivalente en moneda nacional. Aumentan, pues, los ingresos de un sector de la actividad económica del país B y se inicia el proceso circulatorio que conocemos. De los 1.000 millones de incremento, el 50% se dedica a adquirir artículos y servicios de la actividad interna y el otro 50%, o sea 500 millones, a la importación de artículos que produce el país A, pagándole con oro que se extrae del que había adquirido el Banco Central. Ahí termina la primera etapa. (Cuadro Nº 10.) En la segunda, el proceso circulatorio se opera en ambos países. Los 500 millones que recibe A por las compras de B se distribuyen así —previa su transformación en moneda nacional en el Banco Central respectivo—: 450 millones a la actividad interna y 50 millones a importar de B. Y los 500 millones que quedaron en el país B —en que se originó el movimiento— se dividen así: 250 millones para la actividad interna y 250 millones para una nueva importación de productos de A, que también se paga en oro. De manera que al terminar esta segunda etapa, B tiene para iniciar la tercera, esos 250 millones que quedaron en la actividad interna más los 50 millones provenientes de importaciones que hizo A —y que A paga con parte del oro recibido de B—. En la realidad estos movimientos se compensan. Pero, para no confundirnos no lo haremos en el ejemplo. Y B tiene los 450 millones que quedaron en la segunda etapa en la actividad interna más los 250 millones que le compró B en la segunda etapa, o sea un total de 700 millones.

Obsérvense las relaciones de interdependencia que se desarrollan en los dos países. Ello no ocurría en aquel ejemplo de las curvas de países con distintos coeficientes de importación con que iniciamos, en forma simple, nuestra explicación.

Allí, en cada curva el incremento originario de las exportaciones se va transformando en importaciones; pero no se considera para nada que los países de donde provienen esas importaciones, esto es que los países que exportan al país en cuestión, aumentan con ello sus ingresos y se ponen a su vez en condiciones de aumentar sus propias importaciones. Tal es lo que ocurre en el presente ejemplo: en la primera etapa B importa 500 millones de A y en la segunda A utiliza el 10% de los ingresos adicionales que así obtiene en comprar 50 millones en el país B, el cual así aumenta los ingresos que le quedaban, provenientes de su producción de oro.

Se establece así una serie de acciones y reacciones: la acción del aumento de ingresos de B sobre A al comprarle sus productos es seguida por la reacción de A, cuyo incremento de ingresos, así obtenido, le permite comprar en B, y así sucesivamente.

Cuadro Nº 10.
Proceso de distribución entre dos países de un incremento de ingresos de 1.000 ocurrido en uno de ellos

Etapa	País B			País A		
	Incremento de ingresos	Actividad interna (50%)	Importaciones (50%)	Incremento de ingresos	Actividad interna (90%)	Importaciones (10%)
1	1.000,0	500,0	500,0	—	—	—
2	500,0	250,0	250,0	500,0	450,0	50,0
3	300,0	150,0	150,0	700,0	630,0	70,0
4	220,0	110,0	110,0	780,0	702,0	78,0
5	188,0	94,0	94,0	812,0	730,8	81,2
6	175,2	87,6	87,6	824,8	742,3	82,5
7	170,1	85,1	85,0	829,9	746,9	83,0
8	168,1	84,0	84,1	831,9	748,7	83,2
9	167,2	83,6	83,6	832,8	749,5	83,3
10	166,9	83,5	83,4	833,1	749,8	83,3
11	166,8	83,4	83,4	833,2	749,9	83,3
12	166,7	83,4	83,3	833,3	750,0	83,3

Obsérvese cómo el país B va realizando de etapa en etapa sus importaciones de A, tanto por la circulación del incremento de ingresos provenientes del oro como de los nuevos ingresos que obtiene al exportar cantidades crecientes de sus otros productos a A; productos que A adquiere precisamente por el incremento de ingresos que obtiene por las importaciones que B hace de productos de A. Nótese también que si bien el total de importaciones que va realizando B crece continuamente la amplitud del crecimiento en cada etapa es cada vez menor: 500, 250, 150... 83,3. En cambio, las exportaciones de B hacia A, esto es las importaciones de A son mayores de etapa en etapa, a saber: 50, 70, 78... 83,3.

Y así nos vamos acercando al momento más importante del desarrollo del ejemplo: aquel en que en B las importaciones de la etapa a que se ha llegado son iguales a las exportaciones realizadas en la misma etapa; lo cual equivale a decir que en A las exportaciones de esa etapa equivalen a las importaciones. A este momento se llega en nuestro ejemplo en la etapa Nº 12, cuando las importaciones y exportaciones de cada país alcanzan la cifra de 83,3 millones.

Veamos ahora lo que esto significa. Mientras el incremento de ingresos del país B va disminuyendo de etapa en etapa, el de A va aumentando. Cuando se llega a la etapa 12 en que se cumple el equilibrio de importaciones y exportaciones, el incremento de ingresos de A es cinco veces mayor que el de B lo cual es condición absolutamente esencial de dicho equilibrio. En efecto, como en A sólo el 10% de los ingresos se dedica a la importación mientras que en B el 50% o sea cinco veces más, se necesita un incremento de ingresos cinco veces mayor en A para lograr una importación de la misma magnitud que en B en una determinada etapa del proceso circulatorio.

Alcanzado así el equilibrio se mantiene indefinidamente, en igualdad de otros factores, puesto que en cada una de las etapas siguientes, los ingresos que cada país pierde por las importaciones son recuperados simultáneamente por una exportación de igual magnitud.

¿Pero qué representa en realidad el incremento de ingresos que venía circulando y sigue circulando en cada país después de alcanzado el punto de equilibrio? Precisamente el incremento de oro que queda en el Banco Central respectivo. En efecto, los 166,7 millones de incremento que quedan en B más los 833,3 millones de incremento que ha logrado el país A constituyen aquellos 1.000 millones originarios a que ascendió la producción de oro en el país B.

Evidentemente, el reparto de oro entre los dos países, una vez alcanzado el punto de equilibrio, no se ha realizado teniendo en cuenta el comercio exterior, por cuanto ambos lo tienen en igual magnitud en nuestro ejemplo, según se observa en el cuadro Nº 11.

Cuadro Nº 11. Cifras acumuladas en todas las etapas del proceso

Países	Importaciones	Exportaciones	Saldos
A	861,1	1.694,4	+ 833,3
B	1.694,4	861,1	- 833,3

Si el oro no se ha repartido, por lo tanto, en relación al comercio exterior, ¿con respecto a qué otro elemento se ha efectuado su reparto? Nos falta cabalmente determinar este elemento, que hasta ahora no habíamos necesitado pero que a esta altura del razonamiento nos es indispensable. Para ello vamos a construir el cuadro Nº 12 de estructura similar a los que usamos para los sectores económicos del país (cuadros Nº 1 y Nº 4) y que nos muestra la distribución de los réditos totales de A y B entre actividad interna y comercio exterior. La última columna nos indica la proporción que representan los ingresos totales de cada país en el conjunto de los réditos de ambos.

Cuadro Nº 12. Ingresos totales de los países

Países	B		A		Total	
B	5.000	50%	5.000	10%	10.000	16,6%
A	5.000	50%	45.000	90%	50.000	83,3%
Total	10.000	100%	50.000	100%	60.000	100,0%

Nada habíamos dicho acerca del comercio que existía anteriormente entre los dos países de nuestro ejemplo. Supongamos que haya sido de 10.000 millones. A importa, pues, 50.000 millones de B y éste igual cantidad de A. ¿Cuál es el total de ingresos de cada país? Es fácil calcularlo si se recuerda que en A la importación constituye el 10% del ingreso total; éste alcanza a 50.000 millones, de los cuales 5.000 millones se obtienen de la exportación y los 45.000 restantes provienen de la actividad económica interna de A y se emplean a su vez en adquirir los artículos y

servicios que allí se producen. En cuanto a B, sus importaciones constituían el 50% de los ingresos totales, que resultan así de 10.000 millones.

Los ingresos totales de A son, por lo tanto cinco veces mayores que los de B; es decir, guardan entre ellos la misma proporción que guardaban los ingresos de ambos países al llegar a la etapa 12 del proceso, o sea, el nuevo punto del equilibrio. Lo cual nos demuestra que en el ejemplo que estamos considerando el oro no se ha repartido de acuerdo con el comercio exterior sino en relación al ingreso total de cada país.

Examinemos ahora lo que ha ocurrido con el cuadro Nº 12 después de haber llegado al nuevo punto de equilibrio en la etapa 12. El total de ingresos ha aumentado (cuadro Nº 13) y seguirá aumentando si continúa gastándose en cada país el incremento de oro o de ingresos que ha quedado al llegarse al equilibrio. Todo ello mientras no se llegue a la plena ocupación. Traspuesto ese punto la continuación del proceso circulatorio conduce hacia el alza de los precios.

Cuadro Nº 13. Situación de los países antes de la iniciación del proceso y después que éste ha llegado al nuevo punto del equilibrio

Países	B	A	Total	Ingresos sin gastar	Total
B	5.000	5.000	10.000	166,7	10.166,7
A	5.000	45.000	50.000	833,3	50.833,3
Total	10.000	50.000	60.000	1.000,0	61.000,0

Adviértase bien que aquí termina la similitud con el cuadro relativo a los distintos sectores de la economía del país. En ese ejemplo el incremento de ingresos se iba reduciendo de etapa en etapa por el pago de las importaciones, en tanto que en el presente caso el incremento de ingresos —o el oro que representa— circula siempre entre los dos países, pues lo que uno pierde lo recibe el otro hasta llegar a la situación de equilibrio a partir de la cual se mantiene la relación que hemos encontrado de 5 a 1. Este caso se asemeja así a aquel primer caso de un mercado cerrado en que el incremento de ingresos seguía circulando continuamente sin disminución alguna, hasta llegarse a la plena ocupación.

2. A las mismas conclusiones se llega si se consideran tres países

Así como hemos considerado dos países o grupos de países en este ejemplo simple, podríamos considerar tres o más países o grupos de países, complicando nuestra exposición, sin alterar en lo más mínimo la índole de las conclusiones que hemos extraído del ejemplo de dos países.

Desarrollaremos un nuevo ejemplo con tres países, A, B y C, cuyos coeficientes de importaciones representan el 20%, 5% y 6,66% de sus ingresos totales, respectivamente. Hemos construido el cuadro Nº 14, cuyas columnas verticales representan la forma en que cada país obtiene sus ingresos vendiendo dentro de su propia economía parte de los artículos y servicios que produce y exportando otra parte.

Cuadro Nº 14

Países	A	B	C	Total
A	160.000	10.000	30.000	200.000
B	10.000	380.000	10.000	400.000
C	30.000	10.000	560.000	600.000
Total	200.000	400.000	600.000	1.200.000

Al pie de las columnas verticales figura el total de ingresos así obtenidos por cada país. Para mayor claridad en el cuadro Nº 15 se presentan las mismas cifras, agrupándolas en dos rubros: actividad interna e importación.

Cuadro Nº 15

Países	Actividad interna		Importación		Total		Proporción de las importaciones sobre el total de réditos
A	160.000	14,5%	40.000	40%	200.000	16,6%	20,00%
B	380.000	34,5%	20.000	20%	400.000	33,3%	5,00%
C	560.000	51,0%	40.000	40%	600.000	50,0%	6,66%
Total	1.100.000	100,0%	100.000	100%	1.200.000	100 %	8,33%

En las columnas horizontales se presenta la forma en que cada país emplea sus ingresos, comprando artículos o servicios dentro de sí mismo o importando de los otros. Como partimos de un punto de equilibrio, el total de gastos o egresos coincide con el total de ingresos, tanto para cada país como para el conjunto de los otros países (o grupos de países).

Como en el caso anterior, suponemos que en el país A ocurre o existe en el año en cuestión una producción de oro de 100 millones. Desde el momento en que el país A tiene 100 millones más de ingresos, se estimularán las importaciones de ese país de productos provenientes de B y C. A su vez ese estímulo provocará un aumento de las importaciones de B y C, ya que estos países importarán más de A y de B, en el caso de C, y más de A y C, en el caso de B. Las proporciones del aumento de sus réditos que los tres países mencionados dedican a la importación y al consumo interno están indicadas en el cuadro Nº 16 que muestra el desarrollo del proceso. Según ese cuadro, A recibe 100 millones de ingresos de los cuales dedica 20 millones a la importación distribuyéndolos entre B (5 millones) y C (15 millones).

A su vez, B distribuye entre su actividad interna y entre sus importaciones provenientes de A y C, el monto de lo que ha recibido de A; y C hace lo mismo con las sumas que ha recibido de B y de A.

Cuadro Nº 16

	Etapas	Incremento	Actividad interna	Importaciones		
				B	C	Totales
País A			(80%)	(5%)	(15%)	(20%)
	1	100,0	80,0	5,0	15,0	20,0
	5	44,7	35,8	2,2	6,7	8,9
	10	24,4	19,5	1,2	3,7	4,9
	20	17,7	14,1	0,9	2,7	3,6
	30	17,0	13,6	0,9	2,5	3,4
	40	16,8	13,4	0,8	2,5	3,4
	48	16,7	13,4	0,8	2,5	3,3
País B				A	C	
			(95%)	(2 1/2%)	(2 1/2%)	(5%)
	2	5,0	4,8	0,1	0,1	0,2
	5	14,9	14,2	0,4	0,4	0,8
	10	22,8	21,6	0,6	0,6	1,2
	20	28,8	27,4	0,7	0,7	1,4

	Etapas	Incremento	Actividad interna	Importaciones		
				A	C	Totales
País B			(95%)	(2 1/2%)	(2 1/2%)	(5%)
	30	31,2	29,6	0,8	0,8	1,6
	40	32,3	30,7	0,8	0,8	1,6
	48	32,8	31,2	0,8	0,8	1,6
				A	B	
País C			(93,3%)	(5%)	(1,66%)	(6,66%)
	2	15,0	14,0	0,7	0,3	1,0
	5	40,4	37,7	2,0	0,7	2,7
	10	52,8	49,3	2,6	0,9	3,5
	20	53,5	49,9	2,7	0,9	3,6
	30	51,8	48,4	2,6	0,9	3,5
	40	50,9	47,5	2,5	0,9	3,4
	48	50,5	47,2	2,5	0,8	3,3

Al llegar a la etapa N° 48 del proceso, el incremento de ingresos que queda en cada país es proporcional a los réditos de cada uno de ellos. En efecto, la proporción de réditos es la siguiente: el país A tiene el 16,66% de los réditos de los tres países; el país B tiene 33,33% y el país C el 50%. Y en el Cuadro N° 17 se puede comprobar que los incrementos de ingresos que quedan en cada país en el punto de equilibrio tienen entre sí la misma relación, o sea que llegamos exactamente a la misma comprobación que habíamos obtenido en el ejemplo anterior de dos países.

Véanse los resultados a que se ha llegado en la etapa 48 (cuadro N° 17) y se advertirá que no se trata de cifras acumuladas, sino de las cifras de esa etapa. En ella el país A tiene un incremento de réditos de 16,7 millones sobre un incremento originario de 100, y ese incremento lo gasta: 13,4 en la actividad interna, 0,8 en la importación de B y 2,5 en la importación de C. En el país B, tenemos un incremento de 32,8 y en el C de 50,5. ¿Qué representan esos incrementos en los ingresos del país? Los 16,7 del país A —dado el coeficiente de importación de 20% que tiene ese país— representan una importación de 3,3. El incremento remanente en B, dado el coeficiente de importación de 5% que tiene, representa un incremento de importación, en esa etapa, de 1,6 y el incremento de 50,5 en los ingresos del país C, en virtud de la proporción de 6,66% que tienen sus importaciones con respecto a los ingresos totales, representan una importación de 3,3. Los incrementos en los in-

gresos totales, como se refieren al aumento inicial de 100, representan a la vez las proporciones que guardan los réditos o el incremento de ingresos o remanente de ingresos en la última etapa, con respecto al total original de 100.

Cuadro Nº 17. Situación en la etapa Nº 48 del proceso

Países	A	B	C	Total
A	13,4	0,8	2,5	16,7
B	0,8	31,2	0,8	32,8
C	2,5	0,8	47,2	50,5
Total	16,7	32,8	50,5	100,0

La conclusión fundamental que se obtiene es que para alcanzar el equilibrio entre el comercio de A, B y C ha sido necesario que el remanente de réditos que queda circulando en esos países sea de tal magnitud y tenga la misma relación que la que habíamos considerado en la situación inicial. O sea que para llegar al punto de equilibrio, el incremento originario de ingresos se distribuye proporcionalmente a los réditos de los distintos países considerados. Esto es exactamente lo que habíamos visto en el caso de dos países.

Vamos a tratar de derivar alguna otra conclusión de estas cifras. Obsérvese el comercio exterior de cada país y las cifras de sus réditos. El país A tiene réditos por 200, B por 400 y C por 600. En cambio, su comercio exterior guarda una relación distinta. El comercio exterior de A es 40, el de B es 20 y el de C es 40, o sea que el país A y el país C tienen el mismo comercio exterior pero su volumen de réditos es distinto. Si el oro se repartiese entre estos países de acuerdo con el comercio exterior, al país A le tocaría exactamente la misma cantidad que al país C. En cambio, como el oro se distribuye de acuerdo a los ingresos totales, el país C va a tener una proporción mucho mayor, esto es el 50% de la producción de oro, no obstante que su comercio tiene una relación muy inferior al 50%, como lo es la de un tercio.

La importancia de este hecho puede comprenderse claramente si hacemos un sencillo cálculo. Supongamos que en cada uno de estos países la circulación monetaria interna represente normalmente —ya veremos cómo ocurre este fenómeno en la realidad— el 20% de los réditos de cada país. Si ello es así, el país A tendrá una

circulación monetaria de 40, el país B una circulación monetaria de 80 y el país C de 120. Supongamos ahora que en el país A disminuye su comercio exterior en 10 millones en el año, o sea en 25%, y que al año siguiente ocurre otra disminución de 10 millones.

Dos años seguidos de disminución de 10 millones en las exportaciones del país A representarán disminuir a la mitad su reserva monetaria. En cambio, la misma disminución en el país C, que tiene exactamente igual exportación, apenas reducirá sus reservas monetarias de 120 millones a 100, mientras que en el país B una disminución de 25% durante dos años, o sea 10 millones, reduciría la reserva monetaria de 80 a 70 millones. Ello indica que el país A tiene un grado de vulnerabilidad exterior mucho mayor que la de los otros países. Esto es precisamente el país que tiene menos réditos y una proporción más alta de comercio exterior. Por lo tanto, al distribuirse el oro entre los países del mundo de acuerdo con los ingresos de los países y no de acuerdo con su comercio exterior, resultan en una posición mucho más vulnerable frente a las fluctuaciones del comercio exterior y de su balance de pagos, aquellos países que tienen una menor cantidad de réditos y un coeficiente más alto de importaciones, punto éste que tiene mucha importancia en la política monetaria nacional e internacional, como a su tiempo lo veremos. Me limito a ir señalando todos estos puntos para que luego podamos avanzar sin dificultades en esta exposición.

3. Las conclusiones anteriores también son aplicables a los movimientos del oro proveniente de las reservas monetarias.

En los dos ejemplos anteriores hemos examinado la forma en que se distribuye, entre distintos países, un incremento de la producción de oro del mundo. Ello ocurría, no de acuerdo con la importancia del comercio exterior, sino en proporción al total de ingresos de los respectivos países.

Pero este reparto no sólo se realiza así con el nuevo oro que se produce, sino también con el que se encontraba en las reservas monetarias y ha salido de ellas ya sea por una expansión del crédito o por obra de los préstamos internacionales. Vamos a explicar también estos otros casos, pues, como el anterior, tienen gran importancia para comprender el funcionamiento internacional de la moneda y nos permitirá en la parte final de nuestro curso, penetrar mejor en la entraña de los planes monetarios de postguerra que hoy se discuten.

Ya hemos considerado el caso de la expansión de crédito que provoca una exportación de oro. Precisamente, a raíz de este caso, habíamos entrado en todos estos razonamientos sobre el oro. Se trataba de lo siguiente: la Argentina había teni-

do primero un aumento de exportaciones que se tradujo en aumento de importaciones e incremento mucho mayor de las actividades internas. Llegado el sistema económico a un nuevo punto de equilibrio, descienden las exportaciones al nivel que tenían anteriormente, lo cual impone la necesidad de contraer nuevamente las actividades internas llevándolas a su nivel anterior, a fin de que las importaciones vuelvan a equilibrarse con las exportaciones. Pero en vez de dejar funcionar espontáneamente este mecanismo, suponemos que se expande el crédito a fin de evitar que desciendan las actividades económicas internas del alto nivel a que habían llegado. Pero las importaciones también se mantienen en un alto nivel, y como las exportaciones son menores, hay que desprenderse de oro para pagar el excedente.

Este metálico irá a los demás países del mundo y tenderá a aumentar lentamente sus importaciones de productos argentinos. Recordemos las cifras que dimos anteriormente: en doce etapas del proceso circulatorio el incremento resultaba insignificante, pudimos haber pensado al dar ese ejemplo que, sin embargo, con el lento andar del proceso, las importaciones de productos argentinos del resto del mundo crecerían hasta alcanzar el monto de nuestras importaciones que habían provocado las exportaciones de oro y que, por lo tanto, el oro terminaría alguna vez por volver a nuestro país en la misma cantidad en que había salido.

Sin embargo, los razonamientos posteriores nos demuestran que ello no puede ocurrir en un mundo en que no hay plena ocupación en los principales países. El oro sólo tenderá a volver a la Argentina en muy pequeña proporción, tan pequeña como la que representan nuestros ingresos en el conjunto de los ingresos del mundo, o sea alrededor de 1,8%. Ya conocemos la forma en que ocurre este fenómeno. Al recibir el resto del mundo 1.000 millones adicionales de ingresos provenientes de la Argentina, irá aumentando poco a poco sus compras en nuestro país. Al recibir de vuelta parte de esos ingresos en pago de un aumento de nuestras exportaciones iremos, a la vez, aumentando nuestras importaciones. En cada etapa nuestras importaciones de productos del resto del mundo serán mayores. En cambio, las importaciones del resto del mundo de productos argentinos serán menores. Llegará una etapa en que, al haber crecido una cifra y decrecido la otra, ambas se igualan. Es la etapa de equilibrio en que, de los 1.000 millones de oro que había exportado la Argentina sólo habrán regresado a sus reservas monetarias 18 millones y habrá quedado retenido en los distintos países del mundo, proporcionalmente a sus ingresos, el remanente de 982 millones. En efecto, el ingreso de esos 18 millones de oro adicionales permite a la Argentina importar 3 millones del resto del mundo, puesto que nuestro coeficiente de importaciones es de 17% aproximadamente; y a su vez, los 982 millones de oro que han quedado retenidos en el resto del mundo les permite a los demás países importar productos argentinos por 3 millones, puesto que el coeficiente de importaciones de nuestro país que corresponde al resto del mundo

es 0,3%. Por lo tanto, aun cuando no sobrevenga en la economía mundial, perturbación alguna que altere el desarrollo del mecanismo de equilibrio con la Argentina —supuesto que desde luego no se cumple— el oro sólo regresaría en una fracción insignificante a nuestro país. Podrá volver por otras razones, pero no como consecuencia de un proceso natural de intercambio.

Por supuesto que los efectos son los mismos, cualquiera que sea el objeto del aumento de los préstamos bancarios (déficit fiscal, mayores necesidades del comercio y la industria, mantenimiento del nivel de actividad interna, etc.): el oro egresa y sólo vuelve en pequeña proporción, debido a que nuestras importaciones adicionales provocadas por la expansión del crédito sólo se comprimen en mínima parte con exportaciones adicionales.

Supongamos ahora que en vez de exportar oro de sus reservas monetarias en una fase de declinación de las exportaciones, un país acuda al crédito internacional para pagar su excedente de importaciones. El oro que se ha prestado al país en cuestión tenderá a repartirse en el mundo de acuerdo con los ingresos de cada país y, por lo tanto, a quedarse preferentemente en aquellos que tienen mayores ingresos, sin tener en cuenta el volumen de su comercio exterior.

109
EL MECANISMO DE LA MONEDA, LOS CAMBIOS Y EL CREDITO*

En nuestras clases anteriores hemos hablado de los movimientos del oro y de la expansión del crédito; pero nos falta ver en detalle cómo funciona el mecanismo monetario. Sin embargo, aun con ello estaremos muy lejos de terminar con el examen del movimiento de los ingresos dentro de la economía del país. Estamos en realidad en el comienzo de nuestro problema, y para situarnos mejor en la etapa a que hemos llegado conviene recordar rápidamente cuál había sido el propósito que perseguíamos con aquellas demostraciones.

Como se recordará, habíamos supuesto el sistema económico en absoluto equilibrio, tanto en lo que concierne a la actividad interna como a las conexiones exteriores, y dijimos que ese equilibrio puede perturbarse ya sea por obra de factores exteriores o de factores internos. Entre los primeros señalamos los dos más importantes: las exportaciones y el movimiento de capitales. Y al hablar de las exportaciones consideramos los efectos de su incremento o disminución.[1]

Luego consideramos otros factores de perturbación de origen interno: la contracción de ingresos provocada por el ahorro que no se vuelve a invertir —que esbozamos muy rápidamente— y la modificación de los coeficientes de importaciones, que ocurre de continuo en la realidad.

Ahora vamos a entrar en el estudio del funcionamiento del mecanismo de la moneda y los bancos. Pero aun una vez que hayamos recorrido los principales puntos en él comprendidos, no estaremos muy adelantados; simplemente habremos desbrozado el camino para llegar a interpretar el fenómeno cíclico en nuestro país, y su relación con el movimiento ondulatorio internacional. Estamos, pues, en una etapa preliminar y aún nos falta introducir algunas modificaciones en nuestras premisas o supuestos, para llegar gradualmente a la realidad.

El aspecto que vamos a considerar se podrá apreciar mejor en forma numérica.

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 5, págs. 42-60, impreso el 22 de agosto de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

[1] Los efectos de un incremento o disminución de las inversiones de capitales extranjeros son, desde el punto de vista del balance de pagos, exactamente los mismos que los de un aumento o disminución de las exportaciones.

Con ese objeto se ha preparado un cuadro esquemático (cuadro Nº 1), cuyos movimientos han ocurrido frecuentemente en la realidad económica argentina, tanto en tiempos recientes como en el siglo pasado, y a través de todos los sistemas monetarios que ha tenido el país.

Comenzaremos con el desarrollo de un balance de pagos cuyo equilibrio se perturba inicialmente por un aumento de exportaciones; el saldo positivo así obtenido desaparece por obra de una disminución de exportaciones y aumento de importaciones. Vamos a estudiar qué es lo que ocurre en la economía interna del país y en el mecanismo monetario en virtud de esos movimientos. Para ello vamos a partir de un Banco Central hipotético y de un conjunto de bancos ligados por sus operaciones al Banco Central.

1. EL MEDIO CIRCULANTE Y EL PROCESO MONETARIO INTERNO

Pero antes de entrar en la explicación del cuadro conviene recordar ciertas nociones sobre el funcionamiento de los distintos elementos que figuran en el mismo.

Al Banco Central va el oro y las monedas extranjeras (divisas) que ingresan al país por su intercambio con el exterior. El exportador que vende mercaderías al extranjero obtiene su pago en una letra de cambio en moneda extranjera, que vende a un banco comercial, recibiendo de éste un depósito en cuenta corriente por el equivalente, o el pago en billetes. A su vez, el banco comercial vende al Banco Central el cambio extranjero que ha comprado al exportador, y recibe en pago un depósito en su cuenta corriente con el Banco Central, por su equivalente en pesos. En otros términos, el banco comercial aumenta los depósitos corrientes del público por el equivalente de la letra adquirida al exportador, y su efectivo también crece en la misma cantidad por el depósito que recibe del Banco Central en pago de las divisas que le ha vendido.

En el activo del balance del Banco Central figurarán las divisas así adquiridas, y en su pasivo el depósito a favor del banco comercial. En el balance de este último figurará: en el activo, el depósito que tiene en el Banco Central y en el pasivo el depósito que ha constituido a favor del exportador.

No tiene importancia monetaria si el banco comercial paga al exportador con billetes o con un crédito en su cuenta corriente. Según los usos del público y según sus necesidades, los depósitos de los bancos —y por ende del Banco Central— se transformarán en parte más o menos intensa, en billetes. Si el público requiere más billetes, la cifra de sus depósitos corrientes disminuirá, y lo mismo ocurrirá con el efectivo de los bancos, pues parte del mismo habrá sido utilizado en virtud del retiro de depósitos. A su vez, el banco comercial retirará parte de su efectivo en forma

de billetes del Banco Central, lo que significará una reducción en los depósitos de éste y un aumento correlativo de los billetes emitidos.

Para el Banco Central es exactamente igual tener como obligación los depósitos de los bancos comerciales o los billetes que emite: el *medio circulante* total, que ha aumentado en ese proceso, es la suma de los depósitos corrientes del público en los bancos, más los billetes en circulación. Dada la absoluta igualdad económica de ambos elementos, cuando nos referimos al total de *medio circulante* sumaremos los billetes que tiene el público con los depósitos corrientes que tienen los bancos.

2. La influencia de las variaciones del balance de pagos sobre el circuito monetario interno

Vamos a estudiar los fenómenos que ocurren en el campo monetario a raíz de perturbaciones en el balance de pagos. Consideraremos cuatro hipótesis distintas: en la primera vamos a examinar lo que acontece cuando la exportación decrece y deja un saldo positivo en el balance de pagos; en la segunda hipótesis, veremos los efectos de una reducción de las exportaciones que absorbe el saldo positivo anterior, sin que los bancos expandan el crédito para compensar los efectos del decrecimiento. La tercera hipótesis será aquella en que, a medida que decrecen las exportaciones y por lo tanto se comprime o amenaza comprimirse la actividad económica interna, los bancos expanden el crédito para neutralizar esa disminución, pero sólo en la medida necesaria para lograr esa neutralización y mantener en un nivel más o menos estable la actividad económica interna. La cuarta hipótesis nos llevará a un caso de exageración del crédito, en el que los bancos no se limiten a compensar los efectos de una disminución del medio circulante provocada por la merma de las exportaciones, sino que vayan más lejos: que expandan el crédito mucho más allá de lo que requiere la actividad interna para mantener el volumen de réditos. Estos desarrollos permitirán comprender, con el máximo de claridad, un fenómeno que suele presentarse a veces en forma muy confusa.

3. El crecimiento de las exportaciones como factor expansivo

Veremos ahora cómo se mueven los distintos elementos contenidos en el cuadro Nº 1 cuando actúan factores exteriores de perturbación. Comencemos por las tres primeras columnas relativas al balance de pagos, que hasta ahora para nosotros está constituido sólo por exportaciones e importaciones. Vamos a partir de una situación de equilibrio, representada en el año I, en que las importaciones son iguales a las exportaciones. En ese año, la cantidad de circulante a disposición del público

(columnas 5 a 7) asciende a 2.600 millones, de los cuales 1.100 millones son billetes y 1.500 millones depósitos del público en sus cuentas corrientes bancarias, que se utilizan por medio de cheques.

El balance del Banco Central (cols. 9 a 11) tiene en su activo 1.800 millones de oro y divisas y en el pasivo 1.800 millones de billetes y obligaciones. Finalmente consideraremos el conjunto de bancos comerciales (cols. 12 a 16) y también nos limitaremos —como en el caso del Banco Central— a tomar solamente los renglones que realmente tienen importancia para el estudio del proceso monetario. Por un lado, en el activo de su balance anotamos el efectivo de que disponen (col. 12) y que está constituido por billetes que poseen en sus cajas o por depósitos en el Banco Central, y por los préstamos (col. 13) otorgados al público, al comercio, a la industria, etc. Y el pasivo estará representado por los depósitos (cols. 14 a 16) que ascienden en el año I a 2.500 millones, de los cuales 1.500 millones son depósitos en cuenta corriente a que ya nos hemos referido (col. 6) y 1.100 millones depósitos de ahorro, que no forman parte de los medios de pago, puesto que el depósito en caja de ahorro no se usa de inmediato. En caso de que fuera usado, ese depósito de ahorro se transformaría en billetes o en un depósito en cuenta corriente.

Vamos a empezar ahora a mover nuestras cifras, suponiendo que el balance de pagos se desequilibre por un incremento de las exportaciones (col. 1). Estas pasan de 2.000 millones, en el año I, a 2.500 millones en el año II. Ya hemos considerado en detalle el proceso por el cual las importaciones tienden a crecer paralelamente a las exportaciones, aun cuando con distinta intensidad. Vamos a suponer que en este primer año de desequilibrio en el comercio exterior (año II), las importaciones crezcan más bien lentamente: 200 millones, contra 500 millones de aumento en las exportaciones. El incremento sin gastar (col. 4) o sea 300 millones, seguirá circulando y aumentando poco a poco la importación de los años subsiguientes.[2]

Debido a ese aumento de 500 millones en la exportación, durante el primer año, los exportadores ofrecerán 500 millones de moneda extranjera a los bancos comerciales, y éstos aumentarán así los depósitos del público. Dicho aumento tiene como contrapartida, en el activo del balance de los bancos comerciales, un rubro que aquí no figura, por razones de simplicidad: el cambio extranjero.

¿Por qué si ha habido un incremento de 500 millones en los depósitos solamente anotamos un incremento de 300 millones de circulante en el público (col. 7, cuadro Nº 1)? Ello se debe a que, por otro lado, el crecimiento de las importaciones ha absorbido parte del incremento originalmente creado.

[2] Estas cifras, si bien guardan bastante relación con la realidad, no son exactas. Así como hemos supuesto que la importación crece en 200 millones, pudimos suponer que crecía en 300 o 400 millones. En el proceso real, sin duda, tiene importancia el ritmo de crecimiento de las importaciones pero no ocurre así en nuestro ejemplo.

Vamos a aclarar ahora el significado de la variación en los préstamos y en los depósitos de ahorro (cols. 13 y 15). En el año I los depósitos de ahorro sumaban 1.000 millones y en el segundo año 1.100 millones. Ello se debe a que hemos supuesto que una parte del medio circulante derivado del incremento de las exportaciones, ha sido "esterilizado" por el público, convirtiéndolo en depósitos de ahorro. En la realidad, una parte variable de los ingresos va de continuo a esterilizarse en los bancos por medio de los depósitos de ahorro. Y para no complicar la demostración, hemos supuesto, arbitrariamente, que los ingresos que se retiran de la circulación por medio de depósitos de ahorro, vuelven a la actividad económica interna por un aumento de los préstamos que los bancos hacen al público (col. 13).

Por ese motivo, los préstamos de los bancos comerciales, que en el año I sumaban 1.800 millones, pasan en el año II a 1.900 millones, con lo cual se vuelve a lanzar a la circulación el dinero que se esterilizó por depósitos de ahorro.[3]

Obsérvese cómo se desarrolla en los años III y IV el movimiento del balance de pagos. A raíz de continuos aumentos de las exportaciones, crecen también las importaciones pero con menor intensidad, y el aumento de oro y divisas que así se produce, se refleja en un aumento de los medios de pago, que circulan dentro de la economía interna, expandiéndola al mismo tiempo que crecen las importaciones.[4]

En el tercer año de nuestro ejemplo, la exportación pasa a ser de 3.200 millones mientras que la importación ha crecido solamente hasta 2.600 millones; hay pues un saldo positivo de 600 millones, que puede advertirse en el incremento de oro y divisas en las cuentas del Banco Central.

Los bancos comerciales reciben ese importe, que se refleja en un aumento de 400 millones en sus depósitos corrientes y 200 millones en los de ahorro. Como los bancos dilatan sus préstamos por una suma igual a esta última, el efectivo de estas instituciones sólo se incrementa en 400 millones; los 200 restantes quedan fuera de los bancos comerciales, como billetes en manos del público, que aumentan en esa suma (col. 5).

Los ingresos sin gastar (col. 4), que en el año II sumaban 300 millones, crecen en una suma equivalente al saldo positivo del balance de pagos, y llegan a 900 mi-

[3] Veremos a su tiempo que la medida en que los bancos esterilizan fondos mediante depósitos de ahorro, o los devuelven a la actividad por medio de un aumento de los préstamos, tiene gran importancia en el desarrollo de este proceso. Por el momento, vamos a suponer que ambas operaciones se neutralizan.

[4] Cuando nos ocupemos del fenómeno cíclico en la Argentina, se observará que, por lo general, el aumento de las exportaciones y el ingreso de capitales extranjeros obedecen a circunstancias de orden internacional. Y así observaremos que hay 2, 3 o 4 años de incremento sostenido de las exportaciones o de las inversiones de capitales extranjeros y luego sobreviene un descenso. Ello produce una sucesión continua de movimientos ondulatorios que repercuten en la actividad interna y se manifiestan en aumentos o disminuciones de los ingresos y de la ocupación.

Cuadro Nº 1

Años	Balance de pagos			Ingresos sin gastar	Medio circulante en público			Réditos totales
	Exportaciones 1	Importaciones 2	Saldo 3	4	Billetes 5	Depósitos ctes. 6	Saldo 7	8
a) Crecimiento de exportaciones								
I	2.000	2.000	—	—	1.100	1.500	2.600	10.000
II	2.500	2.200	+300	300	1.200	1.700	2.900	11.000
III	3.200	2.600	+600	900	1.400	2.100	3.500	13.000
IV	3.500	3.200	+300	1.200	1.500	2.300	3.800	16.000
b) Decrecimiento de exportaciones								
V	3.000	3.500	-500	700	1.300	2.000	3.300	17.500
VI	2.400	3.100	-700	—	1.100	1.500	2.600	15.500
VII	2.100	2.100	—	—	1.100	1.500	2.600	10.500
c) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia compensatoria								
V	3.000	3.600	-600	1.100	1.400	2.300	3.700	–
VI	2.400	3.100	-700	1.000	1.300	2.300	3.600	–
VII	2.100	2.700	-600	700	1.200	2.100	3.300	–
VIII	2.000	2.600	-600	300	1.200	1.700	2.900	–
d) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia exagerada								
V	3.000	3.800	-800	1.200	1.400	2.400	3.800	–
VI	2.400	3.500	-900	1.200	1.300	2.500	3.800	–
VII	2.100	2.900	-800	1.000	1.200	2.400	3.600	–
VIII	2.000	2.800	-800	700	1.200	2.100	3.300	–

Cuadro Nº 1 (continuación)

Banco Central			Bancos comerciales					Años
Oro y divisas	Préstamos	Bill. y oblig.	Efectivo	Préstamos	Corrientes	De ahorro	Total	
9	10	11	12	13	14	15	16	
a) Crecimiento de exportaciones								
1.800	–	1.800	700	1.800	1.500	1.000	2.500	I
2.100	–	2.100	900	1.900	1.700	1.100	2.800	II
2.700	–	2.700	1.300	2.100	2.100	1.300	3.400	III
3.000	–	3.000	1.500	2.200	2.300	1.400	3.700	IV
b) Decrecimiento de exportaciones								
2.500	–	2.500	1.200	2.100	2.000	1.300	3.300	V
1.800	–	1.800	700	1.900	1.500	1.100	2.600	VI
1.800	–	1.800	700	1.900	1.500	1.100	2.600	VII
c) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia compensatoria								
2.400	–	2.400	1.000	2.600	2.300	1.300	3.600	V
1.700	100	1.800	500	3.100	2.300	1.200	3.500	VI
1.100	600	1.700	500	3.400	2.100	1.200	3.300	VII
500	1.200	1.700	500	3.600	1.700	1.200	2.900	VIII
d) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia exagerada								
2.200	–	2.200	800	2.900	2.400	1.300	3.700	V
1.300	500	1.800	500	3.700	2.500	1.200	3.700	VI
500	1.200	1.700	500	4.300	2.400	1.200	3.600	VII
-300	2.000	1.700	500	4.800	2.100	1.200	3.300	VIII

llones. Esos ingresos sin gastar están en forma de billetes y depósitos corrientes, los cuales han aumentado (cols. 5 a 7) de 2.600 millones en el año I a 3.500 millones en el año III.

Mientras el sistema bancario no ponga en circulación medios de pago adicionales —por medio de la expansión del crédito— en mayor proporción de lo que crecen los depósitos de ahorro, el incremento de divisas del banco tiene necesariamente que coincidir con el incremento del medio circulante en manos del público. Ambas curvas tienen que ser perfectamente paralelas.

En el cuarto año la exportación crece en otros 300 millones y llega a 3.500 millones, mientras que la importación adquiere un impulso mucho mayor, pasando de 2.600 a 3.200 millones. El saldo positivo es así de sólo 300 millones; pero como había una acumulación de 900 millones de ingresos sin gastar, éstos llegan hasta la cantidad de 1.200 millones, suma que debe coincidir con el incremento de los medios de pago a disposición del público (col. 7). En efecto, vemos que éstos llegan en el año IV a 3.800 millones, contra 2.600 millones, en el año I.

La existencia de divisas del Banco Central crece en el cuarto año en el monto del saldo positivo del balance de cuentas internacionales: el efectivo de los bancos comerciales crece con menos intensidad, puesto que se ha retirado una parte de los depósitos; los préstamos crecen en la medida necesaria para compensar la esterilización del medio circulante causada por el incremento de los depósitos de ahorro. Y así hemos llegado al punto máximo de la fase de ascenso, en la que han crecido la exportación y el medio circulante, ha aumentado la actividad económica interna y se ha elevado la importación.

Aun cuando la proporción de efectivo de los bancos ha crecido considerablemente, hemos supuesto que los préstamos bancarios han aumentado solamente en la medida necesaria para contrarrestar la esterilización de medios de pago. Esto es una mera hipótesis, y al estudiar el proceso cíclico en la Argentina, observaremos que, con frecuencia, cuando en la fase ascendente los bancos ven aumentar su efectivo, tienden a aumentar sus préstamos, y lo hacen generalmente sin obedecer a consideraciones de orden monetario alguno; sino llevados por su propio interés, por su espíritu de ganancia; que es natural que lo tengan por ser empresas comerciales que tratan de obtener el máximo de provecho de la situación.

Vamos a ver que cuando los bancos aumentan su crédito, la fase de ascenso cíclico es más intensa y obliga después, cuando sobreviene la fase descendente, si es que se quiere conservar el patrón oro, a una contracción también más intensa en las actividades internas.

4. LA REDUCCIÓN DE LAS EXPORTACIONES Y LA NIVELACIÓN DEL BALANCE DE PAGOS

Vamos a continuar ahora con el estudio de la fase descendente. En la segunda parte —(b) decrecimiento de las exportaciones— del cuadro Nº 1 suponemos que la exportación disminuye hasta llegar a un punto análogo al que había tenido originariamente, y que, mientras ello ocurre, los bancos se limitan a reducir sus préstamos a medida que descienden los depósitos de ahorro.

Las transformaciones que ocurren en el cuadro serán similares a las de la fase ascendente pero en sentido contrario, o sea que va disminuyendo la cantidad de medio circulante en manos del público y las tenencias de oro y divisas del Banco Central. Pero el hecho principal a destacar es que no obstante que en el año V las exportaciones se reducen a 3.000 millones, las importaciones siguen creciendo —pasan de 3.200 a 3.500 millones— debido a que los ingresos sin gastar siguen circulando en la actividad económica interna; recién decrecerán en el año VI, como oportunamente veremos.

Esta hipótesis está muy cerca de la realidad. En efecto, en las fases ascendentes del ciclo argentino se observa que al aumentar la exportación, también crece la importación pero con menor intensidad, hasta que se llega a un momento en que la primera agota su impulso de crecimiento y sobreviene un descenso, mientras que la importación, impelida por el medio circulante que mantiene el público en sus manos como incremento proveniente del aumento anterior de la exportación, sigue creciendo aun cuando la exportación haya bajado.

Hay pues, un retardo en las importaciones, perfectamente explicable cuando se analiza por etapas, como lo hemos desarrollado en clases anteriores.

En el año V se produce un saldo negativo de 500 millones en el balance de pagos que reduce, a su vez, en una cantidad equivalente, las tenencias de oro y divisas del Banco Central, y comprime asimismo el circulante en manos del público. La reducción de 500 millones en este último rubro se refleja en los bancos comerciales en una merma de 300 millones de efectivo (col. 12) y en un descenso de 200 millones en los billetes en manos del público. Nótese que los préstamos se han reducido en 100 millones, o sea en la misma cantidad en que han caído los depósitos de ahorro. La reducción de los préstamos compensa en parte la disminución del efectivo de los bancos, que sólo alcanza así a 300 millones a pesar de que los depósitos totales se han reducido en 400 millones.

En el año VI la importación disminuye; pero no tan rápidamente como la exportación —así como antes no había aumentado con la misma rapidez— y se produce un nuevo saldo negativo de 700 millones en el balance de pagos, con lo cual desaparecen por completo los ingresos sin gastar que se habían acumulado en la fase

ascendente. Siguen disminuyendo los medios de pago, se reducen aún más las tenencias de oro y divisas y disminuyen también las cifras bancarias. Llegamos así al año VII en donde suponemos que, habiendo desaparecido totalmente el saldo de ingresos sin gastar, la importación se nivela con la exportación. Es el punto de equilibrio del balance de pagos que se alcanza en la cantidad de 2.100 millones. Han desaparecido totalmente el incremento de oro y divisas y de medio circulante, el que ha vuelto a sumar 2.600 millones.

Se nota, sin embargo, un pequeño cambio en el conjunto de los bancos comerciales: han quedado 100 millones más de depósitos de ahorro y los préstamos son 100 millones más altos que en el año I. Al considerar el fenómeno concreto del ciclo podremos ver que en la realidad no se vuelve nunca al punto de partida anterior; se vuelve a un punto más alto o más bajo, pues la importación crece con más o menos intensidad; pero la forma en que se desarrolla el fenómeno es la que acabamos de referir.

Vamos a calcular ahora los réditos totales. Se ha dejado adrede en blanco la columna 8 de réditos totales, para que se calcule separadamente.

Analizaremos en primer término lo ocurrido con los ingresos totales del país durante la fase ascendente y luego durante el período descendente.

Ante todo, debemos preguntarnos si el coeficiente de importaciones ha permanecido constante o no, durante la fase ascendente y si en ella la población ha seguido gastando la misma proporción de sus ingresos en importaciones y la misma proporción que antes en productos y servicios de la actividad económica interna, y finalmente, cómo ha crecido el volumen de réditos.

Supongamos que en el año I los réditos del país hayan sido de 10.000 millones; debemos calcular en qué medida habrán tenido que crecer para poder absorber, a través del proceso circulatorio que conocemos, una masa mayor de importaciones. La respuesta es sencilla: deben haber experimentado un incremento similar al que ha ocurrido en las importaciones, si es que el coeficiente se mantiene constante.[5]

5. REDUCCIÓN DE LAS EXPORTACIONES Y EXPANSIÓN CREDITICIA COMPENSATORIA

En este ejemplo haremos jugar dos corrientes opuestas: por un lado la originada en una disminución de las exportaciones, que tiende a reducir el volumen de ingresos del país, y por otro una corriente hacia la expansión del crédito, que tiende a compensar la reducción de los ingresos provocada por la reducción de las exportaciones y por lo tanto a mantener altas, o a hacer crecer las importaciones.

[5] Recuérdese lo dicho anteriormente sobre este punto: que en la realidad el coeficiente de importaciones es variable.

Hemos planteado este ejemplo con cierta arbitrariedad a fin de describirlo mejor.

Suponemos que la exportación comienza a contraerse en el año V y que el crédito se expande en tal forma que llega a la colectividad una cantidad de medios de pago igual a la que se contrae por la disminución de las exportaciones.

Obsérvese que entre los años IV y V la exportación declina de 3.500 millones a 3.000 millones, mientras que los préstamos aumentan en 400 millones, suma ésta que más los 100 millones de disminución de los depósitos de ahorro, constituyen los 500 millones que reemplazan a los 500 millones que se han cancelado por la reducción de las exportaciones.

Adviértase además cuál es el efecto de la expansión del crédito sobre el efectivo de los bancos. Este disminuye de 1.500 en el año IV a 1.000 millones en el año V.

Veamos cómo se desarrolla el proceso. Los préstamos realizados por los bancos comerciales aumentan en 400 millones, pasando de 2.200 a 2.600 millones, lo que trae un aumento equivalente de los depósitos corrientes, que no se aprecia en el cuadro porque simultáneamente tienden a disminuir nuevamente hasta 2.300 millones debido a los retiros (cheques) que se realizan para comprar las divisas necesarias para el pago de las importaciones.

Ese retiro de depósitos corrientes por valor de 400 millones, más el retiro de depósitos de ahorro por 100 millones y la reducción de 100 millones en los billetes en circulación constituyen la suma de 600 millones con que el público abona el déficit del balance de pagos en ese año V. Como ese déficit debe abonarse con oro y divisas, se reducen las tenencias de oro y divisas del Banco Central en 600 millones.

Al año siguiente, esto es entre V y VI, los depósitos corrientes no disminuyen a pesar de que hay un nuevo retiro de fondos de 700 millones para pagar el déficit del balance de pagos, debido a que en parte (500 millones) es cubierto por una expansión del crédito o de los préstamos. La diferencia de 200 millones se cubre mediante un préstamo de 100 millones que efectúa el Banco Central a los bancos comerciales y con 100 millones de circulante (billetes) que entrega el público (col. 5).

A esta altura de nuestro razonamiento se aprecia que en esta fase de declinación cíclica, el mantenimiento de un alto nivel en la actividad interna por medio de la expansión del crédito, ha repercutido desfavorablemente en el efectivo de los bancos, que se ha reducido notablemente. En esta situación los bancos consideran que la proporción de su efectivo con respecto a sus depósitos totales es menor de la que creen prudente mantener y acuden al Banco Central en procura de fondos, redescontando en el mismo parte de su cartera, lo que les permite reconstruir en parte su efectivo, elevándolo a 500 millones. Así aparece en el activo del balance del Banco Central un nuevo rubro: préstamos.

El Banco Central se ha asociado, así, a ese proceso de expansión del crédito y en el año VII, en virtud de un nuevo redescuento de 500 millones, los préstamos

bancarios pueden nuevamente subir de 3.100 millones a 3.400 millones. Lo mismo sucede en el año VIII. El saldo negativo de 600 millones del balance de pagos es cubierto con un retiro de depósitos corrientes por 400 millones y una nueva expansión de los préstamos por 200 millones.

Los bancos comerciales no modifican en ese importe su efectivo pues redescuentan igual suma en el organismo central.

En este proceso de expansión del medio circulante en la fase de descenso cíclico surge claramente que las fuerzas que en el caso b) tendían a equilibrar el balance de pagos por medio de la contracción de los ingresos de la colectividad, se ven neutralizadas por la creación artificial de ingresos que va a sustituir al que disminuye por la contracción de las exportaciones. En estas condiciones es imposible llegar al equilibrio del balance de pagos a menos que sobrevenga un aumento de las exportaciones. En efecto, a medida que se sigue expandiendo el crédito irán subiendo las importaciones —o disminuirán en proporción inferior a la caída de las exportaciones— y el déficit resultante deberá ser enjugado con oro y divisas que saldrán de las tenencias del Banco Central.

6. EXPANSIÓN EXAGERADA DEL CRÉDITO

En este caso (d), en vez de llegar solamente a compensar el saldo negativo del balance de pagos mediante la expansión de los préstamos, como en el caso anterior, se hacen crecer los préstamos con mucha mayor intensidad que el déficit del balance de pagos. El resultado es que las reservas metálicas del Banco Central no sólo se agotan totalmente, sino que se produce un déficit de 300 millones proveniente de algún crédito en el exterior. El razonamiento puede seguirse fácilmente a través de las cifras del cuadro, sobre las bases de los tres casos anteriores.

7. DIFERENCIA ENTRE EL CASO B Y EL CASO C

En el caso c, la expansión del crédito hace descender la importación con lentitud y por lo tanto el déficit se acentúa en vez de extirparse, como en el caso b.

En cuanto a las reservas metálicas, se observa que en el caso b —que no había habido expansión del crédito— vuelven a la cifra inicial; no así en el caso c y d, en que la expansión del crédito expele no solamente el oro y las divisas que habían ingresado al país durante la fase ascendente (caso a) sino también una parte considerable del oro y las divisas que ya existían antes de iniciarse el proceso.

En una situación semejante a la planteada en el caso c) bastaría que en el año IX

continuase la expansión del crédito para que el Banco Central quedase totalmente privado de reservas metálicas. Por lo general, ante una situación de esta índole no se espera a que se alcance este punto sino que antes, los acontecimientos llevan a abandonar el patrón oro; el mundo de los negocios advierte que el Banco Central va perdiendo rápidamente sus reservas metálicas y se desarrollan fenómenos que acentúan ese movimiento. Se inicia la huida de fondos que, ante el temor de una desvalorización, buscan refugio en otras divisas, lo que aumenta la presión en el mercado de cambios y agudiza el proceso de pérdida de metálico del Banco Central. No solamente operan así los que tratan de ponerse a cubierto de una desvalorización sino que también intervienen los especuladores, que compran cambio extranjero para luego volverlo a vender cuando la desvalorización ya ha ocurrido, obteniendo un beneficio proporcional a la desvalorización.

8. LA ACCIÓN DE UN BANCO CENTRAL PARA EVITAR LA INFLACIÓN DEL CRÉDITO

Todo ello pone al Banco Central en la situación de tener que suspender la entrega de oro contra billetes, o sea, lo lleva a abandonar el patrón oro.

Pero antes de haberse llegado a ese punto extremo, el Banco Central puede haber obrado eficazmente para detener el proceso: en efecto, en el año VI los bancos han tenido que recurrir al Banco Central para reponer su efectivo mediante operaciones de redescuento o de venta de títulos públicos. Este no está obligado a satisfacer la demanda de los bancos y puede, por lo tanto, exigirles la detención del proceso de expansión del crédito. Así, éste adquiere la posibilidad de un control más intenso sobre los bancos.

Si el Banco Central no lo hace y accede al redescuento, continuará alimentando a los bancos con los medios de pago mediante los cuales éstos prosiguen la expansión del crédito, y comenzará a complicarse en la política expansiva que culminará con el abandono del patrón oro.

Esto no quiere decir que el Banco Central no disponga de otros medios de intervención; su único instrumento de acción es el redescuento; tiene también otras formas de influir sobre la política de crédito de los bancos; aparte de la obra de persuasión sobre los banqueros, puede reducir el efectivo de los bancos mediante la venta de valores en la plaza o a los mismos bancos directamente.

9. EL DÉFICIT FISCAL Y SUS EFECTOS MONETARIOS

Analizando la experiencia de nuestro país, se encuentran dos elementos fundamentales responsables de la dilatación de los préstamos bancarios: primero, la ex-

pansión provocada por los mismos bancos, que tratan de ampliar sus préstamos cuando tienen abundancia de efectivo en sus arcas (este ha sido uno de los factores más importantes de expansión, especialmente en ciertas épocas) y segundo, el déficit fiscal, derivado de la política financiera de los gobiernos. Comenzaremos por el estudio de este segundo factor, que reviste especial interés para nosotros y que en la realidad ha sido quizá más importante que el anterior, tanto por su amplitud como por sus proyecciones. En nuestro país, como en otros, los gobiernos han sido muchas veces factores fundamentales en la expansión del crédito a raíz del desequilibrio de sus presupuestos.

El caso más corriente entre nosotros ha ocurrido en la siguiente forma: durante la fase ascendente, crecen los ingresos totales de la colectividad y crece también, espontáneamente, la recaudación fiscal. Las mayores entradas del Gobierno no obedecen a un aumento de los impuestos sino al más activo movimiento de los negocios y al aumento de los beneficios de las empresas. El ahorro público también tiende a crecer, lo cual facilita la colocación de los títulos del Gobierno. Es así como en la fase ascendente la gestión del Tesoro público se ve considerablemente facilitada. La mayor abundancia de recursos impulsa al Gobierno a aumentar sus gastos; aumentan los empleos, se elevan los sueldos, se encaran grandes planes de obras públicas, esto último estimulado en parte por la mayor facilidad para colocar los papeles del Gobierno.

Todo este proceso continúa mientras dura la fase ascendente. Pero apenas iniciada la fase descendente y reducidos los ingresos de la colectividad, también merman las recaudaciones oficiales. Por otro lado, del mismo modo que se había expandido la capacidad de absorción del mercado de valores por la mayor afluencia de ahorro privado, cuando éste se reduce al declinar los réditos totales de la colectividad, el Gobierno no encuentra colocación fácil para la misma cantidad de títulos que emitió en la fase ascendente. El público invierte de menos en menos sus ahorros en títulos del Gobierno. Así como el Tesoro había visto facilitada su gestión en el período de prosperidad ahora la ve entorpecida en el período de depresión.

Surge entonces el fenómeno del déficit, por cuanto así como es fácil expandir los gastos, resulta extraordinariamente difícil reducirlos, tanto por razones políticas como económicas. La expansión de los gastos es fácil; en pocos meses se pueden aumentar las erogaciones fiscales. Pero comprimir los gastos reduciendo los sueldos, despidiendo empleados o paralizando obras públicas, precisamente en un momento en que hay desocupación en la industria, son actitudes poco menos que imposibles de asumir desde el punto de vista político. Sería posible reducir los planes de obras públicas y empleos cuando crece la actividad económica del país, y puede absorber los hombres desocupados. Pero cuando la actividad económica del país declina, la contracción de los gastos públicos provoca una mayor intensidad en aquella declinación.

Así hemos notado con frecuencia en nuestro país que, cuando precisamente comienza la fase descendente, sobreviene un proceso de expansión del crédito provocada por el déficit fiscal. Por un lado, se contrae la cantidad de medios de pago, tendiendo ello a contraer la importación, pero por otro se dilata la cantidad de medios de pago a raíz del aumento de los préstamos bancarios, y ello tiende a dilatar las importaciones —o por lo menos a mantenerlas en un nivel más alto que el conveniente para el equilibrio.

10. SIGNIFICADO MONETARIO DEL AHORRO

Hemos visto una de las formas que asume el ahorro dentro del sistema económico: la de los depósitos de ahorro. Pero hay otras; una de ellas es la constituida por los ingresos que el público ahorra y se invierten en títulos de la deuda pública, en cédulas hipotecarias, en valores en general; otra, constituida por las inversiones directas en bienes de capital, especialmente en el caso de beneficios de empresas comerciales e industriales que no se distribuyen; se reservan a fin de adquirir nuevas maquinarias o ampliar edificios o plantas industriales.

Por lo tanto, de la masa total de ahorro que se va engendrando conforme circula el incremento de ingresos, una parte se vuelca visiblemente en el mercado y otra queda en manos de quienes ahorran, transformada en inversiones de capital.

La parte que sale es aquella que vemos afluir a la Bolsa en forma de dinero que busca inversión en valores, o que vemos ir a los bancos en forma de depósitos de ahorro o a las cajas de ahorro.

Lo esencial, desde el punto de vista monetario, es que todo ese ahorro se utilice en el proceso de la actividad económica. Si no vuelve al giro de esa actividad, dicho ahorro significa una contribución del incremento de ingresos y por lo tanto una disminución o atenuación de los efectos que de otro modo desarrollaría en la actividad económica general, tanto en el proceso interno como sobre las importaciones.

Si un individuo en lugar de llevar su ahorro a un banco, invertirlo en la compra de títulos, o edificar una casa, retiene los billetes en su poder o compra oro y lo guarda, sustrae ese ahorro al giro de la actividad económica y propende, por lo tanto, a hacer menos intenso el proceso de su desarrollo. Este fenómeno de atesoramiento adquiere, en ciertos momentos, alguna importancia. Exactamente lo mismo ocurre en la economía del país cuando el ahorro, en lugar de atesorarse en manos de quienes lo acumularon, se deposita en un banco y éste no lo presta. En uno y otro caso, ya quede en manos de quienes ahorran o en un establecimiento bancario, esos ingresos sin gastar, al no incorporarse a la actividad económica, dejan su equivalente inmovilizado en las tenencias de oro y divisas del Banco Central.

Si por ejemplo, en el caso que hemos considerado esquemáticamente, los bancos cuando aumentaron los depósitos de ahorro de 1.000 a 1.100 millones, no hubieran aumentado en una cantidad equivalente sus préstamos, habrían reducido en 100 millones el estímulo a la actividad económica, y por lo tanto, la importación se habría incrementado en 100 millones menos, quedando en consecuencia en el Banco Central una suma igual de oro y divisas.

Conviene ahora hacer una aclaración para destruir un error que con frecuencia se comete, relativo a la esterilización de ahorro por los bancos. Gente poco habituada a interpretar estadísticas bancarias repara a veces en las existencias de grandes depósitos de ahorro en los bancos, y no vacila en sugerir movilizarlos ya sea forzando a los bancos a tomar títulos del Estado o por medio de cualquiera de las formas conocidas de extraer dinero de una institución bancaria. Evidentemente es errónea esta forma de considerar los depósitos de ahorro de los bancos, pues no están totalmente inmovilizados en sus arcas ya que una buena parte ha sido prestado.[6]

Es distinto el caso del nuevo ahorro que se va acumulando y que los bancos no han prestado aún. Ese es el origen de la confusión que con tanta frecuencia se comete. Si el ahorro ha sido gastado, no por quienes lo acumularon sino por quienes lo recibieron en préstamos, ya ha producido sus efectos dentro del sistema económico, y no se puede gastar dos veces la misma cantidad so pena de caer en una expansión del crédito.

11. LA EXPANSIÓN DEL MEDIO CIRCULANTE Y EL ABANDONO DEL PATRÓN ORO

Del análisis que acabamos de hacer al referirnos al déficit fiscal, surge la posibilidad de llegar al abandono del patrón oro, situación a la que en buena parte han contribuido los efectos psicológicos desarrollados a raíz de la disminución de las reservas metálicas del Banco Central.

En ese momento, si se concede un empréstito exterior al Banco Central y la expansión interna del crédito continúa, los efectos de ese empréstito serán transitorios pues la importación, en lugar de caer rápidamente, lo hará con cierta lentitud. Los fondos de ese empréstito no tardarán en volver a salir en pago de importaciones o de remesas que haga la especulación o en forma de capitales flotantes que se alejen del país.

Pero supongamos que la expansión del crédito se detiene, que el Banco Central consigue detener el aumento de los préstamos bancarios por cualquiera de los méto-

[6] Si se pretendiera retirar 500 millones de los bancos, es decir la mitad de los 1.000 millones de depósitos de ahorro que teníamos en el año I en nuestro cuadro Nº 1, el efectivo —que es de 700 millones— debería reducirse a 200 millones.

dos que puede usar en estos casos y que el Banco Central está decidido a obtener el equilibrio del balance de pagos por medio de una reducción de las importaciones.

Si por un lado el Banco Central consigue reducir las importaciones —y por ende equilibrar el balance de pagos— no habrá más salida de oro y divisas del Banco Central en pago de un déficit, ni continuará tampoco la reducción de los efectivos bancarios, pues no habrá cancelación alguna de medios de pago.

Pero si se continúa con la expansión desmesurada del crédito, el consiguiente aumento de los medios de pago podría provocar una inflación de precios, a menos que la cantidad de bienes y servicios producidos internamente se acreciente rápidamente. Sin embargo, no es posible suponer que la producción interna se expanda con la rapidez necesaria como para mantener el ritmo de creación de los medios de pago. Tendría para ello que cambiarse sustancialmente el régimen de la producción industrial, puesto que se dispone de menos maquinarias y materias primas importadas para realizar una producción mayor que la anterior.

Para expandir la producción sería necesario sustituir rápidamente las materias primas importadas por nacionales y fabricar en el país una parte de las maquinarias y equipos que antes se importaban; lo que requiere bastante tiempo y necesita un ambiente de confianza que no siempre se tiene en un proceso de inflación, por cuanto el público tiende a abstenerse de hacer algunas inversiones de capital que, luego, una vez restablecida la normalidad monetaria, pueden resultar inconvenientes.

De todo ello se desprende que, si bien es cierto que por medio del control de cambios se puede lograr de inmediato restablecer el equilibrio del balance de pagos, por otro lado se provoca una elevación de los precios, con todas las consecuencias económicas y sociales que conocemos. El control de cambios podrá conseguir ficticiamente el equilibrio exterior, pero no evita la depreciación interna de la moneda provocada por el alza de los precios. Repárese que en un régimen de patrón oro clásico también hubiesen subido los precios tanto por efectos de la expansión interna como por el desplazamiento del tipo de cambio. Esto último es justamente lo que se ha evitado por medio del control de cambios.

Bajo el régimen del patrón oro, la tentativa de un gobierno, del Banco Central o de los bancos de contrariar el descenso de la actividad económica provocado por la disminución de las exportaciones lleva fatalmente, si el fenómeno adquiere amplitud, al abandono del patrón oro, y si abandonado el patrón oro se continúa con ese proceso, se llega a una desvalorización monetaria, tanto más intensa cuanto más fuerte haya sido el proceso de expansión.

Hay pues, incompatibilidad entre una política de expansión interna o de mantenimiento de la actividad económica interna en una fase descendente provocada por la disminución de las exportaciones, con la estabilidad monetaria inherente al régimen del patrón oro. De ahí que, cuando ante acontecimientos de esta naturaleza,

los gobiernos continúan durante la fase ascendente el ritmo de los gastos, sobreviene en seguida la colisión entre el Gobierno y el Banco Central; y ambas partes, desde su punto de vista tienen razón. La actitud del Gobierno está justificada si por medio de la expansión de sus gastos quiere evitar que el fenómeno de declinación cíclica adquiera la intensidad que suele tener en algunos casos, y el Banco Central también tiene razón desde el momento que se le ha encargado de conservar la estabilidad monetaria y de oponerse a la expansión del crédito que fatalmente lo llevará a la depreciación monetaria general.

En un conflicto de opiniones de esta naturaleza, prevalece la opinión del Gobierno. Los Bancos Centrales no pueden, en ningún país del mundo, tener una política monetaria propia en contraposición con los puntos de vista del Gobierno; podrán persuadir o tratar de influir sobre los gobiernos, pero si no logran hacerlo, no hay fuerza que los detenga, salvo que al llegar a una situación grave habrá de ocurrir una rectificación o un cambio de rumbo en la política financiera y monetaria. Una vez que el Banco Central ha llegado a situaciones como las que analizamos en los casos c y d (páginas 310 a 311), sólo podría detener el proceso de expansión del crédito, y luego comenzar a reducir gradualmente el volumen de préstamos, con lo que se conseguirá ir sofocando paulatinamente el elemento que permitía mantener las importaciones a un nivel exagerado.

Por supuesto que ello será posible siempre que los bancos se encuentren en condiciones de comprimir rápidamente el crédito. Pero generalmente sucede que en la fase de descenso cíclico los bancos suelen encontrarse con serias dificultades para volver al equilibrio monetario a través del proceso de deflación, por cuanto los bancos encuentran obstáculos muy grandes para disminuir sus préstamos tanto oficiales como privados. Una parte de los créditos concedidos en el período ascendente —también descendente— representa inmovilizaciones bancarias; son préstamos que no pueden ser liquidados fácilmente, lo que coloca a los bancos en situación de no poder comprimir o restringir fácilmente sus carteras. Por lo tanto, el proceso de restablecimiento del equilibrio encuentra un serio obstáculo, al que se une la presión de los intereses que conspiran contra cualquier contracción de los préstamos bancarios. Y esas dificultades son tanto mayores cuanto más intensa haya sido la expansión del crédito o más prolongado el proceso de ascenso.

Si bien hemos dejado de considerar hasta ahora la solución del problema que plantea en un país como el nuestro la oscilación de las exportaciones o los movimientos nerviosos de capitales, conviene anticipar aquí la conclusión de que es perfectamente posible, por medio de una política monetaria y de cambio adecuada, evitar situaciones como las que hemos analizado. Es posible evitar una intensa contracción de la actividad económica como la que vimos en el caso b). No creemos que sea necesario vernos llevados a situaciones extremas que nos obliguen a optar

entre la estabilidad interna y la estabilidad exterior. Por el contrario, tenemos la convicción de que es posible llegar a fórmulas de política monetaria que permitan mantener en un grado o nivel razonablemente alto la actividad económica interna sin dislocar el equilibrio económico y afectar la estabilidad de los cambios.

12. AUTOMATISMO DEL PATRÓN ORO

Obsérvese cómo en nuestro ejemplo (cuadro Nº 1) todo el proceso monetario se ha realizado en forma automática, como que es automático en cierto modo el desarrollo o funcionamiento del patrón oro. Especialmente en los casos a y b, el oro ha entrado como contrapartida de un incremento de ingresos, ha circulado en forma de billetes y depósitos en la actividad económica interna, ha dilatado la actividad interna y las importaciones, y luego, cuando disminuyeron las exportaciones se realizó el proceso contrario hasta llegarse a un nuevo punto de equilibrio. Mientras tanto, el nivel de la actividad económica interna subió y luego bajó con todas las consecuencias que ello tiene sobre la colectividad, especialmente sobre el volumen de la ocupación obrera. Por eso, se dice que el funcionamiento del patrón oro es automático, que no requiere dirección de ninguna naturaleza para producir sus efectos expansivos y de contracción en el sistema económico. Indudablemente es automático y seguirá siéndolo mientras no exista el propósito de contrarrestar ese fenómeno de sucesiva expansión y contracción de los negocios, que tantas perturbaciones económicas y sociales determina. Pero, por otro lado, el patrón oro ha sido un sistema automático, sólo para ciertos países. No lo fue para Inglaterra, que lo manejó hasta la Primera Guerra Mundial. El concepto de automatismo del patrón oro es una aberración dogmática de esas que son tan frecuentes en materia económica. Hay investigaciones muy interesantes y opiniones de los últimos años, aunque pocas frente al gran conjunto de los que siguen creyendo en el automatismo del patrón oro, que señalan claramente cómo el patrón oro ha sido un sistema altamente dirigido, no por una sola autoridad, o por un gobierno, sino por un conjunto de banqueros, encabezados por el Banco de Inglaterra, que fueron acumulando sucesivamente una gran experiencia en los negocios británicos mundiales.

Ha habido un fuerte grado de dirección y una aptitud gradualmente desarrollada para dirigir ese sistema. Se ha dirigido ese sistema desde el punto de vista de los intereses británicos y más aún desde el punto de vista de una clase social de Gran Bretaña, de gran influencia económica y política, a la cual interesaba sobremanera mantener la estabilidad monetaria interna no obstante las consecuencias que de ella pudieran derivarse para la actividad económica internacional.

Es conveniente, pues, precaverse contra las generalizaciones, en las que incurren tanto los hombres teóricos como los banqueros, de creer que el patrón oro era

una institución que podía andar sola, que requería simplemente el cumplimiento de ciertas reglas elementales y que no era necesario que hubiese un conjunto de hombres capaces y de buen sentido para dirigirlo.

A tal punto llega esa aberración que, en un informe encargado por el Senado de los Estados Unidos después de la Primera Guerra, para ilustrar al resto del mundo acerca de lo que debiera hacerse para volver al patrón oro, se hizo una explicación, por uno de los grandes especialistas bancarios de aquella época, diciendo que es un sistema de manejo muy sencillo, que el patrón oro lleva en sí elementos que propenden al equilibrio, que el oro se distribuye sin ninguna dificultad en el resto del mundo de acuerdo con los precios de cada país a fin de reajustar el nivel de precios internacionales.

110
LA RELACION ENTRE EL CICLO ARGENTINO Y EL CICLO MONETARIO INTERNACIONAL*

I. Relación entre el ciclo argentino y el internacional

Vamos a entrar ahora en la explicación del ciclo económico argentino. Los razonamientos abstractos sobre el proceso monetario que hemos seguido hasta este momento nos permitirán comprender mejor el fenómeno, y explicar los factores del crecimiento económico argentino a través de los distintos períodos de prosperidad y depresión.

Las características del ciclo argentino difieren de las que son comunes a los países industriales y acreedores. Pero si bien el proceso es distinto, nuestros ciclos son en realidad el reflejo de los de esos países, principalmente de Gran Bretaña antes de la Primera Guerra Mundial, y luego de Estados Unidos, por el papel predominante que ambos países, en su época, han tenido en las actividades económicas del mundo. Antes de estudiar el proceso cíclico argentino, conviene por ello examinar en qué forma sus movimientos ondulatorios están ligados al proceso cíclico de los demás países. Comenzaremos mencionando brevemente la forma en que se proyecta sobre nosotros el ciclo británico, pues ello nos permitirá interpretar mejor las variaciones de la actividad económica de nuestro país.[1]

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 6, págs. 61-70, impreso el 21 de agosto de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

[1] Para el período anterior a la Guerra Mundial 1914-1918, pueden encontrarse interesantes estudios sobre el ciclo económico argentino en un trabajo publicado por el señor Prebisch titulado "Anotaciones sobre nuestro medio circulante" que apareció en 1921 en la Revista de Ciencias Económicas (*N. del Ed.* Este trabajo se publica en el tomo I de esta obra, capítulo 23), y en el libro de John H. Williams titulado *Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money*. Para el período posterior a la Primera Guerra Mundial, se recomienda la lectura de la *Revista Económica del Banco de la Nación* (continuada luego por el Banco Central de la República Argentina), y las *Memorias Anuales* de esta última institución. Especialmente los siguientes números de la *Revista Económica* son de interés: Nos 1, 10, 12 del vol. II; Nos 1, 4, 5, 6 del vol. III; Nos 1, 2, 3, 4, 6, 8 del vol. IV; Nos 2, 6 del vol. V; Nº 8 del vol. VI; Nos 1, 4, 5, 8 del vol. VII; lo mismo que toda la Serie II de dicha revista, y las *Memorias del Banco Central*, especialmente las correspondientes a los años 1938 y 1942.

1. El ciclo monetario internacional antes de la Primera Guerra Mundial. Cómo manejaba la Gran Bretaña el patrón oro internacional

Hasta antes de la Primera Guerra Mundial, Londres constituía el "centro" del sistema internacional del patrón oro. La Gran Bretaña estaba unida al resto del mundo, a los países de la "periferia", por fuertes vínculos comerciales y económicos y constituía el principal centro financiero del globo. De ahí que los movimientos de expansión y contracción que allí se originaban repercutieran sobre la actividad económica del resto del mundo.

Después de una depresión en la economía británica —provocada por factores monetarios o no monetarios— el centro financiero internacional que era Londres se encontraba con recursos líquidos que, ya restablecida la confianza, trataban de encontrar aplicación provechosa. Había dos formas de hacerlo y las dos se seguían conjuntamente: una, la expansión del crédito bancario para acompañar y estimular directamente el desarrollo de los negocios —principalmente internos—; otra, los préstamos exteriores para fomentar y aprovechar el desarrollo económico de los países nuevos. Ambos factores tendían a expeler oro de Gran Bretaña; a desviar hacia otros países el oro nuevo que afluía a Inglaterra y a reducir asimismo sus propias reservas monetarias.

En efecto: la expansión del crédito bancario propendía a aumentar los ingresos del mercado interno y a elevar las importaciones, y creaba así un desequilibrio negativo en el balance de pagos que debía pagarse en oro. Y el mismo resultado tenían las inversiones británicas en el exterior, ya sea que tomasen la forma de empréstitos públicos o privados que el resto del mundo contrataba en Inglaterra, o de colocaciones directas de firmas inglesas en el extranjero.

Naturalmente, el aumento de las exportaciones y de los ingresos de capitales que así se producía en la periferia del sistema significaba a los demás países del mundo —y entre ellos a la Argentina— un aumento de sus tenencias de oro, que les llevaba a aumentar sus importaciones de mercaderías tanto de la Gran Bretaña como de otros países. A su vez, estos otros países que recibían así un estímulo aumentaban también sus importaciones, y así, por sucesivas acciones y reacciones, se transmitía de país a país el estímulo a las actividades económicas que se habían originado en Londres, lo que a su turno expandía también las exportaciones inglesas de mercaderías, propendiendo al equilibrio del balance de pagos británico.

Pero este proceso requería un cierto tiempo para producirse. Recuérdese al efecto que ya dijimos que en la fase ascendente de nuestro movimiento cíclico las exportaciones crecían más rápidamente que las importaciones y el balance de pagos arrojaba un saldo positivo, mientras que en la fase descendente las exportacio-

nes decrecían más rápidamente que las importaciones. De allí que primero nuestro país pudiese contar con un aumento de sus tenencias de oro que luego desaparecía, cuando las importaciones, al no decrecer en la fase descendente con el mismo ritmo que las exportaciones, provocaban un desequilibrio negativo en el balance de pagos.

En la Gran Bretaña ocurría precisamente el movimiento contrario. La liquidez del mercado londinense al terminar una fase de descenso impulsaba la expansión del crédito, lo que a su vez estimulaba las importaciones que crecían por lo tanto primero que las exportaciones. La salida de oro que, como hemos dicho, se producía por esta causa y por las exportaciones de capitales, estimulaba las compras de artículos ingleses por parte del resto del mundo y el oro volvía así a Inglaterra en pago de esas exportaciones inglesas y de los servicios financieros por capital invertido.

Podría ocurrir, sin embargo, que en virtud de la expansión del crédito en Inglaterra y del aumento de sus préstamos al exterior, las reservas metálicas británicas se hubiesen debilitado y llegado a un punto tan bajo más allá del cual el Banco de Inglaterra no juzgaba prudente permitir el descenso. Se acudía entonces al remedio clásico del alza del tipo de descuento: con ello se detenía o invertía el proceso expansivo del crédito y se debilitaban o cesaban las exportaciones de capitales. Así, dejaban de crecer o disminuían las importaciones británicas, mientras sus exportaciones seguían creciendo precisamente por el fenómeno que hemos recordado; porque no habían tenido tiempo aún los países de la periferia de transformar en importaciones el oro que habían recibido en pago de sus exportaciones y por el ingreso de capital extranjero. Volvía así el oro a la Gran Bretaña. Y además el alza del tipo del descuento disminuía el monto de las letras de exportación de los países del resto del mundo que Londres estaba dispuesta a descontar, lo cual servía para que dicho mercado retuviese o atrajese fondos a corto plazo de otros países.

En otros términos, el oro tendía a salir de la Gran Bretaña, del centro del sistema, y a entrar en los países de la periferia en la fase ascendente del ciclo. Pero en un determinado momento terminaba la fase de ascenso y el oro regresaba a la Gran Bretaña. Así pudo Inglaterra hacer funcionar el patrón oro y mantener la estabilidad monetaria en su propio país.

2. El ciclo argentino es un reflejo del ciclo monetario internacional

Pero el funcionamiento del patrón oro no era el mismo en el centro del sistema y en la periferia del mismo. En el centro, en Londres, los bancos y las casas financieras procedían con entera libertad a expandir el crédito y a aumentar sus prés-

mos cuando había abundancia de oro en el mercado. Y lo hacían sin temor de causar una reducción excesiva de sus reservas monetarias que podría llevarles al abandono del patrón oro por cuanto Londres tenía el recurso supremo para detener e invertir el movimiento en el momento en que se juzgaba crítico. Los bancos de los países de la periferia —como lo enseña nuestra experiencia— también tenían libertad para expandir el crédito cuando ingresaba metálico en la fase ascendente, y su deseo natural de no tener fondos improductivos en sus saldos estimulaba esta expansión. Pero cuando el oro salía en la forma que hemos visto, no había otro medio de corregir la situación y evitar que salga el metálico que había entrado que la contracción del crédito, tanto más intensa cuanto más fuerte había sido la expansión anterior. No se concebía, desde luego, la posibilidad de actuar mediante la elevación de la tasa del descuento en competencia con el centro monetario londinense.[2]

El patrón otro era pues un sistema automático para los países de la periferia pero no para el centro. La oligarquía financiera de Londres disponía de la organización, la flexibilidad y la aptitud necesarias para manejar el sistema internacional del patrón oro de acuerdo con sus propios designios, y la estabilidad monetaria británica sólo pudo mantenerse con éxito a costa de las perturbaciones monetarias de los países de la periferia.

También podía mantenerse a costa de la inestabilidad económica interna de la Gran Bretaña. Cuando sobrevenía el descenso y la depresión, el reajuste de la economía interna se hacía hacia abajo, con la consiguiente desocupación y la declinación de los salarios. Pero hoy la organización gremial de las masas obreras y su fuerza política no permiten hacerlo. Y el empresario sufre por ello más intensamente las consecuencias del ciclo, lo mismo que el sistema bancario. Esto explica una de las razones poderosas de la preocupación general por una política anticíclica en la Gran Bretaña.

3. La experiencia de Estados Unidos en el sistema monetario internacional

Pero hay otra razón más poderosa aún que la anterior y es que la Gran Bretaña ha perdido en parte su posición de centro del sistema monetario internacional y se ha desplazado un tanto hacia la periferia. Los recursos de ese centro han pasado

[2] Por supuesto que la terminación de la fase ascendente de Inglaterra podía también deberse a fenómenos no monetarios. Por ejemplo, el crecimiento excesivo de la producción de bienes durables y de capital, sector de tanta importancia en la actividad de los grandes países industriales. La contracción de este sector provocaba la de otros y atraía la depresión, con el efecto consiguiente sobre las importaciones británicas y sobre el desarrollo cíclico de otros países. Esta advertencia tiene por objeto aclarar que no se pretende dar una explicación monetaria del ciclo sino simplemente analizar el aspecto monetario del mismo.

poco a poco a Nueva York y a otros mercados después de la Primera Guerra Mundial, y ese proceso se ha acentuado en la guerra actual. Pero no ha pasado a Nueva York la experiencia secular ni la aptitud para dirigir el sistema ni el conocimiento práctico de la economía mundial, de la oligarquía financiera británica, y tampoco se reproduce el ambiente histórico e institucional en que funcionaba el patrón oro bajo la dirección británica antes de la Primera Guerra Mundial.

Y sin perder totalmente su intervención en el centro, la Gran Bretaña se encuentra ahora con que allí prevalecen otras manos que no habían podido formar su experiencia y que no sólo no pudieron corregir las fallas tradicionales del patrón oro —que ya antes de la guerra anterior iba evolucionando— sino que han contribuido a agrandarlas considerablemente entre las dos guerras. Y lo que es más, han contribuido a privar al oro de su función esencial de estímulo en la actividad económica del mundo por cuanto en cierta medida Estados Unidos ha impedido que el considerable ingreso de metálico al centro que es Nueva York desarrolle su actividad interna en la medida necesaria para estimular, a su vez, la economía de los países del resto del mundo. Ello condujo al fracaso del patrón oro, y ha afectado la duración y amplitud del ciclo económico, por cuanto mientras la economía mundial carezca de un elemento de estímulo persistente, como el oro, que tienda a aumentar la demanda internacional y por lo tanto la actividad económica internacional resulta más difícil salir de una depresión. Esas fuerzas de crecimiento y de expansión que surgen del funcionamiento pleno del patrón oro, ayudan a salir de ella, pero cuando se debilitan, la depresión tiende necesariamente a alargarse.[3]

Precisamente la concentración del oro en los Estados Unidos debilita considerablemente su papel de estímulo en la actividad económica mundial. Y privados de la posibilidad de seguir creciendo por el estímulo recíproco del comercio internacional, el resto de los países, y entre ellos el nuestro, se ven forzados a buscar la forma de crecer hacia adentro.

La Gran Bretaña no escapa a este fenómeno. Al pasar parcialmente hacia los Estados Unidos el centro del antiguo sistema, Inglaterra comienza a sentir los fenómenos de la periferia que tanto habíamos sufrido en otros países y después de

[3] Al señalar estos hechos no se desea cometer una injusticia de apreciación. Son enormes las dificultades que Estados Unidos ha tenido para manejar el patrón oro, con un sistema bancario de considerable dispersión, sin gran experiencia y conocimiento del resto del mundo, y con un ambiente internacional poco propicio para el funcionamiento del patrón metálico. No ha sido, pues, fácil la tarea de las autoridades monetarias, tanto más cuanto que los sucesivos aumentos en la tarifa norteamericana ponían nuevas trabas en el cumplimiento de su función monetaria internacional. Pero la misma elevación de las tarifas ha sido en gran parte impuesta por dos grandes depresiones, y ha servido para proteger la economía interna contra la desocupación. Sólo una vigorosa política de plena ocupación en Estados Unidos puede evitar la repetición de estos hechos y contribuir a que el mundo alcance un nuevo equilibrio monetario.

una penosa experiencia que constituye el retorno del patrón oro en 1925 y su abandono en 1931, la realidad le sugiere otros caminos. Gran Bretaña no está más en la posición de mantener el patrón oro sin afectar su estabilidad interna. Ya no dispone del control sobre el centro del sistema en la medida necesaria para hacer recaer sobre los países de la periferia el peso del mantenimiento del patrón oro. Los ingleses, según acaban de declararlo, no aceptarán compromisos monetarios internacionales que vinculen establemente la libra con el oro —característica esencial del patrón metálico— ni que les impidan controlar sus importaciones. Tal actitud se explica por este designio fundamental del gobierno y la opinión pública británica: mantener la plena ocupación atenuando hasta donde sea posible los movimientos cíclicos. Acaso se comprenda mejor ahora las vicisitudes monetarias argentinas. Nosotros también hemos aprendido tras dura experiencia que no es posible atenuar el ciclo y mantener un alto nivel de actividad económica interna sin cierto grado de flexibilidad monetaria o sin cierta intervención en las importaciones.

Acaba de salir un plan británico oficial que tiende a lograr la plena ocupación después de la guerra. El problema es mucho menos difícil en Estados Unidos. Pero si en este último país se consigue mantener también la plena ocupación y no se elevan nuevamente las tarifas, ello bastará para acrecentar el comercio mundial y facilitar a los otros países la aplicación de una política similar. La tesis que expondremos con todo detalle a su tiempo es ésa: si los grandes países industriales y acreedores logran ponerse de acuerdo o seguir simultáneamente una política de plena ocupación, los otros países necesitarán mucho menos de medidas restrictivas para lograr lo mismo, o tal vez podrán prescindir de ellas. Tanto más simple será entonces para nosotros la aplicación de una política anticíclica.

4. La política anticíclica de la Argentina

Como quiera que resuelvan sus problemas monetarios y económicos los grandes países industriales y acreedores, no concebimos para nuestro país un sistema que nos haga depender en alto grado de las decisiones, buenas o malas, acertadas o no, que se tomen en el centro del sistema, como ha sucedido en el régimen del patrón oro, tanto cuando se manejaba bien como cuando se ha manejado mal. Necesitamos para ello una política monetaria nacional definida. Los elementos de esa política comenzaron a formarse hace algo más de una década, cuando aleccionado por los graves efectos de la crisis mundial, el país comienza a ponerse a cubierto de las vicisitudes exteriores y a buscar dentro de sí mismo las fuerzas de crecimiento que ya no le venían del exterior. La posición de la Gran Bretaña frente al patrón oro y al mantenimiento y desarrollo de la actividad económica interna no difiere

fundamentalmente del pensamiento que hemos tenido que ir elaborando nosotros para guiar nuestra política monetaria nacional bajo el imperio de acontecimientos internacionales, que si bien no podíamos modificar, podíamos al menos atenuar en sus consecuencias sobre el propio país. Todo esto, guardando las diferencias resultantes, no sólo de la distinta magnitud y grado de evolución económica y social de ambos países, sino también por constituir nosotros un país en que apenas hemos iniciado desde aquel entonces la tarea silenciosa de capacitarnos en la ciencia y la técnica de nuestros propios fenómenos monetarios.

II. LOS MOVIMIENTOS CÍCLICOS ARGENTINOS

Nuestros movimientos ondulatorios se caracterizan por una *fase ascendente* en que el balance de pagos es positivo, crece el comercio exterior, se dilata el medio circulante, se expande la actividad económica interna y la ocupación y prosperan las finanzas públicas —seguida por una *fase descendente*— en que ocurren los fenómenos contrarios que nos llevan a la depresión. El paso de la fase ascendente a la descendente a veces va acompañado de intensas perturbaciones a las que se denomina *crisis*. Pero no siempre la crisis ocurre en el proceso cíclico y hay transiciones relativamente tranquilas, en que aquélla no se presenta.

Para mayor facilidad de exposición dividiremos el estudio de las fases en distintos aspectos: primero, balance de pagos y comercio exterior; segundo, fenómenos monetarios y bancarios internos; tercero, actividad económica interna; y cuarto, desarrollo de las finanzas públicas.

1. Balance de pagos y comercio exterior

Hasta ahora, al hablar de balance de pagos sólo hemos tenido en cuenta, por simplicidad, las exportaciones y las importaciones. No se modifica sustancialmente nuestro razonamiento al incluir los otros elementos, que junto con los ya mencionados, constituyen el balande de pagos. Así, en el activo (ingresos), además de las *exportaciones* hay que considerar las *inversiones de capitales extranjeros a corto y largo plazo* y otras *entradas diversas*, y en el pasivo (egresos), además de las importaciones, hay que tomar en cuenta otras operaciones que significan pagos al exterior o egresos de divisas, como son los *servicios de la deuda pública externa*, los *servicios de capital privado invertido en el país*, los *gastos públicos en el exterior*, las *remesas de particulares* constituidas por los *giros de los inmigrantes*, los *gas-*

tos de los viajeros argentinos en el exterior, los pagos por *fletes* que los comerciantes del país hacen a favor de empresas navieras extranjeras, etcétera.

Las compilaciones sobre balance de pagos son regularmente publicadas en las Memorias del Banco Central, y en ellas se pueden apreciar sus variaciones de año a año durante el proceso cíclico.[4] Citaremos algunos ejemplos para dar una idea de su magnitud. Todas las cifras están expresadas en moneda argentina.

Las exportaciones llegan a 1.140 millones en 1933, año de mínima de un ciclo y pasan luego de sucesivos aumentos a 2.330 millones en 1937, año de máxima en el ciclo siguiente. En cambio las importaciones, que habían llegado a un mínimo de 840 millones en 1932 llegan a 1.460 millones en 1937 y en el año siguiente, 1938, todavía continúan creciendo hasta tocar los 1.480 millones a pesar de que las exportaciones habían descendido. El ingreso neto de capitales a corto y largo plazo también tiene una tendencia similar a la de las exportaciones. En 1933 llega a 15 millones, y pasa a 150 millones en 1934 y a la misma cifra en 1935, años éstos de recuperación económica. Y en 1936 suben mucho más, pero en 1937 y 1938 hay una salida neta de capitales —un saldo pasivo neto de 13 y 68 millones respectivamente— hasta que en 1941 otra vez se produce un ingreso neto de consideración que asciende a 325 millones. Los fletes y otros gastos de vapores han constituido en los últimos años una fuente importante de ingresos de divisas al país, y han llegado a 110 millones en 1942.

Los servicios de la deuda pública se mantienen más o menos estables alrededor de 150 millones pues se trata de inversiones de réditos fijos En cambio, los servicios del capital privado varían con el nivel de actividad económica del país. En los años de baja llegan aproximadamente a 250 millones y en los años de prosperidad ascienden aproximadamente a 330 millones. En cuanto al saldo de las demás remesas de particulares, también sujetas a variaciones similares a las que afectan a los servicios del capital privado, oscila en los últimos años entre 40 y 90 millones, a nuestro favor.

El ingreso o egreso neto de oro y divisas al país está dado por el saldo del balance de pagos. En 1933, año de depresión, fue negativo —es decir, hubo una salida de divisas y oro— por 230 millones. En los años 1934 y 1935 el saldo fue positivo en las sumas de 123 milones y 164 millones, respectivamente, y en 1937 el saldo a nuestro favor alcanzó a 380 millones, suma ésta que se empleó en operaciones de repatriación de nuestra deuda externa. Al año siguiente, el saldo negativo fue de 460 millones y en 1941 hubo nuevamente un ingreso neto de oro y divisas por la suma de 470 millones.

[4] En la *Revista Económica del Banco Central de la República Argentina*, Serie II, vol. 1, Nos 1 y 3 se describe la evolución del balance de pagos en el período 1926-1937. Para los años siguientes, consultar las *Memorias del Banco Central*.

2. Los movimientos cíclicos de los distintos rubros del balance de pagos

Los factores dominantes de nuestro ascenso cíclico han sido el aumento de las exportaciones provocado por el alza de los precios internacionales, y la entrada de capitales. Ambos fenómenos suelen coexistir como que dependen o son el reflejo de los ciclos en los grandes países industriales y acreedores, como acaba de verse. Las exportaciones están sujetas a variaciones en la cantidad —debidas a los cambios en la magnitud de nuestras cosechas o de la demanda exterior— y a variaciones en los precios, efectos éstos de movimientos cíclicos, aun cuando en algunos casos hay también factores de otros órdenes que modifican el nivel de los precios de nuestras exportaciones. Si un aumento de los precios va unido a buenas cosechas la amplitud del ascenso es mayor: esto depende, como es lógico, de la forma en que se combinan o neutralizan estos distintos factores. Las inversiones de capitales dependen generalmente de la situación económica de los países acreedores. Nos referiremos a ellas en seguida.

En cuanto a los rubros del pasivo del balance de pagos, ya hemos visto cómo reacciona el principal de éstos, las importaciones: en líneas generales, crecen cuando aumentan los ingresos por efecto de las mayores exportaciones o inversiones de capital —factores exteriores— o cuando se expande el crédito —factor interno— y se contraen cuando las exportaciones o la entrada de capitales decrece o cuando disminuyen los préstamos bancarios.

Otro rubro importante del pasivo son los servicios financieros: los hay fijos y variables. Son fijos los de la deuda pública exterior y los de las obligaciones, especialmente las ferroviarias. Los servicios variables aumentan o disminuyen de acuerdo con las fases del ciclo económico y están constituidos por los rendimientos de las acciones y otras inversiones privadas.

Todos estos elementos del pasivo, excepto los servicios fijos de capital privado y los empréstitos, varían de acuerdo con la situación interna: tienden a subir con el incremento de ingresos y a bajar con su descenso. No tiene pues por qué modificarse la índole del razonamiento que hemos desarrollado en la primera parte de nuestro curso, pero debemos afinar el concepto de la proporción de importaciones, con respecto al total de ingresos, que por simplicidad hemos considerado constante en las distintas etapas del proceso.[5]

En primer lugar, es probable que en ciertas fases de ascenso cíclico la proporción de las importaciones tienda a crecer porque aparte de las importaciones esenciales para el consumo en la actividad económica corriente, crecen las de maquina-

[5] Recuérdese lo expresado al respecto en el capítulo 108, págs. 271 y 272.

rias, automóviles y bienes durables y materiales de construcción, así como las de artículos superfluos o de lujo en virtud de la mayor prosperidad.[6]

En segundo lugar, los beneficios de los capitales extranjeros no guardan tampoco una relación exacta y precisa con las variaciones cíclicas de los réditos o ingresos. Y en tercer lugar, la parte constante de los servicios puede tener gran importancia en ciertos momentos. Así en 1931, 1932 y 1933, años éstos de gran depresión interna, todos los elementos del pasivo del balance de pagos fueron susceptibles de contraerse excepto los rubros fijos.

Para resumir, diremos que no es posible saber, por falta de estadísticas sobre los réditos o ingresos, cómo varía a través del ciclo la proporción de las importaciones con respecto al total de ingresos: sólo podemos decir que cuando éstos suben, aumentan manifiestamente las importaciones, los servicios financieros y las remesas, aun cuando no en la misma proporción. Si la proporción de lo que hay que girar al exterior por estos conceptos en cada etapa del proceso circulatorio que hemos descripto aumenta o disminuye, la duración del proceso tiende a ser mayor o menor, y la amplitud con que crece la actividad interna menos o más intensa que lo que ocurrirá con una proporción constante. Es todo lo que podemos decir, pero conviene notar que el proceso es sustancialmente igual con la introducción de estos nuevos elementos. Es su intensidad la que puede variar según las circunstancias.

3. Los movimientos de capitales a corto y largo plazo

Conviene hacer una distinción entre los *capitales a largo plazo* o de inversión permanente y los a *corto plazo* o de inversión transitoria. Los primeros están constituidos por los empréstitos que el país contrata en el exterior, por las inversiones en servicios públicos, tierras, industrias y otras actividades, en las cuales los inversores tienen interés en radicar sus fondos permanentemente. En cambio, las inversiones a corto plazo tienen un carácter temporario que las hace muy variables. Pueden distinguirse *inversiones normales* o sea aquellos créditos que normalmente nuestros exportadores usan para sus transacciones normales o que los bancos emplean para hacer frente a demandas estacionales de fondos —*e inversiones anormales*— que están constituidas por el deseo de buscar una inversión transitoria o un refugio no permanente y que se liquidan cuando se modifican las condiciones que han determinado su inversión en este país y se emigran hacia otros lugares. Generalmente estas inversiones toman la forma de compras de papeles a corto o

[6] Hay un campo muy interesante de investigación, no explorado aún, en los ciclos de los distintos rubros de nuestro comercio exterior.

largo plazo, letras y otros negocios de fácil liquidación que se hacen sin la intención de radicar permanentemente el capital en el país.[7]

Desde el punto de vista del balance de pagos, el ingreso de capitales a corto plazo, al igual que el de capital de largo plazo, estimula las importaciones, y por lo tanto, el oro o las divisas que originariamente ingresaron por aquel concepto vuelven a salir en pago de tales importaciones. Pero si después sale inopinadamente el capital a corto plazo será necesario disponer de una cantidad adicional de divisas para pagarlo; en tanto que el capital a largo plazo se va pagando lentamente.

La configuración del balance de pagos de los países acreedores y deudores depende del monto de los nuevos capitales que se invierten con respecto a los servicios de capital invertido anteriormente. Por ejemplo, cuando los nuevos capitales que se invertían en la Argentina eran mayores que los servicios de los capitales ya invertidos, el excedente nos permitía tener un exceso de importaciones sobre exportaciones. Pero en general, en nuestro balance de pagos hemos debido tener mayores exportaciones que importaciones para cubrir la diferencia en exceso entre los servicios del capital invertido y los nuevos capitales.

En la Gran Bretaña, antes de la guerra actual, las importaciones excedían normalmente a las exportaciones: los servicios que percibe por el capital invertido anteriormente y las remuneraciones que recibe por sus servicios bancarios y financieros y su flota, le permitían esa situación. Estados Unidos, por el contrario, ha dejado de prestar al mundo a partir de la crisis mundial y no obstante que percibe también servicios por el capital invertido anteriormente, tiene un exceso crónico de exportaciones sobre importaciones que ha tenido una influencia muy desfavorable sobre el resto del mundo y el mecanismo monetario internacional.[8]

La transformación de un balance de pagos para adaptarse al movimiento de capitales o servicios se realiza de acuerdo con un proceso similar al que conocemos: en cada etapa del proceso circulatorio interno el incremento de ingresos provocado por el aumento de la exportación o las inversiones de capital se transforma en una determinada proporción de divisas para el pago de importaciones, servicios financieros y remesas que hay que hacer tanto menores son las posibilidades de importar, pues lo que se usa por un concepto no puede usarse para otro.

[7] Estos movimientos anormales han causado grandes trastornos en el mundo entre las dos guerras. En la *Memoria del Banco Central* de 1937 puede encontrarse una interesante referencia a ellos.

[8] Podría también expresarse este concepto de otro modo y decir que la configuración del balance de pagos de un país está dada por la magnitud, importancia y tendencia que generalmente tienen el balance de capitales (entrada y salida de capitales), el balance de servicios (ingresos o pagos de los réditos provenientes de las inversiones), y el balance comercial (importaciones y exportaciones). La Argentina tiene un balance de servicios negativo, cuyo saldo se cubre por el excedente que arroja el balance comercial, y eventualmente, el de capitales.

111
FENOMENOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DEL CICLO ECONOMICO*

Hemos explicado cómo el incremento de ingresos generado por el aumento del activo del balance de pagos (exportaciones e inversiones de capitales extranjeros) circula en la economía interna generando nuevos ingresos y haciendo crecer las importaciones, los servicios financieros y las demás remesas al exterior que constituyen el pasivo del balance de pagos.

Esta es la primera aproximación a la realidad de nuestro razonamiento, en el que hemos supuesto que todo el incremento del dinero en que se expresa ese incremento originario de ingresos se gasta íntegramente de etapa en etapa circulatoria hasta agotarse por completo en dichos pagos exteriores.

En una segunda aproximación, introduciremos dos elementos nuevos que complican nuestro problema: primero, una parte del incremento del dinero se va reteniendo por el público, de etapa en etapa, a medida que se van dilatando los ingresos, en virtud del mayor volumen de transacciones de donde provienen los mayores ingresos. Segundo, los bancos van creando nuevos incrementos de dinero gracias al mayor efectivo de que disponen por el incremento originario de ingresos.

El dinero que el público retiene por el aumento de sus necesidades circulatorias propende a disminuir la amplitud de la dilatación de ingresos y del desarrollo de las importaciones, servicios y demás remesas al exterior, en tanto que el dinero nuevo que los bancos crean tiende a aumentar esa amplitud. De la combinación de ambos elementos depende —siendo constantes los otros elementos— la intensidad con que el incremento originario de ingresos dilata la actividad económica en la fase ascendente del ciclo.

1. El concepto de velocidad de circulación

Vamos a examinar el primer punto o sea las necesidades de dinero de la población. Es un hecho de observación corriente que, conforme aumentan las transaccio-

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 6, págs. 70-86, impreso el 21 de agosto de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

nes, es necesario acrecentar la cantidad de dinero en circulación. Explicaremos ante todo este hecho para luego pasar a la relación entre el volumen de las transacciones y los réditos o ingresos de la actividad.

Supongamos el caso de una firma industrial. Como sus pagos en concepto de sueldos y salarios, materias primas, y otras mercaderías, etc., deben lógicamente hacerse antes de percibir el producto de las ventas, la firma en cuestión necesita tener como parte de su capital circulante una cantidad de dinero en forma de billetes y depósitos corrientes. Esta cantidad de dinero varía continuamente: así disminuye en razón de aquellos pagos y se va reponiendo conforme entra el dinero proveniente de las ventas al contado o a crédito. Pero siempre la firma retiene una cantidad de dinero para hacer frente a sus pagos. La experiencia muestra a cada firma qué cantidad de su capital circulante necesita tener en dinero para hacer frente a un determinado volumen de transacciones.

El dinero que paga esta firma a sus empleados y obreros no se utiliza inmediatamente por éstos, sino que se va desembolsando en el transcurso del mes; los empleados y obreros retienen en sus manos una cantidad que va decreciendo y vuelve a subir a fin de mes, y así sucesivamente. Los pagos que la firma hace a otras por las materias primas y mercaderías que les compra aumenta momentáneamente la cantidad de dinero que tienen y les permite realizar sus propios pagos. Lo mismo sucede con el Estado: retiene una parte del dinero que percibe por impuestos o por uso del crédito para ir haciendo gradualmente sus pagos por gastos y sueldos.

Si pudiéramos sumar todos los pagos que en un mes determinado hacen todas las firmas en el país, más los de los productores agropecuarios, más los desembolsos de los empleados y obreros y del resto de los individuos que componen la colectividad; y si a ello sumáramos también todos los pagos del Estado, tendríamos la cifra total de transacciones efectuadas en dicho mes. Por otro lado, si pudiéramos saber qué cantidad diaria de dinero ha tenido cada firma o individuo y la que ha tenido el Estado, llegaríamos al total del dinero (billetes y depósitos corrientes) que ha permitido realizar ese volumen de transacciones.

Si el promedio diario del dinero ha sido, por ejemplo, de 4.000 millones en el mes en cuestión y el volumen de transacciones de 10.000 millones quiere decir que para poder hacer tal cantidad de pagos, esos 4.000 millones han tenido que cambiar de manos entre las firmas, individuos y el Estado, dos veces y media en el mes.

Si esto mismo ocurre durante todo el año, con 4.000 millones de dinero se habrán hecho 120 mil millones de transacciones, o sea que el dinero ha cambiado 30 veces de mano en el curso del año. Diremos entonces que la *velocidad de circulación del dinero* es de dos y medio por mes, o de 30 por año.

2. VARIACIONES EN LA VELOCIDAD DE CIRCULACIÓN

Las firmas tienen habitualmente —como parte de su activo circulante— una cantidad de billetes y depósitos corrientes que les permite ir realizando sus pagos de sueldos y salarios, materias primas, mercaderías, etc., hasta que afluya el dinero proveniente de sus ventas. La experiencia indica a cada firma, dentro de cada ramo de actividad, qué cantidad de dinero corresponde aproximadamente a un determinado volumen de transacciones. Cuando la actividad es poco intensa —en la fase de depresión cíclica— esa cantidad de dinero mueve un menor volumen de transacciones, o sea que la velocidad de circulación disminuye. Es más fuerte aún la disminución si el dinero disponible aumenta durante la fase de depresión cíclica por la liquidación del activo circulante que ha estado transitoriamente invertido en materias primas, productos en curso de elaboración, y elaborados. Esto, siempre que no haya tenido que utilizarse este suplemento de dinero en abonar deudas o haya sido colocado en inversiones.

Evidentemente, si los negocios vuelven a crecer, sucede el fenómeno contrario. El dinero se utiliza más activamente y el promedio de dinero retenido por las firmas tiende por ello a disminuir hasta llegar a un punto que, resultando ya insuficiente para mover el volumen creciente de transacciones, tiene que usarse dinero nuevo creado por el crédito bancario.

Este dinero nuevo tiende a emplearse prontamente en pagar los gastos de una producción creciente o en adquirir las mercaderías necesarias para atender un volumen de ventas que va en aumento, según la índole industrial o comercial de la firma. Y tanto más rápidamente se usa si los precios también tienden a elevarse como suele suceder por reflejo de movimientos exteriores durante el ascenso cíclico. Por el contrario, cuando los precios tienden a bajar las compras son menos activas en previsión de nuevas bajas. El alza de precios propia de la fase ascendente, contribuye, pues, a aumentar la velocidad de circulación del dinero; y la baja, que suele ocurrir en la fase declinante, contribuye a disminuirla.

Es en la vasta zona de las firmas productoras, industriales, comerciales, bursátiles y financieras en donde la velocidad de circulación del dinero aumenta, en la forma que hemos visto, cuando se acrecienta el volumen de transacciones. No sucede lo mismo en la masa de la población que recibe sueldos, salarios u otros réditos sujetos a escasa variación. Allí la forma de gastar —o en otros términos, el dinero que se retiene— depende de hábitos que sólo se modifican muy lentamente; y que por lo tanto no son muy sensibles, como en aquel otro caso, a las alternativas cíclicas. No hay motivos para suponer que el aumento de la ocupación, o del incremento de sueldos o salarios, tenga modificaciones en las costumbres circulatorias

de la población, una vez pasado el momento inicial de ajuste a la nueva situación. En todo caso, si aumenta algo la velocidad de circulación, el aumento será relativamente poco intenso en relación al que ocurre en aquellas actividades. De tal modo que puede afirmarse que las variaciones cíclicas en la velocidad de circulación se deben preponderantemente a la intensidad con que las firmas o empresas emplean su dinero en el giro de sus negocios.

3. RELACIÓN ENTRE EL VOLUMEN DE TRANSACCIONES Y EL DE RÉDITOS O INGRESOS

Para explicar la velocidad de circulación del dinero hemos necesitado introducir un concepto nuevo: el del volumen de transacciones. ¿Qué relación tiene con el concepto de réditos o ingresos que habíamos empleado hasta ahora en nuestros razonamientos?

Desde el punto de vista de su relación con los ingresos podemos distinguir cuatro clases o categorías:[1] primera, transacciones que representan un volumen varias veces mayor al de los réditos que engendran; segunda, transacciones de un volumen equivalente al de los réditos que producen; tercera, transacciones que no originan réditos; y cuarta, transacciones que significan un mero desplazamiento o transferencia de réditos ya producidos.

A la primera categoría corresponde la parte más considerable de las transacciones. Se trata de aquellas realizadas por los productores rurales, firmas o empresas y negociantes de cualquier índole que adquieren materias primas, mercaderías o valores, pagan sueldos, salarios, abonan alquileres o intereses para poder luego vender las mercaderías o prestar los servicios a que se dedican. El beneficio o rédito neto de estas firmas, empresas o negociantes representa un porciento del volumen de sus ventas o servicios prestados, que varía según la rama de la actividad o negocio de que se trata y según el movimiento de precios. Por ejemplo, si una empresa industrial tiene un volumen de ventas de 3.000.000 y un beneficio de 5% sobre dichas ventas, o sea 150.000, para obtener este ingreso neto ha sido necesario realizar un volumen de transacciones 20 veces mayor. Y un operador de títulos que obtiene un beneficio medio de 2%, ha tenido que realizar un volumen de transacciones 50 veces mayor.

La segunda categoría se refiere a las transacciones que efectúan los empleados,

[1] Consideramos transacción a la operación por la cual se percibe una cantidad de dinero por ventas de mercaderías o valores o servicios prestados. Pero esta renta tiene como contrapartida una compra y cada servicio prestado un servicio recibido, y por lo tanto, cada entrada de dinero tiene como contrapartida una salida. En consecuencia, para evitar duplicaciones al computar *todas* las transacciones de la colectividad solamente tomamos *uno* de los términos de la transacción. Cualquiera que sea, el razonamiento resulta igual.

obreros, profesionales, y demás individuos de la colectividad que prestan sus servicios personales ya sea a productores, firmas, empresas o negociantes a otras personas. El volumen de estas transacciones equivale al de los ingresos que perciben aquéllos.

La tercera categoría concierne a las transacciones del Estado, el cual percibe impuestos y tasas para cubrir las funciones que desempeña y los servicios que presta; para lo cual paga sueldos y salarios y adquiere mercaderías como cualquier firma o empresa. Pero difiere de éstas en que no obstante realizar un volumen considerable de transacciones, no deriva *rédito o beneficio neto* alguno, salvo en los casos en que el Estado trabaja como empresa comercial o industrial, casos comprendidos dentro del primer grupo de transacciones. Y finalmente el cuarto caso se refiere a las transferencias de ahorros. Cuando una persona, firma o empresa o el Estado recibe un préstamo ahorro de otras personas, firmas o empresas, hay una simple transferencia de una parte de los ingresos o réditos que éstos han preferido no gastar y que gastarán aquéllos.

En este breve examen se advierte que el volumen de transacciones es mucho mayor que el de ingresos. Sólo las dos últimas categorías, si bien se trata de transacciones de poca importancia, no originan ingresos, mientras que en la primera categoría las transacciones representan varias veces el monto de ingresos. Es más: esta primera categoría de ventas y servicios de firmas y empresas constituye una cantidad considerablemente superior a la de los sueldos y salarios pagados en la colectividad. En efecto, una proporción muy alta de los sueldos y salarios se dedica a comprar esas mercaderías y servicios. Pero esto apenas representa la última etapa del comercio minorista en donde se repiten las transacciones de los mayoristas más los sueldos, salarios y gastos pagados por los minoristas. A su vez los mayoristas repiten las de los minoristas e industriales, más sus sueldos, salarios y gastos; y los industriales las cifras de los productores e importadores a quienes compran la materia prima más sus respectivos sueldos, salarios y gastos.

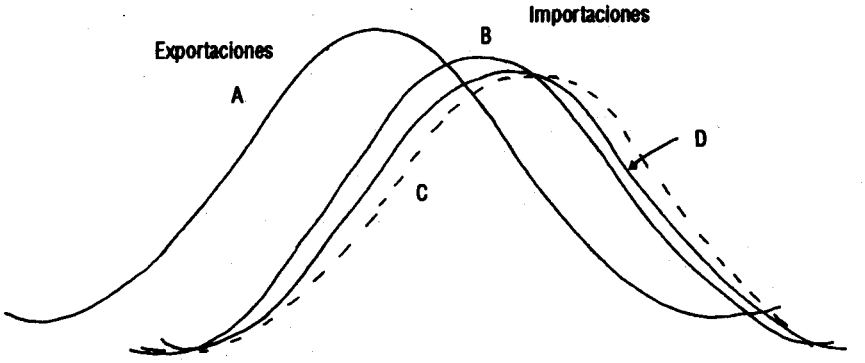
No es de extrañar, por consiguiente, que el volumen de transacciones represente muchas veces el del total de réditos o ingresos. No me sorprendería si en nuestro país en que se calcula el total de réditos para 1942 en unos 12 millones, el volumen de transacciones se aproxime a unos 100 millones, teniendo en cuenta las cifras de los cheques girados y compensados.

Con las cifras del volumen de transacciones podría formarse un cuadro muy interesante del sistema económico parecido al de réditos o ingresos que sirvió en las primeras clases como punto de partida de nuestros razonamientos. Nos mostraría la interdependencia o trabazón entre los ingresos brutos o transacciones de los distintos sectores en la actividad económica (agrupados en distintas formas), por una parte, y el ingreso neto correspondiente, por otra. Y nos haría ver cómo una pertur-

bación de las exportaciones, relativamente pequeña en comparación al volumen total de transacciones o ingresos brutos, produce en éstas variaciones de gran amplitud por la serie de acciones y reacciones que se producen dentro del sistema hasta alcanzar una nueva posición de equilibrio. El familiarizarse con la índole de estas acciones y reacciones, la forma en que se va propagando y amplificando por medio de ellas una perturbación inicial del equilibrio, y el carácter general de movimiento —pues abarca a todos los sectores— es a mi juicio esencial para comprender el fenómeno monetario y su interrelación con la actividad económica.

4. EL DINERO CREADO POR LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO

Pero no tenemos aún todos los elementos necesarios para comprender todo nuestro problema. Nos falta uno de gran importancia: a saber, el dinero nuevo creado por la expansión del crédito. Ya conocemos sus efectos en una primera aproximación del fenómeno. Ahora estamos en condiciones de hilar más delgado.



Recordamos las curvas típicas de las exportaciones e importaciones durante el movimiento cíclico (curvas A y B del gráfico).[2]

La curva de las importaciones va en zaga a la de las exportaciones por el tiempo que tarda el proceso circulatorio del movimiento originario de ingresos y la realización de las importaciones. Esto en el supuesto de que tanto el incremento originario de ingresos como el incremento de los nuevos ingresos que se van creando se gasten íntegramente. Pero ya nos hemos salido de este supuesto al tener en cuenta que una parte del dinero que circula se va reteniendo por el aumento del volumen de transacciones. En la medida en que ello ocurre *crecen con menos celeridad* las importaciones (curva C del gráfico) en la fase ascendente pero también disminuyen con más lentitud en la fase descendente. En efecto, el dinero que se retiene deja de traspasarse de etapa en etapa, en la fase ascendente, y por lo tanto de engendrar nuevos incrementos de ingresos y de importaciones; pero cuando en la fase de descenso las exportaciones disminuyen y por lo tanto la demanda comienza a declinar y el volumen de transacciones a reducirse, el dinero retenido vuelve a salir a la circulación, neutralizando en mayor o menor parte la intensidad del descenso.

Pero si durante la fase ascendente *aumenta* la velocidad de circulación del dinero y *disminuye* en la descendente, como suele suceder, será necesario retener una menor cantidad de dinero. En consecuencia, la nueva curva de importaciones (curva D del gráfico) correrá entre las otras dos. Cuanto más aumenta la velocidad de circulación tanto más se aproxima la curva D a la curva B en la que no habíamos supuesto retención alguna de dinero; lo que, si bien se reflexiona, significa que todo el incremento de transacciones podría realizarse gracias al aumento en la velocidad de circulación.

Estamos ahora en condiciones de introducir el factor del crédito. Si durante la fase ascendente se aumentan los préstamos por las razones que veremos un poco más adelante, el *dinero nuevo* que así se crea produce efectos contrarios a los de la retención de dinero, esto es, tiende a acelerar el incremento de nuevos ingresos y de las importaciones. Si el dinero nuevo *neutraliza* o compensa simplemente la cantidad de dinero que se retiene, la curva de importaciones será igual a la curva B durante la fase ascendente y si se *sobrepasa*, la curva de las importaciones será mayor, se aproximará a la de las exportaciones (curva E) y aún podría sobrepasarla si la expansión del crédito es muy intensa.

Supongamos primero que el dinero nuevo compensa solamente al que se retiene por las necesidades circulatorias. ¿Qué sucederá en la fase descendente?

[2] En estas explicaciones sobre el ciclo, al referirnos a los movimientos del balance de pagos sólo mencionaremos las curvas típicas de exportaciones e importaciones. Les seguiremos llamando así por comodidad dado que los otros rubros del balance se mueven casi paralelamente a aquéllas y según hemos dicho, no alteran sustancialmente nuestros razonamientos.

Aquí llegamos a un punto cuya dilucidación es indispensable para atender los fenómenos crediticios y su vinculación con el balance de pagos.

Hay una diferencia sustancial —a este respecto— entre el crédito de pronta liquidación y el de liquidación lenta. Tanto uno como otro, al poner dinero adicional en circulación, contribuyen al más intenso desarrollo de la actividad económica y las importaciones durante la fase ascendente. Pero cuando sobreviene la fase descendente aparece la diferencia fundamental. El crédito de pronta liquidación se contrae y permite a los bancos reabsorber el dinero creado anteriormente, con lo cual facilitan la restricción de la actividad económica y las importaciones en la medida necesaria para el restablecimiento del equilibrio del sistema económico. Por el contrario, el crédito de lenta liquidación, al no poder encogerse fácilmente, mantiene circulando ese dinero y propende, en consecuencia, a que tanto la actividad económica y las importaciones, sean mayores que las que corresponden a una nueva posición de equilibrio.

Trataremos de explicar estos conceptos examinando las formas típicas de crédito bancario en nuestro país y sus consecuencias cíclicas.

5. EL PROCESO DE LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO. IMPORTANCIA DE LAS PREVISIONES Y CONJETURAS DEL SECTOR AGROPECUARIO EN LA FASE DE ASCENSO DEL CICLO

Comencemos por el crédito a los productores rurales. El agricultor necesita generalmente crédito, primero para la preparación de la tierra y la operación de siembra, y luego para la operación de recolección. Acostumbra a planear la extensión que va a sembrar teniendo en cuenta las perspectivas del mercado tal cual las interpreta. Se prepara la producción para una demanda futura, que no es un hecho cierto sino materia de estimaciones o conjeturas. Encontramos pues aquí el elemento psicológico que tanta importancia tiene en el desarrollo del crédito y del proceso cíclico. Si el agricultor amplía la extensión sembrada, su demanda de crédito será mayor. Los bancos crean dinero nuevo con el que el productor paga sus gastos. Ahí se abre lo que llamaremos el circuito del crédito. Ese dinero circula y engendra ingresos e importaciones. El cierre fácil del circuito dependerá de si los *hechos confirman las previsiones o conjeturas.*

En estas conjeturas sobre el probable resultado económico de la producción se combinan en mayor o menor grado el razonamiento y el sentimiento, y están fuertemente influenciados por la forma en que han venido ocurriendo los *hechos presentes.* No se limitan al productor rural sino que tienden a propagarse a todo el ámbito de la economía. En efecto, el comercio de campaña está bien informado de los planes de los productores de su radio y formula así sus propias estimaciones o

conjeturas sobre la probable demanda de los artículos que vende una vez levantada la cosecha. Mientras tanto, también vende a plazo y junto con los bancos constituye la fuente de crédito del productor. En función de esta probable demanda futura hace sus pedidos al mayorista de la ciudad. Las grandes casas mayoristas que trabajan con el interior del país tienen, como se sabe, una red de agentes o vendedores que las mantienen continuamente informadas. Formulan así sus propias estimaciones y en función de ellas, a su vez, realizan sus pedidos a las industrias del país o a los importadores, si ellos no actúan directamente como tales. Tanto los mayoristas como los industriales e importadores saben por experiencia que las variaciones de la demanda de la campaña son un síntoma de variaciones de la demanda general en todo el país. No esperan a que las exportaciones aumenten o disminuyan para acomodar a ello el ritmo de sus propios negocios, sino que proceden continuamente por estimaciones o conjeturas y van ajustando o reconsiderando de continuo sus actitudes conforme se van presentando los hechos presentes, o van cambiando sus apreciaciones sobre la perspectiva de los hechos futuros.

En otros términos, la actividad del comercio, la industria y la importación, no sólo depende en un momento dado de la demanda presente sino de la combinación de las conjeturas de gran número de personas con respecto a la demanda que está por desarrollarse.

La fase ascendente del ciclo se caracteriza por una sucesión de conjeturas favorables que abarcan los sectores más importantes de la economía nacional. Esas conjeturas se basan en hechos presentes. El alza de precios internacionales aumenta el valor de las exportaciones tanto más cuanto mejores resultan las cosechas. Hay aumento general de la demanda. Las inversiones del exterior la acrecientan aún más. Crean los ingresos y también el ahorro, esto es aquella parte de los ingresos que no se consume directamente, sean beneficios, sueldos, salarios o entradas profesionales. Hay campo favorable para nuevas inversiones. Este aspecto del ciclo lo estudiaremos en otro de los capítulos en que hemos dividido nuestro examen. Todo esto estimula la demanda del crédito. Los bancos están preparados para responder favorablemente pues, como se recordará, sus efectivos crecen con buena parte del dinero que crean el aumento de las exportaciones e inversiones extranjeras. Ello trae consigo la baja del interés bancario. Más aún, cuando el aumento de efectivos es fuerte y la baja del interés resulta insuficiente para promover las colocaciones de dinero que los bancos desean efectuar, ha solido ocurrir en nuestras fases ascendentes que los bancos compitan fuertemente con ellos para realizar estas colocaciones ofreciendo facilidades que más tarde han contribuido a agravar los trastornos de la fase descendente.

Veamos primero cómo se desarrolla este fenómeno en las firmas o empresas comerciales e industriales cuando experimentan el aumento de la demanda y hacen

conjeturas favorables sobre la continuación de este hecho en la fase ascendente. Al ocuparnos de la velocidad de circulación del dinero ya hemos visto que en una primera etapa de la fase creciente de los negocios, las firmas o empresas tratan de emplear con la mayor intensidad su dinero disponible para poder afrontar el incremento de la demanda que se está operando o que calculan que ocurrirá. El aumento en la velocidad de circulación facilita el desarrollo de las transacciones. Llega un momento, sin embargo, en que las firmas o empresas se ven precisadas a usar el crédito bancario, o a acrecentar su empleo, si es que ya lo han estado haciendo. Con el dinero adicional que los bancos les suministran, compran más materias primas y mercaderías, pagan mayores sueldos y salarios, etc., a fin de responder a las exigencias de la demanda creciente.

Tanto ese dinero adicional creado por los bancos, como el que las firmas han puesto anteriormente en circulación, se agrega al incremento de dinero consiguiente al aumento de las exportaciones e inversiones, y producen conjuntamente los efectos que ya conocemos.

Recuérdese que es precisamente el aumento de las exportaciones e inversiones lo que ha provocado el impulso creciente de los negocios. Cuando la curva se detiene y declina iniciando la fase descendente del ciclo, aquellas firmas y empresas que habían estado comprando y produciendo para una demanda en aumento, encuentran ahora que la demanda disminuye. Se acumulan entonces existencias excesivas de mercaderías. Es necesario ir reduciéndolas a fin de pagar los créditos bancarios. Las firmas o empresas no tienen otra forma de conseguirlo que restringir su producción o sus compras de mercaderías más abajo de lo que decrecen sus ventas. En otros términos, la *contracción de los pagos en concepto de compras de materias primas, mercaderías, sueldos o salarios, es más intensa que la de las entradas que perciben* por las nuevas ventas que realizan. En esta forma van liquidando sus créditos bancarios. Lo cual significa que el dinero correspondiente no vuelve a salir a la circulación sino que se *reabsorbe* por los bancos. A la creación anterior de dinero adicional sucede ahora su reabsorción. Las consecuencias son lógicamente opuestas —al acrecentarse el dinero se engendran nuevos ingresos y aumentan las importaciones; y al contraerse disminuyen los ingresos y las importaciones.

Si la declinación de las ventas continúa y las firmas o empresas han podido aliviar todos sus compromisos bancarios, el proseguir la liquidación de existencias les permitirá recuperar aquel dinero disponible propio que habían empleado al comenzar la fase ascendente. La actitud que sigan en este punto dependerá en gran parte de factores psicológicos, del optimismo o pesimismo con que se vean las perspectivas del mercado.

En síntesis, en la fase ascendente, las firmas o empresas emplean más intensamente su propio dinero disponible y recurren al dinero nuevo de los bancos para

comprar materias primas o mercaderías e ir pagando mayores cantidades de sueldos o salarios, etc., para responder a las mayores ventas. Dilatan sus inversiones de pronta liquidación. En la fase descendente, cuando las ventas disminuyen, contraen sus inversiones de pronta liquidación.

Aquí llegamos a nuestro punto importante. Si las inversiones son de pronta liquidación, la contracción se consigue disminuyendo la producción o las compras. Pero si el dinero nuevo de los bancos se ha empleado no sólo en ello sino también en inversiones de lenta liquidación —en adquisición de nuevas máquinas, en extender las construcciones, en ampliar el capital fijo— la contracción del crédito no puede realizarse fácilmente. Y si los bancos, movidos por el pesimismo o la desconfianza que toma impulso en la fase descendente, o forzados por la disminución peligrosa de sus efectivos, según veremos, se proponen recuperar esos créditos, aunque sea parcialmente, sólo les queda el camino de forzar la liquidación no ya de las existencias —que en tal caso no resolverá el problema— sino de las mismas firmas o empresas. Volveremos más adelante sobre este punto importante.

6. LA REDUCCIÓN DE LOS INGRESOS DEL SECTOR AGROPECUARIO Y LA CONTRACCIÓN DEL CRÉDITO EN LA FASE DE DESCENSO

Mientras tanto averigüemos qué sucede en la fase descendente con los préstamos otorgados a los productores agrarios. Vamos a considerar cuatro casos típicos de nuestro país, a saber: primero, baja de los precios de los granos; segundo, baja de los precios acompañada de malas cosechas; tercero, baja de los precios unida a fuerte restricción de los mercados exteriores con la consiguiente acumulación de existencias en nuestro país; y cuarto, baja de los precios y exceso de oferta de ganado.

Todos estos casos, como se ve, tienen un elemento común: la baja de los precios internos provocada por la de los precios internacionales. Esta es el resultado de la disminución de la demanda que acompaña al descenso cíclico de los grandes países y que se extiende rápidamente al resto de los países. Esto basta para hacer descender los precios. Y si a ello se agrega el crecimiento excesivo de la producción, la baja resulta mucho más intensa, como es lógico. Hay muchos otros casos similares cuya consideración nos demoraría demasiado sin mayor ventaja para nuestra explicación general del proceso cíclico.

En el primer caso, si la baja de precios es intensa, el productor encuentra dificultades para atender regularmente sus créditos. El circuito de crédito se interrumpe por la fuerza de las circunstancias. No puede cerrarse en la producción rural, como es posible hacerlo en el comercio y las industrias en desmedro del nivel de

ocupación. Los bancos y el comercio de campaña tienen que esperar necesariamente un cambio favorable en las circunstancias.

El segundo caso es el primero agravado por la pérdida total o parcial de las cosechas. El descenso cíclico adquiere entonces más profundidad y la inmovilización del crédito es más intensa y general.

El tercer caso, en que la baja de precios va acompañada de una acumulación de existencias de granos, tiene más aparente similitud con la que ocurre en las firmas comerciales o industriales. Esto ha llevado a ciertos ortodoxos a preconizar el mismo remedio: restringir la producción a fin de poder vender las existencias acumuladas. No creo, en verdad, en la bondad de un régimen en el que haya que recurrir periódicamente a liquidaciones en masa —con todo el sufrimiento social que comporta— para restablecer el equilibrio. Menos aún en el caso de la agricultura por las particularidades que presenta. En efecto, el volumen de la producción industrial es el resultado de la deliberación, de la determinación de los empresarios. No sucede así en la producción agrícola; el área sembrada lo es desde luego; pero el volumen de la producción depende de factores meteorológicos incontrolables. Por lo tanto es muy natural que el agricultor, aunque haya existencias invendibles de granos, trate de sembrar como antes pues la experiencia le enseña que una mala cosecha puede venir inesperadamente y permitirle la liquidación de esas existencias.

Hay un ejemplo reciente que tiene gran significado para nuestro país. Como es sabido, a partir del año 1939, el Estado tuvo que volver a comprar las cosechas de maíz. Las cosechas eran excesivas y la demanda mundial disminuyó primero por el descenso cíclico y luego por la guerra. La acumulación de existencias, financiadas con dinero nuevo de los bancos, llegó a cifras impresionantes y aumentaba año tras año. Naturalmente, si el Estado no hubiese adquirido el maíz, los precios habrían bajado a tal punto que se habría dejado de sembrar según aquel remedio que algunos preconizaban. Pero el desastre que ello había traído para la campaña y la grave repercusión sobre las actividades económicas, la fuerte reducción de los ingresos de la colectividad, determinaron la compra de las cosechas. Pero como los agricultores seguían sembrando como antes, pues ellos vendían su cosecha y el Estado no, llegó a decirse en un momento a los agricultores que sólo se les compraría el maíz que produjesen en una superficie menor que la acostumbrada. Felizmente éstos no oyeron la recomendación ni hubo oportunidad de lamentarlo pues en 1942 fracasó la cosecha y a la abundancia siguió la escasez. En nuestros dos últimos ciclos se acumularon por primera vez en el país grandes existencias de granos invendibles. Esa política fue parte de la experiencia anticíclica que la Argentina inició a raíz de la crisis mundial. Ha habido errores, faltas y complicaciones burocráticas. Pero la experiencia encierra, a mi juicio, elementos muy útiles para formular las bases de nuestra política anticíclica.

Retornando a nuestro punto, aparte de lo que la experiencia enseña al agricultor acerca de la sucesión de buenas y malas cosechas, debe reflexionarse en lo siguiente. En una empresa industrial o comercial, la producción se hace con el trabajo de empleados y obreros que el empleador desocupa parcial o totalmente al restringir la producción. En tanto que gran parte del trabajo de una explotación agrícola se realiza por el chacarero y su familia y no tendría sentido el provocar la desocupación de sus propios hijos para reducir la producción siempre que se tenga lo indispensable para vivir.

Nos queda finalmente el caso cuarto relativo a la producción de ganado vacuno. En esta producción se observan ciclos que no tienen necesariamente que coincidir con el ciclo económico general. Los explicaremos brevemente con la advertencia de que este fenómeno, no obstante su importancia, no ha sido aún debidamente investigado en nuestro país.

En un momento dado escasea el ganado en relación a la demanda y los precios suben. Nuestra producción tiene gran influencia en los precios del mercado británico en virtud del lugar que allí ocupamos. Si la escasez concide con la fase ascendente, el alza resulta lógicamente mayor. Pues bien, el alza estimula la producción. Como en la producción industrial, el volumen también es el objeto de la deliberación de cada productor. Pero transcurre un tiempo largo entre la determinación de producir y la obtención del producto. Aumentar la producción significa destinar más terneras a vacas y esperar luego la parición y la transformación del ternero en novillo listo para el consumo local o la exportación frigorífica. Pasan pues algunos años y mientras tanto la demanda puede haber cambiado, como ocurre con frecuencia. Por otro lado, cada productor procede aisladamente y aunque la demanda no hubiese cambiado, el volumen de la producción no tiene por qué coincidir con ella. Si ha habido una producción excesiva, como ocurre con frecuencia bajo el estímulo de precios altos —tanto más si ha habido facilidades de crédito— los precios bajan cuando llega al mercado. Y bajan más intensamente si ello coincide con la declinación cíclica de la demanda.

Los precios bajos tienden a desalentar la producción. Disminuye la transformación de terneras en vacas y aumenta la matanza de vacas. Los efectos sobre los precios, sin embargo, tardarán bastante en hacerse sentir pues durante algún tiempo seguirán afluyendo al mercado los novillos de la producción emprendida anteriormente en la fase de optimismo de este ciclo ganadero.

El ganadero y el invernador hacen uso de crédito para extender la producción, crédito que les resulta más fácil si ello coincide con la fase ascendente del ciclo económico general. De tal manera que cuando sobreviene la baja de precios como la producción no puede restringirse rápidamente, como en la industria, o como las compras en el comercio, la inmovilización de créditos tiende a ser más intensa y más larga.

El ciclo ganadero obedece pues, por un lado, al tiempo largo que toma el ajuste de la producción a la demanda —lo cual bastaría para provocarlo— y por otro a los cambios de la demanda inherente al ciclo económico general.

El circuito de crédito es mucho más largo que en la producción industrial, y por lo tanto tarda mucho más tiempo en producirse el ajuste para llegar a un nuevo punto de equilibrio entre demanda y producción, una vez que el circuito se ha interrumpido.

El ejemplo más notable de este fenómeno que yo recuerde lo tuvimos en la postguerra cuando la oferta excesiva de ganado provocada por los altos precios de la guerra y el lapso subsiguiente de gran bonanza, coincidió con el violento descenso cíclico que comienza en todo el mundo en la segunda mitad de 1920.

7. LOS PELIGROS DE LA INMOVILIZACIÓN DEL CRÉDITO

Ha llegado ahora el tiempo propicio para hacer algunas reflexiones sobre los hechos que hemos venido exponiendo. Nos hemos referido al comienzo a dos tipos de crédito —el de la pronta liquidación, destinado a facilitar el *giro creciente* de los negocios del agricultor, el comerciante y el industrial; y el de lenta liquidación, cuyos fondos se dedican a inversiones fijas. Podríamos agregar ahora el crédito de liquidación media que corresponde a la producción de ganado.

En el crédito de pronta liquidación, el dinero nuevo que crean los bancos cuando expanden sus préstamos, promueve el crecimiento de los ingresos y de las importaciones, pero el circuito se cierra dentro de un breve lapso si, justificadas las conjeturas, crecen las exportaciones y suministran oro o divisas para compensar las que se utilizaron con el pago de importaciones e ingresos, que permitieran cancelar en los bancos el dinero prestado.

Mientras tanto, allí están las reservas de efectivo de los bancos y de oro y divisas del instituto emisor para hacer frente a las necesidades internas o externas mientras se va cerrando el circuito.

El circuito del crédito de liquidación media es mucho más amplio y el sistema bancario necesita mayores reservas para poder cubrir el lapso de algunos años que toma el desarrollo de la producción.

Sucede en uno y otro caso que, ya sea por el fracaso de las cosechas por el desarrollo del ciclo económico general o de un ciclo particular, el circuito del crédito se interrumpe y ocurre un fenómeno de inmovilización del crédito que tiende a propagarse por natural repercusión a otros sectores de la actividad económica.

En cambio, en el crédito de lenta liquidación, la inmovilización se reduce desde el momento en que el crédito se otorga por los bancos. No importa la forma, que

suele ser de documentos a corto plazo; lo esencial es la sustancia, esto es, la aplicación del dinero a inversiones fijas.

Lo mismo puede decirse en general del crédito bancario de que hace uso el Estado. Salvo los casos de créditos estacionales destinados a cubrir el lapso entre el gasto y las recaudaciones o los créditos que se cubrirán próximamente con el producto de emisiones de empréstitos, tales créditos, no obstante que en general revisten la forma de documentos a corto plazo, constituyen en realidad inmovilizaciones que tardan años en liquidarse o que no se liquidan nunca pues terminan por incrustarse definitivamente en el activo del sistema de la moneda y los bancos, como lo explicaremos más adelante.

Véase ahora esta diferencia fundamental para el equilibrio del sistema económico. En las inmovilizaciones provocadas por los créditos de lenta liquidación o los créditos al Estado, el dinero nuevo que sale de los bancos —salvo la parte que pueda retenerse por el crecimiento a largo término de las necesidades circulatorias— no se extingue sino por un incremento correlativo de las importaciones. Pero no hay contrapartida alguna de exportaciones acrecentadas para cubrir esas importaciones, como no sea el fenómeno de crecimiento a largo término de las exportaciones que no ofrece desde luego aporte alguno de oro y divisas en las fases críticas de descenso cíclico. Hay que hacer uso entonces de las reservas metálicas preexistentes.

Y aquí llegamos precisamente al punto a que queríamos llegar. Ya dijimos que cuanto más dinero nuevo haya salido de los bancos en la fase ascendente tanto más habrán crecido las importaciones y los ingresos de la colectividad y tanto menor la cantidad de oro y divisas que la fase ascendente habrá dejado para la fase descendente. En consecuencia, tanto más intensa tendrá que ser la restricción del crédito cuando descienden las exportaciones a fin de que la severa contracción resultante en la actividad económica comprima las importaciones hasta llegar a un nuevo punto de equilibrio.

Este es el momento crítico en toda la experiencia monetaria argentina.

La posibilidad de contraer el crédito depende fundamentalmente de la proporción de inmovilizaciones que haya en el activo bancario y de la practicabilidad de liquidar una parte de estas inmovilizaciones de créditos. Más aún, es precisamente en las fases de descenso cíclico cuando el Estado suele hacer uso intenso del crédito bancario, según ya lo hemos dicho otra vez, para cubrir su déficit y proseguir sus obras públicas.

Por otro lado, la mayor o menor posibilidad de contraer el crédito debe relacionarse a la magnitud de las reservas de oro del instituto emisor, para soportar fuertes extracciones, hasta que llegue una nueva fase ascendente. Nunca se sabe cuándo llegará y qué intensidad podrá tener. Y esta gran incógnita suele influir poderosa-

mente en la psicología de las autoridades monetarias en circunstancias de esta naturaleza.

En efecto, puesto que las inmovilizaciones no permiten que el dinero prestado por los bancos vuelva a ellos para reabsorberse, ese dinero continúa circulando —como ya hemos dicho— hasta extinguirse en pago de nuevas importaciones, mientras descienden las exportaciones. El pago de estas importaciones tendrá que hacerse con las reservas que tenía el sistema monetario *antes* de comenzar la *fase ascendente*, pues las acumuladas *mientras éstas se desarrollaban* servirán para pagar las importaciones que genere el incremento de dinero provocado por el aumento anterior de las exportaciones que aún quede en circulación.

En consecuencia, las importaciones provocadas por el dinero nuevo que no se reabsorbe debido a las inmovilizaciones de crédito tienen que pagarse con las *reservas preexistentes* de oro y divisas, que se tenían antes de comenzar el ciclo. La seriedad del problema del desequilibrio depende, por lo tanto, de la relación entre el monto de las inmovilizaciones de crédito y las reservas preexistentes de oro y divisas.

Por esto, cuando en las fases de descenso cíclico en nuestro país el volumen de crédito no se ha contraído o se ha expandido más bien por el uso del crédito por el Estado, por el incremento de préstamos oficiales que se agregaban a las de créditos inmovilizados en la actividad económica privada que venían de la fase ascendente, el desequilibrio consiguiente en el balance de pagos ha afectado en tal forma a las reservas del instituto emisor y al efectivo de los bancos, que ha tenido frecuentemente que abandonarse el patrón oro, o sea suspenderse la entrega de oro contra el dinero que querrá canjearse por él para realizar pagos al exterior.

Este ha sido, a mi juicio, el elemento fundamental de nuestros fracasos monetarios, sin desconocer, por cierto, el papel circunstancial de otros fenómenos que, como la especulación y la fuga del peso, han solido agravar nuestras vicisitudes monetarias.

No necesito explicar el mecanismo de este fenómeno pues los movimientos del cuadro Nº 1 son suficientes para comprenderlo. Recuérdese en él la situación de los bancos. En la fase descendente sus efectivos sufren considerablemente: por un lado, no vuelve a ellos el dinero que prestaron debido a las inmovilizaciones; y por otro lado disminuyen esos efectivos por los cheques que se giran contra sus depósitos corrientes para pagar el excedente de las importaciones y otras remesas al exterior.

Algunos bancos, a veces gran parte de ellos, se ven llevados entonces a provocar liquidaciones, sobre todo si no hay un instituto emisor que les preste dinero para reponer sus efectivos, o si el instituto no desea hacerlo para proteger sus reservas metálicas, o si los mismos bancos no quieren hacerlo para liquitar sus riesgos y evitar mayores quebrantos o para no deber al instituto emisor. Todo esto suele ocurrir.

Cuadro Nº 1

Años	Balance de pagos			Ingresos sin gastar	Medio circulante en público			Réditos totales
	Exportaciones 1	Importaciones 2	Saldo 3	4	Billetes 5	Depósitos ctes. 6	Saldo 7	8
				a) Crecimiento de exportaciones				
I	2.000	2.000	—	—	1.100	1.500	2.600	10.000
II	2.500	2.200	+300	300	1.200	1.700	2.900	11.000
III	3.200	2.600	+600	900	1.400	2.100	3.500	13.000
IV	3.500	3.200	+300	1.200	1.500	2.300	3.800	16.000
				b) Decrecimiento de exportaciones				
V	3.000	3.500	-500	700	1.300	2.000	3.300	17.500
VI	2.400	3.100	-700	—	1.100	1.500	2.600	15.500
VII	2.100	2.100	—	—	1.100	1.500	2.600	10.500
				c) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia compensatoria				
V	3.000	3.600	-600	1.100	1.400	2.300	3.700	–
VI	2.400	3.100	-700	1.000	1.300	2.300	3.600	–
VII	2.100	2.700	-600	700	1.200	2.100	3.300	–
VIII	2.000	2.600	-600	300	1.200	1.700	2.900	–
				d) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia exagerada				
V	3.000	3.800	-800	1.200	1.400	2.400	3.800	–
VI	2.400	3.500	-900	1.200	1.300	2.500	3.800	–
VII	2.100	2.900	-800	1.000	1.200	2.400	3.600	–
VIII	2.000	2.800	-800	700	1.200	2.100	3.300	–

Cuadro Nº 1 (continuación)

Banco Central			Bancos comerciales					Años
					Depósitos			
Oro y divisas	Préstamos	Bill. y oblig.	Efectivo	Préstamos	Corrientes	De ahorro	Total	
9	10	11	12	13	14	15	16	
a) Crecimiento de exportaciones								
1.800	–	1.800	700	1.800	1.500	1.000	2.500	I
2.100	–	2.100	900	1.900	1.700	1.100	2.800	II
2.700	–	2.700	1.300	2.100	2.100	1.300	3.400	III
3.000	–	3.000	1.500	2.200	2.300	1.400	3.700	IV
b) Decrecimiento de exportaciones								
2.500	–	2.500	1.200	2.100	2.000	1.300	3.300	V
1.800	–	1.800	700	1.900	1.500	1.100	2.600	VI
1.800	–	1.800	700	1.900	1.500	1.100	2.600	VII
c) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia compensatoria								
2.400	–	2.400	1.000	2.600	2.300	1.300	3.600	V
1.700	100	1.800	500	3.100	2.300	1.200	3.500	VI
1.100	600	1.700	500	3.400	2.100	1.200	3.300	VII
500	1.200	1.700	500	3.600	1.700	1.200	2.900	VIII
d) Decrecimiento de exportaciones y expansión crediticia exagerada								
2.200	–	2.200	800	2.900	2.400	1.300	3.700	V
1.300	500	1.800	500	3.700	2.500	1.200	3.700	VI
500	1.200	1.700	500	4.300	2.400	1.200	3.600	VII
-300	2.000	1.700	500	4.800	2.100	1.200	3.300	VIII

8. EL REMEDIO ORTODOXO DE LA LIQUIDACIÓN DE ACTIVOS EN MASA ACENTÚA LA INTENSIDAD DE LOS PERÍODOS DE DEPRESIÓN

Si la liquidación de las existencias de mercaderías y ganado no resultan suficientes se recurre a la liquidación de firmas o empresas con créditos inmovilizados. Entre los créditos que han servido para inversiones fijas, ya sea en la producción rural, la industrial y las construcciones, el comercio y los transportes, los hay buenos y malos. Pero las consecuencias monetarias son las mismas y unos y otros acentúan el desequilibrio del balance de pagos y la declinación del efectivo de los bancos.

A veces estas liquidaciones adquieren gran intensidad, como ocurrió en el violento descenso del ciclo de 1926-1933 que estudiaremos a su tiempo. Empresas eficientes fundamentalmente sanas fueron liquidadas, lo mismo que otras malas, porque no podían hacer frente a vencimientos de documentos cuyo producto se había dedicado a inversiones fijas y que los bancos renovaban de continuo mientras los negocios iban bien.

Los graves trastornos que presenciamos en esos tiempos constituyeron luego uno de los factores determinantes de la creación del Banco Central. Pero esto no basta, el Banco Central es un instrumento eficaz para una política anticíclica pero también puede no seguirla y aplicar una política ortodoxa de severa contracción del crédito y de liquidación en masa de productores y empresas, como muchos recomendaban en aquella severa crisis y han seguido recomendando después a fin de mantener o restablecer el patrón oro o desembarazarse del control de cambios. Dentro del concepto del patrón oro y del designio de protegerse a sí mismos por los medios a su alcance sin reparar en los efectos generales, comprendo muy bien que un banco —si no hay una política anticíclica seguida por el instituto emisor— recurra a la liquidación de los otros para aliviar su propia situación. Pero lo que nunca he comprendido es que pretenda erigirse esa política lamentable en doctrina científica —como muchas veces se ha hecho— y sostener que esa liquidación es un saneamiento severo pero indispensable para eliminar los ineficientes o los imprudentes y restablecer con ello el equilibrio.

Conviene a la colectividad que una explotación o empresa comercial o industrial ineficiente, mal organizada o manejada, pase a otras manos más hábiles o responsables. Pero esos casos individuales que ocurren de continuo son distintos de los casos generales que acontecen en la fase de descenso cíclico cuando declina la demanda y las empresas y productores eficientes también suelen verse implicados en dificultades de crédito, que, si no son tan serias como las de los ineficientes, suelen conducir también a liquidaciones forzadas. Pierde entonces la colectividad una cantidad valiosa de aptitudes y experiencia.

Una política anticíclica no basta, por cierto, para corregir estos males. Es indispensable prevenirlo evitando las extralimitaciones en el uso del crédito de lenta liquidación, pero sin caer en el extremo de frenar el espíritu de empresa y de asumir riesgos, que es esencial para el desarrollo del país.

Nos hemos referido una vez más al abandono del patrón oro pero no hemos explicado aún lo que ocurre después. Lo haremos al terminar la explicación del ciclo por razones de método. El abandono del patrón oro es la consecuencia del desequilibrio en el balance de pagos. La moneda se deprecia y se encarecen las importaciones; ello propende a restablecer el equilibrio siempre que la expansión del crédito no continúe. Si continúa, la moneda continúa depreciándose y la inflación adquiere caracteres de extrema gravedad.

112
EL COEFICIENTE DE EXPANSION*

SÍNTESIS DE LOS FENÓMENOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DEL CICLO

De todo lo que venimos diciendo desde nuestras primeras clases se desprende que el problema fundamental del ciclo es el siguiente: un determinado incremento en las exportaciones o inversiones de capitales extranjeros provoca una expansión de mayor amplitud en la actividad económica interna y en el volumen de ingresos; lo mismo que una disminución en aquéllos trae consigo en éstos una contracción, también de mayor magnitud.

Hasta este momento, por razones elementales de método, hemos ido estudiando separadamente cada uno de los elementos de nuestro problema. Ahora ha llegado la oportunidad de combinar esos elementos y de hacer una síntesis de nuestra exposición para lo cual procuraremos calcular un coeficiente de expansión que nos permita medir la intensidad con que un determinado incremento de ingresos produce esos efectos.

Este coeficiente de expansión que deseo explicar relativo al ciclo económico tiene una aparente similitud con otro coeficiente que Lord Keynes ha calculado en uno de sus libros[1] y que se ha vulgarizado con el nombre de "multiplicador". Primero voy a exponer el coeficiente nuestro y luego consideraré el multiplicador de Keynes, pero haré la advertencia previa de que llegamos a esta fórmula para apoyar nuestro razonamiento y no para prescindir de él, como suele ocurrir con frecuencia con el uso de las fórmulas.

Uno y otro reposan sobre una teoría sustancialmente distinta. Es posible que mis ideas en esta materia tengan alguna parte de originalidad, resultante de mi observación de la realidad argentina y de la reflexión sistemática que sobre ella vengo haciendo. Lo digo para que se extreme el juicio crítico en quienes me escuchan, por cuanto entre los que asisten a estos cursos hay algunas personas versadas en las

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 7, págs. 86-103, impreso el 25 de octubre de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

[1] *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Hay traducción castellana publicada por el Fondo de Cultura Económica de México.

teorías de Lord Keynes a las cuales yo someto en crítica mis propias ideas, dispuesto a enmendarlas o modificarlas si de la discusión resultaran razones suficientes para ello.

1. El coficiente de expansión

Vamos a suponer un país cuyo sistema económico interno y balance de pagos estén en equilibrio; que realice 100.000 millones de transacciones al año, las que dan lugar a 10.000 millones de ingresos netos, y que disponga de un promedio anual de dinero de 3.333 millones, o sea que para realizar aquel volumen de transacciones el dinero ha debido cambiar treinta veces de manos por año. Y como el total de ingresos es la décima parte del volumen total de transacciones resulta que, en término medio, cada unidad de moneda ha servido para mover tres unidades de ingresos en el curso del año.

Por simple deducción hemos llegado a esta cifra de 3, que se explica mejor con el siguiente razonamiento: téngase presente nuestros cuadros de las primeras clases y recuérdese cómo unos ingresos van gastándose y transformándose en otros dentro del proceso circulatorio.

Supongamos que haya un incremento de 100 millones en las inversiones en trabajos públicos, por ejemplo, y que esos 100 millones hayan sido pagados íntegramente a empleados y obreros.

Aun cuando esos ingresos se gasten íntegramente por los empleados y obreros, no pasarán de inmediato a otros miembros de la colectividad sino que transcurrirá un cierto tiempo, por cuanto el gasto no es instantáneo. Supongamos que se dedique una parte de ese dinero a adquirir mercaderías en el comercio minorista, el que aumentará así sus ingresos. Una parte de éstos corresponderá a sus propios beneficios; otra a los ingresos de sus empleados; y el remanente pasará en la otra etapa circulatoria al comercio mayorista, en el cual una parte quedará como beneficios y otra pasará a los importadores, productores, industriales, y así sucesivamente. Unos ingresos se transforman en otros pero el proceso de transformación tarda cierto tiempo. La transformación es más o menos lenta, según los usos y costumbres monetarias de la colectividad.

Así es como esos 100 millones originarios de incrementos en los ingresos se transformarán en nuevos ingresos en el curso del tiempo, pasando por un volumen muy superior de transacciones. En nuestro ejemplo, para producir 10.000 millones de ingresos ha sido necesario mover 100.000 millones de transacciones. Luego podemos suponer que, en término medio, en cada etapa circulatoria de los ingresos ha habido un volumen de transacciones 10 veces mayor. Y como para mover un total

de 10.000 millones de ingresos se necesitan 3.333 millones de dinero, se sigue que ese dinero se ha movido como ingreso tres veces, o sea que en el año unos ingresos se han transformado en otros ingresos tres veces.

Si suponemos que en dicho país el coeficiente de importaciones es de 20%, de ese incremento de ingresos de 100 en la primera etapa circulatoria 80 se dedicarán a comprar artículos y servicios de la actividad económica interna y 20 a importaciones; en la segunda etapa quedan 80 de los cuales 16 se dedican a la importación y 64 a la actividad interna, y así sucesivamente, según se ve en el cuadro Nº 1.

Si en el año el incremento ha circulado tres veces, pero disminuyendo en cada vez, los 100 originarios de incremento de ingresos se habrán transformado en 244 millones de incremento de ingresos; o sea que la cifra originaria se ha multiplicado por 2,44. Esto sería lo que Keynes llama "multiplicador", es decir, el número de veces que un determinado incremento se expande en el sistema económico.

Cuadro Nº 1

Etapas	Incrementos de ingresos	Gasto de los ingresos	
		Actividad	Importaciones
Primera	100,0	80,0	20,0
Segunda	80,0	64,0	16,0
Tercera	64,0	51,2	12,8
Total del primer año	244,0	195,2	48,8
Primera	51,2	41,0	10,2
Segunda	41,0	32,8	8,2
Tercera	32,8	26,2	6,6
Total del segundo año	125,0	100,0	25,0

Al final del primer año, 195,2 millones de los 244,0 millones de ingresos creados se han gastado en la actividad interna, y el resto de 48,8 millones ha ido a la importación. Quedan pues sólo 51,2 millones de aquellos 100 millones originarios. Este remanente seguirá circulando en la misma forma, si no se alteran la velocidad

de circulación y el coeficiente de importaciones. El total de ingresos de este segundo año será así el 51,2 x 2,44, o sea 125 millones. Y así sucesivamente podría continuarse calculando el volumen adicional de ingresos a crearse en cada año, hasta que la importación absorba íntegramente una cantidad igual a los 100 millones originarios.

Pero nuestro ejemplo considera un sistema económico abierto. ¿Cuál sería el coeficiente de expansión en un sistema cerrado? Si la velocidad de circulación de los ingresos es también de tres, el coeficiente sería tres, es decir que en un año los 100 millones de incremento de ingresos circularían tres veces sin que parte alguna se cancele o absorba por la importación y generarían 300 de ingresos.

De todo ello se desprende que en cualquier sistema económico, abierto o cerrado, el coeficiente de expansión está limitado por la velocidad de circulación de los ingresos, o sea por el ritmo con que unos ingresos se transforman en otros en el proceso circulatorio de la colectividad. Nótese que no hay ahorro alguno en los sistemas que hemos considerado, y sin embargo el coeficiente está limitado.

2. Dos esquemas sobre el desarrollo de los fenómenos monetarios y crediticios del ciclo

Con la ayuda del coeficiente de expansión de 2,44 vamos a desarrollar un ejemplo muy esquemático sobre la expansión y contracción del sistema en las fases de prosperidad y de depresión (cuadro Nº 2).

Supondremos que el equilibrio del sistema se perturba por el aumento de las exportaciones. Estas que eran de dos mil millones en el primer año (de equilibrio) pasan a 2.300 en el segundo, 2.700 en el tercero y 3.000 en el cuarto, o sea 50% más que en el primero. ¿En cuánto se habrá expandido el total de ingresos en este año? Tendremos que aplicar el coeficiente año por año. Los 300 de incremento de exportaciones que ocurren en el segundo con respecto al primero expanden los réditos en 732 millones, o sea 2,44 veces más, de los cuales 146,4 millones se gastan en importaciones (20%). De los 300 originarios de incremento queda pues un remanente de 153,6 millones que pasa al tercer año y se agrega al incremento de 700 millones que vuelven a tener las exportaciones. La nueva cantidad de 853,6 millones de dinero expande los ingresos, aumenta las importaciones y así sucesivamente como puede observarse con claridad en el cuadro citado.

En el cuarto año se llega al máximo en la fase ascendente. El incremento de 1.000 en las exportaciones con respecto al primer año más el remanente de dinero de los años anteriores provocan una expansión de 3.506,3 en los ingresos, o sea un 35% de aumento en relación a los 10.000 millones a que ascendían en el primer año.

Las importaciones, en virtud de la forma en que se realiza el proceso circulatorio, han crecido con menor intensidad que las exportaciones. Se han ido acumulando así saldos positivos en el balance de pagos que aumentan las tenencias de oro y divisas y que son iguales al remanente de dinero a fin de cada año pues no se ha creado dinero nuevo por los bancos.

Sobreviene ahora el descenso cíclico. A partir del quinto año las exportaciones bajan y el incremento con respecto al primer año se va reduciendo hasta extinguirse en el séptimo. A estos incrementos cada vez menores sigue agregándose el remanente de dinero de años anteriores. Comprobamos así numéricamente lo que tantas veces hemos señalado: que en la fase descendente las importaciones descienden con menos celeridad que las exportaciones. En esta forma se va consumiendo el remanente de dinero o, lo que es lo mismo en este caso, el oro y las divisas provenientes de los saldos positivos de la fase precedente.

Al terminar el séptimo año queda aún un remanente de 255,6 millones que pasará al año siguiente. Para su total extinción serían necesarios aún algunos años.

Pero mientras tanto podrían volver a variar las exportaciones. Se tiende, pues, constantemente hacia el equilibrio pero es muy improbable que pueda ser alcanzado en la realidad porque intervienen de continuo nuevos factores de perturbación.

Ahora vamos a complicar nuestro ejemplo suponiendo que varía la velocidad de circulación y que el sistema bancario crea dinero nuevo que se agrega al proveniente del incremento de las exportaciones.

Si se reflexiona en nuestra explicación de la velocidad de circulación, se comprende que ésta aumenta cuando el dinero inactivo en manos de las firmas o empresas en épocas de escasa actividad, comienza a salir en forma creciente a la circulación en pago de sueldos, salarios, etc., apenas comienza a desarrollarse la fase ascendente de los negocios. El dinero aparece cambiando más veces de manos, no porque se haya alterado necesariamente el ritmo de pagos y cobros de las firmas o empresas, sino porque va saliendo a la circulación el dinero antes inactivo. El ritmo de cobros y pagos depende fundamentalmente de las costumbres de las firmas o empresas, de la población en general, por lo que nos parece más probable que el papel más importante en el desarrollo cíclico lo desempeñe la cantidad de dinero inactivo que varía según las circunstancias.

Por esta razón, supondremos que se incorpora a la circulación una parte de aquellos 3.333 millones de dinero que antes estaba inactivo en las firmas o empresas e individuos. Así aparecen 100 millones en el tercer año y 200 en el cuarto. Además, consideraremos que los bancos ponen en circulación 150 millones de dinero nuevo en el tercer año y 250 millones en el cuarto, aprovechando el crecimiento de efectivo causado por la entrada de oro y divisas.[2]

[2] No necesitamos, desde luego, volver a explicar la mecánica de estos movimientos pues ya lo hicimos anteriormente.

Cuadro Nº 2

Años	Incremento de exportaciones	Dinero remanente de años anteriores	Total	Incremento de ingresos	Incremento de importaciones (20%)	Saldo del balance de pagos	Acumulación de oro y divisas
II	300	—	300,0	732,0	146,4	153,6	153,6
III	700	153,6	853,6	2.082,8	416,6	283,4	437,0
IV	1.000	437,0	1.437,0	3.506,3	701,3	298,7	735,7
V	600	735,7	1.335,7	3.259,1	651,8	- 51,8	683,9
VI	300	683,9	983,9	2.300,7	460,1	- 160,1	523,8
VII	—	523,8	523,8	1.278,1	255,6	- 255,6	268,2
					2.631,8		

Cuadro Nº 3

Años	Incremento de exportaciones	Circulación de dinero inactivo	Dinero nuevo	Incremento total de dinero	Incremento total de dinero (acumulado)	Incremento de ingresos	Incremento de importaciones (20%)	Saldo del balance de pagos	Acumulación de oro y divisas	Remanente de dinero
II	300	—	—	300	—	732,0	146,4	153,6	153,6	153,6
III	700	100	150	950	1.103,6	2.692,8	538,6	161,4	315,0	565,0
IV	1.000	200	250	1.450	2.015,0	4.916,6	983,3	16,7	331,7	1.031,7
V	600	- 100	- 50	450	1.481,7	3.615,3	723,0	- 123,0	208,7	758,7
VI	300	- 100	- 50	150	908,7	2.216,2	443,2	- 143,2	65,5	465,5
VII	—	- 100	- 50	- 150	315,5	769,8	154,0	- 154,0	- 88,5	161,5
							2.988,5			

Con estos nuevos elementos hemos formado el cuadro Nº 3. En la primera columna figura el incremento de dinero proveniente de las exportaciones; en la segunda, el de la incorporación de dinero inactivo; y en la tercera, de la dilatación del crédito bancario. La suma de las tres columnas nos da el incremento total de dinero en circulación que ocurre en cada año (cuarta columna), a lo cual se agrega el remanente de dinero que pasa del año anterior (quinta columna). Aplicando a cada año el coeficiente de expansión, se obtiene el correspondiente incremento de ingresos el cual, multiplicado por el coeficiente de importaciones, nos da el valor de éstas, según se observa en las otras columnas del cuadro.

Adviértase cómo el total de ingresos crece más intensamente que en la fase ascendente del primer caso en virtud de la incorporación de dinero antes inactivo y de dinero nuevo al proceso circulatorio de los ingresos. En el año IV, de máxima, han crecido en 4.916,6 o sea en 49,2% con respecto al punto de partida, mientras que en el primer caso el crecimiento había sido de sólo 35,0%.

Las importaciones crecen también con mayor rapidez y los saldos positivos son, por lo tanto, menores que en el primer caso. (En el cuadro Nº 4 pueden observarse las cifras pertinentes.) A fines del cuarto año, el incremento de oro y divisas es de 331,7 millones contra 735,7 millones en el primer caso. Esta vez el incremento de oro y divisas no coincide con el remanente de dinero a causa de la creación de dinero nuevo.[3]

Pero si bien es más intensa la expansión de la actividad económica y del total de ingresos en la fase ascendente en este caso con respecto al primero, también lo es la contracción subsiguiente. En efecto, del máximo de 4.916,6 millones a que llegan los ingresos en el cuarto año, se baja a 769,8 millones en el séptimo, mientras que en el primer caso se desciende de 3.506,3 millones a 1.278,1 millones. Esto se explica por la más intensa dilatación y contracción del dinero en el segundo caso con respecto al primero. Por lo que respecta a la dilatación, ya sabemos las razones. En cuanto a la contracción, es también más intensa porque, por un lado, conforme se encoge el volumen de las transacciones, va retornando a la inactividad el dinero que antes se había incorporado a la circulación y por otro lado, se contrae el crédito que antes se había expandido; pero no por completo: de los 400 millones de dinero nuevo que se habían creado en la fase ascendente, suponemos que sólo se reabsorben 150, quedan pues inmovilizados 250 millones. Véase ahora cómo se comprueba lo que dijimos en clases anteriores: que la contracción no es total.

[3] El dinero inactivo ya estaba respaldado por oro y divisas antes de la iniciación del proceso.

Cuadro Nº 4

	Primer caso	Segundo caso
En todo el ciclo		
Incremento total de exportaciones	2.900,0	2.900,0
Incremento total de importaciones	2.631,8	2.988,5
Al terminar		
Remanente de dinero	268,2	161,5
Remanente de oro y divisas	268,2	- 88,5

En el primer caso al terminar el ciclo el séptimo año, queda aún un remanente de dinero, igual al remanente de oro y divisas, pues el incremento de las importaciones, en virtud de la índole del proceso circulatorio, no ha tenido tiempo de absorber por completo el de las exportaciones; pero el remanente seguirá circulando y se completará el proceso aunque confundido con otras variaciones que sobrevienen en la realidad, según ya anotamos. En el segundo caso, el incremento de las importaciones es superior en 88,5 millones al de las exportaciones a causa de que en la fase descendente no se ha reabsorbido todo el dinero nuevo debido a la inmovilización del crédito. Se ha debido hacer uso por ello de las reservas preexistentes de oro y divisas. Así se cancelan 88,5 de los 250 millones de dinero que quedaron en circulación por la inmovilización; los 161,5 de remanente seguirán circulando hasta extinguirse completamente por el pago de nuevas importaciones con oro y divisas de aquellas reservas preexistentes.

Ha de observarse que, si bien hemos atribuido al dinero inactivo que sale a la circulación y luego retorna el papel de contribuir primero a la mayor dilatación de los ingresos y las importaciones y, luego, a su mayor contracción, no lo tomamos en cuenta en el resultado final por cuanto retorna todo lo que ha salido. No sucede así con el dinero nuevo proveniente de la expansión del crédito por cuanto cierta cantidad se inmoviliza.

Si suponemos que las reservas de oro y divisas antes de comenzar el ciclo, cuando el sistema económico estaba en equilibrio, llegaban a 1.666 millones, o sea el 50% del dinero en circulación, los 88,5 millones perdidos y lo que se perderá por la inmovilización de los 250 de crédito, no representan por cierto una cantidad que pueda afectar el mantenimiento del patrón oro. La organización monetaria de un país sujeto a grandes fluctuaciones exteriores, tiene que tener reservas suficientes para hacer frente a estos fenómenos hasta que un nuevo ascenso cíclico permita la liquidación de los créditos inmovilizados.

Pero si la inmovilización es mayor debido a la intensidad con que actúan los factores exteriores sobre nuestra economía, o a la imprudente gestión de los bancos, o al uso excesivo de crédito bancario por el Estado, ya sea en la fase ascendente o más bien en la descendente, como suele ocurrir, la contracción del dinero nuevo será menos fuerte, o en lugar de ella habrá expansión y el desequilibrio del balance de pagos podrá adquirir tal seriedad que obligue a abandonar el patrón oro, según lo dijimos en otras oportunidades.

No creo necesario hacer nuevos ejemplos numéricos para que se comprendan estos fenómenos. Sin embargo, recomendaría hacerlo a quienes quieran familiarizarse con ellos, pues estos cálculos y sus resultados obligan a pensar con más propiedad y eficacia.

Todo esto no es sino un simple instrumento para indagar mejor lo que ocurre en la vida real y tratar de explicar sus complejos fenómenos. Pero no hay que perder de vista la realidad ni las premisas o condiciones o supuestos sobre los que se basan y caer en interpretaciones mecánicas que resulten peligrosas.

Cuando suponemos, por ejemplo, que el coeficiente de importaciones es de 20% al comenzar el ciclo, debemos tener en cuenta la posibilidad de que aumente en la fase ascendente y contribuya así a atenuar la amplitud del crecimiento de la actividad económica. Lo mismo tendríamos que decir acerca de todos los otros elementos que entran en nuestro problema.

3. Diferencia entre el multiplicador de Keynes y nuestro coeficiente de expansión

Al comenzar nuestra exposición dijimos que el coeficiente de expansión que hemos calculado difiere del multiplicador de Keynes, no obstante su aparente similitud.

Nuestro concepto es el siguiente: un incremento dado de *ingresos* provoca un crecimiento de mayor amplitud en el total de ingresos; pero este crecimiento está limitado, *en un determinado tiempo* por dos elementos: por el número de veces que el dinero cambia de manos para producir tales ingresos y por la cantidad de dinero que se pierde en cada cambio en el pago de importaciones.

La idea fundamental de Keynes puede resumirse así: un incremento dado en las *inversiones* provoca un crecimiento de mayor amplitud en el total de ingresos; crecimiento que podría ser indefinido si no estuviera limitado por el ahorro. Conforme crecen los ingresos tiende a disminuir la *propensión a consumir* y a aumentar la *propensión a ahorrar*.

Supóngase que del aumento de ingresos provocado por un incremento originario de 100 millones en las inversiones se ahorra el 20%. En tal caso los ingresos

sólo podrán crecer hasta 500 *o sea la cantidad que permita ahorrar una cantidad igual al incremento originario de inversiones.* El *multiplicador* es 5, si la propensión a ahorrar fuera de 40% el multiplicador sería 2,5; y si la propensión a ahorrar fuera de 10%, el multiplicador sería 10. Cuanto menor sea la propensión a ahorrar, tanto mayor será el multiplicador, esto es, la *fuerza expansiva* de un determinado incremento en las inversiones. Así, con 2% de ahorro el multiplicador sería 50, con 1%, 100 y sin ningún ahorro, sería infinito. Admite Keynes que ocurren ciertas filtraciones debido a las importaciones pero sólo hace una referencia pasajera a ellas. Lo que en su concepto constriñe la expansión de la actividad económica y conspira contra la plena ocupación es el ahorro.

Examinemos el punto. Supongamos que esos 100 millones de incremento a que nos hemos referido se encuentran totalmente invertidos en un momento dado en un sistema cerrado, sin exportaciones o importaciones. Se encuentran pues transformados en 100 millones adicionales de sueldos, salarios y otros ingresos en los distintos sectores de la actividad económica nacional. Supóngase además que el ingreso medio por persona adicional ocupada sea de 2.500 al año.

Creados así esos 100 millones de ingresos se irán gastando en adquirir artículos y servicios producidos en tales sectores. A medida que se gastan se van transformando a su vez en otras cantidades equivalentes de sueldos, salarios y otros ingresos. Cantidades equivalentes y no menores —como estamos acostumbrados— porque en este caso no hay dinero que se pierda en importaciones. Pero esta transformación de unos ingresos en otros ingresos al gastarse íntegramente los primeros, y de estos en otros y así sucesivamente, tarda un cierto tiempo según lo sabemos. Si suponemos que en un año son tres las transformaciones o etapas circulatorias, el multiplicador, en la *unidad de tiempo año*, será 3 y los 100 millones originarios de incremento de las inversiones habrán dado un total de ingresos de 300 millones, o sea una ocupación adicional para 120 mil personas.

Reflexiónese en que estas 120 mil personas ya han sido empleadas en la primera etapa recibiendo los 100 millones originarios de ingresos. Al desembolsar esos ingresos se *demandan mutuamente* los artículos y servicios que producen, lo cual *mantiene en la segunda etapa el nivel de la ocupación adicional* alcanzado en la primera, y así de etapa en etapa. Naturalmente, no es necesario para ello que la demanda en una etapa se dirija a los artículos o servicios producidos por las mismas 120 mil personas en los mismos sectores. Se trata de un sistema cerrado, y si la demanda no se dirige allí irá a concretarse en otros puntos dentro del sistema generando ocupación adicional por un monto equivalente al que en otras partes disminuye.

El nivel adicional de ocupación en la *unidad de tiempo* no podrá elevarse mientras: a) no haya un nuevo incremento de inversiones o gastos, que es lo mismo en el proceso circulatorio; b) no *se acelere el ritmo* con que se gastan los ingresos para transformarse en nuevos ingresos.

Si ello no ocurre y si ha habido, digamos, 600 mil desocupados, los 100 millones de incremento de inversiones o gastos sólo habrán absorbido la quinta parte del total de desocupados en la unidad de tiempo. Al seguir circulando en los años subsiguientes esa cantidad de dinero dará ocupación a la misma cantidad de personas sin aumentarla. Es claro que si la misma cantidad se va sumando año tras año llegaremos a 600 mil al cabo de cinco años y la cifra seguirá creciendo indefinidamente. Pero ello no modifica en forma alguna la misma cantidad de 480 mil desocupados que se mantendrá sin alteración durante esos cinco años. Por más que continúe en el tiempo el proceso circulatorio, no aumenta *más de lo que ya ha aumentado inicialmente* la intensidad de la ocupación o actividad económica.

No ha habido ahorro en nuestro ejemplo y sin embargo en vez de un crecimiento indefinido de los ingresos y la ocupación, según el supuesto keynesiano, nos hemos encontrado con un multiplicador relativamente bajo resultante del ritmo con que se transforman unos ingresos en otros, o como quiera llamársele, de la velocidad de circulación del dinero.

Si pasamos de un sistema económico cerrado a otro abierto, menor será aún el multiplicador pues, como se recordará, en cada etapa una parte de los ingresos, en vez de transformarse en otros ingresos se transforma en importaciones y deja de circular. Por ejemplo, con un coeficiente de importaciones de 20%, el multiplicador resulta de 2,44 según hemos visto, aplicado a un multiplicando de 100 en el primer año; en el segundo año el multiplicador es el mismo pero el multiplicando —el remanente de esos 100 de incremento originario de dinero— se reduce al 51,2 y así sucesivamente hasta agotarse.

Sucede en esta forma que el nivel adicional de ocupación o incremento de actividad económica logrado en la primera etapa irá disminuyendo de etapa en etapa hasta extinguirse también, a no ser que haya nuevos incrementos de inversiones o gastos como sucede en la fase ascendente del ciclo económico.

En los varios años que dura el proceso los 100 millones de incremento de inversión habrán dado un total de 500 millones de ingresos, sumando los ingresos que percibe año tras año la *cantidad decreciente* de ocupados adicionales. Si en una hipótesis extrema suponemos que la duración de las etapas circulatorias se abrevia en tal forma que todo el proceso se efectúa en un año, esos 500 millones de crecimiento de ingresos habrán ocurrido en ese año con el consiguiente aumento de la ocupación. Pero el impulso expansivo *se habrá agotado íntegramente* al terminar el año y se volverá al nivel de ocupación y de actividad económica que existía antes del incremento de gastos o inversiones.

Por lo tanto, por donde se mire aparece limitado el multiplicador sin necesidad de hacer intervenir el ahorro: en un sistema cerrado sin "filtraciones" provocadas por las importaciones, lo limita la velocidad de transformación de unos ingresos en otros; y en un sistema abierto, con intensa velocidad, lo limitan las importaciones.

Dije, sin embargo, en clases anteriores que *el ahorro que no se invierte* disminuye la intensidad del crecimiento de la actividad económica provocada por un incremento originario de ingresos. Por ejemplo, si en un sistema con un coeficiente de importaciones de 20%, la propensión a consumir es de 70% y el 10% restante está constituido por ahorro que no se invierte sino que se atesora en dinero, el multiplicador en vez de 2,44 será 2,19 según este sencillo cálculo:

Cuadro Nº 5

Etapas	Incremento de ingresos	Distribución de los ingresos		
		Actividad interna	Ahorro	Importaciones
Primera	100,0	70,0	10,0	20,0
Segunda	70,0	49,0	7,0	14,0
Tercera	49,0	34,3	4,9	9,8
Total en el año	219,0	153,3	21,9	43,8

La falta de inversión del ahorro es, sin embargo, un fenómeno que puede tener importancia en ciertos momentos del desarrollo cíclico cuando por desconfianza hacia cualquier género de inversiones o porque se espera una mejor oportunidad para invertir, la gente, según la expresión de Keynes, prefiere tener su dinero líquido en los bancos o, si también duda de los bancos, lo atesora en sus propias arcas o lo atesora en metálico si su desconfianza se extiende también a la moneda. Se trata, sin embargo, de un fenómeno *transitorio* que no explica por lo tanto la limitación *constante* del multiplicador.

Como Keynes no es muy explícito en su libro, no se sabe a ciencia cierta si atribuye la limitación del multiplicador al exceso sistemático del ahorro sobre las inversiones, o simplemente a la existencia del ahorro. Si se refiere a lo primero, se necesitaría demostrar con hechos concretos el carácter general y persistente del fenómeno, lo que no se ha hecho en forma alguna. Y si se refiere a lo segundo, el ahorro no desempeña papel alguno en el multiplicador si es que se invierte.

En efecto, lo que dejan de gastar o consumir los que ahorran, lo gastan los que lo toman prestado al realizar sus inversiones y hacer consumir a otros.

4. El papel del ahorro en la teoría de Keynes

Todo esto tiene gran importancia en la teoría económica y también en la política monetaria. Se justifica entonces que le dediquemos algún tiempo.

He buscado afanosamene en Keynes la explicación recóndita de su pensamiento pero no he tenido la suerte de encontrarla. Admito por ello que yo pueda haberme extraviado en mis críticas por no haber encontrado el buen camino y espero que si es así algunos de los lectores de Keynes que me escuchan puedan ayudarme a retomar a él.

Tengo por Keynes, por otro lado, un profundo respeto y admiración porque considero que es quizás el economista más brillante de su generación, el que ha tenido mayor penetración en su crítica a la política monetaria inglesa y a la política monetaria internacional. Ha tenido grandes aciertos en sus críticas y ha hecho contribuciones teóricas de gran importancia y proposiciones de un enorme significado práctico. Por lo tanto, al formular esta crítica lo hago con el respeto que Lord Keynes me merece como hombre de brillante talento.

Prefiero la confusión y el desorden de Keynes, que ejerce en todo lector atento un enorme poder sugestivo, que lo lleva a uno a pensar en nuevos aspectos de fenómenos que antes no había podido penetrar, a explorar nuevos campos de la investigación científica, a criticar ideas que uno había recibido como la verdad pura. Esa es la gran influencia que Keynes ha tenido en Inglaterra y en las nuevas generaciones de economistas de todo el mundo.

Prefiero, por lo tanto, un Keynes confuso e impreciso en algunas de sus cosas, a la gran cantidad de economistas mediocres que con claridad y precisión nos vienen repitiendo viejas verdades, que cada vez pierden más lo de verdad y ganan lo de viejo.

Desconcierta un tanto la afirmación keynesiana de que el ahorro es igual a la inversión. Dice en efecto que un incremento determinado de inversiones hará crecer los ingresos hasta que éstos produzcan una masa adicional de ahorros que equivalga al incremento de inversión. Por ejemplo si se ahorra el 10% de los ingresos y el incremento de inversiones es de 100, los ingresos tendrán que crecer hasta 1.000 para producir un incremento de ahorro de 100. De todos nuestros razonamientos anteriores se desprende que esto sólo podrá ocurrir en un sistema económico cerrado y siempre que el ahorro se atesore y no se invierta. La inversión anterior *ya está hecha* y el ahorro que ella genera requiere *nuevas inversiones*. Si éstas no se hacen, sucederá lo que dice Keynes. No así en un sistema abierto, que es la realidad. En el ejemplo numérico de las tres etapas que hemos dado más atrás se observa que si el incremento de ingresos generado por un incremento original de inversiones de 100

se ahorra y no se invierte, el ahorro del primer año será sólo de 21,9; al completarse todo el proceso circulatorio al cabo de algunos años el ahorro tampoco habrá crecido hasta igualar el incremento de la inversión. En efecto, de los 100 originarios, 66,66 se habrán transformado en importaciones y 33,33 se habrán ido sustrayendo de las etapas circulatorias por el ahorro que no se invierte y queda en forma de dinero en los bancos o los tesoros individuales. Temo que esta generalización sobre la equivalencia forzosa entre el ahorro y las inversiones haya llevado a Keynes a su concepto del multiplicador.

He tratado de establecer en un cuadro simple los distintos aspectos de la realidad a la que Keynes se refiere en su obra. Y encuentro así tres categorías de hechos o hipótesis que considerar: 1º) las manifestaciones de Keynes de carácter histórico acerca de la función que el ahorro ha tenido en la actividad económica en otras épocas; 2º) los conceptos de Keynes sobre el papel que tendrá el ahorro en el futuro en una generación, o dos, si es que se sigue acumulando con un ritmo igual o mayor que el que hemos conocido; y en tercer lugar, los hechos presentes, el pasado inmediato o futuro inmediato.

En esos tres campos se mueve el pensamiento de Keynes. El peligro que corre el lector está precisamente en aplicar a lo presente conceptos relativos al pasado o en anteponer las hipótesis sobre el futuro a la realidad actual.

¿Qué dice Keynes acerca del pasado? En síntesis lo siguiente: el ahorro, digamos, en Egipto o en la sociedad medieval, en gran parte tomaba la forma de atesoramiento de oro o de plata y es evidente que si el oro en lugar de seguir circulando se sustrae de la circulación tiene que haber llevado a comprimir la actividad económica. Por lo tanto, podemos estar perfectamente de acuerdo con Keynes cuando afirma que la construcción de las pirámides o la construcción de edificios suntuosos en el pasado ha llevado a reactivar la actividad económica, a poner nuevamente en movimiento el dinero atesorado y engendrar así un incremento de ingresos y de ocupación. Es posible que en ciertas épocas históricas haya habido un exceso de ahorro con respecto a las posibles inversiones; que al no invertirse ese ahorro haya tendido a comprimir la actividad económica. La muy desigual distribución de la riqueza permitía la acumulación de grandes cantidades de ahorro en ciertos grupos a expensas del resto de la colectividad.

Pasemos ahora al futuro. Dice Keynes que es muy posible que si los grandes países del mundo mantienen un estado de plena ocupación, el ahorro llegue a aumentar en tal forma que haga de más en más posible la realización de inversiones que den un rendimiento probablemente cada vez más bajo. Por ejemplo: si el ahorro se vuelve abundante y el interés del dinero baja del 4% al 3% y luego al 2 y medio %, será posible realizar a esos tipos de interés ciertas inversiones que hoy no se efectúan puesto que no dan un rendimiento que permita pagar ese interés. Keynes

va aún más lejos y dice que podría llegar un momento en que no haya inversiones que hacer al tipo de 2% y que el ahorro siga acumulándose y tendiendo a bajar el tipo de interés. Entonces podría ocurrir que la preferencia de los que ahorran por la liquidez, les llevara a no querer desprenderse de ese ahorro, salvo que se les pague una tasa de interés adecuada a sus deseos. No solamente actuará en ese caso la preferencia de liquidez sino también el factor costo de prestar dinero, y Keynes llega a la conclusión de que será muy difícil reducir la tasa de interés, digamos, abajo de 2, porque por menos de 1% los inversores no quieren hacer los gastos de prestar dinero a largo plazo aun cuando no ganen ese pequeño interés. Por otro lado, agrega Keynes, cuanto más bajo el tipo de interés del dinero, tanto mayor es el riesgo del que invierte, por cuanto el precio de los títulos se ha elevado mucho y si el interés sube ligeramente hace caer el precio de esos papeles. Si se invierte, digamos, a 1 1/2%, esa elevación de 1/2 punto en el interés provocará una baja en el precio de los títulos muy superior al 1/2% de interés que ha ganado el inversor. Cuanto más bajo el tipo de interés tanto mayor es el riesgo de perder intereses por una caída en el precio de los títulos.

El hecho es que podría llegarse a un estado de cosas tal en que el tipo de interés ya no baje más no obstante que hay mucho ahorro y que no haya más inversiones que puedan hacerse a esos tipos. Habrá así un exceso de ahorro con respecto a las inversiones que tenderá a disminuir la actividad económica y sobrevendrá la desocupación.

Esta hipótesis de Keynes ha sido objeto de muchas discusiones. Keynes supuso que en una generación o más podría llegarse a ella. Keynes escribió en el año 1935 y es posible que hoy alargue más ese plazo porque la guerra ha provocado una destrucción enorme de capital en los países que han sufrido las consecuencias directas del conflicto y una falta de renovación del capital en los países que no han sufrido directamente.

5. Keynes y la tendencia hacia la acumulación excesiva de ahorro en la realidad

Hemos visto lo que Keynes pensaba sobre el pasado y sobre el futuro; ahora nos corresponde pensar si en la realidad presente hay algo que se parezca al pasado o futuro. Pregunto ante todo lo siguiente: ¿se ha observado en los grandes países del mundo, durante la fase ascendente de los ciclos más recientes alguna manifestación de atesoramiento de oro o de billetes por aquellas personas o grupos de la colectividad que no desean invertir tales recursos en papeles o en casas o en industrias, y sí tenerlos en forma líquida?

La experiencia demuestra —no nos referimos al caso de este país, pero sí a los grandes países como Estados Unidos, Inglaterra— que no se observa en la fase as-

cendente semejante fenómeno de atesoramiento. Hemos visto a raíz de la crisis mundial y de los largos años de inestabilidad que se sucedieron, el fenómeno del atesoramiento, ya sea en billetes u oro, pero en la fase de depresión, de desconfianza. También hemos visto que los países de Oriente, especialmente la India, sistemáticamente han absorbido una parte de la producción de oro del mundo en forma de ahorro —es decir, que el fenómeno de los viejos tiempos ha subsistido— pero en los países como Inglaterra o Estados Unidos a que me refería no ha existido en la fase ascendente de los ciclos más cercanos semejante caso. No podríamos decir pues, que lo que ocurría en el pasado ocurre en el presente.

La experiencia tampoco demuestra que haya algún síntoma indicativo de que en la fase ascendente del ciclo haya una cantidad de ahorro superior a las inversiones que se van haciendo; más aún, en las fases ascendentes, por lo general, no solamente se invierte una cantidad creciente de ahorro, sino que con frecuencia las inversiones son mayores que el ahorro, por el dinero creado por la expansión del crédito. Por lo tanto, si el ahorro resulta inferior a las inversiones en la fase ascendente, no podríamos decir que en el multiplicador, cuya aplicación es típica dentro de la fase ascendente, el ahorro ha de desempeñar un papel limitador. Lo que limita el multiplicador en la fase de ascenso no es la existencia de ahorro, que se invierte totalmente, sino la velocidad de circulación y las importaciones.

Vamos ahora a considerar la fase descendente. Durante estos períodos se plantean en los grandes países —ya veremos que en el nuestro no sucede eso— algunos fenómenos que podrían dar asidero a la creencia de que la cantidad de ahorro es superior a las inversiones. Vamos a poner un ejemplo para comprender bien el problema.

Supongamos que a raíz de la depresión no se han construido nuevas casas para satisfacer los requerimientos de la población, del comercio y de la industria, y que en un momento dado sobreviene un incremento de las inversiones en la construcción que se efectúa por gente que espera recoger buenos frutos de esa inversión. Habrá empresarios que toman prestado dinero en el mercado a un determinado tipo de interés, y que calculan un determinado rendimiento probable haciendo conjeturas sobre el nivel de los alquileres que podrían obtener tal cual lo hace cualquier empresario en cualquier otra forma de la producción. El incremento de inversiones va provocando el desarrollo de la fase ascendente que se caracteriza por el incremento de ingresos y también por el incremento de ahorro, y ese ahorro, supongamos, se vuelve a invertir, ya sea en construcciones o en otras inversiones. Así, en nuestro ejemplo, se ha seguido construyendo casas hasta que sobrevenga un momento en el que por la abundancia de las casas construidas, los alquileres comiencen a bajar más allá de lo que los empresarios han calculado como rendimiento.

La experiencia nos revela que cuando esos síntomas empiezan a aparecer, los inversores se retraen por el temor de que la baja continúe. Por lo tanto, podemos

vernos en un momento dado en esta situación: por un lado el ahorro sigue momentáneamente afluyendo al mercado y por otro lado los que antes tomaban ese ahorro prestado para realizar sus inversiones, se abstienen de hacerlo.

En ese momento podríamos hablar de un exceso de ahorro que afluye con respecto a las inversiones que comienzan a contraerse. Pero, es obvio que esto no se debe a que la cantidad de ahorro ha sido ya excesiva sino a que factores psicológicos han interferido en nuestro problema y han llevado a los empresarios a ver con desconfianza el futuro de sus inversiones, llevándolos por lo tanto a abstenerse de realizarlas. Supongamos que en ese momento haya todavía desocupados en la colectividad, que el incremento de ingresos no haya podido todavía absorber a todos los hombres sin trabajo y que en ese sistema económico haya posibilidades de extender más aún la construcción bajando los alquileres, es decir, que habría aún en el mercado una demanda potencial de casas, pero a alquileres cada vez más bajos. Si el interés en el momento en que el proceso se interrumpe era de 4% y pudiera bajar a 3%, a 2% y producir casas a un menor costo y alquiler, a menor alquiler la demanda de casas podría seguirse extendiendo. Pero podría ocurrir que la baja de los alquileres continúe y desaliente a los inversores, y que el fenómeno no se circunscriba allí sino que al contraerse los ingresos que genera la industria de la construcción, se contraiga la actividad económica según el razonamiento que ya conocemos. Al contraerse progresivamente la actividad y por lo tanto los ingresos de la colectividad se contrae también la cantidad de ahorro, es decir, que por un lado la demanda de ahorro ha disminuido, y por otro lado la oferta de ahorro ha disminuido. Si por una abstracción arbitraria supusiéramos que la demanda de ahorro ha disminuido y por lo tanto el volumen de construcciones y la oferta se mantienen constantes, bajaría el tipo de interés hasta niveles extremadamente bajos. Pero no ocurre eso. No hemos visto bajar el tipo de interés en nuestro país a niveles tan bajos. No siempre la contracción de la actividad económica se genera en un fenómeno de la naturaleza que acabo de decir.

He puesto un ejemplo típico, pero no refleja estrictamente lo que ocurre en la realidad económica de otros grandes países. La terminación de la fase ascendente y su transformación en descenso y depresión puede ocurrir por factores completamente distintos. Por ejemplo, si durante la fase descendente el crecimiento de las importaciones ha expelido una cantidad de oro que las autoridades monetarias consideran excesiva, como ocurrió sistemáticamente en los ciclos ingleses, se sube la tasa de descuento y esa es la señal para una contracción del crédito.

La contracción del crédito significa restricción de la actividad económica, es decir, contracción de la demanda de la colectividad y al contraerse, todas las inversiones que se están realizando y las que se pensaban realizar dan rendimientos inferiores a los que se habían calculado. También puede ocurrir que sin exportaciones

de oro, las autoridades monetarias juzguen —como ha ocurrido con tanta frecuencia en Estados Unidos entre las dos guerras— que la fase ascendente se va extralimitando y con razón o sin ella suban la tasa de descuento o realicen operaciones de mercado abierto para provocar la contracción de la actividad económica y por lo tanto el descenso cíclico, siguiendo una política que quizás Keynes ha sido uno de los hombres quien con más brillo ha atacado por absurda, pero impuesta muchas veces por las circunstancias.

Yo me pregunto si después de este examen un poco rápido y superficial que acabo de hacer, se podría justificar la creencia de que en la sociedad contemporánea existe una tendencia hacia la acumulación del ahorro en mayores cantidades que las inversiones pueden absorber. No veo ningún síntoma de que ello haya ocurrido en la actualidad, ni veo ninguna manifestación del proceso tal cual ha ocurrido en otras épocas históricas o tal cual podría ocurrir en el futuro, siempre que la enorme destrucción de ahorro provocada por las fases descendentes no vuelva a ocurrir. Se comprenderá que con la sucesión sistemática de fases descendentes en la actividad económica y la enorme contracción de los ingresos, todos los países del mundo sufren la pérdida de enormes oportunidades para ahorrar. Si mediante la política que Keynes y otros hombres preconizan los principales países logran evitar esos descensos sistemáticos de la actividad económica en las fases cíclicas, es posible que la pérdida de ahorro se reduzca a lo que fatalmente se perdería por deficiencias del sistema o por mala aplicación del ahorro —tanto por parte de los individuos como de los gobiernos— en inversiones improductivas o por las guerras. Entonces sería posible que el ahorro crezca en tal forma que sobrepase el monto de las inversiones que podrían hacerse a determinados tipos de interés. Pero no veo en la realidad actual síntoma alguno de que ello ocurra.

En todo este razonamiento hemos tomado el caso de países desarrollados. Para el caso de países nuevos, como el nuestro, mi preocupación es que se utiliza mal o se destruyen grandes cantidades de ahorro nacional, sustrayéndolo así de las aplicaciones productivas esenciales para elevar el nivel de vida de la población. La inversión adecuada del ahorro acumulado en los años de abundancia permitirá aumentar la eficiencia de la producción y la cantidad de bienes y servicios, o sea, la cantidad de réditos netos del país. Sin ello no será posible lograr la progresiva elevación del nivel de vida. Lejos pues de ver para nuestro país en el futuro inmediato un problema de exceso de ahorro, veo con gran preocupación un problema de falta de ahorro propio que nos lleve a tener que importar ahorro extranjero en cantidades excesivas, por deficiencia o mala utilización del ahorro nacional.

Por lo tanto, yo no encuentro en la teoría del ahorro de Keynes tal cual se la podría interpretar, y sobre todo en el multiplicador tal cual lo ha presentado, elementos suficientes como para afirmar que está justificada por la observación de la realidad.

6. *El debilitamiento del desarrollo económico y la falta de estímulo persistente en la demanda mundial*

Pero no puedo dejar de desconocer que el hecho que ha influido más sobre Keynes y los hombres que han escrito sobre esta materia entre las dos guerras es el fenómeno de la desocupación crónica.

Era necesario, en verdad, encontrar una explicación teórica —no una justificación— de este fenómeno que caracterizó especialmente a Inglaterra y en general a todos los países en el lapso comprendido entre las dos guerras. No es aún el momento de referirnos a estos asuntos pero sí ha llegado la oportunidad de plantearlo simplemente.

Volvamos al razonamiento teórico. Se concibe muy bien un sistema económico en perfecto equilibrio en el cual las exportaciones igualan a las importaciones y los ingresos se gastan íntegramente —en donde el ahorro se invierte por completo— y en el cual sin embargo no hay plena ocupación. Sean los ingresos 10.000 y las exportaciones e importaciones 2.000, esto es el 20%. Supóngase que los ingresos puedan crecer en 25% más absorbiendo a todos los desocupados. Las exportaciones han dejado de crecer. Anteriormente su crecimiento persistente en el tiempo, a través de las fluctuaciones cíclicas, había provocado el crecimiento constante de los ingresos. Mientras tanto se han incorporado nuevas generaciones que sólo encuentran parcialmente trabajo.

En tales circunstancias la expansión del crédito bancario para realizar *incrementos* de gastos o inversiones que permitan absorber los desocupados encuentra prontamente un serio inconveniente: el desequilibrio del balance de pagos y la pérdida persistente de oro y divisas.

Lo que impide hacerlo es el alto coeficiente de importaciones. El sistema ha alcanzado su equilibrio con un coeficiente de importaciones que no le permite llegar a la plena ocupación. Para llevar los ingresos a 12.500, o sea el 25% adicional que decíamos, sólo hay dos caminos: aumentar las exportaciones de 2.000 a 2.500, lo que no es posible hacer por la estancación de las exportaciones; o bajar el coeficiente de importaciones de 20% a 16% de modo que las importaciones se mantengan en 2.000 no obstante el crecimiento de ingresos.

En tal caso, el incremento de gastos e inversiones mediante la expansión del crédito para conseguir la plena ocupación no afectaría el balance de pagos ni las reservas metálicas.

La demostración es sencilla. Supongamos que la cantidad de dinero era de 3.333 o sea que se transformaba en ingresos 3 veces en el año para producir el total de 10.000. No contamos las disminuciones por importación de cada etapa circula-

toria pues se compensan con aumentos equivalentes por exportación en un sistema en equilibrio. Ahora bien. Disminuido el coeficiente de importaciones se aumenta la cantidad de dinero de 3.333 a 4.000 o sea en 25%. Si la velocidad de circulación no ha cambiado, esos 4.000 de dinero llevan los ingresos a 12.500 de los cuales el 16% se gasta en importaciones o sea los mismos 2.000 de antes cubiertos por las exportaciones. Véanse las cifras en el cuadro que sigue.

Cuadro Nº 5

Ingresos totales	**I** **10.000**	**II** **12.500**
Actividad interna	8.000	10.500
Importación	2.000	2.000
Dinero	3.333	4.000
Oro	1.666	1.666
Coeficiente de importaciones	20%	16%
Proporción de oro con respecto al dinero	50%	41,2%

Reflexiónese en que no se han disminuido las importaciones para aumentar el total de ingresos: simplemente se ha modificado su composición, reduciendo, por ejemplo, la cantidad de artículos cuya producción interna se desea expandir y aumentando las importaciones de materias primas y maquinarias.

Obsérvese también que si bien la proporción del oro con respecto al dinero circulante ha descendido, no se debilita la posición monetaria por cuanto se tiene la misma cantidad de oro para el mismo balance de pagos de donde provienen las fluctuaciones que exigen el empleo de esas reservas.

Hay que advertir finalmente en que si bien el total de ingresos en dinero ha aumentado en 25%, los artículos y servicios a disposición de la colectividad no tienen necesariamente que haber subido en la misma proporción. Ello depende de la eficiencia con que hayan desarrollado las nuevas producciones o se haya expandido la producción existente.

Bástenos por ahora este planteo esquemático del serio problema que muchos países, entre ellos el nuestro, han tenido que afrontar después de la crisis mundial. La lenta recuperación del comercio exterior ha llevado después de penosas experiencias a bajar en una forma u otra el coeficiente de importaciones para reactivar la economía interna y disminuir la desocupación. Entre los factores que más han influido en ese fenómeno del comercio exterior se menciona siempre la elevación de las tarifas, principalmente por parte de EE.UU. y las restricciones que con tanta

rapidez se propagaron en todos los países del mundo. Hay que agregar un factor que a mi juicio ha tenido también una importancia capital y que ya he mencionado otra vez: el debilitamiento de la función del oro como estímulo persistente de la demanda mundial. No es este aún el lugar para ocuparnos de ello aparte de que nos hemos alejado un tanto de la descripción cíclica recorriendo un camino que nos ha de permitir comprender mejor el ciclo y la índole de los procesos monetarios en la realidad.

113
EL PAPEL DE LAS INVERSIONES EN LOS MOVIMIENTOS CICLICOS ARGENTINOS*

1. El ciclo en nuestro país no se origina por factores internos

Hasta ahora habíamos considerado los fenómenos que ocurrían en el balance de pagos y en el crédito en la economía interna y habíamos visto cómo la influencia de los elementos exteriores es preponderante; elementos exteriores resultantes del curso del ciclo internacional y traducidos en nuestro país por un incremento de la demanda exterior, que hace aumentar las exportaciones, y por un incremento en las inversiones de capitales extranjeros.

No he observado, ni en los ciclos que he visto de cerca ni en los que he podido estudiar en nuestra historia, la existencia de elementos internos con fuerza suficiente como para promover por sí mismo nuestro movimiento ondulatorio. En esto, precisamente, nuestras teorías sobre el ciclo argentino tienen que diferir fundamentalmente de las que explican el mismo fenómeno en los grandes países industriales y acreedores.

Recordemos previamente cuáles son los elementos característicos del ciclo en esos países, para luego compararlos con los nuestros. Uno de ellos, quizás el más característico, se manifiesta en la producción de bienes instrumentales o de capital. Supongamos que se haya prolongado por algún tiempo la fase de depresión, en tal forma que la industria, en virtud del decaimiento de la demanda, no haya tenido el incentivo suficiente para renovar sus plantas, sus maquinarias y mucho menos para extenderlas. Llega un momento en que la demanda, que había estado desarrollándose en un nivel extremadamente bajo, se aviva y ello da el signo para comenzar a realizar inversiones, renovando y ampliando las plantas industriales. Esas inversiones se manifiestan inmediatamente en un aumento de la demanda de maquinarias y de bienes instrumentales. Las industrias que los producen tienen una importancia considerable en el conjunto de la actividad económica de esos países, de manera que la reactivación de esa demanda engendra un proceso de crecimiento

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*. Fascículo Nº 8, págs. 104-112, impreso el 2 de noviembre de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

económico, que se transmite y amplía a través de la circulación del dinero que se pone en juego al pagar materias primas, salarios, sueldos, etc. Así, pues, la fase ascendente del ciclo se caracteriza en esos países por un ascenso en la producción de bienes instrumentales y por la repercusión que esto tiene en el resto de la actividad económica.

Llega un momento en que ese proceso se detiene; por un lado, porque la industria de bienes de consumo se ha equipado con los bienes instrumentales que necesitaba y por otro, porque decae la demanda de los bienes de consumo que estas industrias fabrican, ya sea por razones internas de crédito o por razones exteriores. Sobreviene así la contracción en la actividad de las industrias de bienes instrumentales, y así como la expansión anterior provocaba una mayor expansión de la actividad económica general, esa contracción es el signo del comienzo de una fase descendente.

Esa es, muy esquemáticamente, la descripción del movimiento cíclico en los países industriales. Pero ello no quiere decir que todos los ciclos respondan a esa norma; se concibe perfectamente que se desarrolle a causa de otros factores. El ciclo también puede obedecer a factores de índole monetaria, independientes de los otros factores que hemos visto actuar en lo que respecta al desarrollo de la producción en las industrias de bienes instrumentales.[1] En realidad, unos y otros actúan conjuntamente con mayor o menor intensidad, según las circunstancias.

Veamos ahora en qué consisten las diferencias entre los factores típicos de ese ciclo y los del ciclo argentino. Salvo pequeñas excepciones, no existen en nuestro país industrias que producen bienes instrumentales; la casi totalidad viene del extranjero, de manera que nuestra demanda de tales bienes se refleja en el curso de las importaciones. No podríamos pues explicar todo el desarrollo de nuestro proceso cíclico por las fluctuaciones en la demanda de esas importaciones. Tampoco es dable concebir en la Argentina el desarrollo de un ciclo provocado por fenómenos de orden monetario iguales a los que operan en esos países industriales y acreedores. En ellos, la depresión se caracteriza por una reabsorción del oro que en la fase ascendente había salido para los países de la periferia entre los cuales está el nuestro, mientras que entre nosotros la fase de depresión se caracteriza, precisamente, por una disminución de las reservas metálicas, que no solamente afecta al oro y las divisas que habían entrado en la fase ascendente sino que muchas veces toca las reservas metálicas preexistentes. Por lo tanto, mientras en los países industriales y acreedores es posible salir de la depresión con una dilatación del crédito —lo que

[1] En las páginas 61 a 63 se explica someramente el típico proceso cíclico de Inglaterra antes de la Primera Guerra Mundial, donde la acumulación de recursos monetarios internacionales en Londres durante las depresiones favorecía la iniciación de la fase ascendente. (*N. del Ed.* Las páginas citadas corresponden al capítulo 100 de este volumen.)

puede hacerse en virtud de que las reservas metálicas han sido acrecentadas por obra de los factores que hemos mencionado— en los países de la periferia no es posible hacerlo sin graves consecuencias, puesto que precisamente la fase de depresión se caracteriza por esa disminución de las reservas metálicas, de suerte que cualquier expansión autónoma del crédito, ocasionaría en seguida trastornos muy serios en el sistema bancario, que agravarían el desequilibrio del balance de pagos, o nos llevaría a una mayor depreciación monetaria, si es que el país ha debido abandonar el patrón oro anteriormente.

De este cotejo lógico que acabo de hacer entre las características del ciclo internacional y el nuestro, se desprende que aquellos factores que en esos países tienen magnitud y fuerza suficiente para provocar el fenómeno cíclico no la tienen en nuestro país, o no pueden hacerlo en forma autónoma por cuanto el fenómeno del balance de pagos se interpone.

Esto no excluye que se desarrollen ciclos autónomos en la Argentina; los hay en distintas industrias pero ellas no tienen la magnitud e importancia que las industrias de bienes instrumentales ocupan en los países industriales. Sus ciclos parciales se circunscriben al sector en que ellos ocurren sin llegar más lejos que a algunas industrias o actividades conexas. Al hablar de las inmovilizaciones del crédito ya se ha mencionado el ciclo ganadero, y existen también ciclos típicos en la industria del vino. La producción se estimula en momentos en que una mala vendimia provoca la suba de precios y ello induce a extender los cultivos y a aumentar la producción local. Al cabo de cierto tiempo es el fenómeno de superproducción el que ocasiona la baja, tanto más seria si coincide con una fase descendente en el ciclo económico general.

Existe además una industria muy importante cuyos ciclos podrían tener una influencia general. Es la industria de la construcción, otra de las actividades típicas del desarrollo cíclico en los países industriales y acreedores. La construcción, como es sabido, tiene en nuestro país una enorme importancia y afecta a una gran cantidad de industrias conexas; los ingresos de los hombres que trabajan en ella tienen una considerable influencia colectiva en el resto de la actividad económica. Sin embargo, no observamos tampoco en esta industria ciclos autónomos que puedan influir considerablemente sobre el ciclo económico general, porque no se concibe en nuestro país un desarrollo intenso de la construcción, sino en la fase ascendente, cuando debido a la expansión de la actividad económica y al acrecentamiento de los ingresos se acumulan cantidades crecientes de ahorro. En este último caso, la industria de la construcción puede desarrollarse; pero cuando sobreviene la fase descendente no puede seguir haciéndolo con la misma amplitud. Si se usa crédito bancario, el auge que podrá señalar estará necesariamente limitado por las consecuencias que la expansión de los préstamos de los bancos no tarda en provocar en el balance de pagos.

Por lo tanto, podemos formular esta conclusión: que en nuestro país la fluctuación de la actividad económica ha obedecido a las variaciones de los factores de origen exterior que configuran el movimiento de nuestro balance de pagos. Podemos afirmar que no hay factores internos independientes capaces de generar por sí solos el desarrollo cíclico; pero ello no significa negar que cuando a los factores exteriores se agregan factores internos que provocan una mayor demanda de crédito o aceleran la velocidad de circulación del dinero, el fenómeno de expansión cíclica es más intenso. No repetiremos lo dicho acerca del multiplicador y los factores que en él influyen.

Hecha esta aclaración, vamos a entrar a examinar las características principales de la actividad económica interna en el movimiento cíclico.

El hecho de que las inversiones de ahorro en bienes instrumentales o en otros campos productivos no tengan en nuestro país fuerza suficiente para generar el ciclo económico, no quiere decir que no se observe en ellas un movimiento ondulatorio característico y definido. La fase ascendente se caracteriza por un incremento de las inversiones y un aumento del consumo general de la población, que proviene, por un lado, de la incorporación de capitales extranjeros, y por otro, de la aplicación del ahorro interno que se va generando en la fase ascendente. Veamos cuáles son las oscilaciones de las inversiones en la fase ascendente del ciclo.

Analizaremos, en primer lugar, la tierra; luego las construcciones; en seguida la construcción de ferrocarriles, el desarrollo de los transportes y los servicios públicos; en cuarto lugar las obras públicas del Estado, y finalmente las inversiones en la industria, el comercio, la banca, las compañías de seguros, etcétera.

Al enumerar estas distintas formas de inversión no se da a unas prelación sobre otras. Ella depende del ciclo y del momento histórico en que el mismo se desarrolla.

2. LAS INVERSIONES EN TIERRAS

Las inversiones en la tierra son características de los ciclos de la segunda mitad del siglo pasado y del período que transcurre hasta la Primera Guerra Mundial. Son tiempos de crecimiento continuo de la economía nacional en virtud de dos factores que actúan persistentemente: la demanda exterior y las inversiones sistemáticas de capital. Ese crecimiento intenso induce a invertir capital en el sector agropecuario, que era la fuente de producción por excelencia que respondía ya sea con ahorro nacional —beneficios obtenidos en la misma producción agropecuaria o en otros sectores o con crédito bancario corriente— o con ahorro extranjero, que se incorporaba directamente a la tierra o afluía por la colocación de cédulas hipotecarias en los mercados exteriores. Ese capital que se invierte en la tierra da lugar a que se incre-

menten nuestras importaciones por la mayor demanda de maquinaria agrícola, de reproductores, de molinos, de alambre, es decir, de todos aquellos bienes instrumentales que requiere la producción agropecuaria. El criterio con que se hacen estas inversiones está influido intensamente por el curso de los precios internacionales, por la demanda de los productos y por la forma en que los medios de transporte se van extendiendo por todo el territorio nacional. Los que invierten su dinero en la tierra, ya sea para producir en ella o para especular, hacen conjeturas acerca del futuro desenvolvimiento de la producción y de los precios; esas conjeturas, en la fase ascendente del ciclo, están coloreadas por un gran sentimiento de optimismo que lleva, por lo general, a una valorización marcada de la tierra. Esta se compra a precios de más en más altos, tanto por los que desean producir en ella como por los que especulan con su propio ahorro o con dinero nuevo creado por los bancos. El alza de precios de los inmuebles, que la gente espera se mantenga, atrae las inversiones de quienes buscan recibir de ella réditos cada vez mayores, u obtener un beneficio de capital al realizar el bien a precios superiores al de compra.

Así se explica que el dinero invertido en propiedades dé muchas veces un rendimiento inferior al que podría obtenerse en hipotecas o en títulos. Es que en esos casos se descuenta la futura valorización de la tierra, por la influencia del alza de precios o la evolución de los medios de transporte en el país.

Asimismo, en ciertos momentos el aumento de las inversiones en la tierra puede ser el resultado de la desconfianza en la moneda. La gente teme que ésta pierda su valor y busca un campo de aplicación para su dinero, que lo ponga a cubierto de pérdidas o que le permita ganar por la continuación de la valorización de la tierra.

El movimiento de alza en el precio de los inmuebles termina de repente cuando sobrevienen los primeros síntomas del descenso cíclico, y ello tiene la influencia que todo cambio en los factores psicológicos ejerce sobre la gente. Aquellos que han creído en la valorización indefinida de la tierra se abstienen de invertir al ver que se contraen las exportaciones o bajan los precios de los productos agropecuarios. Empiezan así a caer los precios de las tierras y los bancos, que habían alentado la especulación inmobiliaria dando facilidades de crédito a los que operaban en propiedades, ven reducirse el efectivo de sus arcas por obra del balance de pagos y contraen el crédito acentuando así las fuerzas de liquidación del proceso descendente.

Por su parte, se retraen también los préstamos hipotecarios y sube el tipo de interés. Así, pues, las especulaciones inmobiliarias en nuestro país han terminado en el momento en que aparecen los primeros síntomas de descenso del ciclo, y la caída ha sido tanto más intensa cuanto mayor haya sido el impulso especulativo de la fase ascendente y cuanto más dinero ajeno se haya empleado en el proceso. A veces la baja de los precios de la tierra se prolonga por mucho tiempo, de tal suerte

que cuando sobreviene una nueva fase ascendente —ocasionada por la recuperación de los factores exteriores— suele continuar pues no se confía aún en su recuperación. Es lo que hemos observado en los ciclos anteriores a la primera guerra europea. En los que siguen, por ejemplo en la fase ascendente del que culmina en 1920, no solamente no se observa un gran movimiento de propiedades, sino que se desarrolla bajo la influencia de un movimiento prolongado de baja en los precios de los inmuebles, reacción natural contra el alza que caracteriza al ciclo de anteguerra, que fue de gran actividad inmobiliaria, de gran especulación en inmuebles en donde intervienen los bancos, los capitales extranjeros y las cédulas hipotecarias.

Asimismo el ciclo caracterizado por el abandono del patrón oro en el año 1929 no tiene síntomas manifiestos de especulación inmobiliaria. Se observa un movimiento más activo que de costumbre y una cierta elevación de precios, pero no como las anteriores. Después, debemos llegar hasta años recientes para notar fenómenos típicos de valorización inmobiliaria como el que presenciamos en estos momentos, que no afecta tanto a la propiedad rural —por cuanto los precios no han subido durante este ciclo con la intensidad suficiente para provocar un movimiento de esa naturaleza— sino a la propiedad urbana, debido en gran parte a la dificultad para utilizar esos ingresos en la importación.

Además en el movimiento de alza que se desarrolla en los últimos años, tampoco encontramos la intervención activa del crédito bancario; es un movimiento de alza marcado en gran parte por el dinero propio que la gente invierte en inmuebles, de modo que cualquier eventual caída de precios no tendría las mismas consecuencias que si interviniese el crédito bancario en el proceso de valorización.

3. LAS CONSTRUCCIONES, LOS SERVICIOS PÚBLICOS Y LAS OBRAS DEL GOBIERNO

El segundo campo de inversión que mencionamos se refiere a las construcciones, característica persistente de todos nuestros ciclos. En todas las fases de ascenso hemos observado con más o menos intensidad la inversión activa de capital en las construcciones. Lo mismo que en el caso de las inversiones en tierras, el aumento de las construcciones incide sobre las importaciones, puesto que buena parte de los materiales que se usan proviene del exterior. Si bien el fenómeno ha cambiado algo en los últimos años, en todos nuestros ciclos el desarrollo de la construcción ha significado necesariamente el aumento de las importaciones de ciertas categorías de bienes instrumentales requeridos en la construcción.

También a veces se ha observado que junto al ahorro genuino se usaba crédito bancario, que al igual que en las operaciones inmobiliarias conduce a la inmovilización en la fase descendente, según se ha explicado.

Una forma muy típica de inversión, de capitales extranjeros en nuestros ciclos del siglo pasado y de los primeros años del actual, anteriores a la guerra mundial, ha sido la construcción de ferrocarriles y el desarrollo de servicios públicos. Una parte considerable del capital extranjero que nos llegaba en la fase de ascenso se invertía en esas formas de actividad económica, dando lugar a un gran incremento de la ocupación, seguido luego, en la fase descendente, por un fenómeno de desocupación.

En la fase ascendente se observa habitualmente el incremento de las obras públicas del Estado. En los ciclos anteriores a la gran crisis mundial de 1930, en el desarrollo de las obras públicas, prevalece generalmente la intervención del capital extranjero. El Gobierno hacía obras públicas en la medida en que conseguía fondos del exterior, pero en la fase descendente con frecuencia hacía uso del crédito bancario para continuar las obras cuando se le agotaban los recursos.

El uso del ahorro nacional en la realización de obras públicas del Gobierno es un fenómeno nuevo de los últimos diez años, explicable por varios factores. En primer lugar, porque al detenerse la atracción que la tierra tenía tradicionalmente sobre el ahorro nacional, por la detención del crecimiento físico de nuestras exportaciones, ese dinero tiende a ir en parte a los títulos del Estado. Además, el crecimiento de los ingresos y del ahorro nacional ha sido acompañado por modificaciones técnicas en el mercado de capitales, que en cierto modo han incidido para que ese ahorro, a través de su inversión en papeles del Estado, participe en la financiación de las obras públicas.

4. Las inversiones en las demás actividades

Finalmente, mencionaremos las inversiones en la industria, en el comercio, en la banca y en las compañías de seguros. En las primeras es donde hemos notado tanto el concurso del capital extranjero como del nacional, en especial del ahorro proveniente de los beneficios de la industria.

El desarrollo industrial en el país se ha referido especialmente a las de consumo, esto es, transformadoras de materias primas nacionales o extranjeras, y ha sido muy intenso en los últimos diez años. Por ello no se ha observado ese fenómeno de activa ocupación y desocupación industrial en las fases ascendente y descendente del ciclo respectivamente, como podría ocurrir en los ciclos futuros, si es que una hábil política monetaria no nos permite atenuar la incidencia de los factores exteriores en nuestro país.

Como ya se ha expresado, no parece posible que el reciente e intenso crecimiento de la industria de consumo vaya a poner al país a cubierto de las fluctuacio-

nes anteriores. No creo en tal cosa y ya vimos oportunamente algunos datos sobre la incidencia de determinadas fluctuaciones del comercio exterior en países de distinto coeficiente de importaciones, de los cuales se desprendía que aquellos países con un coeficiente de alrededor del 20% eran los que más desfavorablemente situados se encuentran frente a las fluctuaciones de factores externos. Y el fenómeno es perfectamente explicable mientras las exportaciones en un país agropecuario como el nuestro sigan teniendo una importancia tan grande en el total de los ingresos de la economía nacional, en forma tal que sus variaciones incidan sobre la demanda total del país, tanto para mercaderías y servicios nacionales como extranjeros.

Por otro lado, la industria necesita en buena parte maquinarias y materias primas del extranjero, lo que, unido a la importancia que aún conservan las exportaciones en el conjunto de la actividad económica nacional, ponen a nuestra actividad manufacturera, en un campo muy sensible a la oscilación de los factores de orden externo, exponiéndolos a las fluctuaciones de la ocupación que son características de los ciclos de los países industriales. Ello se agrega así a las otras formas típicas de ocupación y desocupación que han caracterizado el desarrollo de los ciclos económicos argentinos.

Conviene aclarar que si bien el desarrollo de la industria acentúa el proceso cíclico en nuestra economía, estoy, por otro lado, persuadido de que la política monetaria anticíclica que consideraré al final del curso podrá, si se aplica con energía, atenuar en gran parte la acción de los factores exteriores y asegurar un desarrollo estable de la industria. Esta ha venido, pues, a introducir un nuevo elemento en la actividad económica, y a traernos nuevas posibilidades de acción anticíclica que antes no teníamos. Basta reflexionar en que ese crecimiento de la industria y de las otras actividades económicas internas nos ha permitido reducir el coeficiente de importaciones en el país y nos permitirá, según sea el curso de la economía internacional después de esta guerra, aplicar una política económica que facilite nuestro desarrollo aun cuando crezcan lentamente las exportaciones, y que nos permita crecer muy vigorosamente si las exportaciones crecen vigorosamente.

5. EL FACTOR PSICOLÓGICO EN EL PROCESO CÍCLICO

He hablado hasta ahora de los distintos factores del balance de pagos, de la forma en que éstos se traducen a través del mecanismo monetario en fenómenos que afectan la actividad económica interna. Pero queda todavía por señalar la importancia de un factor de extrema significación en el movimiento cíclico: el factor psicológico.

Una determinada combinación de elementos en el balance de pagos, un determinado crecimiento de la exportación que produzca un determinado incremento en el efectivo de los bancos producirá un efecto de igual, mayor o menor magnitud, según

el estado psicológico de la población, de los hombres de negocios, de los banqueros, y de los hombres de Gobierno. Es muy fácil comprenderlo por cuanto ya hemos visto que la actividad se desarrolla en función de las perspectivas que ven y de las conjeturas que hacen los productores rurales, los comerciantes de campaña, los industriales y los importadores acerca del curso de la demanda futura. En esas conjeturas, naturalmente, la apreciación individual —influida por el ambiente psicológico— tiene una importancia fundamental. Así que determinados factores de orden objetivo producen al combinarse, efectos más o menos intensos, según la índole de los factores psicológicos que en un momento dado entran en juego en la fase ascendente.

Naturalmente que estos últimos no son absolutamente independientes: dependen del curso de la situación mundial, de las perspectivas que la gente ve para las empresas, de la situación política interna y externa. Todos estos elementos objetivos influyen sobre los hombres, cuyas determinaciones tienen gran significación en el desarrollo de los negocios, ya sea de las inversiones, del consumo o de la actividad de la administración pública. Esa reacción psicológica depende, por otro lado, de la combinación, diremos, de los factores humanos, por llamarlos así, que entran en una determinada situación.

Hay hombres de empresa, hombres de gran empuje, de imaginación, de optimismo, capaces de afrontar riesgos, de tomar decisiones en el mundo de los negocios sabiendo los peligros que corren y teniendo en cuenta la posibilidad de hacer ganancias. Son los hombres que provocan la expansión, o que aprovechan las circunstancias favorables a ella en la vida económica corriendo los riesgos típicos del sistema de libre concurrencia en que vivimos.

Hay otros hombres de características psicológicas completamente opuestas: son los hombres prudentes, los que no hacen uso extensivo del crédito como lo hacen los primeros, los hombres que prefieren más bien acumular sus ahorros y beneficios para esperar el momento oportuno y hacer sus inversiones. Son los hombres capaces que en la vida de los negocios van paso a paso, y que en la vida de las finanzas públicas no acometen ninguna obra pública hasta no tener en las arcas el dinero con que pagar esas obras: son los hombres que actúan principalmente en los períodos de depresión. Cuando buena parte de los otros entran en una situación débil o fracasan, aparecen los hombres capaces para comprar generalmente a bajo precio lo que los otros construyeron con optimismo y espíritu de riesgo en la fase ascendente.

Unos y otros hombres son indispensables en la colectividad. El desarrollo de nuestros ciclos depende de la forma en que esos hombres se combinan tanto en la dirección de la economía privada como en la dirección de la economía pública. Si los hombres activos, de imaginación, prevalecen, o si su proporción es excesiva, la inestabilidad es muy grande. Si los otros son los que prevalecen la estagnación del país es la característica de la fase.

Pero no hemos explicado todavía otra categoría de hombres que no son ni extremadamente optimistas ni extremadamente pesimistas: son los irresponsables.

El hombre optimista que corre riesgos porque sabe muy bien en qué consisten esos riesgos, sabe muy bien lo que hace. También sabe lo que hace el hombre extremadamente pesimista. Pero el irresponsable toma riesgos sin saberlo, porque los ignora o no tiene la penetración o espíritu de previsión necesarios para darse cuenta de que determinados actos en la vida de los negocios van a producir fatalmente determinadas consecuencias. En este caso no hay riesgo, sino certeza en cuanto a las consecuencias que se producirán. De manera que cuando en esa combinación entra una proporción demasiado fuerte de irresponsables, ya sea en la vida de los negocios o en la vida de las finanzas públicas y mucho más si se agregan a la vida bancaria del país o a su vida financiera, los resultados son evidentes en la fase descendente. La actuación de los irresponsables en este país ha sido la inflación monetaria con todas sus catastróficas consecuencias en la vida nacional.

114
LAS FINANZAS PUBLICAS DURANTE EL CICLO ECONOMICO*

Nos falta estudiar un punto para terminar el examen de la teoría del ciclo. Subrayo *la teoría del ciclo* porque espero tener luego la oportunidad de estudiar algunos de los últimos ciclos y verificar en qué medida esta teoría se cumple en la realidad de nuestro país. Se refiere al curso de las finanzas públicas durante el ciclo, punto sobre el cual hicimos por cierto algunas referencias en clases anteriores.

Dos hechos bien característicos configuran el desarrollo de las finanzas del Estado durante la fase de ascenso: en primer lugar, por obra del aumento de los ingresos de la colectividad crecen las recaudaciones públicas y el mismo aumento de ingresos expande la cantidad de ahorro que afluye al mercado en busca de inversiones.

En buena parte de la historia de nuestros ciclos, los impuestos de aduana han desempeñado un papel muy importante. Su proporción en el conjunto de las recaudaciones nacionales ha sido tan grande que al crecer las importaciones, como primera consecuencia, el Tesoro ha podido siempre aumentar sus ingresos y así en mayor o menor grado las entradas por otros impuestos. Aun antes de crearse un tributo tan elástico como el Impuesto a los Réditos, nuestras recaudaciones acusan una conducta absolutamente cíclica: aumentan en la fase ascendente y disminuyen en la fase descendente del ciclo sin que se toquen las tasas impositivas. Cuando suben las recaudaciones y crece la posibilidad de obtener empréstitos en el exterior, los gastos fiscales aumentan con suma facilidad, según fue la característica de casi todos nuestros ciclos hasta los últimos años.

Asimismo, cuando se hace más fácil obtener ahorro local, los trabajos públicos y las obras diversas que emprende el Estado también aumentan. Es decir que el incremento de gastos, lejos de ser anticíclico, es decir, lejos de tender a disminuir la amplitud de las fases ascendentes y descendentes contribuye más bien a exagerarlas cuando el Estado, además de los recursos provenientes del empréstito y del impuesto que aumentan en la fase ascendente, hace uso del crédito bancario. La exa-

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 8, págs. 112-115, impreso el 2 de noviembre de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

geración del movimiento es mucho mayor si cuando se desarrolla la fase descendente, el Estado no dispone de los recursos del empréstito ni del impuesto para cubrir los nuevos gastos que ha iniciado en la fase ascendente, sobre todo en un país de gran potencia de crecimiento como es el nuestro.

Se incurre así en déficit y se tiende a su aumento progresivo, puesto que el Gobierno encuentra dificultades para contraer violentamente las obras públicas emprendidas y para rebajar los sueldos o arrojar de la administración a los empleados que ha nombrado durante la fase ascendente. Por eso es un rasgo típico de la fase descendente del ciclo argentino el déficit del presupuesto, que representa, como hemos visto, la inmovilización del crédito bancario y que tiende, por lo tanto, a expeler una mayor cantidad de oro de la que había entrado en la fase de ascenso.

Por ello ha sido el déficit fiscal un factor de considerable importancia en el fenómeno del abandono del patrón oro en nuestro país. Precisamente, por este curso cíclico de los gastos del Estado se ha sugerido algunas veces, tanto en nuestro país como en otros, la conveniencia de que durante la fase de prosperidad del Estado en lugar de aumentar sus gastos con los recursos que fácilmente obtiene por el desenvolvimiento cíclico, reserve sin gastar una parte de los impuestos, o acumule fondos de los empréstitos a fin de poder emprender gastos de carácter compensatorio durante la fase descendente del ciclo.

Aun cuando no ha llegado el momento de tratar la política anticíclica, diré de paso que hay dos grandes obstáculos que se oponen al desarrollo de una política tal en nuestro país: uno económico y otro de carácter político y humano. El primero consiste en lo siguiente: si en la fase ascendente todavía no se ha llegado, como no suele llegarse, al punto de plena ocupación de las fuerzas productivas del país, no tendría aparentemente sentido alguno que el Estado, pudiendo emprender obras que dilaten la actividad económica y contribuyan a llevarla a ese punto de plena ocupación, se sustraiga de la tentación de hacerlo; tentación muy explicable e impuesta por las circunstancias y por el propio impulso del desarrollo del país. Sustraer del mercado una parte del incremento de ingresos engendrados por el ciclo significa disminuir la intensidad de la actividad económica y por lo tanto impedir que parte de los desocupados se incorporen a esa actividad.

En segundo lugar nos encontramos con otro inconveniente, también muy comprensible. Es natural que la eficacia de un gobierno dependa en gran parte de los recursos o de los incrementos de recursos que ha tenido para desarrollar su gestión, y así suele medirse tal eficacia de acuerdo con la índole y cantidad de obras públicas, con los servicios sociales que el Gobierno ha incorporado.

Si un gobierno cuenta con recursos suficientes para emprender esas obras públicas o dilatar los servicios de la administración, muy pocos serán los hombres responsables de la gestión pública que consientan en una política anticíclica, que

signifique atesorar esos recursos para que luego un gobierno posterior los gaste y tenga, por lo tanto, la oportunidad de hacer una gestión eficiente de la cual se vería privado el que ha contenido sus gastos.

Esta consideración de orden práctico tiene una importancia fundamental, a tal punto que al preconizar una política anticíclica, tomando los hechos tal cual son, me libraré por completo de hacer una sugestión de esta naturaleza. Lo más que se podría pedir en una política anticíclica es que, llegada la actividad económica del país al punto de plena ocupación, el Gobierno no exagere sus gastos porque ya no tendría ningún sentido económico y social el hacerlo.

Para terminar este examen, anotaremos que el fenómeno cíclico que hemos estudiado desde el punto de vista exclusivamente monetario y económico, prescinde de esos problemas y tiene repercusiones en otros ámbitos, especialmente en el demográfico y social. En nuestra historia, en aquellas épocas en que el país estaba abierto a la inmigración, la fase ascendente ha coincidido generalmente con la activa entrada de hombres del exterior. El ciclo interno iba acompañado, por lo tanto, de esa manifestación externa. Por otro lado, también se ha comprobado en este país —y a mí me tocó hacer este estudio[1]— que ciertos fenómenos, como el de la nupcialidad, tenían un curso cíclico, que los movimientos observados en la Capital Federal tenían una correlación muy estrecha con el movimiento del comercio exterior argentino, que es el mejor índice de nuestro desarrollo cíclico. Y así en otros fenómenos de la vida social se notan las repercusiones de carácter cíclico. En nuestro país tenemos allí por delante un campo que espera todavía ser explorado por el investigador.

[1] Anotaciones demográficas a propósito de la teoría de los movimientos de la población, por Raúl Prebisch, Buenos Aires, 1926. (*N. del Ed.* Publicado en el tomo I, capítulo 38, de esta obra).

115
LA DEPRECIACION MONETARIA*

Vamos a entrar ahora en un campo interesantísimo para nuestros economistas y sociólogos que ha provocado vivas controversias y polémicas apasionantes en la Argentina, tanto en el pasado remoto como inmediato, y en las que pocas veces se ha podido ver con claridad la verdad objetiva. Faltan todavía investigaciones serias sobre la historia monetaria del país y sobre el proceso crónico que hemos tenido.

En el fondo, se ha observado un conflicto persistente entre los elementos dinámicos propios de un país con grandes posibilidades de crecimiento con una propensión natural hacia el crecimiento y la exageración, por una parte; y la inadecuación del régimen del patrón oro que sistemáticamente se ha tratado de implantar y que en la misma ha sido destruido por la realidad, por otra. Basta señalar este hecho muy significativo: en los últimos 75 años de la historia monetaria argentina, el patrón oro solamente ha actuado en un número de años que no excede de 25, y ha actuado en la fase ascendente, o sea, cuando entraba oro y era fácil mantenerlo, dejando de funcionar en la fase descendente del ciclo.

El abandono del patrón oro significa la depreciación monetaria, y si los precios en el mercado internacional no han variado fundamentalmente, ésta se traduce en un incremento del nivel general de nuestros precios internos que provoca un profundo cambio en la distribución de los réditos de la colectividad. Tales transformaciones llegan en ciertos casos a ser inocuas por cuanto significan el desplazamiento de los ingresos de unas clases a otras, la expoliación de unas clases de la sociedad en beneficio de otras.

Los problemas monetarios no son meras inquietudes teóricas. Representan un aspecto de una realidad muy compleja en donde intervienen otros elementos de carácter social y político. De ahí que en pocos campos se vea tan claramente la acción de los intereses de grupos o clases sobre la política económica. Y también la acción de las ideas dogmáticas en materia monetaria, que tanto daño han causado en todo el mundo y que son una manifestación del estado científico primitivo en que se encuentra la teoría económica.

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículos Nos. 9 y 10, págs. 116-149, impresos el 13 y 18 de noviembre de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

El origen de la depreciación monetaria está en un desequilibrio del balance de pagos, que no puede ser cubierto con oro. De ahí los dos tipos de depreciación que hemos visto en la historia del país. El más frecuente, y que caracteriza buena parte de nuestros ciclos hasta la crisis mundial, es la depreciación provocada por una excesiva expansión monetaria interna que propende al *crecimiento exagerado del pasivo del balance de pagos*; crecimiento que supera a la exportación y demás renglones del activo, provocando una salida de oro que conduce a su abandono como patrón y a la gradual depreciación de la moneda.

El otro tipo de depreciación, que ha sido menos frecuente, es el provocado por una contracción de origen externo que *reduce persistentemente el activo del balance de pagos*. Es el caso de la Argentina durante la crisis mundial en que —además de la expansión del crédito— su situación se vio acentuada después por la contracción de las exportaciones ocasionada por la violenta baja de los precios en oro en el mercado universal.

El primer tipo de depreciación va acompañado por la elevación de los precios internos, provocada por la misma desvalorización; mientras que en el segundo este fenómeno ha venido a atenuar en el sistema económico argentino las consecuencias de las bajas internacionales de precios en oro.

1. EL CASO DE LA EXPANSIÓN MONETARIA INTERNA SUPONIENDO PLENA OCUPACIÓN[1]

Vamos a considerar el caso de un país que se encuentra en plena ocupación, es decir, sin desocupados y con toda la capacidad productiva colmada; y en donde también el balance de pagos se encuentra equilibrado, situación un tanto irreal pero que tiene un gran valor lógico para hacernos penetrar en nuestro problema.

Supongamos que ese país tenga un total de ingresos de 10.000 millones; que sus exportaciones e importaciones representen 2.000 millones cada una, y que el dinero en circulación sea 3.333 millones; es decir, que la velocidd de circulación que permite desarrollar esos 10.000 millones de réditos sea 3. Presumamos que el Estado ha hecho uso del crédito bancario, o sea que ha creado 400 millones de dinero nuevo para aumentar sus gastos y poder así mejorar los sueldos o adquirir una parte del excedente de una cosecha, etcétera.

Vamos a seguir el camino que recorren estos 400 millones, para ver cómo se distribuyen en cada etapa circulatoria. Primero, van a un determinado grupo de la colectividad que lo gasta íntegramente, ya que supondremos que lo que se ahorra

[1] Más adelante iremos complicando nuestro ejemplo con otras alternativas más cercanas a la realidad.

por unos se gasta por otros. Como el coeficiente de importación es de 20%, 80 millones (20% de 400 millones) van a la importación y desaparecen del proceso circulatorio, pues estamos en un régimen de patrón oro. El déficit del balance de pagos se cubre así con parte de las reservas preexistentes pues no ha aumentado la exportación. El 80% restante del incremento (320 millones) se dedica a adquirir artículos y servicios de la actividad económica interna.

Cuando se ha abandonado el patrón oro, ya no se utiliza más metálico de las reservas metálicas preexistentes para los pagos internacionales. El sistema económico se limita a utilizar las divisas provenientes del intercambio comercial, y ya no hay tal cancelación de dinero. En el mercado de cambios habrá la misma cantidad de divisas que antes, pues suponemos la exportación constante, pero habrá una mayor demanda por las mismas a fin de pagar las importaciones que han crecido lo que hará subir el precio de las divisas extranjeras en términos de moneda nacional.

En el curso de Bancos se habrá visto que el precio de las divisas extranjeras bajo un régimen de patrón oro, no puede trasponer el punto de exportación del metálico; es decir, la paridad de las divisas extranjeras más una pequeña cantidad, que no llega normalmente al 1%, que es el costo de enviar oro a otros mercados. Pero cuando deja de utilizarse el oro como elemento de pago internacional, la valorización de las divisas extranjeras —o sea la depreciación de la moneda nacional— no tiene límites; depende de la magnitud de la demanda provocada por el aumento de las importaciones que es, a su vez, consecuencia de la mayor cantidad de dinero nuevo que se ha puesto en circulación. Si éste va aumentando indefinidamente, la valorización de las monedas extranjeras será también indefinida hasta que se ponga fin al proceso de inflación.

Es así como el dinero nuevo con que se pagan las importaciones no se cancela, como cuando el país se encontraba en un régimen de patrón oro. Ese dinero adicional, creado durante el proceso de inflación, que usan los importadores para comprar cambio, no desaparece sino que pasa a manos de los exportadores, o sea que volvemos al circuito monetario cerrado que habíamos considerado como hipótesis muy irreal al tratar el patrón oro. Y si los exportadores no tienen divisas suficientes para satisfacer toda la demanda de los importadores, se ganará por las pocas que existan un precio cada vez mayor[2] o sea que los exportadores venderán sus productos al exterior a precios más altos en términos de pesos.

¿Y dónde irá, pues, ese dinero adicional que los exportadores reciben de los im-

[2] Mientras nos mantengamos en la hipótesis de exportaciones constantes, éstas sumarán 2.000 millones de pesos del antiguo valor. Si suponemos que esta suma representa 500 millones de divisas, o sea que cada unidad extranjera vale 4 pesos, la presión de la demanda en el mercado de cambios superior a la oferta elevará dicho precio más arriba de 4 pesos. El punto del oro ya no opera como límite por cuanto no se exporta más oro.

portadores? Si hay libre concurrencia, en gran parte irá a los productores agropecuarios. Si no lo hay, sólo irá una parte, y la otra quedará en manos de los exportadores. Pero el dinero quedará siempre dentro del sistema económico y permitirá a quienes lo reciben acrecentar sus gastos.

Veamos la influencia que tiene sobre el volumen de ingresos el incremento de dinero que sigue circulando.

Si suponemos que la velocidad de transformación de unos ingresos en otros sigue siendo 3, los 400 millones habrán circulado en forma de réditos y hecho aumentar el valor de los ingresos totales del sistema económico en 1.200 millones. Digo el valor simplemente, por cuanto si me mantengo en la hipótesis de que en el sistema había plena ocupación no es posible que aumente la cantidad de mercaderías y servicios bajo el estímulo del incremento de ingresos, o sea que todo el efecto de la expansión del dinero se traducirá exclusivamente en el aumento de los precios.

Para ver más claramente este fenómeno, volvamos a nuestro ejemplo de las etapas circulatorias. Del primer incremento de 400 millones, el 80% se gasta en servicios y actividades internas, pero como el volumen de estas últimas ya no puede dilatarse por cuanto la ocupación ha llegado a su punto de saturación, la mayor demanda de los que han recibido ese incremento de ingresos se traducirá en el alza de los precios.

En la segunda etapa circulatoria se producirá un fenómeno similar, o sea que esos ingresos se vuelvan a encontrar con una cantidad constante de artículos y servicios, de modo que el alza anterior se mantiene. Es claro que me estoy refiriendo al término medio de los precios, al índice general de precios del mercado, que no incluye los salarios. Eso no quiere decir que se mantengan altos los precios de todos los artículos; pues no dependerá de las transformaciones que vayan ocurriendo en el proceso de inflación y en la demanda de los distintos grupos de la colectividad.

¿Qué habrá ocurrido con las importaciones? Los réditos de la colectividad han subido de 10.000 millones a 11.200: son los 1.200 de incremento provocado por la circulación de los 400 millones de dinero nuevo. El valor nominal de las importaciones[3], ha tendido a subir hasta que se llega a un nuevo punto de equilibrio en que la demanda es exactamente igual a la oferta. Todo ello sin que el coeficiente de importación haya variado. El monto de la importación en términos de pesos del nuevo valor, será igual al 20% del nuevo volumen de réditos de 11.200 millones, o sea 2.240. El saldo *nominal* de las importaciones es de 240, y por lo tanto también el de las exportaciones. El aumento de precio de las importaciones será, por lo tanto, de 12% *(240 x 100 ÷ 2.000)* y en todo el sistema económico habrá habido un au-

3 Digo valor nominal por cuanto no ha podido subir el valor de las importaciones medidas en moneda extranjera, puesto que sólo hay 500 millones de divisas extranjeras.

mento de 12%, que es precisamente lo que significan esos 1.200 sobre los 10.000 millones de réditos. Eso en una hipótesis sencilla, alejada de la realidad, en que suponemos que los otros elementos que influyen en el proceso no se modifican

Subrayo bien este hecho esencial: *que no se pierde una sola partícula del dinero que se crea o engendra por el proceso de inflación.* Ese dinero sigue circulando y aumentando los ingresos de cierta categoría de gente, o manteniendo los ingresos que se han producido en la colectividad en la primera etapa.

2. LOS PERJUICIOS DE LA INFLACIÓN: LA SUBA DE PRECIOS Y LA REDISTRIBUCIÓN DE LOS RÉDITOS

Mientras tanto se va desarrollando otro fenómeno de gran importancia: el volumen total de los ingresos no cambia pero comienza el proceso de su redistribución hasta encontrar un nuevo punto de equilibrio. Se han trastornado todas las relaciones de precios y costos en el sistema económico. Si la inflación al subir los precios de importación, exportación, y los de los otros artículos que produce la actividad económica interna, hiciera también subir automáticamente los salarios, interés, tarifas, seguros, etc., no habría trastorno alguno en la distribución de los réditos. El que antes ganaba 100 por sus ventas al exterior ganaría 200 si los precios han aumentado al doble, y el que antes percibía 100 de sueldo tendría 200 y estará relativamente en la misma situación que antes.

Pero eso no ocurre. Ante todo, veamos el caso del productor agropecuario. Según sea el grado de concurrencia entre los exportadores que compran sus productos para mandarlos al exterior, recibirá íntegramente o en menor proporción ese incremento; pero una parte del mismo proviene del alza de precios de la exportación, que ocurre cada vez que la moneda se deprecia sin que hayan cambiado los precios internacionales. Así, el productor recibe precios más altos, pero es un hecho de observación vulgar que los salarios que paga el productor no suben con la misma rapidez. Hay un atraso, a veces considerable, en el alza de los salarios. Por otro lado, si el productor es un arrendatario tampoco va a ver subir instantáneamente los arrendamientos que están fijados por contratos; si es deudor, ya sea a corto plazo o deudor hipotecario, los intereses y amortización que paga no tienen por qué alterarse cuando la moneda se deprecia ya que están expresados en moneda nacional, salvo el caso de operaciones contraídas en moneda extranjera, en que entonces sí se perjudica.

Los únicos costos del productor que comienzan a subir instantáneamente son los de aquellos artículos que compra en el mercado a los nuevos precios determinados por la inflación.

De manera, pues, que mientras los distintos elementos del costo del productor agropecuario no siguen proporcionalmente el incremento de los precios de sus productos, hay un margen de ganancia que se transfiere al productor quien así se beneficia considerablemente con la inflación hasta que se haya logrado el nuevo ajuste. Como la cantidad de artículos y servicios de la colectividad no se ha dilatado por el proceso de inflación, esa mayor cantidad de ingresos que queda en manos del productor le permite tomar una cuota mayor de artículos y servicios a expensas de los que perciben sueldos y salarios fijos, de los que son acreedores o propietarios, etc., verdaderos perjudicados por la inflación.

El caso de las empresas industriales es similar. Aquellas que fabrican artículos sujetos a la competencia exterior señalan una tendencia hacia el alza de precios mucho más rápida. En efecto, al escasear la importación y subir sus precios, sube también rápidamente el precio del artículo competidor en el mercado interno, sea que se fabrique con materia prima nacional o proveniente del exterior. El movimiento es más lento en los precios de ciertos artículos que no compiten de hecho con el extranjero, como el vino, el azúcar y el arroz; o que no tienen una proporción muy alta de material extranjero en su elaboración.

Hay un tipo de ganancia de las empresas comerciales, industriales y productoras que proviene de la valorización de las existencias de mercaderías que tenían antes del proceso de inflación, las que van vendiendo a precios en alza en el curso del proceso. En este caso, el beneficio de las empresas se hace directamente a costa de la colectividad en general.

Las tarifas de los transportes y servicios públicos, por lo general están en una situación distinta, pues casi siempre son fijas y no pueden ser aumentadas con relativa facilidad. Por otro lado, esas empresas tienen que comprar materiales a precios más altos, y si tienen obligaciones a pagar en el exterior, deben comprar las divisas a un precio más alto, lo cual empeora su situación llevándolas a solicitar aumentos de tarifas con tanta mayor intensidad, cuanto habrán tenido que aumentar los sueldos y salarios de su personal, por el encarecimiento del costo de la vida.

En este sentido, los gremios mejor organizados y los que tienen mayor aptitud para la contienda, son los que logran más pronto el ajuste de sus salarios a las nuevas condiciones. La eficacia de la organización obrera tiende pues a restablecer más pronto el equilibrio si consiguen que una parte, por lo menos, del beneficio extraordinario del productor o industrial vuelva a sus manos.

La situación en que se encuentra el Estado depende de la índole de su sistema impositivo y de sus gastos.

Hay impuestos que no aumentan durante el proceso de inflación, como por ejemplo la mayor parte de los impuestos aduaneros; los impuestos internos, la contribución territorial, etc. En cambio, hay otros en que el aumento de ingresos se

manifiesta rápidamente en un incremento de la recaudación, como es el caso del impuesto a los réditos.

En cuanto a los gastos, los hay deliberativos y no deliberativos. Los primeros son, por ejemplo, los sueldos, que pueden ser modificados por el Estado. Pero no dependerá de la deliberación del Gobierno el volumen de los gastos que tenga que afrontar por el encarecimiento de las divisas para pagar los servicios de la deuda pública externa o por las adquisiciones que haga en el exterior. Hay ciertos rubros constantes, como los servicios de la deuda pública interna y otros que varían con la depreciación de la moneda. El Estado agranda su déficit o lo reduce según la combinación de estos elementos. Generalmente lo agrava porque aumentan los sueldos y salarios, y los gastos no deliberativos.

En síntesis los productores rurales, industriales y comerciales, o en aquellos grupos de la colectividad cuyos ingresos están representados por *beneficios variables* se ven favorecidos principalmente por la inflación a expensas de otros grupos o clases sociales, a saber:

a) de los *empleados y obreros* de sus propias firmas o empresas en la medida en que los sueldos y salarios no suben hasta alcanzar el alza de los precios y en cuanto lo permite el incremento de los beneficios;

b) de los *propietarios* de la tierra en el caso de los productores arrendatarios y de los inmuebles de las firmas industriales o comerciales hasta que suban proporcionalmente los arrendamientos o alquileres;

c) de los *acreedores*; en este caso no hay ajuste posible y la pérdida es definitiva mientras que en los casos anteriores va disminuyendo; se perjudican así los tenedores de cédulas hipotecarias y los acreedores hipotecarios cuyos ahorros se prestaron directa o indirectamente a las firmas o empresas; los depositantes de ahorro en los bancos por la misma razón;

d) de los *empleados y obreros* de las empresas de *transportes y otros servicios públicos* que utilizan los productores, firmas o empresas directa e indirectamente, lo mismo que los *accionistas* de tales empresas, mientras no suban las tarifas;

e) de los *empleados y obreros* del *Estado* mientras no suban sus sueldos y salarios por aumentos de impuestos que recaen en una forma u otra sobre los beneficios de los productores, firmas o empresas; y de los *tenedores de títulos de la deuda pública interna;*

f) de los *consumidores en general* por el aumento de los precios de las mercaderías que los productores, firmas o empresas tenían anteriormente en sus *existencias.*

Las *clases obreras* se ven pues seriamente perjudicadas, especialmente el vasto número de obreros no calificados cuya falta de organización les impide luchar eficazmente por el aumento de sus salarios. Por esta misma razón la *clase media* sufre también intensamente y por lo general relativamente más que los gremios bien organizados de las clases obreras.

En estas últimas figuran además las que, sin depender de firmas o empresas, reciben remuneraciones por sus *servicios personales* de magnitud similar a la de los salarios; lo mismo que en la clase media en lo que respecta principalmente a los *profesionales*. Estas remuneraciones por servicios personales se mueven también lentamente, en parte por la inercia de la costumbre, y principalmente porque ellas dependen de los ingresos de los obreros y empleados que utilizan tales servicios.

Figuran también estas clases:

a) la gran masa de depositantes de ahorro de los bancos o cajas: son acreedores que cuando retiran sus depósitos reciben la misma cantidad de dinero pero con un menor poder adquisitivo; se perjudican en beneficio *directo* de los productores, firmas o empresas, si es que éstas son las deudoras, o *indirectamente* si es que los deudores son empleados, obreros o profesionales cuyos sueldos, salarios o remuneraciones, suben lentamente;

b) la gran masa de *jubilados o pensionistas* cuyos aportes anteriores, en tiempos en que trabajaron, representaron en realidad la acumulación de ahorros invertidos por las cajas en títulos y cédulas; es pues un caso similar al anterior;

c) una parte de los que tienen seguros de vida; caso también similar.

Fuera de las clases obreras y la clase media —en su acepción económica— los que se perjudican principalmente por la inflación son los tenedores de títulos y cédulas por sumas superiores, lo mismo que los que contrataron seguros de vida elevados.

Es cierto que los propietarios de inmuebles también se perjudican mientras estén en vigencia los contratos anteriores por arrendamientos o alquileres. Pero en cambio tienden a subir intensamente los precios de los inmuebles con la inflación por la gran demanda de quienes invierten en ellos sus ahorros o el producto de la liquidación de títulos para ponerse a cubierto de la pérdida de valor de la moneda. Del mismo modo suben también las *acciones* de empresas —que representan bienes concretos—, salvo lo que se dijo acerca de las de servicios públicos —con lo que se capitaliza el incremento que se espera en los beneficios— en virtud de la inflación.

En síntesis, para terminar con este punto, diremos que el alza general de los precios provoca grandes trastornos en la distribución de los ingresos de la colectividad por cuanto los ingresos o beneficios de los productores, industriales o comerciantes *suben más intensamente* que los precios, con lo cual reciben una *cuota mayor* que antes en el reparto de los artículos o servicios que produce la colectividad. Todo ello en desmedro de los que están sujetos a sueldos, salarios y otros ingresos que *suben menos intensamente que los precios* y de los acreedores y tenedores de distintas formas de ahorro (depósitos, títulos, seguros, jubilaciones) en cuyo caso no ocurre ajuste alguno.

La pérdida causada a los acreedores y tenedores de ahorro por la inflación es definitiva; la que afecta a los sueldos, salarios y otras remuneraciones es transitoria

y va disminuyendo a medida que se ajustan al alza de precios. Pero el proceso es muy lento en extensas categorías de la población, y si el alza es persistente —ya sea por la inflación o por la elevación constante de los precios internacionales (como también ha ocurrido)— la suma total de artículos y servicios, de riqueza, que se transfieren arbitrariamente de unos grupos sociales a otros por la inflación puede llegar a ser de vastísimas proporciones.

Este ha sido un factor de considerable importancia en la acumulación de fortunas en la historia económica de nuestro país.

3. LA EXPANSIÓN MONETARIA INTERNA NO EXISTIENDO PLENA OCUPACIÓN

Vamos a complicar nuestro ejemplo del punto 1 (páginas 385 a 388) suponiendo que:

a) no existe plena ocupación; es decir, que es posible intensificar la actividad económica interna y absorber desocupados;

b) se modifique el coeficiente y la composición de las importaciones;

c) se altere la velocidad de circulación del dinero;

d) y además intervengan factores psicológicos que acrecienten la demanda de divisas.

Vamos a considerar primero los puntos a) y b). Supóngase, como en el ejemplo mencionado, un total de ingresos de 10.000 millones, de los cuales 2.000 (20%) se gastan en importaciones pagadas con igual cantidad de exportaciones. Estos 2.000 millones equivalen a 500 millones de unidades de divisas extranjeras, lo que da una relación de 4 unidades de moneda local por divisa. La cantidad de dinero es de 3.333 millones, que suponemos aumenta por incrementos sucesivos hasta llegar al doble: 6.666 millones, debido a la expansión del crédito bancario, sea por motivos fiscales o por las necesidades crecientes de la actividad económica.

Cada incremento de dinero cumple el conocido proceso circulatorio sin que se pierda cantidad alguna en el pago de importaciones, por encontrarnos en un circuito cerrado, según lo explicamos.

En la primera etapa circulatoria el incremento de dinero, al gastarse tanto en artículos y servicios internos como en importaciones, engendra una cantidad igual de nuevos ingresos, que en la segunda etapa vuelven a transferirse íntegramente y a crear otros ingresos equivalentes y *así va manteniendo el volumen acrecentado de ingresos de etapa en etapa.*

Lo mismo ocurre con los *incrementos sucesivos* de dinero nuevo y mientras este proceso se desarrolla, crece el volumen de ingresos expresados en dinero.

En el ejemplo anterior, el aumento de los ingresos provocaba exclusivamente la

elevación de los precios, pues ya había plena ocupación. En cambio, en el presente ejemplo el incremento de demanda provocada por cada incremento sucesivo de dinero, al mismo tiempo que hace subir los precios, estimula el aumento de la producción. Suponiendo que haya capacidad disponible o facilidad para ampliarla, el aumento se produce tanto en artículos y servicios, en los que la producción interna abastecía totalmente al consumo, como en los artículos que antes se importaban total o parcialmente. Contrariamente a lo que ocurre en el régimen de patrón oro, en virtud del empleo de las reservas metálicas, las importaciones no pueden aumentar más allá de las 500 unidades de divisas que proveen las exportaciones. Por lo tanto, sube el precio de las divisas conforme aumenta la demanda de importaciones. Y esta alza de precios tiene efectos inmediatos similares a los de aumento de los derechos aduaneros, hasta que se ajustan completamente el nivel de los salarios y demás costos a las nuevas condiciones. Mientras tanto, el empresario industrial encuentra conveniente *extender la producción existente o emprender nuevas producciones*, según los casos.

Supongamos que a causa de este estímulo de la producción local, el coeficiente de importaciones haya bajado de 20% a 16%. Examinemos los efectos que ello tendrá en el proceso circulatorio. Los incrementos sucesivos ya han llevado la cantidad de dinero en circulación al doble, o sea 6.666 millones.

Esto significa que en cada etapa circulatoria los ingresos alcanzan ahora a dicha cantidad y si la velocidad con que unos ingresos se transforman en otros, de etapa en etapa, no ha cambiado, esos 6.666 millones al circular tres veces en el año habrán engendrado un total de 20.000 millones de ingresos. Ahora bien, en cada etapa el 16% de los ingresos se gasta en importaciones, de acuerdo con el nuevo coeficiente, y el 84% restante en artículos o servicios de la actividad interna; de manera que en las tres etapas anuales de los 20.000 millones a que ascienden ahora los ingresos, 3.200 millones corresponden a importaciones y 16.800 millones a artículos y servicios internos.

Esos 3.200 millones de importaciones representan el *nuevo valor en moneda nacional* que adquiere la *cantidad constante* de 500 unidades de divisas que se disputan en libre concurrencia los importadores, lo que quiere decir que el precio de la unidad de divisa ha pasado de m$n 4 a m$n 6,40 o sea que ha subido en 60%. En esta medida han tendido pues a subir los precios de las importaciones y las exportaciones.

¿En qué medida ha aumentado la *cantidad o volumen físico de la producción interna* por el estímulo de ese aumento de 60% en el precio de los artículos importados y por el aumento de los otros precios? Es fácil averiguarlo.

En efecto, de los 10.000 millones de ingresos, se gastaban anteriormente 8.000 millones en artículos y servicios internos y 2.000 millones en importaciones. De

los 20.000 millones de ingresos actuales acabamos de ver que corresponden 3.200 millones a las importaciones y 16.800 millones a artículos o servicios internos. El valor de éstos ha aumentado pues de 8.000 millones a 16.800 millones o sea en 110%.

¿Pero en qué medida ello corresponde al aumento de *cantidad* de artículos y servicios? Para saberlo necesitamos conocer el ascenso que ha experimentado el término medio de los precios. Este aumento no es necesariamente igual al de los precios de importaciones y exportaciones por dos razones. Primero, porque el aumento de la producción en artículos que compiten con los importados puede haber contribuido a que el alza sea inferior. Segundo, porque en artículos que no compiten con la importación, al ampliarse fácilmente la producción, en virtud de la capacidad disponible y de la existencia de desocupados, es posible que sus precios hayan subido menos intensamente que los de importación. Esto podrá ocurrir hasta que se llegue a la plena ocupación. Si alcanzado ese punto el dinero sigue acrecentándose, el alza de estos precios podrá volverse tan fuerte como la de importación. Podríamos suponer, en consecuencia, que el alza media de los precios de los artículos y servicios internos ha sido de 50%. Esto nos permite "desinflar" los 16.800 millones a que ahora asciende el valor total calculando el valor a los precios anteriores. La nueva cifra resulta así de 11.200 millones contra 8.000 millones anteriormente, o sea un incremento de 40%.

Para saber el total de artículos y servicios que tiene ahora la colectividad, tendremos que sumar a esos 11.200 millones de valor "desinflado" de artículos y servicios internos los 2.000 millones de valor "desinflado" de las importaciones, o sea 13.200 millones. Comparado este total con los 10.000 millones de antes, nos da un *incremento neto de ingresos reales*, calculados a precios constantes, de 32%.

Véase pues la diferencia entre este segundo ejemplo y el anterior. Mientras en aquél, por haber plena ocupación todo el incremento de dinero se dirigía hacia los precios, haciéndolos subir proporcionalmente, en el presente ejemplo una parte del incremento de dinero es absorbida por el aumento de la actividad económica, provocada por la mayor demanda y el alza de los precios.

4. LA EXPANSIÓN DE LOS RÉDITOS REALES DURANTE LA INFLACIÓN Y LA DESIGUAL DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS

Pero debemos considerar con ciertas reservas el incremento de la producción de artículos y servicios que la inflación ha provocado cuando, como en el caso recién considerado, la depreciación de la moneda en términos de divisas extranjeras hace descender el coeficiente de importaciones.

En efecto, la mera comprobación de ese incremento es insuficiente para juzgar su valor económico y social. Hay que conocer dos hechos fundamentales: de qué artículos y servicios se trata y qué clases o grupos sociales van a disfrutar de ellos. Si se trata principalmente de artículos superfluos o de lujo, destinados a las clases favorecidas por la inflación, tiene un significado muy distinto de si fueran artículos o servicios destinados al consumo de las grandes masas de la población, o de bienes instrumentales que permitan en lo futuro acrecentar la producción de tales artículos.

En consecuencia, para juzgar acerca de este importante aspecto de nuestro problema es indispensable saber qué metas u objetivos persigue la política social de la colectividad.

Para mí, ese objetivo fundamental, en el orden económico, es elevar el nivel de vida material de la clase obrera y la clase media. Eso sólo podrá conseguirse eficazmente, primero, aumentando la producción de los artículos y servicios que requieran para satisfacer sus necesidades, y segundo, haciendo recaer sobre los otros grupos sociales que ya tienen un altísimo nivel de vida una parte mayor del costo de la administración y de los servicios sociales. No hay que olvidar, sin embargo, que esto plantea una cuestión de difícil solución. Si esos gravámenes tienden solamente a limitar los consumos superfluos de las clases ricas y su producto se emplea eficientemente por el Estado, la colectividad habrá ganado en su conjunto. Pero si los gravámenes reducen la masa de ahorro que esas clases invierten en extender y mejorar la producción o incorporando las mejoras que ocurren en la técnica y la organización productiva, a la larga se habrá privado a la colectividad del aumento futuro de la producción de artículos o servicios que ello traería consigo.

Concierne a nuestro ejemplo el primer punto, a saber, el aumento de los artículos y servicios a disposición de las grandes masas de la colectividad. La inflación no propende al cumplimiento de este propósito por los trastornos que, según hemos visto, provoca en la distribución de los réditos o ingresos.

Si los sueldos, salarios, beneficios y demás ingresos subieran paralelamente a los precios, no habría razón alguna para que se modifique la demanda, o sea la forma en que se reparte el total de ingresos en los distintos artículos o servicios. Tampoco tendría por qué modificarse el coeficiente de importaciones en virtud de la depreciación monetaria y por lo tanto por qué ocurrir un estímulo a la producción. Sólo la elevación de los derechos de aduana podría crear ese estímulo.

Pero como ocurren los trastornos que ya sabemos en la distribución de los ingresos, se producen también alteraciones importantes en la demanda. En efecto, la inflación beneficia principalmente a grupos cuyo monto anterior de ingresos ya les permitía cubrir holgadamente las necesidades inherentes a su nivel de vida. El incremento de ingresos les llevará por lo tanto a acrecentar la demanda de artículos y

servicios no esenciales, superfluos o de lujo: a las construcciones suntuarias y a otras formas de despliegue de la riqueza. Ocurre así una verdadera deformación o distorsión en la actividad económica y una parte apreciable del incremento de la producción de artículos y servicios va simplemente a aumentar la cuota que corresponde en el reparto colectivo a los grupos beneficiados por la inflación.

Naturalmente, cuando más rápidamente suben los sueldos y salarios, disminuye la intensidad de esta deformación de la demanda pero también disminuye el incentivo para extender la producción o emprender nuevas producciones en virtud de la declinación lógica de los beneficios industriales. El incremento de ingresos de los grupos favorecidos por la inflación corresponde en consecuencia a sus propios consumos. Y el incremento de ahorro que pueda producirse tiende también a invertirse en las actividades a las que se dirige preferentemente la demanda.

Algunas cifras aclararán nuestro razonamiento. Supongamos que de los 10.000 millones de ingresos totales del segundo ejemplo, 1.500 millones corresponden a la categoría de los que serán beneficiados por la inflación, y 8.500 millones a la categoría de los perjudicados. La inflación, dijimos, aumentó los *ingresos reales* —esto es la producción de artículos y servicios descontando el alza de los precios— a 13.200 millones. El nivel de ocupación se elevó en proporción correlativa, o sea en 32%.[4] Pero este incremento de ingresos reales de artículos y servicios no se distribuye proporcionalmente entre las dos categorías según ya sabemos, sino que favorece a una categoría en desmedro de la otra. Esto significa que en la categoría de los perjudicados —principalmente las clases obrera y media— el incremento de ingresos reales resulta inferior al incremento de ocupación, o sea que el obrero o empleado tiene, en término medio, un ingreso real inferior al de antes, mientras que en la categoría de los favorecidos, el incremento de ingresos es superior al de la ocupación. Tanto la categoría en su conjunto —firmas o empresas comerciales, industriales y productoras— como cada individuo componente de la misma tiene, en término medio, un ingreso real superior al de antes. En el siguiente cuadro se presentan cifras hipotéticas para aclarar el caso pero no para demostrar estas conclusiones.

[4] Para simplificar el razonamiento suponemos que la proporción es la misma, si bien el incremento de costos reales al aumentar la producción influye en que los artículos y servicios crezcan menos intensamente que la ocupación.

Cuadro Nº 1

	Antes de la inflación		En la inflación			
			Crecimiento proporcional		Crecimiento no proporcional	
	Ingresos reales	%	Ingresos reales	%	Ingresos reales	%
Total de ingresos Reales	**10.000**	**100**	**13.200**	**100**	**13.200**	**100**
Categorías:						
Favorecida	1.500	15	1.980	15	3.000	22,7
Perjudicada	8.500	85	11.220	85	10.200	77,3

En consecuencia, el aumento del nivel de ocupación se ha efectuado en *detrimento* del nivel de vida medio de las masas. Para que ese detrimento no ocurra, sería *indispensable* que el incremento real de ingresos se efectúe proporcionalmente, como en la segunda columna del cuadro Nº 1. Pero ello es absolutamente ilógico pues, como hemos visto, el estímulo de la producción es el *resultado exclusivo de este crecimiento desigual de ingresos* y termina cuando el ajuste de los sueldos, salarios y otros costos, al alza de precios se ha realizado totalmente.

El elemento expansivo que entraña la inflación es, pues, un resultado del trastorno que la inflación provoca en la distribución de los ingresos de la colectividad. Por eso dista mucho de satisfacer el propósito fundamental que atribuimos a la política social. Afortunadamente, hay otras formas de utilizar ese elemento expansivo a fin de llegar a la plena ocupación y utilización máxima de las fuerzas productivas del país, sin los graves trastornos o injusticias sociales que la inflación trae consigo.

Al hacer esta crítica de la inflación, conste que hemos comenzado el razonamiento con el ejemplo más favorable, en el que por obra de la depreciación de la moneda el coeficiente de importaciones baja y se estimula la actividad económica interna. Pero los hechos no ocurren necesariamente así. Es posible que gran parte del acrecentamiento de la demanda de artículos no esenciales, superfluos o de lujo de los grupos beneficiados con la inflación se concrete persistentemente en artículos importados, por varias razones como las siguientes: que se trate de artículos que, como los automóviles por ejemplo, no pueden ser producidos en el país con la protección transitoria de la moneda depreciada; o de materiales para la fabricación local de tales artículos, que tampoco puedan producirse localmente por la misma razón; que el gusto de los consumidores no se satisfaga por una razón u otra con ar-

tículos de procedencia local; o que los inversores no juzguen conveniente aplicar su ahorro a la expansión de las industrias que se requiera para satisfacer en el país el incremento de esta demanda, que por cierto no está destinado a persisitr mucho tiempo como veremos más adelante.

En tal caso el coeficiente de importaciones no solamente no bajaría como en el caso anterior, sino que podría hasta llegar a subir, y el perjuicio social que traería la inflación sería mucho más serio pues se comprimiría más intensamente la cantidad de artículos y servicios a disposición de las clases castigadas por la inflación, sin que el aumento de la ocupación pueda compensar con una nueva demanda la pérdida de demanda que ello origina en la actividad económica interna. Es más: se concibe la posibilidad de que la ocupación más bien disminuya si el desplazamiento de la demanda de los grupos favorecidos por la inflación hacia las importaciones es muy intenso y si por lo tanto aumenta sensiblemente el coeficiente de importaciones.

Recurramos a nuestro ejemplo anterior para ver mejor el caso. Supongan que la modificación de la demanda de los grupos favorecidos por la inflación eleve el coeficiente de importaciones de 20% a 30%. En consecuencia, de los 20.000 millones a que asciende el total de ingresos, 6.000 millones corresponden a las importaciones contra 2.000 millones antes, o sea que el precio medio de éstas ha aumentado en 200%. También ha aumentado con la misma intensidad el de las exportaciones y por lo tanto ha tendido a subir intensamente el de los importantes artículos de consumo interno que siguen a los de exportación. Es fácil comprender entonces que si la elevación de estos precios obliga a las clases perjudicadas por la inflación a destinar a los artículos respectivos una *mayor proporción* de sus ingresos, quedará una *menor proporción* para otros artículos y servicios de la actividad interna. Y si ello no se compensa por la mayor demanda que para esos artículos trae el incremento de la ocupación —que en este caso no se opera o se opera débilmente en virtud de la nueva hipótesis en que nos encontramos— las actividades afectadas verán disminuir su nivel de ocupación.

Veamos los números. Si el valor de las importaciones ha subido a 6.000 millones quedan 14.000 millones para los artículos y servicios de la actividad interna, contra 8.000 millones anteriormente. Si los precios han subido allí, en término medio, en 100% en vez del 200% de los de importación y exportación, el valor debió pasar de 8.000 a 16.000 millones si no hubiese disminuido el volumen físico de los artículos y servicios. Pero como ha subido sólo a 14.000, es evidente que éste ha disminuido.

Obsérvese pues cómo en este nuevo caso hipotético extremo al reducirse la cantidad de artículos y servicios internos e importados que les corresponden a las clases perjudicadas no sólo ha disminuido su nivel de vida, sino que la inflación, por los graves trastornos que provoca en la distribución de los réditos, lejos de promover la absorción de desocupados contribuye más bien a aumentarlos.

1. LA DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS Y LA INTENSIDAD DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Hago aquí un paréntesis para señalar la importancia que la distribución de los ingresos o la riqueza tiene en la intensidad de la actividad económica, o en otros términos, en el total de ingresos de la colectividad. Los ingresos exagerados de ciertos grupos sociales cuya demanda se satisface en buena parte por la importación de una proporción relativamente grande de artículos no esenciales, superfluos o de lujo, exagera el coeficiente de importaciones y contribuye, así, a que la colectividad no alcance el nivel de plena ocupación o no utilice eficientemente sus recursos colectivos. El problema del nivel de producción no puede disociarse del problema de la distribución de la riqueza que ella engendra.

Creo indispensable insistir en las repercusiones sociales de la inflación porque a veces se han invocado motivos o consideraciones sociales para justificar el aumento inflacionista de los gastos del Estado. Pero la inflación no tarda en destruir toda o buena parte de las ventajas de esa índole acordadas a las clases que se quiere beneficiar. La elevación del nivel de vida de las masas es, según ya lo dije, el objetivo principal de la política social. Pero la inflación no es el medio para conseguirlo.

Ya hemos visto, en efecto, que aún en los casos en que la inflación trae consigo el incremento de la producción de artículos o servicios, ese aumento en buena parte, va a parar a manos de los grupos favorecidos por esta grave perturbación monetaria. Pero es más; las industrias nuevas que se implantan o las que extienden su capacidad para responder al incremento de la demanda de esos grupos reposan sobre una base precaria.

Esa demanda, que ha llevado a una distorsión de la actividad productiva, tiene una duración limitada. Por una razón o por otra, tarde o temprano, se detiene el proceso inflacionista y el alza de los precios, mientras los sueldos, salarios y demás costos, que les iban en zaga, continúan subiendo. Los beneficios extraordinarios van así disminuyendo hasta desaparecer. En consecuencia, la distribución de los ingresos y por lo tanto la composición de la demanda tiende a aproximarse a lo que fue antes. Las empresas y firmas comerciales y los servicios que antes se habían expandido desmesuradamente para satisfacer el fuerte crecimiento de la demanda de artículos no esenciales, superfluos o de lujo, se encuentran ahora con que la demanda decae y las inversiones de ahorro o de crédito resultan excesivas. Este es el fenómeno llamado de sobrecapitalización en el proceso inflacionista.

Si los artículos en cuestión tienen competencia exterior, se tratará de resolver el problema aumentando los derechos aduaneros para restringir e impedir las importaciones. Pero si no hay competencia exterior, las industrias sobreexpandidas no tie-

nen otra salida que la de trabajar a un nivel más bajo, o cerrar unidades productivas con la consiguiente desocupación.

La presión para lograr el aumento de la protección aduanera no sólo proviene de las industrias sobredesarrolladas; en todos los casos, la depreciación de la moneda, esto es, el alza del precio de las divisas extranjeras, ha tenido los mismos efectos inmediatos del incremento de la tarifa aduanera, según lo hice notar en otra parte. Esos efectos inmediatos van agotándose a medida que suben los sueldos, salarios y otros costos. Se llega al punto crítico cuando las nuevas industrias o las industrias ampliadas durante la inflación ya no pueden soportar nuevos aumentos de costos mientras que las industrias que antes vivían con protección o sin ella pueden seguir soportándolos hasta que sus beneficios lleguen al nivel normal que tenían antes del proceso inflacionista. Compréndese así que esas industrias que se habían ampliado o formado bajo la protección transitoria de la depreciación monetaria reclamen ahora la protección definitiva de los derechos aduaneros para consolidar la situación adquirida, y evitar la pérdida del capital invertido y la desocupación de los empleados y obreros.

2. LA TEORÍA CUANTITATIVA DE LA MONEDA

No creo que haga falta extenderse en mayores argumentos para demostrar en qué consisten los máximos trastornos económicos y sociales que provoca la inflación. Volveremos ahora por un momento al aspecto monetario del problema para relacionar lo que habíamos discurrido acerca de la influencia de la cantidad de dinero sobre los precios con la conocida teoría cuantitativa de la moneda. No quisiera tomar tiempo en explicarla.[1]

La teoría cuantitativa se expresa en esta fórmula simple. La cantidad total de dinero o moneda M multiplicada por la velocidad de circulación V, es igual al volumen de transacciones T, multiplicado por el término medio de los precios. Si varía, pues, M y no varían V y T, el aumento de M tendrá que producir un aumento proporcional en los precios P. Tal es el primer caso que consideramos con el fin exclusivo de entrar más fácilmente en nuestro fenómeno. Porque en la realidad varían T, o sea las transacciones y el volumen de ingresos a que ellas darán lugar, y V, la velocidad de circulación. En el segundo caso, M aumenta al doble, pero los precios no suben en la misma proporción sino en 51,5%, puesto que el incremento de 32% en las transacciones absorbe una parte del incremento de dinero.

[1] Por lo demás lo hacen muy bien los buenos libros, entre los que quiero recordarles uno que me parece excelente, la *Introducción a la Teoría Monetaria* de Lester Chandler. Hay traducción castellana publicada por el Fondo de Cultura Económica de México.

Cuando el incremento de M en vez de circular indefinidamente en un circuito cerrado, como sucede en un régimen de inconversión monetaria como el que estamos estudiando, sale —en un régimen de conversión monetaria— al exterior en forma de oro y divisas, no se produce el alza de los precios interiores. Ya explicamos en las primeras clases cómo no es posible que bajo el patrón oro nuestro nivel de precios de los artículos sujetos a la influencia del intercambio con el exterior difiera sensiblemente del nivel de los precios mundiales. La teoría cuantitativa sólo se verifica entre nosotros en un régimen de inconversión. Por lo contrario, en países de gran magnitud económica el aumento de la cantidad de moneda hace aumentar las transacciones y los precios, y este fenómeno se propaga al resto de los países del mundo.

Es oportuno mencionar ahora la velocidad de circulación del dinero que hemos supuesto constante para no complicar nuestro problema. No suele suceder así en la realidad sin embargo, especialmente cuando el alza de precios es rápida. Los consumidores tratan de retener el dinero lo menos posible y de transformarlo en artículos que después valdrán más. Los comerciantes, industriales y productores hacen lo mismo. Aumenta así la velocidad de circulación del dinero y hace más intensa aún el alza de los precios. El caso más notable de este fenómeno de nuestra época es el que ocurrió en Alemania en la inflación de la postguerra, sobre el cual se ha escrito abundantemente. La moneda llega a ser una brasa quemante que todos tratan de pasar a otras manos.

Este deseo de desprenderse del dinero se manifiesta también en las compras de divisas: ya sea por razones meramente especulativas, o simplemente para buscar un refugio en otras monedas o para anticipar pagos exteriores que luego podrán costar más según se ha explicado en otra oportunidad. Esta demanda adicional de divisas hace subir con más fuerza su precio y las importaciones tienen que comprimirse en la medida en que se emplean con esos fines las divisas provenientes de la exportación y otros renglones del activo del balance de pagos.

Corresponde ahora ver lo que sucede con los principales renglones normales del balance de pagos en la inflación. Sólo nos hemos ocupado de las importaciones. El Estado, las empresas de servicios públicos y demás entidades o firmas que deben girar cantidades determinadas de divisas extranjeras por servicios financieros u otros conceptos, se ven desde luego perjudicados por el encarecimiento de esas divisas. El capital extranjero invertido en la producción, industrias y comercio también tiene que pagar más por las divisas extranjeras pero sus beneficios son también mayores. En algunas ramas de los negocios los beneficios crecerán más rápidamente que el precio de las divisas y en otras menos, según el grado con que hayan favorecido los desplazamientos de la demanda a que ya nos hemos referido.

En cuanto a las exportaciones, las hemos supuesto constantes en nuestro razo-

namiento. El alza de los precios tiende desde luego a estimular la producción pero sus efectos, en un país agrario, no se sienten con la misma prontitud que en los países de exportación industrial en que el volumen de lo que se produce y exporta es el resultado de la deliberación directa de los empresarios. Habiendo en un momento dado una determinada cosecha que vender, cuya magnitud no se puede alterar hasta el año siguiente, el estímulo de la depreciación no permite agrandar la cantidad existente sino que promueve más bien la extensión de la producción futura. El estímulo inmediato sólo se opera en aquellos casos de grandes existencias acumuladas que no pueden liquidarse sin forzar los precios internacionales. La depreciación de la moneda facilita esta liquidación sin afectar los precios en moneda nacional o aún subiéndolos si ella es intensa en relación a la baja que el mercado internacional requiere.

Fuera de estos casos, el estímulo de la depreciación sobre las exportaciones de un país agrario toma necesariamente tiempo para volverse efectivo. Y como sucede en las industrias, el estímulo va disminuyendo a medida que el beneficio extraordinario de los productores se va reduciendo por la elevación de los sueldos, salarios y demás costos.

3. LA ESPIRAL DE LA INFLACIÓN

Conforme se desarrolla el proceso inflacionista, hay elementos que tienden a exagerarlo. Al factor originario de la inflación —que frecuentemente es el déficit fiscal— se va agregando otro provocado por el incremento de los precios, que incide sobre las finanzas públicas, esto es, sobre los sueldos y salarios y demás gastos a cargo del Estado. Ello agrava el déficit y lleva al Estado a hacer uso más intenso del crédito para cubrir las necesidades de su presupuesto.

Dentro de la actividad privada existen también dos elementos que contribuyen a hacer más intenso el uso del crédito. Uno se refiere a la mayor necesidad de dinero de las empresas, provocada por el aumento de los precios y el otro a la demanda de crédito para realizar nuevas inversiones en aquellos campos de la actividad económica donde el alza inflacionista de los precios tiende a estimular las inversiones.

En esta forma, los incrementos de dinero se suceden continuamente durante el proceso inflacionista y conforme los sueldos y salarios se van ajustando a un nuevo nivel de precios, sobreviene otro aumento de crédito que hace subir más aún los precios y requiere un nuevo ajuste de sueldos y salarios. Esto es lo que se llama "círculo vicioso" o "espiral de la inflación".

La mayor demanda provocada por el incremento de dinero, que hace subir los precios, permite subir también los salarios en las empresas o sectores de la activi-

dad económica beneficiados por dicha alza de precios. Es precisamente ese ajuste entre costos y precios lo que lleva al sistema económico a un nuevo punto de equilibrio. Pero hay otras actividades donde los precios no han subido con la misma intensidad y rapidez que en las primeras y donde el mayor costo de la vida impele a los obreros y empleados a luchar también por el alza de sus salarios. En este último caso, el alza de los salarios puede ser un motivo del alza de los precios, al revés de los primeros casos donde el alza de los precios es el motivo del alza de los salarios. Ya no se trata, pues, de un mero ajuste a las nuevas condiciones creadas por la inflación, sino del surgimiento de un nuevo factor inflacionista que tiende a hacer subir los precios.

Es fácil encontrar en las crónicas sobre el proceso inflacionista en los países en guerra ejemplos recientes de este proceso. La controversia entre grupos obreros que tratan de hacer subir sus salarios en aquellas actividades donde los beneficios del alza de los precios han sido absorbidos por los impuestos es corriente.

4. CLASES DE INFLACIÓN

a) La inflación de guerra

Vamos a examinar ahora los distintos factores que históricamente han provocado la inflación. El más común y serio por sus consecuencias proviene de los grandes gastos que los gobiernos tienen que hacer para costear la guerra.

La guerra es un factor de inflación en los países beligerantes, y la repercusión de la contienda sobre los países neutrales, a través de las transacciones comerciales, representa también un factor de inflación para estos últimos. Son los dos casos de inflación que presenciamos en estos momentos.

De los procesos inflacionistas que hemos visto en la historia de nuestro país solamente uno ha sido provocado por necesidades de la guerra: es el caso del conflicto con el Paraguay. En el resto de nuestras experiencias inflacionistas, o se ha tratado de la repercusión de inflación exterior o de casos autóctonos de inflación, principalmente provocados por el déficit fiscal, unido con frecuencia al abuso del crédito en las actividades económicas privadas.

El fenómeno de la inflación es prácticamente inevitable en el caso de la guerra, sobre todo con los gastos ingentes que comporta la guerra moderna. Hay tres formas de financiar tales gastos: el impuesto, el empréstito y la expansión inflacionista del crédito.

El impuesto y el empréstito se limitan a trasladar al Tesoro Público el dinero ya existente en manos de los contribuyentes o de los inversores. En cambio, la expan-

sión del crédito crea nuevas cantidades de dinero. Es muy complejo el proceso por el cual los gobiernos dan preferencia a una u otra forma de financiación; en los primeros tiempos de guerra es fatal acudir a la expansión del crédito, por cuanto la urgencia de los gastos militares no permite organizar un sistema impositivo de emergencia que dé al Tesoro los recursos abundantísimos que requiere para financiarlos. Luego, conforme se desarrolla la guerra se van ajustando los resortes que permiten combinar la expansión del crédito con las otras formas de financiación. El resultado final dependerá de una serie de factores, no solamente de carácter económico y financiero, sino también de carácter político y social, que en gran parte dependen a su vez de la presión de las distintas clases que pueden verse favorecidas o perjudicadas.

La inflación, como vimos, representa para las clases perjudicadas un verdadero impuesto a sus consumos. Por lo tanto, al recurrir a esta forma de financiación los gobiernos están disimulando un impuesto que tal vez hubiera sido muy difícil imponer en forma directa sobre las vastas zonas de población que tienen que contribuir al costo de la guerra. Pero hay casos en que ese impuesto, creado indirectamente por la inflación, viene a agregarse al sistema de financiación de la guerra cuando ya no es posible extraer de las otras clases sociales recursos suficientes para mantener las finanzas bélicas. Es el caso que presenciamos ahora en Inglaterra, en donde el impuesto sobre los réditos medianos y altos ha llegado a límites tales que es prácticamente imposible sacar más para el Tesoro Público.

La inflación significa simplemente en ese país el gravar los consumos en una forma más fácil que mediante el complicado sistema de impuestos.

Por supuesto que esta descripción simplifica un fenómeno que es sumamente complicado y que cada vez reviste características más especiales. Por otro lado, no es mi propósito hacer un estudio de la financiación de la guerra sino mencionar de paso las características de la inflación que ella provoca; además de analizar cómo en los países en guerra tanto en ésta como en la del 14, se ha tratado de evitar o disminuir los profundos trastornos económicos y sociales de la inflación.

Medidas antiinflacionarias de países en guerra

Esto último se ha conseguido en dos formas: en primer lugar, se ha tratado de combatir el alza de precios de los artículos que requiere el Estado en su producción bélica y en las industrias esenciales para la colectividad, mediante el establecimiento de precios máximos y por la distribución regimentada de las existencias disponibles de esos artículos. Por otro lado, como de todos modos ha sido indispensable permitir ciertos aumentos, se ha tratado de captar los beneficios extraordinarios provocados por esos aumentos en las empresas comerciales e industriales, mediante fuertes impuestos que toman una parte considerable de la ganancia.

En lo que concierne al consumidor, se ha tratado de evitar las consecuencias de la inflación, tanto por el alza de los salarios, en los gremios obreros principalmente, como por las medidas de racionamiento y de limitación de precios de los artículos principales de consumo, para evitar que los que tengan mayores recursos puedan abastecerse en mayor proporción que otros que tienen menores recursos. Así pues en todos los países, en unos con más y en otros con menos éxito, se ha tratado de morigerar las consecuencias de la inflación en las distintas formas que se acaba de enunciar en términos muy generales.

Costo real de la guerra

Cabe hacer esta pregunta. Si se ha evitado hasta cierto punto el alza de precios, si se ha tratado de corregir las desigualdades sociales engendradas por la inflación, y si se ha tratado de hacer ingresar al Estado gran parte de los beneficios extraordinarios provocados por la inflación, ¿quién paga entonces, en la colectividad en guerra, los gastos ingentes que ésta demanda? Veamos un caso concreto de cómo se paga el costo de la guerra en Estados Unidos, punto que tiene una gran importancia por la consideración que vamos a hacer en seguida.

Cuando un sistema económico está en plena ocupación, es decir, cuando todos los recursos humanos y productivos están trabajando normalmente, la producción de guerra tiene que hacerse necesariamente, fatalmente, a expensas de otras producciones. Si de una economía de paz —cuya producción está destinada, por un lado, a los artículos de consumo que requiere la población, y por otro, a la fabricación de bienes instrumentales para la producción (es decir, a la formación de capital)— se pasa a una economía de guerra, que debe producir con los mismos hombres los elementos bélicos que requiere el Estado, esto último tiene que hacerse necesariamente a expensas de la producción de artículos para el consumo civil y de bienes instrumentales que contribuyen a la formación de capitales.

El problema así enunciado es muy simple. Sin embargo, no sucedió así en los Estados Unidos porque no había plena ocupación en el año 1941. En esa época había siete millones de hombres desocupados, no obstante la intensidad del movimiento ascendente que se venía operando por el esfuerzo bélico, que comenzó desde tiempo atrás, y por la intensificación de la actividad económica de paz provocada por la misma guerra. Esos desocupados fueron absorbidos por la economía bélica y, por otro lado, aumentó la jornada de trabajo, es decir, hubo una utilización más eficaz de las fuerzas humanas desde distintos puntos de vista. Y a pesar de su enorme aporte humano a los ejércitos, la economía de los Estados Unidos, según cálculos que figuran en la última e interesantísima memoria de la Reserva Federal [2], ha tenido en 1943 una fuerza de trabajo superior en 25% a la de antes de la

[2] Federal Reserve Bank of New York, *Annual Report*, 1943.

guerra, de tal suerte que se ha podido hacer el enorme esfuerzo de producción bélica sin un grave sacrificio para el consumo civil de la población. La misma Memoria tiene un párrafo muy interesante (página 7): "Para el conjunto de la colectividad, el consumo ha subido sustancialmente desde 1939".

Y agrega luego, lo que también es importante como factor de distribución, que el consumo reducido de algunos grupos ha sido más que compensado por el aumento de otros grupos; pero no solamente se explica que esa gran producción bélica se haya podido hacer sin alterar el consumo en virtud de las nuevas fuerzas desocupadas que se van incorporando a la economía sino también a expensas de otros dos elementos muy importantes en la actividad económica de Estados Unidos. Uno de ellos es la formación de capital, o sea, las ingentes sumas de ahorro que de año en año se invierten en ese país, no sólo para restablecer el capital que se va desgastando y envejeciendo, sino para expandir la producción por mejoras de la técnica para fabricar nuevos productos. Estas sumas importantes de la renta nacional que se gastaban normalmente en la formación de capital se han reducido a cantidades insignificantes durante la guerra. Y por otro lado, en el consumo entra una cantidad de artículos durables, principalmente automóviles, cuyo tiempo de uso es prolongado, y otros artículos semidurables, como radios, muebles, cuyo uso puede ser prolongado en las circunstancias de emergencia que atraviesa una economía de guerra. La producción de estos artículos se ha reducido mucho para el consumo civil. Sólo se ha mantenido la producción en los artículos de consumo inmediato para satisfacer las necesidades corrientes.

Menciono este ejemplo porque las finanzas de guerra y el desarrollo de la actividad económica —tanto en Estados Unidos como en Gran Bretaña y en el largo proceso de preparación de Alemania, desde el acceso al poder del nacional socialismo— nos están demostrando que las economías de esos países tienen enormes fuerzas que no han sido debidamente desarrolladas por fallas del sistema económico, en gran parte fallas de la organización monetaria. Ello demuestra que solamente ante la presión de las enormes necesidades de guerra la gente entra por ciertas vías que normalmente no se anima a usar. Y así se da el extraordinario caso de que se puede llegar a la plena ocupación para producir artículos bélicos pero no para producir artículos necesarios para elevar el nivel de vida de las masas.

Es de esperar que de esta experiencia quede una gran enseñanza, que sin duda tendrá más efecto sobre la política monetaria y financiera de todos los países en la postguerra que se avecina, que los que tuvo en la postguerra anterior, en que se desató sobre el mundo un fantástico proceso de deflación que causó muchas pérdidas. Estos fenómenos no solamente han sido mejor comprendidos por los teóricos en la actualidad, sino que hay hombres teóricos que desde antes de la guerra vienen preconizando una política monetaria distinta de la que se ha seguido tradicional-

mente y que tiende a utilizar precisamente esos elementos expansivos de la economía y a mantener un alto nivel de actividad.

b) Repercusiones de la inflación exterior

Vemos ahora cómo la inflación de los países beligerantes repercute en los otros países. Nosotros hemos tenido dos veces en este siglo fenómenos de esta naturaleza: durante la guerra anterior y durante la actual. Vamos a estudiar esto último en clases posteriores, pero hay algunas características comunes entre uno y otro fenómeno que conviene destacar ahora: alza de precios proveniente del exterior; beneficios extraordinarios en distintas actividades de la economía nacional; restricción de importaciones impuesta por la situación de guerra y aumento de nuestras exportaciones. Esto último permitió al país, tanto en la guerra anterior como en la actual, acumular grandes cantidades de oro y divisas, con lo cual se acentuó el alza de precios provenientes de factores exteriores por el aumento de la circulación monetaria. Tanto en uno como en otro caso, esa creación de dinero nuevo se ve reforzada en la economía interna por la creación de dinero nuevo emergente de la expansión del crédito originado en buena parte en las necesidades fiscales, de suerte que a los factores exteriores de inflación, se agregan factores internos que acentúan el proceso. Hasta aquí la similitud; luego veremos algunas diferencias. La más importante es que, mientras en la guerra anterior subieron intensamente los precios de la exportación argentina y también los de la importación, en esta guerra los precios de exportación han subido muy poco y en cambio han subido extraordinariamente los de importación.

c) Aumento de gastos fiscales

Mencionaremos el tercer factor. Se ha producido en nuestra historia monetaria el caso de inflación originada en factores puramente locales, asociados al desarrollo del ciclo económico. Durante la fase ascendente hemos visto a veces que el Estado y los hombres que lo manejan, arrastrados por el sentimiento de optimismo que prevalece, aumentan los gastos públicos y propenden a una expansión del dinero nuevo mucho mayor que la que el propio ciclo engendra. Las consecuencias de ello no se van a ver muy bien en la fase ascendente —en que sigue entrando oro— sino en la descendente, cuando los créditos bancarios inmovilizados provenientes del abuso de préstamos que ha hecho el Estado no pueden ser comprimidos y dan lugar a la necesidad de un reajuste más violento en el balance de pagos. Ello generalmente no se efectúa, por razones que hemos visto, y conduce a la depreciación monetaria, tanto más cuanto que en la fase descendente esa expansión del crédito, originada en la ascendente, no suele contenerse sino acentuarse frente a la situación

que se crea a la economía por la contracción natural en las fuerzas que se mueven allí. Por lo tanto, si a la dilatación del crédito en la fase ascendente se agrega un nuevo proceso de expansión en la fase descendente, la inflación puede adquirir una gran amplitud, tanto más cuanto que suele entrar el cuarto factor.

d) El desarrollo del crédito en la economía privada

Cuarto factor que me limitaré a mencionar porque lo he considerado al tratar los ciclos, en cuya fase ascendente aumenta el efectivo de los bancos y éstos, impelidos por sus deseos de acrecentar sus beneficios, tienden a dilatar el crédito y a inducir a la economía privada a hacer mayor uso de las disponibilidades bancarias con lo cual el proceso de inflación se acentúa.

5. FUERZAS POLÍTICAS, ECONÓMICAS Y SOCIALES QUE FAVORECEN LA INFLACIÓN

Está todavía por escribirse la historia de la inflación en la Argentina, como está por escribirse el examen de los ciclos. El fenómeno más característico de la inflación lo hemos tenido en la última crisis del '90. El profesor Williams, de la Universidad de Harvard, hizo un muy buen estudio, aunque de un solo aspecto del problema, que recomiendo leer por la importancia que tiene este capítulo de nuestra historia monetaria.[3] A los que quieran conocer otros aspectos de esa crisis que tuvieron una gran gravitación política y social, les recomiendo leer un libro del doctor Balestra, *El noventa*[4].

Si la inflación causa tan profundos trastornos económicos y sociales, si históricamente ese fenómeno ha provocado grandes trastornos políticos, ¿por qué se cae en la inflación?

¿Por qué una vez que un país —a veces impelido por circunstancias accidentales como son las de la guerra— se ve llevado a la inflación no frena el proceso inflacionista cuando ha comenzado a desarrollarse? Hay muchos elementos que considerar para lograr una explicación cabal de este fenómeno, pero los principales podríamos separarlos en dos grupos.

Hay impulsos que propenden a la inflación, tanto por la índole de un país en crecimiento, como por los intereses que la inflación favorece y pone en juego.

[3] *Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money*, por John H. Williams, Harvard University Press, 1920. Hay una traducción y síntesis publicada por el profesor Prebisch en la *Revista de Ciencias Económicas* de agosto de 1921, serie 2, Nº 1.

[4] *El noventa*, por Juan Balestra, Editorial La Facultad, 1935.

a) Impulsos espontáneos

¿En qué consisten esos impulsos propios de un país en crecimiento? Muy sencillo decirlo: un país que tiene enormes posibilidades para desarrollarse, que ofrece un campo considerable a la inversión de capital, en el que lo que hoy se hace se agranda mañana por el solo impulso del crecimiento del país, es natural que induzca tanto a los hombres de la economía privada como a los que tienen en sus manos la administración del Estado a hacer uso del crédito para desarrollar el país.

Hemos visto en el siglo pasado y en los primeros años del presente que mediante el uso del crédito la actividad privada ha abierto nuevas tierras; ha incorporado a la producción regiones antes inexplotadas; ha construido industrias; ha hecho obras de mejoramiento en la campaña y en las ciudades. Y, por otro lado, tanto por el desarrollo natural de la administración como por la ingente cantidad de obras públicas que esperan ser realizadas, los gobiernos cuanto más progresistas sean, tanto más tienden a hacer uso del crédito para realizar sus planes.

Ese impulso espontáneo hacia el uso del crédito, lo hemos visto sistemáticamente en todos nuestros procesos de inflación. Pero generalmente junto con ellos hay otra suerte de impulsos que se mueven.

b) Impulso de los intereses favorecidos por la inflación

Vamos a ver en primer lugar los intereses de aquellos hombres que detentan el poder político y que tienden a aumentar los empleos, los sueldos y servicios del Estado, las obras públicas, no ya guiados por ese empuje de engrandecimiento del país, sino por el deseo de favorecer ciertos intereses de las clientelas que requieren para sostenerse en el poder. Ese es un factor que históricamente ha tenido mucha importancia en el proceso inflacionista en éste y otros países del mundo, bajo cualquier forma de gobierno. En primer lugar, aparecen en este país los intereses de los productores agropecuarios que son esencialmente inflacionistas.[5] No quiero decir que deliberadamente hayan provocado la inflación, sino que en la historia del país no hay ningún caso de oposición de su parte a un proceso que tiende a elevar los precios y a darles beneficios extraordinarios. Esos intereses han tenido su manifestación pública en determinadas teorías de política monetaria que tienden a favorecer el curso de la inflación y beneficiarles más.

El otro gremio favorecido por la inflación lo constituyen los industriales que

[5] Hago las excepciones naturales que debo hacer en todos estos grupos, incluso los del Gobierno, en donde al decir que los gobiernos suelen favorecer la inflación, tengo en cuenta que hay hombres que se oponen a ella. Me refiero a fenómenos de carácter general sin pretender particularizar con determinadas épocas o personas.

también cosechan beneficios extraordinarios; los comerciantes; los bancos, que son meros intermediarios en la colocación del ahorro del público y crean dinero, y al crear dinero acrecientan sus negocios y sus beneficios. Con esto tampoco quiero decir que todos los bancos sean inflacionistas; sería un error y una injusticia. Hay bancos que en el proceso inflacionista argentino han visto sus intereses futuros y no han dejado prevalecer sus interess inmediatos sobre el problema. Pero no surge generalmente entre ellos un freno poderoso a la inflación porque también se ven arrastrados por el optimismo de grandes beneficios. Los especuladores de tierras que hemos visto sistemáticamente en la fase de ascenso de nuestros ciclos hasta los primeros años de este siglo, también han sido favorecidos por la inflación y muchas veces con su gran influencia han logrado facilidades de crédito y ventajas que les han permitido acrecentar el progreso y hacerlo más intenso.

Todos esos grupos de población son, desde luego, ardientes defensores, o por lo menos espectadores no indiferentes sino interesados, en la continuación del proceso, y hasta es concebible que ciertos gremios obreros no se opongan al mismo si ha llegado a ellos un aumento de salarios que les compense con creces el encarecimiento de los artículos. Tales aumentos no pueden abarcar a toda la clase obrera y mucho menos a toda la clase media, que son las que pagan las consecuencias de la inflación.

Sin embargo, son las clases o grupos desorganizados, que por lo general no tienen la fuerza de los grupos organizados, los que saben defender bien sus intereses y suelen tener la conciencia del fenómeno inflacionista. Ven subir los precios y prende fácilmente en la mentalidad de las gentes la explicación de que es el resultado de la especulación o del acaparamiento o de la fuga de capitales, hechos que ellos que tienen que pagar precios más altos, atribuyen a los beneficios de los intermediarios y están dispuestos a celebrar cualquier medida que se tome contra el intermediario. De ahí que esa gran fuerza social no tenga potencia ni importancia alguna para detener o para impedir el proceso inflacionista. Surgirá más tarde cuando el alza de precios haya llegado a tales extremos que el malestar sea incontenible; surgirá para frenar en su última etapa el proceso de inflación.

Dirán ustedes, ¿y qué influencia tienen los economistas o los teóricos? Generalmente ninguna, por una razón psicológica muy importante: porque las teorías en sí, mientras no reflejan sentimientos o intereses, tienen muy poca gravitación en la dirección de la vida política y además, porque los economistas y los teóricos en materia monetaria tienen poca autoridad pues como único remedio a los males monetarios han venido preconizando constantemente el patrón oro, la deflación o cualquiera de los ingredientes de farmacopea universal en esta materia. Han perdido prestigio precisamente porque frente a ciertos males económicos y sociales no se les ha ocurrido otra cosa que recomendar un sistema rígido que la realidad ha re-

pudiado en este país y en otros, principalmente en los que están en la periferia del régimen monetario internacional. De ahí pues que su influencia es muy escasa. Más tarde, cuando las cosas se complican en tal forma que la gente busca una orientación para salir de ese estado de cosas entonces suele ser de importancia la opinión de los teóricos, pero mientras tanto los economistas están en el último rincón de la economía nacional.

6. TERMINACIÓN DEL PROCESO INFLACIONISTA

¿Cómo termina el proceso inflacionista? A veces tiene una terminación muy violenta y a veces de relativa tranquilidad; depende de una serie de factores. En primer lugar, la intensidad de la inflación va a tener una importancia muy grande en la forma de terminación del proceso; en segundo lugar, la etapa en que la inflación se frena tiene también importancia lo mismo que los hombres que actúan para frenarla —aquí vemos un elemento humano que tiene una gran importancia— la conjunción favorable o no de ciertos factores exteriores que, conforme el proceso de la inflación se va agudizando, empiezan a surgir en los distintos campos de la actividad económica y social del país.

La reacción social de las masas perjudicadas que conforme los precios suben y se hace más visible, crea un factor de intranquilidad que a veces suele ser de gran importancia. Por otro lado, se desarrollan factores psicológicos que deben tener una trascendencia muy grande. Esos factores los hemos visto actuar en el mercado de cambios cuando se desencadenó —a raíz del alza continuada de divisas extranjeras— el fenómeno de especulación o de fuga de moneda nacional que tiende a llevar la depreciación de la moneda a límites más altos que los que corresponden por el mero proceso inflacionista.

La cotización de la moneda tiene una gran importancia en la colectividad y cuando va pasando de ciertos límites que la gente no ha previsto, comienza a conmoverse la confianza que antes caracterizaba el desarrollo de la inflación. Por otro lado, los mismos bancos empiezan a sentir sus dificultades. Los que han estado prestando libremente, sienten que algunos de sus créditos se van inmovilizando o que ha salido demasiado dinero de sus arcas por el incremento de las necesidades del público y se encuentran con una situación de caja que les empieza a preocupar; el propio instituto emisor que directa o indirectamente ha contribuido a la expansión del crédito llega, en ciertos momentos, a encontrarse impotente para combatir la desvalorización de la moneda y empieza por lo tanto a querer actuar con más prudencia en la concesión de créditos al Estado o a los bancos.

Las propias finanzas públicas ven acentuar generalmente su déficit, tanto por el

costo cada vez mayor de los servicios del público en virtud de la depreciación de la moneda, como por el incremento de los gastos y sueldos y la presión de los obreros y empleados del Estado ante el aumento del costo de la vida. Surgen fuerzas de distintos sectores que van acumulando elementos de perturbación que en un momento dado desencadenan una situación tal que la inflación ha llegado a su punto de crítica más allá del cual no puede seguirse sin desprestigiar al país.

La historia del '90 es el caso típico. Hay otros casos en que la terminación sucede en forma tranquila y otros en que antes de la terminación del proceso se han tomado algunas medidas que han restablecido la confianza. Por ejemplo, el acceso al poder político de un hombre que ponga cierto orden en las finanzas, que frene la expansión de gastos, que sea con su sola presencia un factor de confianza, puede detener el proceso y así contribuye a atraer al país los fondos que hubieren salido en el proceso de inflación. El caso típico de un hombre así fue el de Poincaré. Bastó su acceso a la cartera de Hacienda en Francia para estabilizar la moneda francesa y las finanzas públicas.

Es claro que en la transición y en el grado de tranquilidad en que puede hacerse esta transición influye mucho la acción de los factores exteriores. Si en el momento en que el país quiere frenar la inflación los factores exteriores se presentan favorables, como ocurrió en nuestra historia, el problema es mucho más simple. Nuestro desarrollo económico hasta la crisis mundial se caracterizó por una línea de ascenso continuo que vemos a través del movimiento cíclico y de cada ciclo se ha salido para subir más arriba. El comercio exterior ha aumentado y el aumento de la producción rural que la inflación pudo haber estimulado encuentra fácil colocación; las finanzas del Estado mejoran porque la importación crece y suben sus recaudaciones junto con otras recaudaciones que dependen de la actividad económica; las industrias, que han tendido a producir en cantidad excesiva ven aumentar su demanda por el crecimiento de la prosperidad. En una palabra, el hecho de que la terminación de la inflación coincida con un movimiento de recuperaciones provocado por las fuerzas exteriores ayuda considerablemente a las medidas que los gobiernos toman para volver a un estado de cosas más normal para la colectividad.

Desde luego que el proceso no es simple, porque cuanto más intensa haya sido la inflación, tanto más difícil resulta liquidarla. La inflación deja por liquidar la situación de todos los que han especulado y han caído con la inflación, especialmente con el crédito; la de empresas que se han dilatado considerablemente bajo el estímulo de la deformación de la demanda creada por la inflación; de ciertos activos bancarios recargados de créditos inmovilizados, o sea situaciones debidas a la especulación o a las empresas que han especulado.

a) La restricción del crédito y la baja de precios. Factores exteriores que favorecen o dificultan el proceso de deflación

No voy a describir detalladamente las características del proceso deflacionista engendrado por la contracción del crédito porque es análogo al que ocurre en la fase descendente del ciclo con todas sus características: desocupación; desconfianza general que abarca todas las categorías de negocios, que se manifiesta tanto en el orden de la industria y de la producción como en el orden de las inversiones; en fin, todos los fenómenos característicos de contracción cíclica se acentúan durante la reacción descendente del proceso inflacionista.

Todas aquellas industrias que se habían desarrollado en forma excesiva se encuentran ante una doble situación crítica. En primer lugar, la baja de precios inherente al proceso deflacionista les afecta sobremanera. Por otro lado los sueldos y salarios han ido creciendo en tal forma que las industrias ven reducir su margen de beneficios y aquellas que sufren de la competencia exterior no tardan en solicitar aumentos de los derechos aduaneros, aumentos que vienen a suplantar la protección transitoria que la elevación del tipo de las divisas extranjeras había significado para esas industrias.[6]

Desde luego que las finanzas públicas no escapan a la necesidad de un severo reajuste, tanto más cuanto que el origen de la inflación en nuestro país ha sido precisamente el de la dilatación exagerada de los gastos. Ello había llevado al Tesoro fiscal a hacer uso del déficit bancario, o sea a la emisión de dinero nuevo, factor fundamental en el proceso inflacionista. Por lo tanto, para detener el proceso es indispensable equilibrar el presupuesto. Llega el momento en que tienen que ajustarse las cuentas de la inflación y no hay otra forma de ajustarlas que la de elevar los impuestos o contraer los gastos.

El Tesoro público no tiene otra salida. El aumento de impuestos puede ser un aumento directo y visible, o la estabilización del tipo monetario en un nivel tal que signifique un impuesto indirecto sobre los consumos de la población, especialmente de aquellas clases más castigadas por el alza de precios, como vimos en clases anteriores. Pero fatalmente tiene que cubrirse el déficit de presupuesto en esta forma o en la otra, de lo contrario la inflación no se termina y puede llevar a exageraciones que conducen al caos monetario y financiero, como lo revela la experiencia de otros países, especialmente en la postguerra anterior.

[6] Cuando me ocupé de este aspecto del problema dije que la protección resultante de la depreciación monetaria era absolutamente transitoria y que tarde o temprano esas industrias necesitarían fatalmente, para evitar su total liquidación, la elevación de los derechos aduaneros. Y eso hemos visto que ha ocurrido en nuestro país en el proceso de la liquidación de la inflación.

Si se toman medidas destinadas a restablecer el equilibrio financiero, que es precisamente lo que había hecho surgir el proceso inflacionista, la confianza se va restableciendo y los primeros síntomas se notan en el balance de pagos, por efectos del retorno gradual de parte de los fondos que habían salido en el proceso de inflación, impelidos por razones especulativas o por el deseo de evitar las consecuencias de una ulterior desvalorización de la moneda. Este factor psicológico, o sea el restablecimiento paulatino de la confianza no es suficiente, sin embargo, para provocar el saneamiento de la moneda. Aun las medidas internas tomadas para suprimir la fuente de la inflación resultan insuficientes. El restablecimiento depende en buena parte, como ya señalé, de la amplitud de aquellos factores exteriores (exportaciones e inversiones de capitales) que configuran nuestro balance de pagos. Si esos factores siguen creciendo con gradual intensidad como ha sido la característica de nuestro país hasta la crisis mundial el proceso de liquidación y de saneamiento es más fácil. Pero en cambio, si después de la inflación no hay una expansión de nuestras exportaciones e inversiones extranjeras de por lo menos la misma intensidad que antes, el proceso de saneamiento es mucho más largo y penoso.

¿Cómo obran esos factores exteriores en el proceso de recuperación? La inflación había desequilibrado el balance de pagos y llevado la cotización de las divisas extranjeras a un determinado nivel, en torno al cual osciló la moneda llevada por factores transitorios, psicológicos o especulativos. Si las exportaciones siguen creciendo y el restablecimiento de la confianza del país vuelve a atraer capitales extranjeros, el peso tiende a valorizarse, es decir, el precio de las divisas extranjeras tiende a bajar. Por otro lado, el dinero redundante que había engendrado la inflación, va poco a poco reabsorbiéndose con el crecimiento de la actividad económica propia, lo cual no tarda en producir sus consecuencias en la economía interna: los precios comienzan a bajar y se produce un fenómeno completamente contrario al que vimos durante la fase ascendente. Comienzan a sentir las consecuencias, especialmente los productores agropecuarios y las industrias, porque al descender el precio de las divisas extranjeras desciende correlativamente el precio de sus productos.

Si la inflación ha durado poco tiempo, el descenso de los precios no hiere fundamentalmente al productor agropecuario puesto que los arrendamientos, sueldos y salarios no habían tenido tiempo de subir, y el productor tiene un margen que le permite sufrir el descenso de los precios. Pero si la inflación ha durado mucho tiempo y el saneamiento, en virtud tanto de factores interiores y exteriores, ha tomado un tiempo largo, la baja de precios sorprende al productor rural con costos más elevados que los que tenía antes de la inflación, con salarios, fletes y arrendamientos más altos. Por lo tanto, la baja de precios no corrige los fenómenos que habían ocurrido durante el proceso de alza, sino que causa nuevas perturbaciones que tienden a hacer declinar la producción y a generar el fenómeno de desocupación.

Lo mismo ocurre con los productores industriales, puesto que cuando ven que los precios de los productos de competencia exterior han bajado más allá de lo que les permite seguir trabajando, reducen su producción y al reducirla comienzan a generar el fenómeno típico de desocupación que va arrastrando a otras ramas de los negocios.

Estos trastornos provocados por la baja de precios hacen surgir fuerzas muy poderosas que obran sobre las autoridades monetarias aconsejándoles la estabilización del tipo de cambio para que no siga bajando el precio de las divisas extranjeras.

b) La experiencia argentina: la ley monetaria de 1899

El caso típico que hemos tenido en nuestro país es el de la estabilización de 1899, a la que se llega nueve años después de la terminación del proceso inflacionista más marcado que hubo en nuestra historia. En esos nueve años los sueldos, salarios, arrendamientos y demás costos habían subido y tendido a adaptarse al nuevo nivel de los precios agropecuarios e industriales argentinos, de manera que cuando aquellos factores favorables —o sea exportaciones e inversiones de capitales, unidos a la absorción gradual del dinero redundante en la economía interna— fueron provocando la caída del precio de las divisas extranjeras, se sintieron las manifestaciones que acabo de decir: desocupación industrial, desaliento en la campaña; distintos trastornos que fueron tomando cuerpo y llevaron al Gobierno, en defensa de los intereses afectados, a detener el proceso de valorización de nuestro peso.

Ese fue el significado de la Ley de Conversión del año 1899. La Ley de Conversión tenía un mecanismo muy sencillo. Simplemente el de decir: a un determinado tipo de la divisa extranjera el Gobierno, por intermedio de la Caja de Conversión, dará papel en la cantidad en que se le entregue oro a cambio de ese papel. Establece un precio fijo para el oro, precio fijo que no se hace efectivo sino en el año 1903 porque el público no tenía suficiente confianza en la Caja de Conversión y los factores exteriores no eran suficientemente favorables para hacer efectiva la estabilización monetaria.

Fue en esa época en que un comerciante alemán establecido en la Argentina, Silvio Gesell —a quien Keynes dedica algunos párrafos muy interesantes en su libro—[7] escribía un folleto[8] que luego fue seguido de obras más fundamentales sobre la moneda. Gesell hacía ver cómo la baja de precios resultante de la valoriza-

[7] En *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, de J. M. Keynes, se cita, entre otras, la obra de Gesell, *The Natural Economic Order*. Hay edición en castellano publicada en Buenos Aires en 1936 bajo el título *El orden económico natural*.

[8] Silvio Gesell, *La plétora monetaria de 1909 y la anemia monetaria de 1908*. Buenos Aires, 1909.

ción monetaria retraía el dinero de los negocios. La gente, a la espera de nuevas bajas, prefería retener el dinero en sus manos y esa retención contraía la demanda y provocaba fuerzas de depreciación mayores que las que la simple desvalorización iba trayendo. Ese fenómeno luego sirvió a Gesell como base de su teoría y como base de las proposiciones que mucho tiempo después hizo para activar o retener, según los casos, el uso del dinero. Cito esto como una curiosidad por cuanto Gesell adquirió notoriedad después, fuera de la Argentina.

No voy a hacer aquí un estudio de esta medida tan interesante de estabilización del año 1899.[9] Bástenos decir que esa Ley de 1899 que impedía al peso argentino volver al nivel que tenía en 1881, como quería mucha gente llevada por ideas dogmáticas en esta materia, fue severamente criticada en el país y sobre todo en el exterior, donde la crítica fue sumamente violenta. Se acusó al Gobierno argentino y a las autoridades monetarias de haber despojado definitivamente a la clase perjudicada por la inflación y el capital extranjero de lo que les correspondía por sus inversiones en el país.

Pero pasaron los años y la experiencia de la postguerra lleva a estudiar nuevamente la medida de estabilización argentina y a comprenderla mejor. Hoy estamos en condiciones de formular un juicio mucho más objetivo y sereno sobre la estabilización de 1899 al ver las grandes dificultades que la Gran Bretaña tuvo que afrontar después de 25 años por haber vuelto a un tipo de conversión equivalente a la par; y después de haber visto cómo otros países, para evitar ese género de dificultades, hicieron lo mismo que lo que hizo la República Argentina, es decir, volver a la conversión, pero a un precio de las divisas extranjeras superior al que tenían antes.

Esto no quiere decir que en todas las circunstancias es defendible una medida de esta naturaleza. En el caso del '99 lo fue por el larguísimo tiempo que se había abandonado la paridad. La paridad monetaria resultante de la ley de 1881 se abandonó en 1885 y mientras tanto se habían ajustado los costos en toda la actividad económica argentina en tal forma que llevar el peso a la par hubiera causado trastornos considerables sin beneficiar precisamente a las clases que habían sido perjudicadas por la inflación, porque son esas clases las afectadas por la desocupación.

7. EL SEGUNDO TIPO DE DEPRECIACIÓN MONETARIA: LA CONTRACCIÓN DEL ACTIVO POR UNA BAJA PERSISTENTE DEL PRECIO DE LAS EXPORTACIONES

Con esta consideración final dejo terminada la primera parte de la teoría general de la inflación, o sea la teoría referente a aquel caso típico de nuestro país, en

[9] Ver asimismo *Anotaciones sobre nuestro medio circulante*, por Raúl Prebisch, ya citado.

que la depreciación de la moneda es el resultado de creaciones excesivas de dinero nuevo por el sistema bancario.

Nos queda ahora por considerar un caso que solamente se ha visto una vez en la historia monetaria argentina. Me refiero a la depreciación provocada no por una expansión interna de la cantidad de moneda sino por una contracción del activo del balance de pagos.

Este es un fenómeno totalmente distinto del fenómeno de depreciación provocada por la expansión del dinero nuevo. En efecto, la expansión de dinero nuevo deprecia la moneda porque hace crecer excesivamente el pasivo del balance de pagos en relación al activo. En cambio, el tipo de depreciación que vamos a considerar ahora es provocado por una contracción del activo con respecto al pasivo del balance de pagos.

Voy a hacer una referencia muy rápida a este proceso, por cuanto los hechos concretos que corresponden a este ejemplo van a ser analizados por nosotros en clases posteriores cuando llegue el momento de examinar las consecuencias que tiene la crisis mundial sobre la economía argentina, y especialmente sobre la moneda. Aquí no haremos otra cosa que señalar por qué esa contracción de las exportaciones, del activo del balance de pagos ha provocado la depreciación monetaria.

La contracción de las exportaciones fue el resultado de una baja persistente de los precios en oro de nuestros productos en el mercado universal. Esa baja no era, como ocurre en el proceso típico de inflación, una reacción a un alza exagerada de los precios en la fase ascendente, puesto que antes de esa caída los precios agropecuarios no habían subido. Durante la década del 20 no se observa ningún crecimiento inflacionista de los precios agropecuarios.

Desde el momento que comienza la baja, los productores agropecuarios sienten en forma evidente los trastornos típicos de una deflación pues los costos de producción no se pueden ajustar con la misma intensidad por razones que ya conocemos: porque los arrendamientos están fijados por contratos anteriores lo mismo que los fletes, los salarios, los intereses y servicios de las deudas. Conforme la baja de precios agropecuarios se va desarrollando, los productores se verán sucesivamente castigados al no poder reducir sus costos en la misma medida.

La baja de precios no solamente se refería a los productos agropecuarios sino también a los productos de importación, aunque fue menos intensa, y un fenómeno parecido se produjo en el campo de la producción industrial. Las firmas y empresas industriales no pudieron bajar los sueldos y salarios y demás elementos de sus costos con la misma intensidad y empieza a desarrollarse el fenómeno de la desocupación. El Estado se vio en una situación similar, agravada por cuanto anteriormente se habían dilatado en forma excesiva sus gastos —tanto los gastos ordinarios del presupuesto como los inherentes a la construcción de trabajos públicos— de mane-

ra que cuando sobreviene la baja internacional de precios el Estado se encuentra con un déficit creciente provocado tanto por la caída de sus recaudaciones como por la contracción del ahorro que iba a colocarse en sus títulos.

El Estado acudía a la expansión para cubrir el déficit, primer factor que evita el reajuste de la economía interna a las nuevas condiciones creadas por la baja de precios. Pero había otro factor muy importante en la economía privada que evita ese ajuste. Fue la inmovilización del crédito.

Cuando en clases anteriores explicamos cómo se provocaba la inmovilización del crédito en nuestro país, estudiamos la incidencia que la baja de precios tenía en las empresas agropecuarias o en las empresas industriales. Ella impedía atender regularmente los compromisos y para evitar una liquidación de esas actividades, los bancos no tuvieron más remedio que mantener el volumen de crédito. O sea que por un lado el Estado tendía a aumentar y aumentaba los préstamos bancarios como resultado del déficit creciente del presupuesto, y por otro los bancos no podrían liquidar esos créditos inmovilizados so pena de desencadenar una liquidación general.

Hubo liquidaciones desastrosas, pero no de carácter general como hubiera sido indispensable desde el punto de vista estrictamente monetario para llevar la economía a un nuevo punto de equilibrio. Pero eso fue social y políticamente imposible, precisamente por la inflexibilidad de los costos de producción. Si los productores agropecuarios e industriales pudieran ajustar rápidamente sus costos, la baja de precios no tendría mayormente consecuencias. De otro modo la baja causaría al país trastornos considerables, trastornos que hemos visto en la crisis mundial, a pesar de la desvalorización de la moneda que fue suficientemente intensa como para aliviar la situación.

Por lo tanto, el crecimiento del crédito, provocado por el déficit fiscal y la imposibilidad de liquidar las empresas, mantuvo una cantidad de dinero que impedía a las importaciones ajustarse al nivel nuevo de las exportaciones. Ese desequilibrio del balance de pagos no pudo seguirse cubriendo sistemáticamente con exportaciones de oro, como se hizo en los primeros tiempos. Hubo un momento en que esas exportaciones se suspendieron por el cierre de la Caja de Conversión y por la terminación de las exportaciones que el Gobierno seguía haciendo para evitar la desvalorización monetaria hasta que las reservas llegaron a un punto tan bajo y la crisis mundial se acentuó en tal forma que se decidió no exportar más oro, con lo cual la desvalorización monetaria fue muy lejos. Esa desvalorización permitió, tanto a los precios de exportaciones como de importación, caer con menor intensidad en nuestro mercado interno que lo que habían caído en el mercado internacional, lo cual contribuyó a aliviar las dificultades considerables de reajuste de la producción rural e industrial al nuevo nivel de precios en oro en el mercado universal.

Nada tiene que ver, por lo tanto, ese tipo de depreciación monetaria con el tipo de depreciación monetaria provocado por la inflación, no obstante lo cual vimos en esa época del país reproducirse todos los argumentos que históricamente se habían dado en contra de la inflación. Hubo sectores importantes que preconizaron la liquidación lisa y llana para llegar a condiciones nuevas de equilibrio.

Simplemente me he limitado a anotar la existencia de un tipo de depreciación monetaria distinto del que tradicionalmente habíamos observado en la realidad, que requiere una interpretación por lo tanto diferente sobre la base de los hechos concretos.

116
TEORIA DEL INTERES A LARGO PLAZO*

Vamos a estudiar ahora los factores que influyen en nuestro país sobre la determinación del tipo de interés a largo plazo y la relación que tiene este problema con la actividad bancaria. Veremos en qué forma los bancos, ya sea mediante su absorción de ahorro o mediante la creación de dinero nuevo, influyen sobre el mercado a largo plazo, especialmente sobre el mercado de títulos, y luego consideraremos en qué medida el Estado, el Banco Central o los bancos pueden influir sobre la tasa de interés y hasta qué punto sería posible determinar arbitrariamente el nivel del tipo de interés en un mercado abierto y en conexión con el resto del mundo como es en nuestro país.

Como la teoría del interés del dinero ha sido estudiada por ustedes en el primer curso de economía, no voy a hacer un análisis de algunos aspectos que seguramente ustedes conocen. Simplemente recordaré en forma general los factores que en nuestro país determinan las variaciones del tipo de interés a largo plazo. Esos factores se mueven en el mercado de inversiones de acuerdo con la oferta y la demanda de fondos invertibles, como sucede en la determinación del precio de otras mercaderías, pero haciendo ciertas salvedades de importancia que más adelante voy a exponer.

1. Composición de los fondos invertibles

Los fondos invertibles están formados, *primero,* por el ahorro que busca inversión; *segundo*, por el dinero inmovilizado o atesorado, o sea por el ahorro anterior que no se ha invertido, que se ha atesorado en manos del público o en los bancos y que ahora afluye al mercado en busca de inversión. En *tercer* lugar, los fondos invertibles están constituidos por el dinero nuevo que crean los bancos y que —en una forma o en otra— va al mercado de inversiones; y en cuarto lugar, por el ahorro del exterior, o sea por los capitales a corto plazo o a largo plazo que se inviertan en el mercado argentino.

* *N. del Ed. La moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, Fascículo Nº 10, págs. 149-169, impreso el 18 de noviembre de 1944 (véase la Nota del Editor al capítulo 108).

La demanda de fondos invertibles en nuestro país podría dividirse en dos grandes categorías: la demanda del Estado, que es un gran consumidor de ahorro, y la demanda de la actividad económica privada. Esta última, para determinar las condiciones sobre las cuales hará uso del ahorro o del dinero inmovilizado o del dinero nuevo de los bancos que afluye al mercado, se atendrá principalmente a un cálculo del rendimiento probable de las inversiones que desea realizar con ese ahorro. En cambio, en la inversión del ahorro por conducto del Estado en las obras públicas o en el déficit fiscal, el rendimiento de las inversiones, desde el punto de vista económico, no desempeña el mismo papel puesto que el Estado puede hacer inversiones no productivas o inversiones a pura pérdida pagando los intereses mediante los impuestos que extrae de la colectividad. Por lo tanto, el móvil y las condiciones de acuerdo con las cuales se usa del ahorro son fundamentalmente distintas en el caso del Estado y de la economía privada, lo que no quiere decir que el Estado no pueda acudir al mercado con un criterio económico, sobre todo cuando actúa como empresa comercial, industrial o bancaria.

¿Cómo está compuesto el ahorro en nuestro país? Por varias categorías de fondos que buscan inversiones: en primer lugar, hay un tipo de ahorro que se usa constantemente por intermedio de las empresas productoras industriales o financieras que tienen que dedicar una parte de sus entradas a los fondos de amortización o renovación por el desgaste y el envejecimiento de sus activos. Esos fondos se reinvierten en las mismas empresas, lo que no quiere decir que su aplicación sea independiente de las otras aplicaciones del mercado, como veremos en la segunda categoría que paso a enunciar.

Esta segunda categoría se refiere a los beneficios que obtienen dichas empresas. La parte de los beneficios que no se distribuye y que se reinvierte en la empresa, o que va a formar fondos de reserva que también se reinvierten en las empresas o en el mercado, constituyen una categoría importante del ahorro del país.

Luego, el ahorro propiamente dicho, o sea aquella parte de los réditos personales de cualquiera de los grupos sociales del país que en lugar de consumirse se ahorra, se pone de lado y se invierte ya sea directamente en la Bolsa, ya sea adquiriendo una participación en una empresa comercial, ya sea depositándolo en un banco que luego invierte ese ahorro en préstamos o en adquisiciones de valores en el mercado. Ese es el ahorro visible, el que vemos ir al mercado o que vemos alojarse en las cuentas de los bancos.

Hay otras formas menos directas de ahorro, pero de gran importancia también en nuestro país. Cuando hablábamos de la incidencia de la inflación mencioné el ahorro que hacen aquellos que se aseguran la vida o aquellos que contribuyen con cuotas a las cajas de jubilaciones y pensiones. Ese ahorro no se invierte en el mercado directamente por quienes lo hacen, sino a través de las compañías de seguros y de las cajas de jubilaciones.

De esta breve enumeración, que no necesito explicar más por ser obvio el significado de estos conceptos, se desprende que solamente una parte del ahorro nacional va a la Bolsa; otra parte se invierte directamente por las mismas empresas que hacen el ahorro. Quienes ahorran no buscan muchas veces una inversión bursátil sino que invierten directamente en la economía; o sea que la Bolsa, si bien es la parte visible y más prominente del mercado de inversiones, solamente refleja una parte importantísima por cierto, del movimiento general de las inversiones, en lo que concierne a la determinación del precio del dinero o de los distintos tipos de interés.

En efecto, la Bolsa está en contacto estrecho con el resto del mercado de inversiones. Si en un momento dado el rendimiento probable que un industrial encuentra para el incremento de sus beneficios —teniendo en cuenta el factor riesgo— le parece bajo en relación a lo que podría conseguir invirtiendo en cédulas hipotecarias o en títulos del Gobierno, los fondos de ese industrial en lugar de invertirse en su propia empresa buscarán una inversión en el mercado bursátil y en esta forma se establece el equilibrio entre ambos sectores del mercado. Por otro lado, si a juicio de los inversores el tipo de interés del mercado bursátil, a igualdad de riesgos, resulta demasiado bajo con respecto al rendimiento probable de otras inversiones, el dinero que afluye a la Bolsa tomará el camino de otros sectores de inversión. En esa forma la Bolsa está fluctuando de continuo por lo que ocurre en el resto del mercado y no puede ocurrir variación significativa alguna en el mercado de inversiones que no se refleja en el elemento nivelador de las inversiones que es la Bolsa.

2. EL VOLUMEN DE AHORRO Y LA CANTIDAD DE INGRESOS

¿Qué factores influyen sobre la cantidad de ahorro en un momento dado? El ahorro depende fundamentalmente del nivel de ingresos de la colectividad. Es un hecho observado en nuestro país y en otros la estrecha dependencia entre el monto del ahorro en forma de beneficios y del ahorro visible, y el aumento de ingresos. A mayor cantidad de ingresos colectivos, mayor cantidad de ahorro, pero no podemos decir a ciencia cierta en qué proporción aumentará el ahorro con respecto al aumento total de ingresos.

Por otro lado, no solamente depende el monto del ahorro del monto total de ingresos, sino de la distribución de los ingresos y, sobre todo, de la forma en que ese aumento o disminución se ha producido en las distintas clases sociales. Es probable, por ejemplo, que en un período de alza de precios no acompañado de ajustes fáciles en los gastos, especialmente de sueldos y salarios, los beneficios de las empresas crezcan rápidamente, como vimos al considerar el fenómeno de la inflación y que la proporción de la renta ahorrada crezca con respecto al punto de partida.

¿Por qué? Porque los beneficios se refieren precisamente a aquellos grupos que se ven favorecidos por el alza de precios y que pueden ahorrar en mayor cantidad por estar ya satisfechas las necesidades corrientes impuestas por su nivel de vida. Este punto tiene una gran importancia, como veremos un poco más adelante al considerar algunos ejemplos acerca de la incidencia que sobre el ahorro total de la colectividad podrían tener ciertas medidas monetarias cuando no hay plena ocupación.

3. LA OFERTA Y DEMANDA DE FONDOS INVERTIBLES Y EL TIPO DE INTERÉS

En cuanto a la relación del ahorro con el tipo de interés que por él se paga, podrían ustedes pensar lo que bien les plazca. O sea que igualmente aceptarán ustedes la explicación según la cual cuando aumenta el tipo de interés, aumenta la cantidad que un individuo está dispuesto a ahorrar, como están dispuestos a aceptar la afirmación contraria. Sobre esto ha habido discusiones interminables que no vale la pena emprender pues sencillamente sucede lo uno y lo otro, según las clases sociales, la psicología de las personas y según el propósito que una persona se proponga al ahorrar. Es posible que cuando suba el tipo de interés algunas personas que están atentas a recibir una determinada renta en el futuro crean conveniente consumir más puesto que con una menor cantidad de ahorro van a recibir igual renta, y puede ser que otros hagan lo contrario.

La observación directa nos revela también un hecho más importante: la indiferencia de buena parte del público con respecto a los tipos de interés. Es un hecho comprobado en nuestro país que en los últimos diez años, a pesar de la disminución del interés sobre los depósitos bancarios de ahorro y sobre el interés de los títulos, no ha habido una reducción en la cantidad de ahorro. Pero no podríamos sacar ninguna conclusión lógica de ello puesto que paralelamente ha habido un crecimiento del total de ingresos que podría haber contribuido a aumentar la cantidad ahorrada no obstante la rebaja del tipo de interés.

Nos basta saber que, para el país en su conjunto, la cantidad de ahorro sigue aproximadamente a la cantidad de réditos, o sea que en la fase de ascenso cíclico aumenta la cantidad de ahorro y disminuye en la fase descendente.

En cuanto a la demanda de fondos invertibles, dijimos hace un momento que podrían hacerse dos grandes categorías. Por un lado está el Estado, que es generalmente insensible a los tipos de interés, puesto que su demanda está determinada por el impulso que puede dar a las obras públicas y por el déficit del presupuesto. En cambio, la demanda de la actividad económica privada está siempre pendiente en la relación entre el tipo de interés del dinero y lo que se puede obtener de ese dinero aplicado a una determinada inversión en el comercio, la industria o la producción.

Por ejemplo, si en un momento dado la escasez de casas hace subir los alquileres, subirá el rendimiento de la propiedad y eso tenderá a atraer inversiones para la construcción de casas. Pero el rendimiento no es algo concreto y preciso, sino que es el resultado de una apreciación, de una conjetura; el inversor que toma dinero prestado mediante cédulas hipotecarias para construir una casa de departamentos puede saber lo que esa casa le va a devengar de rédito en un determinado momento inmediato, pero en cuanto al rendimiento futuro tendrá que hacer una serie de conjeturas que hacen todos los que invierten a plazos largos, y que están coloreadas por la situación psicológica del momento.

Cuando los alquileres suben, la gente tenderá a creer que el alza se va a prolongar calculando que el rendimiento va a durar un tiempo relativamente largo. De ahí que la demanda de ahorro en un momento dado dependa de las distintas conjeturas que la gente hace sobre el rendimiento probable de la inversión de los incrementos de capital que pueden obtener, directamente en la Bolsa o en el mercado de inversiones.

Si por un fenómeno de escasez o debido a reformas técnicas del procedimiento de producción o a la posibilidad de fabricar productos nuevos o modificados se presenta un campo favorable para las inversiones, un rendimiento más alto, habrá una mayor demanda del ahorro, que tenderá a hacer subir el tipo de interés para las inversiones a largo plazo. Si a ello se agrega un crecimiento de la demanda del Estado —no influido, como he dicho, por consideraciones de orden económico— el tipo de interés subirá aún más. En ese sentido, la intervención del Estado en el mercado bursátil desempeña, sobre todo en nuestro país donde el Estado toma una gran parte del ahorro nacional, un papel muy importante.

La participación del Estado influye en forma muy intensa en la determinación del tipo de interés, pero no arbitrariamente sino a través de la oferta y la demanda. Si en un momento dado aumenta la afluencia de ahorro o disminuye su demanda por parte del Estado o de la actividad económica privada, el tipo de interés a largo plazo tenderá naturalmente a bajar de acuerdo con la explicación corriente —que acepto— y tenderá a atraer ciertas colocaciones o inversiones que antes no hacían porque el interés era alto.

En nuestro país hay un tipo muy flexible de inversión, que está sujeto a tales movimientos, que es el dinero aplicado a la construcción de casas. Se trata de un fenómeno sumamente importante entre nosotros. Cuando una acción de una industria está dando un determinado dividendo fijo y sobreviene la baja del interés del dinero, el precio de esa acción tiende a subir y si esa industria ofrece buenas perspectivas habrá dinero para expandirla. Es decir que a medida que baja el tipo de interés, en un mercado abierto que puede importar maquinarias, o hacerlas sin dificultades, puede ocurrir una expansión industrial. Pero no sucede así en lo que concierne a la tierra, sobre todo en la edificación urbana, que está en cantidades li-

mitadas en función de la distancia; ilimitadas cuando la distancia crece, pero prácticamente limitada para una determinada población y una determinada red de medios de transporte. De ahí que se observe este fenómeno: que conforme baja persistentemente la tasa de interés a lo largo del tiempo, los efectos que tendría la baja en la promoción de la edificación se ven en gran parte anulados por la valorización simultánea de la tierra.

Supongamos el caso de un empleado que desea construir mediante los sistemas en boga, pagando los servicios del capital con el descuento de una parte de su sueldo. Si ha bajado el tipo de interés, aun cuando las otras condiciones no cambiasen, es posible que ello estimule a los de sueldos inferiores a entrar en el mercado, pidiendo préstamos hipotecarios para construir. Pero esa mayor demanda, que se produce solamente por la baja de los tipos de interés, en seguida se transfiere al mercado y hace subir los precios de la tierra, en lo que vemos un fenómeno completamente distinto del que sucede en la industria donde es posible expandir rápidamente, mientras que en la construcción las ventajas de la reducción del interés se ven absorbidas por la valorización de la tierra.

El mismo fenómeno lo hemos visto en nuestro país, no solamente en lo que concierne a la baja de los tipos de interés y su efecto sobre las tierras de edificación, sino a la baja de los fletes que ha provocado una mayor valorización de la tierra de cultivo. Este es un fenómeno digno de estudio que tiene una importancia muy grande desde el punto de vista económico y financiero social.

4. LA REDUCCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS Y LA POLÍTICA MONETARIA

He dicho que tiene una importancia considerable el dinero nuevo que los bancos incorporan al mercado de capitales junto con el ahorro que las empresas o la población vuelcan al mercado de inversiones. No se trata de dinero que el público les ha llevado en forma de depósitos de ahorro, sino dinero nuevo creado por la expansión del crédito. Los bancos tienen, por lo tanto, dos formas de hacer préstamos a largo plazo[1] a la industria: invirtiendo directamente el ahorro en préstamos a largo plazo a su clientela o comprando en la Bolsa títulos del Estado u otras obligaciones. Pero tienen además otra forma de intervenir no ya con el ahorro sino con el dinero nuevo: compran títulos y pagan creando depósitos, o prestan a corredores de bolsa, a especuladores o a inversores para que compren papeles de inversión.

[1] En realidad no se trata de préstamos bancarios a largo plazo sino de préstamos comerciales comunes que, en virtud de renovaciones continuas, se vuelven de plazo mayor que los créditos ordinarios.

Si los bancos están en condiciones de acudir con dinero nuevo al mercado de títulos, la afluencia de esos fondos provocará una baja en el tipo de interés, si la demanda no ha aumentado por otro lado. Y nos preguntamos entonces si no sería posible mantener bajas las tasas de interés por sucesivas inyecciones de dinero nuevo creado por los bancos. Importante punto que se plantea y resuelve Keynes en su último libro cuando sostiene que el Banco de Inglaterra podría tener una influencia muy sensible en la determinación de los tipos de interés en ese país con una política monetaria adecuada. Se trataría de lograr hacer bajar los tipos de interés y por lo tanto extender la posibilidad de nuevas inversiones y hacer acrecentar así el total de ingresos de la colectividad.

Veamos hasta qué punto en un país como el nuestro sería posible practicar una política de esta naturaleza. Nos planteamos esta pregunta, no para resolver en este momento un problema concreto de política monetaria, sino para explicar un aspecto de la teoría monetaria. ¿Qué es, en fin de cuentas, ese dinero nuevo que los bancos incorporan al mercado de títulos comprando directamente o dando fondos a terceros para que compren títulos? Es un aumento de la cantidad de crédito exactamente igual que cuando el Estado acude a los bancos, ya sea entregándoles títulos o letras o tomando de los bancos adelantos en cuenta corriente. Quiere decir, por lo tanto, que si nos atenemos a las explicaciones teóricas que hemos dado en nuestras clases anteriores, ese aumento de dinero nuevo provocará los efectos que hemos visto, y que serán distintos según el estado de la actividad económica en que se encuentra el país, y según las medidas complementarias que pueden tomarse acompañando esa expansión de crédito.

Volvamos a referirnos al coeficiente de importaciones. Supongamos un país que no se encuentra en estado de plena ocupación, o sea que tenga desocupados que podrían ser absorbidos por la industria, la producción, el comercio, etc. Dije alguna vez que es perfectamente concebible un Estado de absoluto equilibrio del balance de pagos con desocupación interna. Supongamos que nos encontramos en un punto así. ¿Qué efectos tendrá la incorporación de dinero nuevo al mercado de títulos? Supongamos que el Gobierno emite nuevos títulos que son comprados por corredores e inversores o son directamente adquiridos por los bancos y pagados con la creación de dinero nuevo. ¿Qué efectos van a producir esas inyecciones de dinero nuevo en el mercado? Habrá un aumento de la demanda general y de las importaciones, y crecerá la ocupación. Supongamos que el Gobierno acude a este procedimiento en colaboración con los bancos y que la cantidad de dinero vaya de año en año aumentando. ¿Podrá seguirse indefinidamente este proceso? Es concebible que se llegue a la plena ocupación, ¿pero a qué costo podrá mantenerse la plena ocupación?

De acuerdo con lo que hemos explicado en clases anteriores, el aumento de dinero nuevo tiende a provocar un aumento de análoga magnitud en la importación,

pero mientras tanto, se ha ido aumentando la actividad económica interna. El aumento de importaciones va requiriendo usar la reserva metálica y llegará un momento en que ésta se habrá agotado por completo o habrá llegado a un nivel tal que se impone el abandono del patrón oro en el cual nos encontramos con nuestro ejemplo.

5. LIMITACIONES DE UNA POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL TENDIENTE A REDUCIR EL TIPO DE INTERÉS

Veamos otro caso. Para ello he preparado este ejemplo (cuadro Nº 1), en donde vamos a introducir algunos conceptos nuevos que no habíamos considerado todavía.

Supongamos que el total de ingresos sea de 10.000 millones; vamos a suponer que de ese total, el Estado tome la cantidad de 1.250 millones en la siguiente forma: 1.000 millones por medio de impuestos, 250 millones por medio de la colocación de títulos, utilizando el ahorro genuino del mercado, o sea que hasta ahora no hay ninguna creación de dinero nuevo. Quedan 8.750 millones en la economía privada, de los cuales supondremos que se consumen 8.000 millones y se invierte el resto, o sea 750 millones.

¿En qué consisten esas inversiones? En primer lugar, las inversiones que requiere la colectividad para mantener sus maquinarias, sus bienes instrumentales, la construcción y reparación de casas y las nuevas inversiones provocadas por las mejores técnicas o el establecimiento de nuevas industrias.

Podemos dividir en otra forma los 10.000 millones de ingresos. De esta suma, 1.000 se invierten: 750 por la economía privada y 250 por el Estado. Quedan por lo tanto, 9.000 millones de consumo, de los cuales 8.000 pertenecen a la economía privada, y 1.000 que el Estado percibe del consumo de este sector y traslada nuevamente a sus empleados y obreros. Y cabe finalmente una tercera división. ¿Cuánto corresponde de los 10.000 millones de ingresos a la actividad interna y cuánto a la importación? Pondremos como siempre 8.000 y 2.000 respectivamente, o sea que el coeficiente de importación es de 20%. Por último, suponemos que hay 4.000 de dinero, o sea que la velocidad de circulación del dinero en términos de réditos o ingresos es de 2,5. Esos 4.000 millones de dinero se mueven 2 1/2 veces para poder realizar los 10.000 millones de ingresos en el año. El dinero está en forma de billetes en circulación y depósitos y hay también oro por 2.000 millones.

Vamos a suponer que no hay plena ocupación y que los bancos crean dinero nuevo que afluye al mercado de títulos. El Estado toma medidas de carácter aduanero que permiten hacer crecer el total de ingresos de 10.000 millones sin hacer crecer la importación, o sea que permiten reducir el coeficiente de importación de 20%.

Si suponemos que se llega a la plena ocupación con un total de ingresos de 12.000 millones (Columna II) y una importación de 2.000, el coeficiente sería de 16,6%. ¿Cómo podría llegarse a este estado? Supongamos que de año en año vayan los bancos expandiendo el crédito y aumentando sucesivamente la cantidad de dinero de 4.000 a 4.800 en cuatro años, o sea 200 millones por año. Supongamos que ya estamos en el cuarto año; yo sostengo que habiéndose reducido a 16,6% el coeficiente de importación y no habiéndose alterado la velocidad de circulación, el total de ingresos, de acuerdo con nuestros razonamientos anteriores, habrá subido en la misma proporción que la cantidad de moneda. Supongamos que el total de ingresos ha aumentado a 12.000 millones; como el coeficiente de importación ha disminuido a 16,6%, esta nueva cantidad de dinero de 4.800 al circular 2 1/2 veces en el año, produce 2.000 millones de importaciones.

Cuadro Nº 1

	I	II	III
Total de Ingresos	**10.000**	**12.000**	**14.000**
Primera división			
Estado:	*1.250*	*1.500*	*2.000*
Impuestos	1.000	1.200	1.300
Empréstitos	250	300	700
Economía privada:	*8.750*	*10.500*	*12.000*
Consumo	8.000	9.600	11.100
Inversiones	750	900	900
Segunda división			
Consumo total:	*9.000*	*11.800*	*12.400*
Estado	1.000	1.200	1.300
Economía privada	8.000	9.600	11.100
Inversiones de ahorros totales:	*1.000*	*1.200*	*1.600*
Estado	250	300	700
Economía privada	750	900	900
Tercera división			
Actividad interna:	*8.000*	*10.000*	*12.500*
Importaciones:	*2.000*	*2.000*	*1.500*
Coeficiente de importaciones	20%	16,6%	12%

	I	II	III
Dinero	4.000	4.800	5.600
Oro	2.000	2.400	3.600
Relación oro/dinero	50%	50%	50%
Velocidad de circulación del dinero en términos de ingresos	2 1/2	2 1/2	2 1/2

Ahora vamos a ver qué es lo que ocurre con los otros renglones de nuestro cuadro, para lo cual vamos a hacer una serie de suposiciones. Primero, para simplificar, no voy a tomar en consideración el pequeño incremento de precios que pudo haber ocurrido por la disminución del coeficiente de importaciones; segundo, vamos a suponer asimismo —suposición que podremos variar— que la proporción de ahorro de la colectividad no cambia conforme aumenta el total de ingresos, o sea que se ahorra, como antes, el 10% de los réditos. En consecuencia, vamos a suponer que al aumentar los réditos a 12.000 millones, también aumente el ahorro en la misma proporción. Podríamos suponer una mayor o menor proporción de aumento, que no altera sustancialmente nuestra demostración.

Supongamos, como decimos, para simplificar que el ahorro pasa de 1.000 a 1.200 millones. ¿Quá habrá ocurrido con los impuestos del Estado? Tenderán a aumentar y el hecho de que aumenten en proporción mayor o menor dependerá de su régimen. Si hay impuestos que se aplican sobre valores, éstos crecerán proporcionalmente. Para simplificar, vamos a suponer que también aumentan en la misma proporción que los ingresos totales, o sea en 20% y que llegan a 1.200.

¿Qué sucederá, en estas condiciones, con el ahorro y con el precio o el interés del dinero? Vimos que el ahorro ha subido de 1.000 a 1.200; que el Estado recauda impuestos por 1.200 millones en lugar de 1.000 millones, o sea que el Estado ya no necesita en esta etapa seguir acudiendo a la expansión de crédito para pagar el incremento de gastos con que se había iniciado este proceso.

Recuérdese que supusimos que el Estado gastaba 250 millones provenientes de la colocación de títulos que se facilitaba a raíz del incremento del crédito. Pero como el Estado y los bancos han hecho crecer la cantidad de réditos y también ha crecido la cantidad de impuestos, resulta que el Gobierno podría en este caso reducir a 50 millones sus colocaciones en títulos, con lo cual, más los 1.200 de impuestos, cubriría sus gastos normales dejando, además, una mayor cantidad de ahorro a disposición de la actividad privada. Si la demanda de ahorro por parte de esta última no ha crecido más fuertemente que el crecimiento de los ingresos, será posible reducir la tasa de interés pues habrá una oferta de ahorro superior a la demanda del mercado.

Vamos a suponer ahora otro caso, en que el crecimiento de impuestos sea inferior al de los réditos totales, pero que se mantenga el crecimiento de la cantidad de ahorro como en el ejemplo anterior. Si los impuestos del Estado no han crecido en la misma proporción que los réditos, el Estado deberá utilizar los 200 millones de incremento en el ahorro para seguir haciendo sus gastos. En este caso no habrá, pues, una oferta de ahorro en el mercado superior a la demanda de ahorro, por parte de la actividad económica interna que permita reducir el tipo de interés. Por otra parte, en la actividad privada habrá también un incremento de la demanda de inversiones proveniente de su mayor volumen de producción. Es concebible que durante este proceso los bancos o el Banco Central, si es que éste ha estado comprando los títulos del Estado, hayan podido bajar arbitrariamente el tipo de interés inyectando dinero nuevo que ha ido a satisfacer plenamente la demanda de ahorro del Gobierno y del público. Pero cuando se llega a la plena ocupación, ya no es posible intentar hacerlo sin graves peligros por cuanto al no poder absorberse el dinero por un incremento real de la actividad económica, irá a llevar los precios hacia arriba, y del proceso expansivo que conduce a un aumento de la producción, pasaremos a un proceso inflacionista.

No voy a detenerme en el examen de lo que ocurriría si llegados a ese estado de plena ocupación el Estado sigue haciendo uso del crédito en lugar de limitarse a obtener los recursos por medio del impuesto del empréstito, puesto que se entraría en el franco proceso de inflación que ya conocemos.

6. EXPANSIÓN ECONÓMICA INTERNA Y REDUCCIÓN ARTIFICIAL DE LAS IMPORTACIONES QUE FACILITA LA COLOCACIÓN DE EMPRÉSTITOS FISCALES

Vamos a pasar, en vez, al caso que realmente nos interesa, o sea, al de un país en el cual el medio circulante aumenta en forma intensa por un lado, mientras por otro lado las importaciones se comprimen, ya sea por obra de un sistema de control de cambios o por restricciones impuestas por la economía bélica de otros países. Consideramos pues, una situación que tendría ciertos puntos de contacto con lo que ha ocurrido en los últimos años en nuestro país, pero les ruego no sacar inferencias con respecto a los hechos concretos actuales, de los cuales nos ocuparemos al final de nuestro curso, si tenemos tiempo. Por el momento planteo simplemente el caso teórico para que se advierta cómo en una situación como la que voy a describir se produce un incremento tal en la cantidad de ahorro de la colectividad debido a la desigual distribución de los réditos provocada por la inflación, que el precio de los títulos puede subir considerablemente —o sea bajar el interés del dinero— situación que, sin embargo, es sumamente precaria y transitoria por ser de esa índole los factores que la han provocado.

Nuestro estudio, entonces, se va a dividir en dos partes: en primer lugar, estudiaremos el proceso en su desarrollo y culminación, y luego estudiaremos la transformación que ocurriría en ese sistema económico, desde el momento en que ese proceso se interrumpe y sobreviene el fenómeno inverso, o sea la reanudación de las importaciones por haber terminado la situación anormal que le impedía crecer.

Vamos a presentar un tercer ejemplo, siempre partiendo del cuadro Nº 1. En este ejemplo, la cantidad de dinero del sistema económico va a aumentar en virtud de que mientras se mantiene constante el nivel de las exportaciones, se reduce el de las importaciones debido al freno del control de cambios, o a la restricción de la economía bélica de otros países. Supondremos, entonces, que en lugar de los 2.000 de importaciones, este país solamente puede hacer 1.500 millones de importaciones y que mantiene su cifra de 2.000 millones de exportaciones. ¿Qué es lo que ocurriría entonces? Que se produce un excedente de 500 millones por año entre exportaciones e importaciones, excedente que en un sistema económico abierto, normal, sin las restricciones a las importaciones impuestas por la economía bélica del exterior y sin control de cambios, no podría mantenerse por mucho tiempo debido al crecimiento natural de las importaciones. Pero en este caso, como es imposible acrecentar la importación, esos excedentes del comercio exterior se van acumulando dentro del sistema y provocando un aumento de la cantidad de oro y divisas por un lado, y de la cantidad de dinero por otro lado.

Supongamos que al cabo de cierto tiempo se llega a elevar la cantidad de oro de 2.000 a 3.600 millones. A los cuatro años tenemos 3.600 millones y la cantidad de dinero crece paralelamente de 4.000 a 5.600. Supongamos por el momento que el dinero sigue circulando con la misma velocidad de circulación que antes (es posible que en la realidad no suceda así y que la velocidad de circulación disminuya, que es lo que ocurre actualmente en nuestro país, pero por el momento razonaremos sobre la base de una velocidad de circulación constante). El total de réditos o ingresos de la colectividad habrá subido a 14.000 millones. Supongamos que al crecer la cantidad de réditos, se haya llegado a la plena ocupación que hemos supuesto en el segundo ejemplo, pero a ello se ha llegado aumentando algo los precios.

¿Cuáles son los que más habrán aumentado? En primer lugar los precios de importación. Considérese que esa colectividad tiene en sus manos una cantidad de dinero que ha subido de 4.000 a 5.600, o sea en 40% y sin embargo la cantidad de mercadería que se podía importar del exterior no sólo no ha subido, sino que ha bajado de 2.000 a 1.500 millones. Los precios de las mercaderías importadas habrán subido y esto ocurre tanto en un sistema de control de cambios como en una inflación de guerra en que no se raciona aquí la mercadería sino en los países exportadores. Los importadores, que han traído al país 1.500 millones de mercaderías, se encuentran frente a una demanda muy superior y pueden subir los precios con toda

facilidad y hacer beneficios extraordinarios. Al subir los precios de la importación, también ocurrirán en otros sectores los fenómenos de alza, característicos del proceso inflacionista que vimos en clases anteriores. En la industria, como los costos —especialmente los salarios— no suben en la misma proporción, nos encontramos con otra fuente de beneficios extraordinarios y lo mismo cabe decir de los beneficios comerciales. O sea, que esa nueva cantidad de 14.000 millones de total de ingresos no se distribuye entre los distintos grupos y clases sociales en la misma forma que en nuestro punto de partida (columna I), sino que se presentan los fenómenos característicos de desigual distribución de ingresos que se producen en la fase de ascenso de precios, agravados en este caso por la acumulación de beneficios extraordinarios. Esto último no es una característica del proceso normal de inflación, porque cada importador tiene que pagar un precio más alto por las divisas extranjeras; en cambio, en este caso, las divisas extranjeras se han mantenido a los mismos tipos de antes y el importador se ha beneficiado por el alza de precios. Por otro lado, reflexionen ustedes que en un país en que una parte de la expansión de la industria tiene que hacerse necesariamente —por la índole de nuestra producción— con bienes instrumentales provenientes del exterior, si su producción no puede aumentar y más bien disminuye, el proceso expansivo de la industria, que de otro modo se hubiese desarrollado en forma muy acentuada en virtud de la mayor demanda engendrada por el incremento del poder de compra, se ve frenado por la dificultad de importar, o sea que la tendencia natural a extender las inversiones en la actividad económica privada, se ve seriamente contenida por la imposibilidad de importar bienes instrumentales o de capital. Se comprime, por lo tanto, el campo para nuevas inversiones mientras que, por otro lado, los fondos invertibles aumentan intensamente en virtud de los beneficios extraordinarios.

Así, supondremos que la cantidad de ahorros crece algo más intensamente que los réditos. En el caso anterior habíamos supuesto que la proporción de ahorro de esta colectividad respecto al total de réditos se mantenía y que, por lo tanto, al aumentar los réditos o ingresos, aumentaba proporcionalmente la cantidad de ahorros o inversiones. En este caso (columna III) vamos a suponer que las inversiones pasan de 1.000 a 1.600 millones. ¿Dónde va ese aumento de ahorro? ¿Qué sucederá con ese incremento de ahorro?

Antes, de los 1.000 millones de ahorro, 750 se invertían en la economía privada y 250 por el Estado. Ahora, en lugar de los 1.000 millones tenemos 1.600 millones. ¿Se habrá mantenido la vieja proporción entre las inversiones de la economía privada y del Estado? No, por cuanto la economía privada no puede expandirse por la limitación de las importaciones, según lo hemos dicho. Por lo tanto, vamos a suponer que el Estado puede tomar una proporción mayor de ahorro. Podremos suponer entonces que en la economía privada se mantienen las inversiones del segundo

ejemplo: o sea, que solamente absorbe 900 millones de ahorro que al no ser absorbidos por la actividad económica privada buscan naturalmente ir al mercado de títulos y ante ese crecimiento de la oferta de ahorro en el mercado, es natural que suban el precio de los títulos, o sea baje el nivel del interés del dinero.

Una mayor cantidad de ahorro podrá asimismo ir al mercado de inmuebles. Pero el dinero que se invierte en un inmueble pasa del inversor al vendedor, quien tiene luego el mismo problema de inversión; por ello, es natural que en una situación de esa naturaleza el excedente de ahorro provocado por la desigual distribución de los réditos resultante del alza de precios vaya a buscar colocación en la Bolsa. Podemos, pues, suponer que esos 700 millones se colocan en títulos.

Vamos a deducir las otras cifras del cuadro; si los réditos llegan a 14.000 millones y las inversiones a 1.600 (900 millones en la economía privada y 700 millones en valores del Estado) quedarán para el consumo de la colectividad 12.400 millones de ingresos, de los cuales corresponden a la economía privada 11.100 y al Estado 1.300, o sea que suponemos que el Estado aumenta sus impuestos apenas en 300 millones con respecto a la situación inicial. Pero sus gastos, en virtud de la facilidad para colocar títulos, han podido ser llevados de 1.200 a 2.000 millones, es decir, que el Estado absorbe una mayor proporción de los réditos de la colectividad acudiendo al empréstito.

Supóngase que el Estado, en lugar de tomar los réditos de la colectividad mediante el empréstito, decide tomarlos mediante el aumento del impuesto. Si el Gobierno toma una proporción más grande de las ganancias industriales o de los importadores, es natural que disminuirá la cantidad de réditos que el Gobierno puede tomar por medio del empréstito. Pero el Gobierno, en un caso así está en condiciones de aumentar sus entradas ya sea por el empréstito o impuestos, desde que los beneficios de la colectividad tienen un crecimiento en virtud de la desigual distribución de los réditos. Por supuesto, que aquí al poner la cifra de 1.500 millones en las importaciones me refiero exclusivamente a lo que paga el importador al exterior, pero no a lo que percibe al venderlas.

7. CAMBIOS PROVOCADOS POR LA REANUDACIÓN DE LAS IMPORTACIONES

¿Hasta dónde puede seguir esta situación? Observen ustedes que no ha habido ninguna expansión de crédito, o sea que todo el incremento de dinero proviene de la adquisición de oro y divisas, resultante del saldo positivo de nuestro comercio. El Gobierno se ha limitado a transferir a su Tesoro una parte del incremento de réditos provocado por ese comercio, pero no ha creado cantidades de dinero nuevo. De haberlo creado, el aumento de la cifra nominal de réditos habría sido superior, aunque ello no nos altera la índole de nuestro problema.

Aproximémonos a la situación real: supongamos que las restricciones a la importación terminan, ya sea porque se elimina el sistema de control de cambios o porque termina la economía bélica en el exterior y el país puede reanudar normalmente sus importaciones.[2] ¿Qué ocurrirá en este sistema económico? ¿Cuál será la primera manifestación que observaremos? Un aumento de las importaciones. Vamos a suponer que el país necesita normalmente 2.000 millones de importaciones de materias primas y artículos necesarios para el consumo corriente de su población. Al reanudarse las importaciones habrá una baja en los precios de importación y en los de la producción interna cuyo primer efecto será disminuir gradualmente y luego suprimir los beneficios extraordinarios de los importadores. En la industria local sucederá exactamente lo mismo. Tendremos a la inversa el mismo proceso anterior, según lo hemos visto ya al hablar de la inflación.

Al disminuir los beneficios de los importadores, industriales y comerciantes y tender esos beneficios a desarrollarse en un nivel normal, ¿cuál será el resultado del mercado de títulos? ¿Podrá el Estado, que antes gastaba 1.250 millones de los cuales 250 millones provenían de la colocación de títulos, seguir colocando 700 millones de títulos y gastando los 2.000 millones? Podrá hacerlo, pero siempre que el Estado aumente los impuestos en tal forma que presione a la colectividad a volver a los 10.000 millones de réditos originales. Pero vamos a suponer que los réditos sólo bajen a 12.000 millones y que se mantenga la plena ocupación. ¿Cómo podría hacer el Gobierno para mantener, en este caso, ese volumen de gastos? Podría el Gobierno, a los mismos tipos de interés colocar 750 millones de títulos cuando los ingresos de la colectividad han bajado a 12.000 millones?

Ello solamente sería posible en caso de que las inversiones en la economía privada, en lugar de ser los 900 millones, bajen más pero no es concebible que las inversiones privadas se reduzcan precisamente ahora, que es posible traer máquinas y bienes instrumentales del exterior. Por el contrario, las inversiones privadas tenderán a subir por toda la reposición de maquinarias que una economía sometida a las privaciones de la guerra tiene que desarrollar cuando ese fenómeno desaparece. No es posible, pues, comprimir más aún las inversiones privadas, aun cuando, en una hipótesis extrema, se concibe que el Estado eleve en tal forma su demanda de títulos y haga crecer en forma tan alta el interés del dinero que impida a la economía privada ir al mercado de capitales, o haga que resulte más conveniente invertir en maquinarias. Otra alternativa podría ser el aumento de los impuestos. Suponiendo que el Estado en lugar de colocar 700 millones coloque 400 millones, tendría

[2] Para no complicar momentáneamente nuestro problema, vamos a suponer que esas importaciones se reanudan al mismo nivel de precios exteriores que antes. Luego, en otro ejemplo, vamos a hacer subir los precios.

que hacer un incremento de impuestos de 600 millones, lo que con respecto al punto de partida representa una suba de un 60%. Ello es técnicamente posible, pero tiene obstáculos de diversa naturaleza, sobre todo si se trata de un aumento de 60%. Aun si pudiera hacerse nos plantearía este problema: ¿conviene a un país en desarrollo que mientras la renta ha subido de 10 a 12.000 millones la parte de la renta que toma el Estado haya subido en mayor proporción? Todo depende de la eficiencia con que el Estado gaste esos réditos.

8. LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO PARA CUBRIR GASTOS FISCALES AGRAVA EL PROCESO

¿Y si el Estado no aumenta los impuestos ni disminuye los gastos cómo hará para proseguir su nivel de gastos en 2.000 millones? No tiene más remedio que hacer uso del crédito a corto plazo, es decir, recurrir al dinero nuevo de los bancos. No hay otra salida, lo que quiere decir que llega un momento en que todo Estado, en circunstancias análogas, se ve enfrentado con un problema muy sencillo, de sentido común, pero de muy difícil solución en la práctica: de algún lado tiene que salir el dinero para pagar los gastos, o sea que en buen criollo, del mismo cuero salen las correas. No hay posibilidad de salir por un camino lateral, puesto que siendo determinada la renta de un país y no pudiéndosela ampliar porque se ha llegado a la plena ocupación, no es posible seguir gastanto lo mismo, si no se quiere tomar una mayor proporción de esa renta por medio del impuesto o del empréstito, salvo que los bancos facilitaran crédito.

Si continuase el proceso anterior, sobrevendría la disminución de la reserva de divisas puesto que como ahora se puede importar fácilmente, todo incremento de los gastos fiscales hecho con dinero nuevo necesariamente aumenta las importaciones. Esta reserva se va usando más o menos rápidamente, según la magnitud del proceso expansivo del crédito, proceso de disminución de las reservas monetarias que probablemente en nuestro ejemplo se vería acentuado por obra de una reacción muy comprensible en virtud de los años que se ha pasado sin importaciones normales. Parte del dinero invertido en títulos cuando no era posible importar normalmente, tenderá a salir al exterior en pago de bienes de capital necesarios para la expansión de la industria o para la reposición del instrumental de la industria, lo cual podrá tender a aumentar la demanda de divisas en una forma anormal aparte de que en la economía privada, los años de compresión de muchas necesidades insatisfechas por la importación de artículos del exterior, también se harán sentir.

De manera que si a la reacción natural de una economía cuyas necesidades han sido comprimidas por factores exteriores, se agregan las consecuencias de la política de expansión del crédito, esta economía puede llevarse a igual punto crítico

que mencionamos antes de la dilatación del crédito. Ante todo, una parte del oro tenderá a ser retenida y una parte a ser repelida. Tenderá a ser retenida la parte de oro absorbida en la economía interna en virtud del descenso del coeficiente de importación. El dinero aumenta de 4.000 a 4.800 millones sin que salga nada al exterior en virtud de haberse mantenido las cifras de exportaciones por una baja del coeficiente. Otra parte del oro va a tender a salir por el proceso natural de desarrollo de la economía y aún sin expansión del crédito. Pero si se agrega la expansión que hemos dicho, no solamente podrá salir todo lo que había ingresado y aún los 800 millones retenidos, sino que el país podría quedar con las reservas metálicas exhaustas si es que continúa el proceso expansivo.

Ya sabemos que de acuerdo con nuestro razonamiento esos 400 millones tenderán a expeler una cantidad equivalente de oro; si salen por las necesidades propias de la economía 800 millones, quedarán de los 3.200 millones unos 2.400 millones restantes, cantidad que puede verse al cabo de cuatro o cinco años considerablemente dilatada, mientras se expanden los medios de pago.

Volvamos a nuestro punto de partida. Hemos visto que el ahorro de la colectividad aumentaba, que había clases prósperas que gastaban más y ahorraban más, que el Estado podía colocar sus títulos a precios en baja; pero un buen momento nos encontramos con que todo eso era en gran parte consecuencia del alza de precios y de su desigual incidencia en las distintas clases sociales; era el resultado de un verdadero impuesto forzoso, aunque oculto, que las clases beneficiadas por el alza de precios imponían a las clases obrera y media, no beneficiadas por el alza de precios. Y como las clases beneficiadas no pueden consumir todos los beneficios extraordinarios, dedican una parte grande al ahorro y eso da la impresión de que ha aumentado el ahorro colectivo. Lo que ha aumentado es la inversión aparente del ahorro con una enorme traslación de réditos de unas clases a otras. Cuando esa traslación se corrige con la baja de precios, todo se desinfla y volvemos a encontrarnos en el punto de partida.

En el tercer ejemplo recién considerado, supusimos que todo el incremento de dinero provenía de un excedente de divisas que el país acumulaba en virtud del excedente del balance de pagos. No había habido en ese ejemplo ninguna expansión del crédito, pero sin embargo como el aumento de la cantidad de dinero unido a la restricción de las importaciones había provocado un aumento de los precios con las consiguientes modificaciones en la distribución de los réditos, habíamos dicho que el Tesoro podía colocar más títulos en virtud de que el ahorro aparentemente crecía por la desigual distribución de réditos y por la imposibilidad de que ese ahorro se colocara fácilmente en otras inversiones, precisamente, por la limitación de las importaciones.

Vimos entonces en ese ejemplo cómo le era posible al Gobierno colocar cantidades muy grandes de títulos con ahorro que afluía a la Bolsa ante la falta de otros cam-

pos de inversión. Si a ese caso agregamos como factor de incremento de los medios de pago la expansión del crédito, el alza de los precios será mayor. Crecerá también la cantidad de fondos que afluye al mercado en busca de inversiones y por lo tanto mayor será la elevación de los precios de los títulos y la facilidad para colocarlos.

El Banco Central o los bancos expandiendo el crédito pueden llevar mucho más lejos todavía el alza de precios de los títulos. Se concibe también perfectamente, una situación en que no haya incremento en la cantidad de divisas y que sin embargo aumente la cantidad de dinero por la expansión del crédito (como sabemos se frena cualquier posibilidad de aumento de la importación). Ocurrirá un proceso similar de alza de los precios, de beneficios extraordinarios en todos los que se ven favorecidos por la inflación de precios y de aumento del ahorro que afluye al mercado.

Todo ello por obra de la política expansiva de crédito que en un mercado prácticamente cerrado siguen las autoridades monetarias. En todos esos casos vemos que es posible, mientras el proceso se desarrolla, determinar una tasa de interés más baja que la que correspondería en otras condiciones. Pero esa determinación está perfectamente limitada en el tiempo: solamente puede hacerse mientras se sigan acumulando beneficios extraordinarios por obra de la inflación. En cuanto esos beneficios comienzan a disminuir por la baja de precios resultante de la remoción de las trabas que contenían las importaciones, la afluencia de fondos invertibles al mercado disminuirá progresivamente hasta acercarse a las cifras de tiempos normales y es entonces cuando, si el Gobierno quiere el restablecimiento de las condiciones normales anteriores, no tiene más remedio que disminuir los gastos o aumentar los impuestos. Cualquier otra medida tiene que caer en alguna forma de expansión de crédito de consecuencias inflacionistas. Ello ayudará a expeler el oro que había entrado anteriormente, sumándose a los factores naturales que tenderán a expelerlo y a poner al organismo monetario en tal situación que no tendrá más salida que abandonar el patrón oro si es que se está en el patrón oro y si se está en un régimen de moneda inconvertible, a aumentar el tipo de las divisas extranjeras.

9. EL EFECTO DE LOS CAMBIOS EN LOS PRECIOS SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL AHORRO

Los razonamientos anteriores se han basado en la hipótesis de que al restablecerse el juego libre de las importaciones, éstas retornan a su antiguo nivel de precios. Vamos a suponer ahora que cuando la importación se reanuda no se vuelve a los precios anteriores sino a precios más altos que los que anteriormente regían. ¿Cómo se alterará nuestro ejemplo? Considerando los precios tal cual habían subido durante el proceso inflacionista, el total de ingresos de la colectividad llegaba a

14.000 millones. Si los precios bajan a un nivel anterior, el total de ingresos tenderá a acercarse nuevamente al punto de partida de 10.000 millones, siempre que mientras tanto no se haya modificado el coeficiente de importaciones. Si se ha modificado, para llegar a la plena ocupación el total de ingresos representará la cifra de 12.000 millones. Supongamos que los precios de importación tienen un nivel tal que permiten llevar el total de ingresos de la colectividad a los 14.000 millones. ¿Cuál sería la situación del Gobierno? ¿Tendría o no frente a sí el mismo problema de desequilibrio que habíamos encontrado en este caso? Vamos a analizarlo.

Parte de la mayor colocación de títulos se debe a ganancias extraordinarias de los importadores y de los industriales. Se recordará que habíamos supuesto que el nivel de precios exteriores era el mismo y que subían los precios internos como consecuencia de la expansión del crédito y de la contracción de las importaciones. Pero si tal diferencia se reduce porque suben los precios internacionales, el importador tendrá beneficios normales y no extraordinarios, con lo que una fuente importante de beneficios habrá desaparecido.

En lo que concierne a la industria, los beneficios extraordinarios se debían al alza de precios provocada en parte por la reducción de las importaciones y en parte por la mayor demanda interna, además de la lentitud en el ajuste de salarios y demás elementos del costo de producción. ¿Qué sucederá con la cifra de los beneficios industriales? En primer lugar, en la medida en que una industria usa materias primas y otros artículos provenientes del exterior no derivará ninguna ventaja porque esas materias primas han subido de precios. Solamente le quedará como fuente de beneficios, la diferencia entre los nuevos precios altos a los cuales vende esa industria sus artículos y los costos de producción. Pero conforme se vaya operando el alza de salarios y el alza de costos, irán disminuyendo los beneficios extraordinarios de los industriales y por lo tanto, también por obra de las importaciones se irá achicando la cifra de 900 millones.

Existe otro factor que va a causar perturbaciones. Recuérdese que en el caso anterior dijimos que los importadores o los industriales no podían destinar sus beneficios extraordinarios para ampliar sus plantas industriales por las dificultades de importación. Pero si ahora no existen tales dificultades, es probable que parte de los beneficios extraordinarios que aún sigan realizando las importadores los destinen a inversiones propias y no a inversiones de títulos del Gobierno. En la nueva hipótesis en que nos hemos colocado, de precios internacionales de importación superiores a los que había antes, se plantearán dificultades análogas al Gobierno. Pero habrá, sin embargo, algo que diferencia ese caso del anterior.

Supongamos que se haya producido una situación de perfecto equilibrio, que los salarios y demás costos hagan desaparecer las ganancias extraordinarias y que los distintos grupos de la colectiviad distribuyan sus réditos en la misma forma que

antes. ¿Cuál de los dos casos será más favorable al Gobierno para sus colocaciones y para sus impuestos? Yo digo que el de la columna III del cuadro Nº 1 por cuanto si el Gobierno tiene que percibir 2.000 millones para sus gastos, le será más fácil percibirlos cuando el total de ingresos es de 14.000 millones que cuando es de 12.000. Con 14.000 millones la cantidad de ahorro es mayor y la materia imponible también mayor.

De manera que en la hipótesis de precios más altos se hace más fácil la extirpación del déficit, a tal punto que si suponemos que los precios de importación y de exportación suben en tal forma que el monto nominal del total de ingresos de la colectividad suba, llegará un momento en que estos 2.000 millones representan con respecto al total de ingresos la misma proporción que los 1.250 respecto al total de ingresos del punto de partida. Es decir, que cuanto más crezcan los precios y cuanto más aumente el total de ingresos, tanto mayor será la cantidad de ahorro y de impuestos que sobre esos ingresos puede recaudar el Tesoro. O sea, para ponerlo en otros términos, que las personas a las cuales van a parar los 2.000 millones que gasta el Estado, cuando el nivel de precios es bajo reciben un mayor poder adquisitivo que cuando los precios son más altos. Los 2.000 millones que paga el Estado tienen en este último caso un poder adquisitivo menor y, por lo tanto, se diluyen sobre toda la colectividad las consecuencias del alza de precios. Podríamos complicar nuestro problema suponiendo, además del alza de precios de importación, el alza de precios de exportación. Si suben únicamente los precios de importación sin que ocurra lo mismo con los de exportación, o si ambos suben, tiene para el país una diferencia fundamental. En el primer caso, la economía nacional en su conjunto tendrá una situación menos conveniente con respecto al exterior que la que tenía antes; es decir, que para poder importar en la misma cantidad tendrá que exportar más. En esa hipótesis las importaciones tendrán que restringirse, no ya por una alteración del coeficiente, sino por la desigual intensidad con que suben los precios de importación y exportación y al bajar la importación provocará necesariamente el desempleo en el país y será necesario tomar una medida de reajuste de la importación para volver a tener la plena ocupación en el mercado interno. En cambio, si los precios de exportación suben paralelamente a los de la importación, tal problema no se presentaría. Hago una referencia ligera a ello porque el considerar estas hipótesis nos llevaría más tiempo del que dispongo para terminar mi programa.

10. EL RETRAIMIENTO DE LOS INVERSORES Y LA "PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ" DE KEYNES

He tenido necesariamente que considerar en forma muy esquemática el fenómeno de alza de precios de los títulos, o sea de la baja del tipo de interés, valién-

dome del tipo de ejemplo que acostumbro a usar. En la realidad, en el mercado de títulos no solamente obran las cifras de la oferta y demanda de ahorro, sino los mil factores originados por cambios en la situación psicológica del mercado y del país. Tanto es así que cuando la gente, en el caso III de los 14.000 millones de ingresos, advierte que el alza de los precios ha llegado ya a su límite y que la terminación de los factores que han estado provocando esa situación hace factible la iniciación del proceso contrario, es posible que ocurra, en nuestro ejemplo, aquel interesante fenómeno que Keynes designa por "preferencia de liquidez". O sea, que aquellos que tienen fondos invertibles no realicen esas inversiones por el temor de perder el interés y una parte del capital por la baja de precios que puede ocurrir más adelante al cambiar los precios.

Por ejemplo, si el precio de los títulos de 5% de interés ha llegado a 100, habrá inversores que ante el peligro de que el precio de los títulos baje a 90 —con lo cual perderían el interés de un año más una parte de capital— se retraigan del mercado a la espera de mejores condiciones o de precios más bajos que les signifiquen una menor pérdida eventual. Se trata de un fenómeno psicológico que puede ocurrir y que ha ocurrido en otros países. La retracción de las inversiones de gente que prefiere tener su dinero en efectivo acentúa más la baja de precios, a la que fatalmente se llega. Por un lado, dificulta las colocaciones nuevas del Tesoro y de otros inversores y por otro, acentúa las fuerzas que impulsan hacia la baja de precios.

Es claro que ese dinero, que se conserva sin invertir en virtud de la preferencia de liquidez, generalmente no se gasta y se aloja en las cuentas bancarias. Y si el instituto emisor en ese momento emite dinero para pagar los títulos que adquiere, en realidad no está haciendo una operación inflacionista, sino sustituyendo el dinero que se ha retraído de la circulación por otro dinero nuevo. Pero es evidente que sobreviene el aumento de dinero y por lo tanto un fenómeno de carácter inflacionista si, cuando vuelve a la circulación el dinero que se había retraído, el Banco Central no retira el dinero nuevo que había creado en las circunstancias de emergencia.

Puede también ocurrir que los bancos tiendan a cortar el crédito si es que tienen fuertes existencias de títulos del Gobierno, ya que la baja de los precios significa una reducción de sus activos. El ejemplo más elocuente de esa posibilidad es lo que ocurrió en Estados Unidos durante la crisis mundial. Si mal no recuerdo fue en el año 1931 u otoño de 1932 cuando el Banco de Francia retiró cerca de 1.000 millones de dólares que tenía en Estados Unidos. Ello provocó una reducción de los efectivos bancarios que llevó a los bancos, por un lado, a contraer violentamente el crédito y a liquidar sus carteras de títulos acentuando, por lo tanto, la contracción. En esos casos, un Banco Central tendría que estar preparado para sortear con coraje el contragolpe y en lugar de tender a achicar más la circulación monetaria, deberá tender a facilitar la acción de los bancos para que no compriman el crédito.

Experiencias en esta materia, aunque en circunstancias distintas, las hemos tenido nosotros en los últimos diez años. Existieron momentos de gran conmoción psicológica del mercado, en que sin haber un desequilibrio fundamental, la gente salía a vender grandes cantidades de títulos. Fueron los momentos en que intervino el Tesoro por intermedio del Banco Central para recoger todos los títulos y restablecer el equilibrio del mercado, si es que había tendencias fundamentales de equilibrio. Pero cuando éstas no prevalecen, entonces se puede preparar el Banco Central para recoger muchos más títulos que los recogidos anteriormente, y pasará un tiempo relativamente largo hasta que se ajuste la situación.

11. CONSIDERACIONES FINALES SOBRE LA REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS POR EXPEDIENTES MONETARIOS

Podemos suponer un fenómeno de alza de precios y de alza de salarios y costos pero más lentamente que el supuesto en los ejemplos anteriores. Es posible que se llegue a la plena ocupación, es decir, que en virtud de los beneficios extraordinarios se tienda a acrecentar la producción y que se lleve a la economía a la plena ocupación. Pero si una vez llegada la economía a la plena ocupación no se ha producido el ajuste de precios y costos, seguirán por un tiempo derivándose beneficios extraordinarios, hasta que la curva de costos iguale nuevamente a la curva de precios. Es éste el momento en que deja de afluir a la Bolsa la cantidad de beneficios. Ello demuestra que los límites dentro de los cuales es posible a un Banco Central obrar reduciendo el tipo de interés son estrechos. Puede hacerlo, sin llegar a la inflación, si es que no hay plena ocupación y si eleva el coeficiente de importaciones. Podría el Estado o el Banco Central agregar nuevo dinero, el cual sería absorbido por el incremento de ingresos de la colectividad, lo que es posible gracias a que se han reabsorbido desocupados en la economía por efectos del mismo aumento de circulante y de la rebaja del coeficiente de importaciones.

Ello ha sido posible, repito, por cuanto el Gobierno ha podido perfectamente aumentar los impuestos para cubrir los gastos y no ha aumentado su demanda de ahorro con mayor intensidad que lo que aumentó la oferta de ahorro. Durante ese proceso se ha podido provocar perfectamente un alza de títulos en la Bolsa. Si el Banco Central sale a comprar títulos o si los bancos dan crédito abundante a corredores para que lo hagan, es posible que durante ese momento feliz baje el tipo de interés del dinero y suban los intereses de los títulos desde que hay una nueva masa de dinero que se incorpora al mercado y eso se repite el año siguiente y así sucesivamente. Pero cuando se ha alcanzado la plena ocupación ya no es posible seguir operando en esa forma. Si el Tesoro, en lugar de aumentar el tipo de los títulos

para recoger la misma proporción de ahorro que recogía en el punto de partida, sigue inyectando cantidades de dinero nuevo por algún tiempo, logrará el mismo efecto y aun aumentará la cantidad de ahorro, pero a expensas del alza de precios de carácter inflacionista. Esto es posible especialmente en un mercado cerrado, donde los beneficios que derivan los importadores y los industriales no pueden ser usados en ampliar la producción mediante importaciones adicionales de maquinarias. Los inversores no tienen, por lo tanto, campos amplios de inversión y se ven forzados a recurrir a los títulos. Pero cuando se trata de un mercado abierto, en donde es posible hacer nuevas inversiones, es perfectamente concebible que los fondos invertibles en lugar de dirigirse a la Bolsa vayan a otras colocaciones, sobre todo si no se ha alcanzado la plena ocupación, y haga que el Gobierno no pueda colocar fácilmente títulos. Entonces no cabrá otro recurso que el del impuesto, o el de parar la inflación. Cada caso concreto tiene que ser examinado de acuerdo con los factores particulares que en él intervienen a fin de evitar generalizaciones peligrosas en esta materia.

Una consideración final: decía que en un mercado prácticamente cerrado en donde no hay campos de inversión alternativos que puedan presentarse, los precios suben. Efectivamente, si en el mercado hay acciones que dan mayores beneficios como por la demanda de que serán objeto por los que tienen fondos invertibles acrecentados, subirá también el valor de los inmuebles, pues habrá gente que prefiere invertir en ellos antes que en títulos. Pero llegado el proceso de alza a un cierto punto, habrá otros que tratarán de repartir sus inversiones porque tanto los títulos como los inmuebles y las acciones tienen el peligro de la desvalorización cuando cambie la situación que ha dado lugar a este estado de cosas.

117
INTRODUCCION AL CURSO DE ECONOMIA POLITICA*

1. Hace veinte años, en estos mismos días, dejaba súbitamente de ser estudiante para convertirme en profesor en esta Facultad.

Me dominaba una fe profunda, un gran entusiasmo por la teoría económica. No tenía aún mayor experiencia concreta. Pero después me fue dado penetrar en campos muy diversos de la realidad económica y tener alguna responsabilidad en la consideración de problemas colectivos. He pasado allí años de vida intensa.

Largos años frente a hechos complejos y cambiantes. Tuve que transformarme en hombre de la práctica. Cuanto más lo hacía, más necesitaba la guía, el apoyo constante de la teoría económica, para explicarme los fenómenos, desentrañar la razón de ser de ciertos hechos y averiguar la forma de actuar sobre ellos para conseguir un determinado objetivo de política económica o monetaria.

Pero con frecuencia no pude encontrar ese apoyo. Los hombres de la práctica suelen entonces divorciarse definitivamente de la teoría, uniéndose a quienes abominan de ella sin haber tenido oportunidad de conocerla.

Pues a mí me ha sucedido lo contrario. El andar del tiempo, es cierto, ha templado mi entusiasmo. Pero lo que antes era fe, ahora es firme convicción. Estoy persuadido más que nunca de la importancia de la teoría para llegar a la solución de los grandes problemas de la realidad económica.

La teoría que yo he aprendido en aquellos tiempos se asemeja a esos mapas antiguos, en que aparece una idea vaga y confusa de la configuración de las tierras, las montañas, los ríos y los mares. Han sido indispensables muchísimos años de labor paciente para hacer cartas geográficas que coincidan aproximadamente con la realidad, y que sirvan eficazmente para actuar sobre ella.

En materia económica continúan profusamente esos viejos mapas. El del patrón oro, el del proteccionismo y libre cambio, el de la libre concurrencia reguladora y mu-

* *N. del Ed.* Publicado en *Revista de Ciencias Económicas*, 2ª serie, año 33, Nº 288, págs. 525-530. Clase inaugural del curso de Economía Política (Dinámica Económica), del que Prebisch era profesor titular, dictada probablemente el 24 de abril de 1945, según el libro de temas y firmas de ese año, existente en el Archivo de la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

chos otros. Y si como aquellas cartas antiguas sólo fuesen buscados por coleccionistas y decoradores, no merecerían comentario alguno. Mas no sucede así: están suspendidos en los gabinetes de trabajo de hombres de Estado, políticos, economistas, banqueros y periodistas, y no siempre se recurre a ellos como a una mera hipótesis para explorar la realidad, sino que se les toma como la revelación de la verdad plena.

No hay que prescindir de tales mapas. Sólo es necesario conformarlos mejor con los fenómenos reales. Tal es la tarea de revisión de la teoría económica: acentuar sus grandes aciertos, enmendar sus muchos errores.

Esa tarea, en lo que toca a nuestro país, concierne primordialmente a quienes trabajan en esta Facultad, si ella ha de dar los frutos que cabe exigirle.

2. Estamos en lamentable condición para hacerlo. Hay deficiencias en los hombres y en las cosas. En quienes actúan de tiempo atrás es muy difícil corregirlas. Se impone formar otros, formar los estudiosos e investigadores desde abajo. Y precisamente para ello es urgente cambiar la forma presente de las cosas. Sólo mencionaré dos puntos de los varios que habría que tocar: la reforma de los programas y el envío de estudiantes y egresados capaces a perfeccionarse en el extranjero.

Nuestros programas son absurdos. Que yo sepa, no hay facultad o escuela importante de economía en el mundo que los tenga parecidos. Se confunden entre sí carreras muy dispares y se agobia al estudiante con un recargo impresionante de materias que no contribuyen a formar su cultura general, ni su preparación científica, ni sus aptitudes técnicas. Cada vez que se habla de reformas suele proponerse el agregado de alguna nueva materia a ese conglomerado de asuntos heterogéneos. Faltan por lo contrario materias indispensables.

Preconizo en primer lugar, la separación de las carreras de contador, economista y actuario.

El contador no tiene hoy los conocimientos técnicos que requiere en las distintas actividades a que se dedica en la práctica. Faltan materias esenciales. Sobreabundan, en cambio, los cursos de derecho y legislación. No niego que al contador que va a actuar en el terreno judicial deba exigírsele un conocimiento esmerado de ciertos aspectos de esas materias. No veo, sin embargo, por qué se ha de obligar a lo mismo a quienes no se proponen ni remotamente ejercer tal actividad, los cuales forman una buena parte sino la mayoría de los profesionales.

El problema se resuelve muy fácilmente dividiendo el plan de estudios de contador en materias básicas y optativas. Las materias básicas deberán ser comunes a todos los contadores. Las materias optativas podrían elegirse de acuerdo con las predilecciones de cada uno. Se exigiría al contador aprobar, digamos, ocho o diez materias básicas y cuatro optativas. Para optar habría, por ejemplo, 16 materias de las cuales algunas podrían seguirse en las carreras de economista o actuario. Tendría que haber grupos de materias optativas que respondan a la inclinación del futuro profesional por el trabajo de tribunales, o por las tareas de la administración pública y sus vastas reparticiones, o por las de las empresas y grandes organizaciones de la actividad económica privada.

Para dar un caso concreto. No creo en modo alguno que al contador deba exigírsele, como materia básica, este curso dedicado al estudio especial del movimiento económico, que debiera tener carácter optativo. Le bastaría un curso simple de economía a fin de tener nociones generales. Tampoco considero que deba exigírsele estadística de acuerdo con el actual programa. Le sería mucho más útil un curso optativo de estadística aplicada en que se le enseñe procedimientos gráficos, índices y otros asuntos de orden práctico; y se le familiarice con el empleo de estadísticas y el manejo de las principales cifras económicas y financieras.

De acuerdo con estas ideas, que sólo menciono como orientación general, se concibe que el contador obtenga certificados especiales que le habiliten para ejercer su actividad en cada una de las ramas mencionadas o que la experiencia aconseje crear.

Más poderosas son aún las razones a favor de un criterio parecido en la carrera de economista, que podría terminar en la de doctor en Ciencias Económicas después de trabajos muy serios de investigación personal. El plan debiera tener materias básicas con el mínimo de derecho o legislación, como no sean conceptos muy generales sobre las instituciones jurídicas y el Estado. En cambio, habría que dar mucha más intensidad al estudio de la economía y el medio social, histórico e institucional en que se desarrollan los fenómenos económicos. Las materias optativas debieran poder combinarse en grupos que permitan por lo menos estas tres especializaciones: moneda, bancos y ciclos económicos; industria y comercio internacional; y finanzas y administración. Habría que abrir ampliamente la carrera de economista al bachiller, sin las trabas indecibles con que hoy se dificulta su acceso. Mejorará el nivel del conjunto con estudiantes que tienen más preparación general que el perito mercantil.

El alivio que tengan los estudiantes de la carrera de economista con la simplificación de los planes y la consulta de sus preferencias, permitirá obligarles a dar un rendimiento que desgraciadamente es hoy muy precario.

Los planes absurdos, sin embargo, sólo constituyen uno de los males; acaso el que requiere remedio más urgente. Es imperioso formar buenos profesores. Debiera ofrecerse a los mejores egresados la oportunidad de proseguir los estudios en grandes universidades del extranjero. Dos años de trabajo metódico y excluyente de otras preocupaciones probarían ser de benéficos resultados, según demuestra la experiencia que de algunos años atrás viene realizando el Banco Central con gente joven que envía a la Universidad de Harvard. Vuelven con muy buenos conocimientos y sobre todo con la aptitud para pensar por sí mismos, que tan poco se cultiva entre nosotros. De seguirse esta práctica por nuestra Facultad, veríamos surgir dentro de algunos años profesores para nuestros cursos básicos y optativos e investigadores que no tomen la tarea de los institutos como una simple función de burocracia escolar.

3. Atribuyo en parte al sobrecargo de materias de los planes y al hecho de que los contadores se ven forzados a asistir a esta materia, el escaso interés que ha despertado en los estudiantes genuinos mi curso del año pasado, salvo algunas excepciones que me halaga recordar. Pero también cargo de buen grado con la responsabilidad que me corresponde como profesor.

He solicitado insistentemente la ayuda amistosa de la crítica para mejorar mi tarea docente. Se me ha dicho con razón que desde el comienzo de mis explicaciones del año pasado se advierte una determinada orientación hacia ciertas soluciones prácticas, lo cual me llevaría a mezclar con las explicaciones teóricas, preocupaciones concretas que afectan la objetividad de la exposición e impiden seguir claramente el hilo del razonamiento. También se me ha señalado el riesgo de que el desarrollo de algunos ejemplos numéricos infunda el concepto de procesos mecánicos muy distintos de los que ocurren en la realidad. Me han sido útiles estas críticas y procuraré no volverlas a merecer en el presente curso.

Más lejos que el año pasado de la necesidad de obrar en problemas inmediatos, libre de la preocupación de resolverlos, he podido meditar con mayor profundidad sobre los fenómenos que he visto. En el curso anterior expuse algunas observaciones fragmentarias acerca de ello. Ahora he tratado de unirlas y encontrar los principales eslabones que faltaban en mis razonamientos. He procurado darles una cohesión que antes no tenían y sistematizarlas en un conjunto de principios teóricos.

Expresé entonces que los fenómenos de la moneda y el ciclo económico acontecían en nuestros países en forma distinta que en las grandes naciones industriales, exportadoras de capital e importadoras de materias primas. Afirmé la necesidad de encontrar nuestra propia interpretación de la realidad. Creo haber avanzado algo más en este terreno. En verdad, no hay que buscar dos órdenes de teorías. Se trata, más bien, de dos fases, de dos aspectos distintos del mismo fenómeno internacional. Pero no es admisible aplicar la interpretación de una fase a los acontecimientos que suceden en la otra fase, al anverso que al reverso.

Me he visto impulsado así a indagar el desarrollo en extremo interesante de la circulación internacional de los réditos o ingresos. La actividad económica interna e internacional se manifiesta en un continuo proceso de circulación de ingresos. A través de este proceso nos aparecen claramente fenómenos que de otro modo es bien difícil explicar. Uno de ellos es la influencia fundamental del oro en el ritmo de crecimiento de la actividad económica. Hay que formular los principios a que obedece este fenómeno y el de la distribución del oro entre los distintos países con las consecuencias profundas que comporta. Otro es la propagación internacional de las fluctuaciones cíclicas y otras perturbaciones económicas y las complicaciones monetarias que entraña y que en buena parte se deben al largo tiempo que tarda el proceso circulatorio internacional de los ingresos en forma de oro. Tal análisis nos demuestra las fallas teóricas del régimen internacional del patrón oro, sin cuya enmienda no podrá funcionar eficazmente.

Pero no me voy a ocupar de este problema en la primera parte de mi curso. Será exclusivamente una exposición teórica, despojada de toda preocupación de problemas concretos. Procuraré sustituir los ejemplos numéricos por gráficos de más fácil comprensión, y trataré de explicar los hechos tal cual son, absteniéndome de toda referencia a la manera de transformarlos para conseguir una meta determinada de política monetaria o económica.

Reservaré todo esto para una segunda parte del curso. Me propongo, en consecuencia, trazar una división precisa entre la teoría pura y su empleo en la solución de los problemas que nos presenta la realidad, sin olvidar que la teoría económica sólo nos explica una parte y no toda la realidad.

4. Naturalmente me interesan en forma inmediata la moneda y el ciclo argentino. Expuse algunas ideas de política anticíclica el año pasado. Se me atribuye por ello cierta proclividad intervencionista. Lamento que la realidad imponga la necesidad ineludible de tener una política. Sería mucho mejor que los fenómenos se regulen por sí mismos. Podría prescindirse del considerable trabajo de construcción de diques y embalses si la corriente de las aguas se regulara por sí misma. Que yo preconice ciertas formas de política económica, no es porque me gusten o tenga preferencia por ellas. El problema no está en saber si nos agradan o no, sino en discernir con sentido de la responsabilidad si son o no indispensables.

Yo creo indispensable una política de estabilización económica, una política anticíclica, mediante el manejo inteligente de ciertos resortes superiores del sistema bancario y económico. Esto es muy distinto de la intervención opresiva de la burocracia estadual en el detalle de la vida económica. La conveniencia de un dique no comporta la necesidad de imponer minuciosamente los cultivos que se han de realizar con el agua de riego.

La depresión cíclica de las actividades económicas en los grandes países industriales se debe a que se contrae la corriente circulatoria de los ingresos porque una parte deja de gastarse o invertirse por una u otra razón. Se requiere una política anticíclica para devolver a la circulación los ingresos que se sustraen de ella a fin de mantener estable el nivel de la actividad económica y evitar la desocupación.

Hay un vasto campo de discusión acerca de la índole de tal política y la manera de aplicarla, sobre si el Estado debe emprender grandes gastos compensatorios o bastaría la coordinación de esfuerzos en la actividad privada con el apoyo del sistema bancario. La experiencia irá indicando el buen camino en esta materia, en donde tanto queda aún por conocer.

En los dirigentes de la actividad económica privada y en un buen número de economistas, políticos y periodistas ortodoxos de Estados Unidos prevalece aún la creencia arbitraria de que basta dejar funcionar libremente el mecanismo económico para que estos males se corrijan espontáneamente sin necesidad de una política compensatoria como la que vienen preconizando notables economistas. Y todo eso se sigue repitiendo dogmáticamente entre nosotros.

El no haber tenido esa política para combatir desde sus comienzos la gran depresión mundial, ha provocado allí y en el mundo entero ese género de intervención perturbadora del Estado en la vida económica a que hice referencia. El New Deal y la devaluación del dólar con las serias consecuencias que trajeron, fueron el resultado de la depresión. Como lo fueron el recrudecimiento mundial del proteccionismo, los sistemas de control de cambios y muchas formas perniciosas de interferencia estadual en las actividades privadas. Hay distintas formas de acción del Estado en la vida econó-

mica. Unas significan la transformación gradual del capitalismo para hacer servir las fuerzas de la iniciativa privada y la formación del capital en provecho de la colectividad, y otras entrañan la perversión del capitalismo, su degeneración progresiva, y acaso su destrucción, sin tan siquiera el mérito de una nueva doctrina.

El capitalismo experimenta grandes transformaciones. Ha estado siempre en constante evolución lo mismo que el patrón oro. Sucede, sin embargo, que una determinada forma de esa evolución, esencialmente transitoria, se ha cristalizado en la concepción mental de ciertos teóricos mientras la realidad seguía su movimiento irrefrenable.

El evitar o atenuar las depresiones periódicas que desde los grandes países se extienden al mundo entero contribuirá poderosamente al perfeccionamiento del capitalismo, en bien de la colectividad. Pero nuevas depresiones como la de la crisis mundial, nuevas masas ingentes de desocupados frente a un enorme potencial de producción, volverían a provocar el más crudo intervencionismo si no la transformación violenta del capitalismo, para conseguir después de penosos trastornos lo que pudo haberse logrado por la dirección superior del sistema.

Aquí está la responsabilidad trascendental de Estados Unidos como centro monetario y económico del mundo. El mantenimiento de la plena ocupación en tal país, llevará el comercio mundial a un nivel mucho más alto que el anterior a la guerra y estimulará intensamente la prosperidad de los otros países del mundo, facilitando la solución de sus cuestiones económicas y sociales. El problema del bienestar colectivo se simplifica en verdad cuando es mayor la masa de productos a repartir. Háblase allí de la necesidad de un incremento considerable de las exportaciones para mantener la plena ocupación. Si los Estados Unidos no vuelven a subir las tarifas como lo hicieron en depresiones anteriores, el crecimiento de su actividad económica hará crecer espontáneamente sus importaciones de los otros países del mundo y éstos acrecentarán espontáneamente sus compras en Estados Unidos. Plena ocupación significa mayores ingresos de la población de Estados Unidos y mayores importaciones y éstas significan mayores ingresos en el resto del mundo y mayores importaciones de artículos de Estados Unidos. Con plena ocupación no habrá necesidad de forzar las exportaciones.

Tengo, sin embargo, algún motivo de preocupación. No podrán lograrse todos los efectos que es dable esperar de una política compensatoria si la resistencia psicológica de los grandes dirigentes de la economía privada en Estados Unidos les lleva a retraerse del campo de las inversiones. Lo que se requiere es cabalmente desarrollar esas inversiones para mantener y estimular la actividad económica. No se ha conseguido aún en ese país la coincidencia fundamental de propósitos que vemos ahora en la Gran Bretaña acerca de una política semejante. Lo cual agrega una nueva y considerable dificultad a la enorme complejidad práctica del problema de la plena ocupación.

5. En consecuencia, debemos seguir pensando en una política anticíclica argentina. Nuestra eventual incorporación al plan monetario internacional facilitará la aplicación complementaria de esta política. En Breton Woods se ha atenuado la rigidez del plan y la interpretación que se ha dado en Londres a algunas de las cláusulas del programa coincide mejor con las exigencias de nuestra realidad. La mejor contribución

que podría prestar la Argentina a estas medidas de cooperación internacional sería examinar francamente algunos de los aspectos observables del plan a la luz de su propia experiencia, que es similar a la de otros países igualmente expuestos a las fluctuaciones y contingencias de la economía internacional.

6. Llevado por el razonamiento, he saltado sobre algo mucho más urgente. El problema de la inflación. Nada nuevo puedo agregar a lo que dije el año precedente.

¿Cómo se lucha contra la inflación? Pues, sencillamente, evitándola. Captando el exceso de dinero, de ingresos, allí donde se produce. Pero no para volver a gastarlo agregándole dinero nuevo por obra del crédito, sino para retirarlo del proceso circulatorio. He visto con gran satisfacción resplandecer esta verdad en la publicación de recientes documentos oficiales. Quisiera ver por fin al país en el buen camino que no se supo emprender a tiempo desde hace varios años, no obstante oportunas advertencias que no es el momento de recordar. No están, por cierto, exentas de responsabilidad ciertas organizaciones de las fuerzas activas de la economía que ahora claman contra la inflación.

Será necesario una gran decisión, una convicción muy seria para hacerlo. La convicción de que la inflación, si no se detiene su curso, irá borrando inexorablemente las mejoras sociales y disipando la trágica ilusión de quienes, proponiéndose elevar el nivel de vida de las masas para asegurar el progreso social argentino, van a comprobar tardíamente que al llegar al fin se estará de nuevo en el punto de partida. Y mientras tanto se habrá consumado arbitrariamente una formidable transferencia de ingresos reales, perpetrado un verdadero despojo de bienes de las manos de los muchos a las manos de unos pocos con incalculables consecuencias para el futuro económico y social de nuestro país.

118

LAS TEORIAS ECONOMICAS DE LORD KEYNES Y LAS DOCTRINAS DE LOS CLASICOS*

PRIMERA PARTE. INTRODUCCIÓN AL ESTUDIO DEL SISTEMA KEYNESIANO

I. La obra de Keynes

1. La obra de Lord Keynes tiene influencia profunda en el pensamiento económico contemporáneo, particularmente entre las recientes generaciones de estudiosos.

Son muy vivos los antagonismos que suscita la nueva doctrina, no sólo en los economistas que siguen fieles a la escuela clásica, sino también en quienes supieron de tiempo atrás emanciparse de sus enseñanzas.

¿A qué se debe ese influjo extraordinario, ese poder de agitación ideológica de las ideas keynesianas? No es sólo el brillo del estilo, la vasta fuerza dialéctica lo que explica su penetración. Hay algo más sustancial en el sentido de su obra. Como que comporta una respuesta inteligible a la pregunta más inquietante del mundo económico presente y ofrece a la vez una solución definida al grave problema que entraña.

¿Por qué no puede conseguirse permanentemente un alto grado de ocupación en la actividad económica? ¿Por qué hay un ingente desperdicio de recursos productivos y el nivel de vida de las masas no llega a ser lo que podría con el enorme potencial productivo de las grandes colectividades modernas?

Keynes nos da la respuesta y la sustenta en una imponente construcción teórica, erigida con audacia entre los fragmentos que su crítica implacable ha dejado en el campo de la economía clásica.

2. Sus primeras ideas de hace veinte años van depurándose en la controversia y adquiriendo la consistencia de un sistema, hasta que, sin haber dejado del todo la forma polémica, se condensan en 1935 en el libro capital que nos ha dejado el insigne economista: La teoría general de la ocupación, el interés y la moneda.[1]

* *N. del Ed.* Publicado en *Boletín del Banco Central de Venezuela:* VI, Nos 23 y 24, enero y febrero de 1947, págs. 18-23, 11-14. El material de este capítulo, revisado, fue utilizado por Prebisch para componer su *Introducción a Keynes*, México, 1947, Prefacio y caps. I y II.

[1] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, por John Maynard Keynes, Nueva York. Hay una traducción castellana publicada por el Fondo de Cultura Económica de México. En las citas que hago con frecuencia en estos artículos he traducido libremente el texto a fin de expresar con la mayor claridad posible el pensamiento de Lord Keynes.

que podría prestar la Argentina a estas medidas de cooperación internacional sería examinar francamente algunos de los aspectos observables del plan a la luz de su propia experiencia, que es similar a la de otros países igualmente expuestos a las fluctuaciones y contingencias de la economía internacional.

6. Llevado por el razonamiento, he saltado sobre algo mucho más urgente. El problema de la inflación. Nada nuevo puedo agregar a lo que dije el año precedente.

¿Cómo se lucha contra la inflación? Pues, sencillamente, evitándola. Captando el exceso de dinero, de ingresos, allí donde se produce. Pero no para volver a gastarlo agregándole dinero nuevo por obra del crédito, sino para retirarlo del proceso circulatorio. He visto con gran satisfacción resplandecer esta verdad en la publicación de recientes documentos oficiales. Quisiera ver por fin al país en el buen camino que no se supo emprender a tiempo desde hace varios años, no obstante oportunas advertencias que no es el momento de recordar. No están, por cierto, exentas de responsabilidad ciertas organizaciones de las fuerzas activas de la economía que ahora claman contra la inflación.

Será necesario una gran decisión, una convicción muy seria para hacerlo. La convicción de que la inflación, si no se detiene su curso, irá borrando inexorablemente las mejoras sociales y disipando la trágica ilusión de quienes, proponiéndose elevar el nivel de vida de las masas para asegurar el progreso social argentino, van a comprobar tardíamente que al llegar al fin se estará de nuevo en el punto de partida. Y mientras tanto se habrá consumado arbitrariamente una formidable transferencia de ingresos reales, perpetrado un verdadero despojo de bienes de las manos de los muchos a las manos de unos pocos con incalculables consecuencias para el futuro económico y social de nuestro país.

Acaso esa misma efervescencia polémica explica la oscuridad de muchos pasajes, la falta de precisión de algunas explicaciones y el aparente desorden de su explicación. Comprender este libro resulta así tarea no exenta de serias dificultades. Para facilitarla se han publicado diversos ensayos de divulgación. Mas no se ha hecho, que yo conozca, ninguna tentativa de esta naturaleza en nuestro idioma. Me propuse realizar este trabajo; y ahora ofrezco sus resultados en una serie de cinco artículos, cuya aparición en este Boletín debo a la especial deferencia, que mucho agradezco, de las autoridades del Banco Central de Venezuela.

Ha sido necesaria mucha paciencia y dedicación para recoger lo que tan profundamente ha sembrado el talento keynesiano, ordenar metódicamente las ideas y explicarlas con una claridad que, si ayuda a entenderlas, entraña también el riesgo de incurrir en impropias simplificaciones. Me he esforzado en reducir ese riesgo con atentas lecturas; y de evitar, al mismo tiempo, todo comentario o juicio propio que pudiera menoscabar la fidelidad de mi exposición. Tengo, por cierto, algo que decir sobre las ideas de Lord Keynes. Pero he preferido comenzar por hacerlas accesibles.

3. En el fondo, la tesis keynesiana es simple y terminante. La desocupación crónica del sistema económico, que se acentúa intensamente en las depresiones, proviene de la riqueza misma que han acumulado las grandes comunidades industriales.

Desarróllase en ellas una tendencia inmanente al desequilibrio que el *laisse faire*, el juego espontáneo de las fuerzas económicas, no es capaz de remediar. La explicación es sencilla. Cuando crece el ingreso del conjunto de la comunidad al aumentar la ocupación, crece también la cantidad de ahorro, sin que se plantee problema alguno mientras las inversiones se desarrollen paralelamente. Pero no tarda en llegar el momento en que deja de suceder así. Se carece, entonces, de inversiones suficientes para absorber íntegramente el ahorro de la comunidad, por cuanto la tasa de interés se resiste a bajar en el grado necesario para estimular tales inversiones. El sobrante de riqueza que no se consume, expresado en el ahorro, impide, así, que siga creciendo la ocupación de los factores productivos. Es más, ni tan siquiera es posible mantener el nivel alcanzado. Pues son de tal índole las fuerzas del sistema económico, que se impone la contracción de su actividad, con la consiguiente desocupación, hasta que se llegue a un punto mínimo de equilibrio. En ese punto de equilibrio el ingreso nacional habrá descendido a un nivel tan precario que la escasez del ahorro equivale a la pequeña magnitud a que se reducen las inversiones.

4. En otros términos, insuficiencia de las inversiones significa insuficiencia de la demanda para absorber toda la producción que podría lograrse con la plena ocupación de las fuerzas productivas. De ahí la conclusión práctica que Keynes extrae de su teoría: hay que provocar deliberadamente el crecimiento de las inversiones hasta que su magnitud permita un nivel óptimo de ocupación y actividad económica. A los Bancos Centrales corresponde en primer lugar el cumplimiento de este designio. Para estimular las inversiones privadas deberán seguir una política persistente de descenso del tipo de interés, creando todo el dinero que sea necesario para conseguirlo.

Si ello no resultare suficiente, tendrá que intervenir el Estado con sus propias inver-

siones para llenar el claro. Y hasta se concibe la socialización de las inversiones si es que ha de llegarse mejor y más prontamente con ello a su magnitud deseada y a su reparto más adecuado desde el punto de vista colectivo.

5. Extirpado el mal crónico de la desocupación y el grave despilfarro de recursos productivos que comporta, habrá desaparecido uno de los más graves defectos del régimen capitalista.

Quedaría, es cierto, la inequitativa distribución de la riqueza y los ingresos, que es otra de sus fallas notorias. Pero también se abre un nuevo camino para atacarla con las ideas keynesianas, al destruirse ciertos conceptos falaces sobre el ahorro que eran también un dogma ortodoxo. Resulta ahora un tanto imaginario, a juicio de Lord Keynes, el peligro de que los impuestos progresivos inspirados en consideraciones de justicia distributiva lleguen a impedir la acumulación de capital indispensable para el progreso económico. Pues dentro del esquema keynesiano el incremento de inversiones provoca el ahorro con que han de realizarse.

Más aún, el mantener la plena ocupación con estas inversiones haría posible hacer crecer en tal forma el capital de la comunidad que es dable esperar que en el lapso de una generación su abundancia haga descender a cero la tasa de interés. Habríamos llegado así a la eutanasia del rentista, a su muerte lenta, con trascendentales consecuencias para la magnitud de la masa social de productos y su equitativa distribución.

Por donde se ve que no se ha propuesto Lord Keynes un mero propósito de explicar científicamente la realidad. Hay un objetivo político definido que aparece persistentemente en toda su obra y hace florecer las frases más ingeniosas de su polémica, las más agudas ironías de su contienda con la escuela ortodoxa.

Estas conclusiones prácticas constituyen el coronamiento del sistema teórico de Keynes. Si las menciono ahora sin esperar el fin de mi exposición, es para que pueda abarcarse el conjunto con mejor perspectiva.

II. Contenido de estos artículos

6. Iniciaremos ahora el examen de ese sistema teórico. Para facilitar su exposición he creído conveniente dividirla en los cinco artículos referidos, sin atenerme estrictamente a la distribución de la materia que nuestro autor hace en su libro.

Este primer artículo es naturalmente de introducción. Se propone delimitar el terreno señalando la diferencia fundamental entre Keynes y los clásicos. Mientras que para éstos la desocupación es la consecuencia de salarios relativamente altos, para aquél tiene un origen totalmente distinto. Es la insuficiencia de la demanda colectiva lo que provoca la desocupación. Y esta insuficiencia se debe al ahorro. De ahí el nuevo significado que adquiere este fenómeno en el análisis keynesiano.

En el segundo nos demuestra Keynes por qué el incremento de las inversiones es indispensable para que desaparezca la desocupación y se llegue al estado óptimo de actividad económica; y establece cierta relación entre ellas y el ingreso, teniendo en

cuenta la propensión a consumir de la colectividad. Despliega en esta forma su teoría del multiplicador, aceptada por unos como axioma, discutida por otros desde el punto de vista lógico y experimental. El multiplicador nos dice en qué medida debe crecer el ingreso para producir un incremento de ahorro igual al incremento de inversiones.

En el tercero se explica cómo la magnitud de las inversiones, que son el elemento esencialmente dinámico de la economía, depende por un lado de la tasa del interés y por otro del rendimiento conjetural o eficiencia del capital, según la llama Keynes. La tasa de interés es un fenómeno convencional y es dable a la autoridad monetaria, dentro de ciertos límites, fijarla en el nivel que convenga. Para llegar a esta conclusión revolucionaria arremete Keynes contra la explicación clásica de los factores que determinan la tasa de interés.

En el cuarto artículo hemos tratado de reunir las referencias dispersas de Keynes acerca de la tendencia histórica de la tasa de interés a no declinar en la medida suficiente para que todo el ahorro colectivo pueda emplearse en inversiones. Esa tendencia parece interrumpirse a partir del siglo XIX con el ingente desarrollo de la actividad económica. Pero hay síntomas de que comienza a operar de nuevo. Parecería, sin embargo, que las contracciones cíclicas no responden a esa tendencia. Más bien se deben, a juicio de Keynes, al súbito descenso de la eficiencia marginal del capital provocado por factores psicológicos. Es tal la fuerza de este fenómeno que la baja más intensa que fuere practicable realizar en la tasa de interés no bastaría para reanimar las inversiones. Así ocurre al final de la fase ascendente del ciclo económico, al que dedica Keynes interesantes anotaciones.

En el quinto artículo se combinan los elementos anteriormente expuestos para llegar a la teoría general de la ocupación, el interés y la moneda. El nivel de ocupación, y por lo tanto el ingreso de la colectividad, están determinados por el nivel de las inversiones y la propensión a consumir. El nivel de las inversiones, a su vez, está determinado por el tipo de interés y la eficiencia marginal del capital. Y el tipo de interés está determinado por la política bancaria, y de la propensión del público a mantener dinero líquido en su poder, esto es, su preferencia de liquidez. Obsérvese la importancia que ciertas propensiones psicológicas de la colectividad, a saber, la propensión a consumir, y la propensión a la liquidez, tienen en la construcción de Keynes.

Estos son los elementos esenciales que, encerrados en un sencillo esquema, forman el sistema teórico keynesiano. Expuesto este esquema, su autor lo emplea en seguida para discutir el problema de los precios y el de los salarios, a los cuales se refiere frecuentemente en el curso de su libro. Deduce así esta conclusión importante. No es el incremento de la cantidad de moneda, sino principalmente el rendimiento decreciente de la actividad productiva, lo que hace subir los precios cuando aumenta la ocupación. Y en cuanto a los salarios, la aplicación de su esquema le lleva a afirmar que su descenso deliberado no constituye una medida eficaz para evitar la desocupación.

Termina el último artículo con la mención de las conclusiones que extrae Lord Keynes de sus teorías, acerca del funcionamiento del sistema capitalista y la posibilidad

de corregir sus fallas fundamentales sin desmedro alguno de la libertad individual.

7. Responde este empeño mío de exponer el pensamiento keynesiano a una preocupación muy justificada en quien ha tenido alguna responsabilidad en la política monetaria argentina desde 1930 hasta 1943: la preocupación de encontrar en la teoría la explicación racional de los movimientos de la realidad económica, a fin de actuar inteligentemente sobre ella.

Pero la teoría dinámica de la economía sólo ha comenzado a desarrollarse en las últimas décadas. Le hacía falta un impulso vigoroso. Lord Keynes ha tenido indudablemente una clara noción de ello: de ahí la oportunidad y trascendencia de su obra.

Espero que mi exposición permita al lector discernir cabalmente el valor científico de esta obra. Por mi parte, me encuentro dedicado al examen crítico de ella en mi cátedra de la Universidad de Buenos Aires. ¿Hasta qué punto ha logrado Lord Keynes ofrecer esa explicación racional del movimiento económico formulando los principios a que obedece? Es lo que me propongo considerar después en un trabajo de más aliento sobre el sistema keynesiano y el ciclo económico. Mientras tanto, tratemos de comprender en las siguientes páginas los términos esenciales de este sistema.

SEGUNDA PARTE. LA INSUFICIENCIA DE LA DEMANDA CON RESPECTO A LA OFERTA EN EL CONJUNTO DE LA COLECTIVIDAD

I. Los salarios y los clásicos

1. Liberado del dominio de los clásicos, Keynes nos marca a cada paso la diferencia entre sus nuevas ideas y la vieja doctrina.

Por cierto que aquéllos no se preocuparon mucho en explicar las variaciones en el nivel de la ocupación, a juicio del famoso economista. Partían más bien en sus razonamientos del supuesto de una determinada cantidad de tierra y de capital, y explicaban cómo se distribuían entre sus distintas aplicaciones esos tres factores productivos y cómo se fijaban sus respectivas remuneraciones y el valor de sus productos.

Si bien discutían las fluctuaciones en la ocupación, los clásicos no se detuvieron en elaborar una teoría que las explique, por parecerles demasiado simple y evidente. Si hay desocupados, es porque se rehusan a aceptar el salario que corresponde a la productividad del trabajo. La desocupación es pues un fenómeno voluntario que se corrige por la baja adecuada de los salarios. Salvo, es claro, la desocupación provocada transitoriamente por los ajustes del sistema económico; se trata en este caso de un fenómeno involuntario que resulta principalmente del tiempo que requiere el desplazamiento de una ocupación a otra en virtud de cambios sobrevenidos por diversas razones.

Para Keynes, por el contrario, la desocupación es la consecuencia de una demanda insuficiente que impide absorber todos los productos resultantes del empleo pleno de las fuerzas productivas.

2. Hay sin embargo cierta zona de coincidencia teórica entre Keynes y los clásicos. Ambas escuelas aceptan que los salarios corresponden a la productividad marginal y que ésta es decreciente conforme aumenta la cantidad de producción. Recordemos brevemente estos principios.

El primero nos dice que el salario es igual al producto marginal del trabajo, esto es al incremento del producto correspondiente al incremento de ocupación, previa deducción de los otros costos. Desde luego que esta igualdad se perturba si la competencia o los mercados son imperfectos.

El segundo principio nos agrega que el producto marginal del trabajo disminuye a medida que aumenta la ocupación, debido a que "la industria está sujeta normalmente a rendimientos decrecientes en períodos cortos en los que se suponen constantes" el equipo de capital, y la técnica y organización productivas. Y como el salario depende del producto marginal, al disminuir éste tiene también que disminuir aquél, de manera que "un aumento de ocupación sólo puede ocurrir si declina simultáneamente el nivel de los salarios reales" (pág. 17).

Digamos de paso, pues nos servirá más adelante, que con ello aumentan los beneficios de los empresarios, pues el salario real más bajo correspondiente a la menor productividad de los trabajadores adicionales, se extiende también a los trabajadores de mayor productividad que ya estaban ocupados.

3. Pero cuando introducimos el concepto de la resistencia marginal al trabajo termina la concordancia de Keynes con los clásicos y se plantea su fundamental discrepancia. Me he atrevido a traducir libremente por resistencia marginal al trabajo la expresión de "marginal disutility of labour" que según Keynes "abarca cualquiera de las razones que pueden llevar a un hombre o grupo de hombres a abstenerse de trabajar antes que aceptar un salario que tiene para ellos una utilidad inferior a cierto mínimo". Tales razones pueden ser el "resultado de la legislación o las prácticas sociales, o de la combinación entre los obreros para negociar convenios colectivos, o de una lenta adaptación a nuevas condiciones o de la mera obstinación humana" (pág. 6).

Consideran los economistas clásicos que si la resistencia marginal a trabajar no se opone a la baja de salarios exigida por el decrecimiento de la productividad marginal, no hay razón para que existan desocupados, como no sean los provenientes de ajustes del sistema. La desocupación se debe esencialmente a que el salario correspondiente al producto marginal que podría obtenerse de los trabajadores desocupados no es suficiente para inducirles a trabajar, esto es, para vencer su resistencia al trabajo. En otros términos, el fenómeno de la desocupación, según la doctrina clásica se debe a que el salario que se exige es superior al que justifica la productividad marginal del trabajo.

"Un economista clásico —añade Lord Keynes— puede tener simpatía por los obreros que se rehusan a aceptar cortes en los salarios... pero su integridad científica" le obliga a reconocer que los salarios superiores a la productividad constituyen sin embargo el origen de la desocupación" (pág. 76).

4. En consecuencia, si la desocupación se debe a salarios relativamente altos, para aumentar el empleo de trabajadores es indispensable rebajar los salarios en dinero

a fin de que bajen los salarios reales hasta ponerse de acuerdo con la productividad marginal del trabajo. Keynes tiene a este respecto dos afirmaciones terminantes. Primero, la desocupación no se debe a esa actitud de los trabajadores sino a la demanda general insuficiente de la colectividad. Segundo, la desocupación no puede corregirse por la baja de los salarios en dinero.

La demostración del primer punto constituye el objetivo cardinal de la teoría Keynesiana. Es la demanda insuficiente lo que obliga al sistema económico a contraer la producción. Con una demanda creciente provocada por el incremento de inversiones se irían absorbiendo los desocupados hasta llegar al nivel óptimo de plena ocupación. Es cierto que los rendimientos decrecientes, conforme se acrecienta la producción, determinarían el alza de los precios y en consecuencia la baja de los salarios reales. Pero esta baja suele ser aceptada por los sindicatos trabajadores dentro de ciertos límites, según lo demuestra la experiencia. "No dificultan el aumento de la ocupación con el obstáculo que les atribuye la escuela clásica" (pág. 15).

5. Por donde se observa una aparente falta de lógica entre la oposición de los trabajadores a una rebaja directa de su salario en dinero como medio de achicar sus salarios reales, y su tácita aceptación de una rebaja indirecta de salarios cuando aumentan los precios al crecer la producción. Por fortuna los hechos suceden en esta forma, expresa Keynes. Pues la rebaja directa de los salarios en dinero, como se explica en la úlima parte de su libro, no tiene la virtud de aumentar la demanda general, que es lo único que hace disminuir la cantidad de desocupados. Mientras que la aceptación de menores salarios reales cuando crece la demanda general, es lo que permite precisamente que se acreciente la ocupación.

6. Podría argüirse, de paso, que al proceder en esta última forma los trabajadores disminuirían su resistencia al trabajo conforme con el dictamen de la escuela clásica. Ambas escuelas volverían pues a coincidir. Pero esto carece de importancia primaria. La coincidencia en considerar que los salarios son superiores a la productividad marginal en el estado de desocupación es en verdad compatible con la profunda disidencia teórica que se ha visto. Pues mientras los clásicos afirman que ello es la causa del fenómeno de desocupación, Keynes sostiene que se trata por el contrario de un efecto de la insuficiencia de la demanda, que sólo puede corregirse por el aumento de ésta como acaba de explicarse. Y en tanto que para aquéllos el remedio está en la rebaja de salarios en dinero, el crecimiento de la demanda general es el único correctivo, según nuestro autor, para quien dicha rebaja tendría efectos contraproducentes.

Que los salarios relativamente altos, en tiempos de desocupación, sean un efecto de la insuficiencia de la demanda, como acaba de decirse, no significa que, en un momento dado, los trabajadores no puedan conseguir aumentos que excedan a la productividad. Sin embargo, estos aumentos tampoco tendrán por resultado la desocupación sino el alza de costo y precios. No han de negarlo, ciertamente, los clásicos, si ellos mismos nos enseñaron "que *los precios* están determinados por el costo primo marginal en términos de dinero y los *salarios* en dinero determinan en gran parte el costo primo" (pág. 12).

II. Posición de equilibrio y desocupación

7. Ya es bien perceptible la importancia que en la teoría keynesiana tiene la tesis de la insuficiencia de la demanda y la oferta conjuntas de los artículos producidos. Puesto que los ingresos que pagan los empresarios a los distintos factores de la producción en forma de sueldos, salarios y otras remuneraciones, renta o intereses, así como sus propios beneficios, constituyen la demanda conjunta, cuyo valor es igual al de la producción u oferta conjunta.

Impulsados por el incentivo de beneficios, los empresarios aumentan la ocupación y crece paralelamente la demanda de la producción que se acrecienta. Hay así una *sucesión de puntos de equilibrio* de la demanda y oferta conjuntas con "una escala infinita de valores igualmente admisibles" (pag. 26). Y se tiende continuamente a llegar a la plena ocupación, si la resistencia marginal al trabajo no opone un obstáculo infranqueable.

Sostiene Keynes, por el contrario, que sólo hay *un punto de equilibrio*, un solo nivel de ocupación en que coinciden la demanda y oferta conjuntas. Generalmente es inferior al de plena ocupación, al que sólo se llega por accidente o designio. Más allá de ese punto de equilibrio, la demanda resulta menor a la oferta y, en consecuencia, la ocupación no puede acrecentarse.

8. El nivel de ocupación, dados los factores de la producción y la técnica, depende de la suma de beneficios que se espera obtener de la producción. "Pues los empresarios tratarán de fijar la cantidad de ocupación en el nivel en que calculan obtener el máximo de beneficio"... así se trate de "una empresa o industria como del conjunto de empresas" (pág. 24).

Así, el empresario individual calculará los incrementos de beneficios que pueda obtener de sucesivos incrementos hipotéticos de producción teniendo en cuenta que, con un determinado equipo de capital, el rendimiento disminuye conforme aumenta el nivel de ocupación. Cada incremento le representa un beneficio adicional que aumenta la suma total de beneficios. Le conviene, pues, extender la producción. Pero como el beneficio de cada incremento sucesivo va disminuyendo por el rendimiento decreciente, el empresario detendrá su expansión en aquel incremento cuyo costo apenas esté cubierto por el valor de los respectivos productos.

En este punto en que se equilibran el costo de la oferta marginal y el valor de la demanda marginal, la suma total de los beneficios habrá llegado al máximo. Allí queda determinada la cantidad de ocupación que resulta más provechosa al empresario. El agregar un nuevo incremento de producción traerá pérdidas y, en consecuencia, disminución de esa suma total de beneficios.

9. Lo mismo sucede en el conjunto de empresas. Mientras el valor que los empresarios esperen recibir de cada incremento de producción, en función de la demanda conjunta, sea mayor que el costo de oferta conjunta "habrá un incentivo para extender la producción... y si es necesario, para elevar los costos compitiendo entre sí los empresarios por los factores de la producción". Se seguirá en esta forma hasta llegar en

los cálculos a un incremento hipotético cuyo valor sea igual al costo de oferta de la producción... "Así el volumen de la ocupación está dado por el punto de intersección" de la curva de la demanda con la de la oferta conjuntas "pues es en este punto que la suma total de beneficios que esperan los empresarios llega a su máximo" (pág. 25). Llámase *demanda efectiva* a la correspondiente a este punto de equilibrio. En este punto único de equilibrio el ingreso correspondiente a la producción marginal provoca una demanda cuyo valor iguala al costo marginal. El trasponerlo significaría pérdidas para los empresarios, por resultar insuficiente la demanda con respecto al costo de oferta, esto es, por haber *desequilibrio* entre la oferta y la demanda conjuntas. Ya no hay aliciente para aumentar la ocupación. Ha de comprenderse que al pasar de una empresa al conjunto de empresas es necesario, para evitar repeticiones, eliminar del costo de la oferta conjunta aquellos artículos comprados entre empresarios que se han empleado en el proceso productivo resultante de una determinada ocupación. Para simplificar, Keynes elimina también el desgaste del equipo de capital. (Comprenderemos mejor estos conceptos en la tercera parte.) El costo de oferta conjunta queda así reducido al costo de los factores o sea los ingresos que pagan los empresarios en forma de remuneraciones, renta e intereses. Estos ingresos, más el ingreso propio o beneficio de los empresarios, constituyen, como ya hemos visto, el *ingreso conjunto* de la colectividad. Este ingreso conjunto, al traducirse en la demanda de los bienes de consumo e inversión resultantes del proceso productivo, vuelve nuevamente a las empresas como resultado final de una determinada cantidad de ocupación.

III. El dogma de la economía ortodoxa

10. Desde los tiempos de Say y Ricardo los economistas clásicos niegan la posibilidad de insuficiencia de la demanda, al sostener que la oferta, cualquiera que sea su magnitud, crea su propia demanda. No tiene por qué existir desequilibrio. Por ejemplo, J. S. Mill expresa lo siguiente: "Lo que constituye los medios de pago con que cuenta una persona para adquirir la producción de otras personas consiste en la producción que ella misma tiene. Todos los vendedores son inevitablemente compradores por el mismo significado de la palabra. Si pudiéramos duplicar súbitamente la capacidad productiva del país, podríamos duplicar la oferta en los mercados; pero en virtud de ese mismo hecho duplicaríamos el poder de compra. Cada uno tendría una demanda doble, lo mismo que una doble producción; cada uno podría comprar dos veces más que antes, porque dispondría de dos veces más para ofrecer en cambio" (pág. 18). Como corolario de esta doctrina se ha supuesto que todo acto individual de abstención de consumo lleva necesariamente, en una forma u otra, a invertir el ahorro en la producción de bienes de capital.

Es cierto que en los tiempos que corren no se hacen afirmaciones en forma tan cruda. Sin embargo, estas ideas siguen apuntalando toda la teoría clásica, que se desmoronaría sin ellas.

11. Esta doctrina del equilibrio de la demanda y la oferta conjuntas constituye un dogma de la economía clásica que no obstante los esfuerzos de Malthus para convencer a Ricardo de su inexactitud "ha conquistado a Inglaterra tan completamente como la Santa Inquisición ha conquistado a España" (pág. 32).

"Lo absoluto de la victoria ricardiana tiene tanto de curiosidad como de misterio. Ha de atribuirse a un complejo de ventajas que la doctrina tenía para el medio ambiente en que había surgido. Que llegaba a conclusiones completamente distintas de las que podía esperar una persona corriente y sin instrucción, ha contribuido posiblemente a su prestigio intelectual. Que sus enseñanzas, aplicadas en la práctica eran austeras y resultaban frecuentemente de sabor amargo, ha redundado en su mayor virtud. Que podía soportar una superestructura lógica, vasta y consistente, le dio belleza. Que podía explicar mucha injusticia social y crueldad manifiesta, como un incidente inevitable en el desarrollo del progreso, y que el propósito de cambiar tales cosas traería probablemente más mal que bien, la recomendaba a la autoridad. Y que ofrecía un justificativo a las actividades libres del capitalista individual, le atraía el apoyo de las fuerzas sociales dominantes detrás de la autoridad" (pág. 33).

12. Tal doctrina ha sido aceptada sin discutir por los economistas ortodoxos hasta tiempos recientes, no obstante su falta de correspondencia con la realidad. No ha de extrañarse, pues, la creciente resistencia del público a acordar a los economistas el respeto que tiene por otros grupos científicos cuyos resultados teóricos se confirman por la observación de los hechos.

Puede ser que la teoría clásica represente la forma en que quisiéramos que nuestra economía funcionara. Como que toma la plena ocupación como punto de partida de sus razonamientos. Se trata, sin embargo, de un caso extremo en las posibles posiciones de equilibrio de la actividad económica al cual se lleva rara vez. De allí que "las enseñanzas de los clásicos son equivocadas y desastrosas si tratamos de aplicarlas a los hechos concretos" (pág. 3).

En lugar de considerar ese caso *especial*, la teoría debe explicar el fenómeno *general* y los factores que determinan las variaciones de la ocupación en la vasta escala de la realidad. Es por esta razón que Keynes trata de construir una teoría general para sustituir a la teoría especial de los clásicos.

TERCERA PARTE. EL INGRESO, EL AHORRO Y LAS INVERSIONES

I. Concepto de ingreso

1. Antes de averiguar, en el próximo artículo, por qué la demanda conjunta puede ser insuficiente, explicaremos, al terminar el presente, algunos términos que no siempre resultan accesibles en la exposición keynesiana.

La ocupación de una determinada cantidad de trabajadores comporta dos clases de gastos para los empresarios:

a) las cantidades que paga a los distintos factores de la producción por sus servicios corrientes, a saber sueldos, salarios y demás remuneraciones, rentas e intereses; llamaremos a esto, *costo de los factores* (*factor cost*); y

b) el valor o costo de los artículos insumidos en el proceso productivo, que comprende tanto las materias compradas a los otros empresarios y empleadas en dicho proceso, como el desgaste sufrido por el equipo de capital; llamaremos a esto, *costo* de los artículos *insumidos* o costo insumido (*user cost*). El costo de los factores más el costo *insumido* representa el *costo primo* de la producción (*prime cost*).

El exceso del valor resultante de la producción sobre el costo primo, es el ingreso o *beneficio* del empresario. El beneficio de los empresarios, más los ingresos que en forma de distintas remuneraciones, renta e intereses reciben todos los factores de la producción, constituye el *ingreso conjunto* que la colectividad obtiene de la ocupación de una determinada cantidad de trabajadores.

2. Para que se abarque más fácilmente el significado de estos conceptos, nos valdremos de sencillos ejemplos numéricos. Un empresario, en un determinado período productivo compra distintos artículos a otros empresarios en forma de materias primas, combustibles, maquinarias, repuestos, etc. Sea 800 el valor total de estos artículos.

Supóngase que al final del período productivo el equipo de capital del empresario ha experimentado un aumento neto de 200 con respecto al principio. En el capital se incluye tanto el de índole fija (maquinarias, instalaciones, etc.) como el circulante (materias primas, artículos en proceso y artículos terminados).

Es obvio que si de los artículos comprados a otros empresarios, a saber 800, deducimos el incremento de 200 en el valor de los artículos que constituyen el equipo de capital de nuestro empresario, la diferencia de 600 representa el costo de los artículos insumidos en todo el proceso productivo. Este costo insumido corresponde tanto a los artículos absorbidos en el proceso como al desgase sufrido por el capital fijo.

Supongamos por otro lado que el empresario vende los artículos producidos por la cantidad de 1.500. Si de esta cantidad deducimos los 600 de artículos insumidos en el proceso productivo, el residuo de 900 representa necesariamente la cantidad de ingresos que el empresario ha pagado a los distintos factores de la producción utilizados en el proceso (remuneraciones, renta e intereses) conjuntamente con el ingreso propio o beneficio obtenido por el empresario en esa venta de 1.500. En resumen:

Artículos comprados a otros empresario	800
— Incremento de equipo de capital	200
Costo de los artículos insumidos	600
Ventas totales	1.500
— Costo de los artículos insumidos*	600
Ingresos	900

* La ventaja de calcular el costo insumido en la forma que se ha visto, a juicio de Keynes, consiste en que no es necesario adjudicar el costo de los factores entre los artículos que se venden y el incremento del capital (pág. 67).

3. Es fácil pasar ahora del empresario aislado al conjunto de los empresarios que tiene la comunidad, mediante la suma de los conceptos respectivos. Supongamos para simplificar que las mismas cifras representen las cantidades conjuntas.

El ingreso conjunto será, pues, de 900. Esta cantidad equivale a la producción conjunta, la cual, a su vez, está formada por artículos de consumo e inversiones. Las inversiones de los empresarios están representadas por el incremento del equipo de capital, que fue de 200. En cuanto al consumo, si el total de ventas llegó a 1.500 y las ventas entre empresarios alcanzaron a 800 la diferencia de 700 tiene que corresponder a las ventas al público, o sea al consumo. En consecuencia, el ingreso y la producción conjuntas se distribuyen así:

Consumo (venta al público)	700
Inversiones	200
Ingreso conjunto	900

4. No hemos explicado aún de dónde resulta el incremento del equipo de capital, expresión sinónima de inversiones.

Por un lado, durante el período productivo el equipo de capital fijo y circulante *aumenta* en virtud de la compra de maquinarias y artículos entre empresarios y del valor agregado al proceso productivo por los factores de producción empleados.

Por otro lado el valor del equipo *disminuye* por los artículos insumidos en el proceso, tanto por el desgaste del capital fijo como por el descenso del capital circulante en virtud de las materias utilizadas.

El incremento del equipo de capital está representado, en consecuencia, por la diferencia entre su aumento y su disminución durante el período productivo. Desde luego, pueden darse casos en que la diferencia entre ambas magnitudes arroje disminución en vez de incremento del capital invertido. A esta diferencia negativa se le llama *desinversión* en oposición al concepto positivo de inversión.

5. Se ha considerado hasta ahora el beneficio bruto del empresario, dado por la diferencia entre el ingreso conjunto y el costo primo. Explicaremos ahora el *beneficio neto* y el *ingreso neto*. Para ello necesitamos deducir otra cantidad adicional llamada el *costo suplementario*.

El costo suplementario se refiere a la pérdida de valor del capital por el mero transcurso del tiempo, independientemente del desgaste físico. Se trata pues de una disminución involuntaria en el valor del capital, en tanto que el costo de los artículos insumidos representa una disminución incurrida voluntariamente por el empresario cuando se decide a producir en busca de su máximo beneficio. El costo suplementario es pues una pérdida *involuntaria* aunque *previsible* según las prácticas contables, que debe deducirse del ingreso y del beneficio bruto para determinar las cantidades netas. Asimismo, debe deducirse de las inversiones, para tener las inversiones netas, pues el costo suplementario disminuye el valor del equipo de capital existente.

La distinción tiene importancia para el empresario. "En su capacidad de *productor*, el costo primo y el beneficio bruto son los conceptos significativos en su decisión de

usar o no su equipo productivo. Pero en su capacidad de *consumidor* el monto del costo suplementario trabaja en su mente como si fuera parte de su costo primo" (pág. 57).

6. "Queda finalmente la posible disminución o aumento, en el valor del capital debido a cambios imprevistos en los precios, a envejecimiento excepcional o a destrucción por catástrofe, lo cual es involuntario y en un sentido lato, imprevisto. Las pérdidas por este concepto que llamaremos *fortuitas* (*windfall loss*) corresponden a la cuenta capital y no se las considera ni aún en el cálculo del ingreso neto" (pág. 57). Desde luego, el importe de estas pérdidas o ganancias fortuitas influye también en la determinación de lo que se gasta en consumo.

II. Concepto de ahorro e inversión

7. Todos concuerdan en que *ahorro* significa el exceso del ingreso sobre el gasto en consumo. Cualquier duda ha de surgir, pues, de los conceptos de *ingreso* o *consumo*. Ya sabemos lo que es ingreso. En cuanto al consumo, cualquier definición razonable nos serviría igualmente bien, siempre que se aplique consistentemente. La duda de si consideraremos la compra de un automóvil o de una casa como consumo o inversión se disipa trazando claramente la línea entre consumidores y empresarios. Hemos despejado así el asunto al distinguir las ventas de artículos entre empresarios y las ventas al público en nuestra explicación precedente. Habiendo definido ingreso y consumo, fluye naturalmente la definición de ahorro, que es el exceso del ingreso sobre el consumo. En efecto desde que:

el ingreso = ventas totales - costo insumido
el consumo = ventas totales - ventas entre empresarios
el ahorro = ventas entre empresarios - costo insumido

8. Este es, precisamente, el concepto de las inversiones, según se desprende del ejemplo numérico del comienzo de esta tercera parte, en el cual, si se resta de los 800 de artículos vendidos a otros empresarios, los 600 de costo insumido, obtenemos los 200 de incremento del equipo de capital, o sea las inversiones. Por donde el concepto de inversiones resulta igual al de ahorro, y ambos representan la parte del ingreso que no se gasta en consumo. "Por lo tanto, mientras el importe del ahorro es el resultado de la conducta colectiva de los consumidores individuales; y el importe de las inversiones, el de la conducta colectiva de los empresarios individuales, ambos importes son necesariamente iguales, desde que cada uno de ellos es igual al exceso del ingreso sobre el consumo. Además, esta conclusión no depende en forma alguna de sutilezas o peculiaridades en nuestra definición de ingresos" (pág. 63).Siempre que se acepte que:

el ingreso = el valor de la producción - el consumo + la inversión; y que:
el ahorro = el ingreso - el consumo, tendrá que aceptarse necesariamente que:
el ahorro = a la inversión

"En consecuencia el exceso del ingreso sobre el consumo, que llamamos ahorro, no puede diferir en el conjunto de la adición al capital que llamamos inversión. Lo mismo sucede con el ahorro y la inversión netos. El ahorro es en realidad un mero residuo. Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir determinan entre sí el ingreso. Suponiendo que las decisiones de invertir se vuelven efectivas, deberán hacerlo, ya sea restringiendo el consumo o expandiendo el ingreso. Por lo tanto el acto de invertir en sí mismo no puede dejar de provocar que el residuo o margen que llamamos ahorro aumente en una cantidad equivalente" (pág. 64).

9. ¿Cómo reconciliar esta identidad del ahorro y la inversión con la libertad de los individuos de ahorrar lo que prefieran, independientemente de lo que puedan estar invirtiendo los empresarios? Lo comprenderemos mejor más adelante, cuando hayamos demostrado que un incremento determinado de las inversiones hace crecer el ingreso en la medida necesaria para provocar un incremento igual de ahorro. Mientras tanto, reflexiónese en que el ahorro como el gasto es un asunto bilateral. "Pues aun cuando el monto de ahorro de un individuo no tendrá probablemente ninguna influencia sobre su propio ingreso, la reacción desfavorable que la rebaja de su gasto en consumos tiene sobre los otros ingresos hace imposible que todos los individuos ahorren simultáneamente una determinada cantidad. El propósito de ahorrar más en la comunidad, reduciendo el consumo, afectaría en tal forma el ingreso conjunto que terminaría por fracasar. Es igualmente imposible para la comunidad en su conjunto ahorrar menos que el monto de las inversiones corrientes, desde que ello provocaría necesariamente el aumento de los ingresos hasta el nivel en que las cantidades que la gente prefiere ahorrar llegue a una cifra exactamente igual al monto de las inversiones" (pág. 84).

III. Aclaración de otros conceptos

10. A juicio de Keynes no hay contradicción entre su concepto de ahorro y el del profesor D. H. Robertson. Pondremos un ejemplo numérico para aclararlo.

Para Robertson, el ingreso de hoy es igual a lo que ayer se ha gastado en consumo más las inversiones. (Hoy y ayer se refieren más bien a períodos circulatorios de los ingresos.) Por lo tanto, si se ha gastado ayer 80 en consumo y 20 en inversiones con una cantidad equivalente de ahorro, los ingresos de hoy son 100. Si hoy vuelven a gastarse iguales cantidades en consumo e inversión los ingresos de mañana serán también 100. Pero si en vez de gastarse 80 se gastan 70 en consumo, habrá 30 de ahorro y sólo 20 de inversión y el ingreso de mañana será 90 en vez de 100, en virtud del exceso del ahorro sobre la inversión.

"Así cuando el Sr. Robertson sostiene que hay un exceso de ahorro sobre inversión, significa literalmente lo mismo que cuando yo digo que el ingreso está bajando; y el exceso de ahorro en el sentido del profesor Robertson es igual a la declinación del ingreso en mi sentido" (pág. 78).

11. Keynes no encuentra sentido preciso ni aceptable en la expresión "ahorro for-

zado" que usan algunos economistas. Naturalmente, en condiciones de plena ocupación, cuando la producción ya no puede expandirse, el aumento de las inversiones tiene que realizarse a expensas del consumo mediante la elevación de los precios, lo cual comporta ahorro forzado de los consumidores. "Pero la tentativa de extender esta noción perfectamente clara a condiciones que no sean de plena ocupación implica dificultades. Es cierto, desde luego, que cualquier aumento en la ocupación importa cierto sacrificio de ingreso real para aquellos que ya estaban empleados, debido a los rendimientos decrecientes que resultan de aplicar cantidades adicionales de ocupación a un determinado equipo de capital. Pero no es probable que resulte fructuosa la tentativa de relacionar esta pérdida con el aumento de inversiones que pudiera acompañar al aumento de ocupación" (pág. 81). En verdad, Lord Keynes se limita a afirmar estas proposiciones pero no intenta su demostración en forma alguna.

IV. Unidades de medida

12. No hemos dicho nada aún acerca de las unidades de medida con que Keynes mide la magnitud del ingreso, o lo que es lo mismo, la producción. Usa dos unidades, una de valor, en términos de dinero y otra de cantidad.

Como la producción no es homogénea, carece de sentido sumar cantidades de artículos distintos. Para resolver el problema Keynes crea la *unidad de trabajo*, que le permite medir la *cantidad de ocupación*. Luego considera que la cantidad de ocupación es un índice satisfactorio de la *cantidad de producción* obtenida con un determinado equipo de capital.

La unidad de trabajo mide la cantidad de horas de trabajo. Pero no puede atribuirse la misma importancia a distintas calidades de trabajo; por ejemplo, al trabajo ordinario que al trabajo especial o calificado. Si se toma como unidad una hora de trabajo ordinario y la hora de trabajo calificado tiene una remuneración doble, la consideraremos como dos horas o sea dos unidades. El procedimiento es aceptable en tanto las diferentes clases de trabajo mantengan entre sí aproximadamente la misma *relación* en sus remuneraciones.

Keynes llama *unidad de trabajo* a esta unidad de medida de la ocupación y la producción; y al salario en dinero de una unidad de trabajo lo llama *unidad de salario*.

"La gran diferencia que existe evidentemente en la destreza especializada de los trabajadores y en su adecuación a diferentes ocupaciones, no contradice el supuesto de homogeneidad en la oferta de trabajo. Pues si la remuneración de los trabajadores es proporcional a su eficiencia, las diferencias se tienen en cuenta al considerar que los distintos individuos intervienen en la oferta de trabajo proporcionalmente a su remuneración. En tanto que, si al aumentar la producción una firma dada se ve precisada a tomar trabajadores cada vez menos eficientes por unidad de salarios pagados, ello representa solamente uno de los factores, entre otros, que contribuyen al rendimiento decreciente de un equipo de capital, en términos de producción, a medida que se le apli-

ca mayores cantidades de trabajo" (págs. 41-42). En vez de considerar que disminuye el rendimiento del trabajo, consideraremos que disminuye el rendimiento del equipo de capital.

Por lo tanto, para medir las variaciones de la producción y el ingreso, Keynes considera el número de horas de trabajo que se emplean en el equipo de capital existente ya sea para producir artículos de consumo o nuevos equipos de capital, mediante la ponderación de las distintas calidades de trabajo de acuerdo con su remuneración.

13. Se ha dicho más arriba que la *cantidad de ocupación*, medida en unidades de salarios, es un índice satisfactorio de la *cantidad de producción* y por lo tanto del *ingreso*. Pero la producción o el ingreso no son una función única de la cantidad de ocupación, pues la relación entre ellos depende de la índole de actividades. Por ejemplo, dos distribuciones de la misma cantidad de ocupación en distintas industrias determinan valores diferentes del ingreso medido en unidades de salarios. "Pero en general es una buena aproximación considerar el ingreso en términos de unidades de salarios como determinado únicamente por la cantidad de ocupación" (pág. 90).

119

LA PROPENSION A CONSUMIR Y LA TEORIA KEYNESIANA DEL MULTIPLICADOR*

PRIMERA PARTE. LA PROPENSIÓN A CONSUMIR

I. El consumo y la insuficiencia de la demanda

1. En la insuficiencia de la demanda radica el motivo de la desocupación, según se ha visto en el artículo precedente. Nuestro problema consiste ahora en averiguar a qué se debe esa insuficiencia.

Es en realidad el resultado de una "ley psicológica fundamental, que con toda confianza podemos deducir a priori de nuestro conocimiento de la naturaleza humana y de los hechos de la experiencia en las comunidades modernas" (pág. 96) sostiene Keynes.

De acuerdo con esta ley, cuando aumentan sus ingresos, la gente está dispuesta a acrecentar sus gastos en consumos, pero no tanto como el aumento en los ingresos.

Esto sucede especialmente en las fluctuaciones cíclicas, pues se refieren a períodos cortos de tiempo en que los hábitos de la población "no tienen tiempo de adaptarse al cambio en las circunstancias objetivas" (pág. 97). Se observa, en efecto, que cuando suben sus ingresos, la gente continúa por algún tiempo manteniendo su nivel de vida habitual. Así, los ingresos crecientes suelen traer consigo aumento de ahorro, mientras los ingresos decrecientes traen su disminución, sobre todo en los momentos iniciales.

Pero esta ley no sólo se verifica en *el tiempo*, en virtud de las fluctuaciones en los ingresos. En un *momento dado*, obsérvase también que cuanto mayores son los ingresos de los distintos sectores de la población, tanto mayor es la cantidad de ahorro que se realiza.

En uno y otro caso es lícito afirmar que en general el aumento del ahorro es *proporcionalmente* superior al de los ingresos. Y su disminución suele ser asimismo proporcionalmente más intensa cuando descienden los ingresos; a tal punto que puede acontecer que el consumo exceda a los ingresos cuando éstos se contraen sobremanera: pues

* *N. del Ed.* Publicado en *Boletín del Banco Central de Venezuela:* VI, Nº 24, febrero de 1947, págs. 14-21. El material de este capítulo, revisado, lo utilizó Prebisch para componer su *Introducción a Keynes*, México, 1947, caps. III y IV.

es la oportunidad en que las personas e instituciones acostumbran a gastar el dinero de sus reservas y los gobiernos a incurrir en déficit. Gracias a ello la desocupación no llega a tan grandes extremos.

2. Dicho de otro modo, si aumenta la ocupación *no todo* el incremento de ella se requerirá para satisfacer las necesidades adicionales de los consumidores; y, en consecuencia, el aumento de la ocupación no resultará conveniente si no hay un aumento de *inversiones* para absorber esa parte de la producción que no se consume, o sea *el ahorro*. De esto depende esencialmente la estabilidad del sistema económico.

Sólo hay equilibrio en el sistema cuando el valor de las inversiones es suficiente para absorber "el exceso de la producción total sobre lo que la comunidad *prefiere* consumir" (pág. 27) o sea, cuando se cumple la igualdad esencial entre inversiones y ahorro, en un determinado nivel de ocupación. Por consiguiente, dadas esas características psicológicas de la comunidad, el equilibrio entre la demanda y la oferta conjuntas depende del monto de las inversiones.

Entiéndese por *equilibrio* el punto en que los empresarios no tienen incentivo para aumentar ni disminuir la ocupación y por consiguiente la producción. Cualquier otra cantidad de ocupación significará desigualdad entre la demanda y la oferta conjuntas. No hay razón en general para esperar que la ocupación sea *plena* en el punto de equilibrio. A la plenitud de ocupación sólo se llega cuando las inversiones "son iguales al exceso... que la producción emergente de la plena ocupación representa sobre lo que la comunidad preferirá gastar en consumo cuando está plenamene ocupada" (pág. 28); o lo que es lo mismo, cuando las inversiones igualen a la cantidad de ahorro que realizaría la comunidad en un estado de plena ocupación. A esta igualdad sólo se llega por "accidente o designio" según ya se dijo (pág. 28). Es obvio, pues, que "la ocupación sólo puede aumentar *pari passu* con el aumento de las inversiones" (pág. 98). Si las inversiones no crecen en medida adecuada, la demanda será insuficiente y la *producción real* resultaría inferior a la *producción potencial* que sería posible alcanzar en virtud de la técnica, los recursos y los costos.

3. "Es más, cuanto más rica es una comunidad, tanto mayor tiende a ser la diferencia entre la producción real y la potencial y por consiguiente tanto más obvios y agraviantes resultan los defectos del sistema económico. Pues una comunidad pobre estará dispuesta a consumir la mayor parte de su producción, de manera que una medida modesta de inversiones será suficiente para que alcance la ocupación plena. Mientras que una comunidad rica tendrá que descubrir más amplias oportunidades de inversión, si la propensión a ahorrar de sus miembros más prósperos ha de ser compatible con la ocupación de sus miembros más pobres. Si en una comunidad potencialmente rica el incentivo a invertir es débil, el principio de la demanda efectiva le compelerá a reducir su producción hasta que, a pesar de su riqueza potencial, se ha vuelto tan pobre que el sobrante que no consume se ha reducido suficientemente hasta corresponder al escaso incentivo o invertir".

4. "Peor aún. En una comunidad rica no sólo la propensión a consumir es débil, sino que, debido a la gran magnitud de su acumulación de capital, las oportunidades pa-

ra ulteriores inversiones son menos atrayentes, a no ser que la tasa de interés descienda con suficiente rapidez" (pág. 31).

La *tasa de interés* tiene en efecto gran importancia en la teoría keynesiana. Conjuntamente con el rendimiento marginal del capital determinan el volumen de inversiones. Y el volumen de inversiones, como ya se ha visto, determina a su vez, conjuntamente con la propensión a consumir, la cantidad de ocupación y por consiguiente la de la producción y el ingreso total de la comunidad. Tal es un primer esbozo de la teoría keynesiana.

II. Factores objetivos y subjetivos de que depende la propensión a consumir

5. Llamaremos *propensión a consumir* a esas características psicológicas que establecen una relación funcional entre un determinado nivel de ingreso y el correspondiente gasto en consumo. La propensión a consumir depende de diversos factores *objetivos y subjetivos*. El más importante entre los primeros es la variación de la unidad de los salarios en términos de dinero. Como se recordará, esta unidad es el salario en dinero de una unidad de trabajo. Por lo tanto, si al definir la propensión en la forma en que acaba de hacerse expresamos el ingreso y el consumo en unidades de salarios, habremos eliminado en forma sencilla los efectos de sus variaciones sobre la propensión a consumir. Puesto que al variar la unidad de salarios y alterarse en esta forma el ingreso se modificará en la misma proporción el gasto en consumo, así como los precios, de tal suerte que se seguirá consumiendo la misma cantidad de artículos medida *en unidades de trabajo*. Aplicaremos, pues, este procedimiento que nos permite eliminar la influencia de la variación de los salarios sobre la propensión a consumir.

Otro factor objetivo es la alteración fortuita en el valor del capital, que puede adquirir gran importancia en las fluctuaciones cíclicas. El aumento o la disminución en el valor especulativo de las acciones, por ejemplo, es susceptible de influir considerablemente sobre la propensión a consumir.

Las modificaciones importantes en la tasa de interés también pueden afectar *directamente* al consumo; pero esto no debe confundirse con la considerable influencia indirecta de la tasa a través de las inversiones, que explicaremos en otro artículo.

Finalmente la política fiscal es otro de los factores objetivos que pueden resultar de importancia. Así, los cambios impositivos son susceptibles de influir considerablemente sobre el consumo, sobre todo cuando se proponen modificar la distribución social del ingreso. En determinadas circunstancias la política de la deuda pública puede tener, asimismo, una gran influencia sobre el consumo. Si el Estado, por ejemplo, deja de usar el crédito y sigue la política opuesta de amortizar sus deudas con dinero proveniente de impuestos y sustraído al consumo, se expone a provocar una severa contracción en la demanda efectiva.

6. Los factores subjetivos son el resultado de características psicológicas e institucionales. En lo que concierne a los individuos van desde el sentido de la previsión has-

ta el orgullo y la avaricia. Y en lo que respecta a los gobiernos y grandes corporaciones, que acumulan de una tercera a dos terceras partes del ahorro conjunto en modernas comunidades industriales como Estados Unidos y la Gran Bretaña, los motivos son también diversos: el deseo de conseguir recursos para realizar inversiones sin incurrir en deudas o acudir al mercado financiero; el de contar con fondos líquidos para emergencias; el de mejorar el rendimiento financiero futuro de la empresa; y, finalmente, el motivo de prudencia que lleva a hacer provisiones financieras en exceso al desgaste y envejecimiento real del equipo de capital.

La fuerza de estos factores subjetivos "varía enormemente según las instituciones y la organización de la sociedad económica; según los hábitos formados por la raza, la educación religiosa, los convencionalismos y la moral corriente: según esperanzas presentes y pasadas experiencias; según la escala y técnica del equipo de capital; y según la distribución prevaleciente de la riqueza y el nivel de vida establecido" (pág. 109). Pero tales variaciones son lentas y es "muy poco probable que estos factores experimenten un cambio importante en un corto período de tiempo, excepto en circunstancias anormales o revolucionarias... Por ello los consideraremos como términos dados de nuestro problema (pág. 91).

7. En síntesis, si se eliminan las alteraciones en la unidad de salarios, la influencia de los factores objetivos sobre la propensión a consumir es de importancia secundaria; y los factores subjetivos están sujetos a lentas transformaciones. Por lo tanto, es lícito afirmar que en cortos períodos, el ingreso conjunto, medido en unidades de salarios, es la principal variable de que dependen los gastos en consumo en la demanda conjunta. La propensión en sí sólo está expuesta a alteraciones secundarias.

III. Las provisiones financieras y el consumo

8. Entre los factores subjetivos que afectan la propensión a consumir hemos mencionado las *provisiones financieras* de las grandes corporaciones, que, cuando son excesivas, contribuyen a la inestabilidad del sistema económico.

Estas provisiones pueden *sobrepasar* los gastos corrientemente realizados para mantener el valor del equipo de capital, ya sea porque la "prudencia financiera" aconseja hacer rápidas amortizaciones o porque, en virtud de tratarse de capitales nuevos, provenientes de inversiones recientes, no ha llegado aún el momento de gastar en renovaciones y reparaciones el monto completo de dichas provisiones financieras.

Cuando sucede así, "el exceso no se manifiesta ni en una inversión corriente ni queda disponible para el consumo. Por lo tanto, tiene que ser compensado con nuevas inversiones, cuya demanda es independiente del desgaste corriente del viejo equipo para el cual se ha hecho la provisión financiera" (pág. 99).

Se hace necesaria, en esta forma, una *mayor cantidad de nuevas inversiones* para hacer posible un nivel dado de ocupación.

9. "En Estados Unidos, por ejemplo, la rápida expansión de capital en los cinco años

anteriores a 1929 condujo a una acumulación en escala tan considerable de fondos de amortización y depreciación de equipos que aún no necesitaban renovación, que llegó a requerirse un volumen de inversiones completamente nuevas para absorber tales provisiones financieras".

"Hubiera sido casi imposible encontrar campo de aplicación para la ingente cantidad de ahorro nuevo que una comunidad rica habría estado dispuesta a realizar en condiciones de plena ocupación. Este solo factor hubiera sido suficiente para provocar una depresión" (pág. 100).Una tendencia similar advertía Keynes en la Gran Bretaña al escribir su libro en 1935.

En ambos países las inversiones de capital decayeron notablemente en la depresión posterior a 1929, mientras que las distintas provisiones o deducciones por depreciación, desgaste, mantenimiento y reparación del capital existente prosiguieron en un alto nivel, de manera que las *inversiones netas* de capital se redujeron a cifras relativamente exiguas.

10. Volviendo a nuestro punto, las provisiones financieras no van unidas necesariamente a la creación física de capital, ya sea porque la "prudencia financiera" las calcula con exceso, o porque el cálculo financiero y la operación física no coinciden en el tiempo. En uno y otro caso, una parte de los ingresos del público que retorna a los empresarios en pago de la producción, no vuelve a transformarse en nuevos ingresos, puesto que los empresarios se abstienen de emplear los fondos en la producción física de nuevo capital.

Cuando las provisiones exceden en realidad al desgaste físico y envejecimiento del equipo de capital, el exceso corresponde a una parte del ingreso o beneficio neto de los empresarios, que así *deja de gastarse*. En cambio, cuando el exceso comporta una simple falta de coincidencia en el tiempo, ocurre una verdadera *desinversión de capital*, cuyo equivalente también deja de gastarse. Se opera así una contracción de ingresos en la colectividad; y, por consiguiente disminuye su demanda conjunta "perjudicando su bienestar, como hay tantos ejemplos para atestiguarlo" (pág. 105).

11. Nos será más fácil comprender lo que antecede si reflexionásemos en que la creación de nuevo capital significa *preparar anticipadamente un consumo futuro*, como que el objeto final de toda la actividad económica es el consumo. Pero esta preparación anticipada de un consumo futuro no puede extenderse indefinidamente. Cuanto mayor sea la cantidad de capital acrecentado en esta forma, tanto más difícil será encontrar nuevas oportunidades para la preparación anticipada del consumo futuro.

Tiende así a debilitarse uno de los elementos que constituyen la demanda conjunta, a saber, el gasto en inversiones. La demanda conjunta dependerá entonces de más en más del gasto en consumo presente. Pero desgraciadamente, cuanto mayor es el ingreso, mayor se vuelve el margen entre él y el consumo. "De manera que, a falta de un nuevo expediente, no hay respuesta al enigma, a no ser que haya suficiente desocupación para hacernos tan pobres que nuestro consumo sólo sea inferior a nuestro ingreso en una cantidad equivalente a la preparación física del consumo futuro que resulta conveniente producir ahora" (pág. 105).

En otros términos, el exceso de provisiones financieras tiende a disminuir el consumo presente. Para mantener la demanda conjunta, y más aún, para acrecentarla, es necesario preparar anticipadamente el consumo futuro en forma de nuevas inversiones. Pero estas nuevas inversiones sólo pueden sobrepasar a la desinversión que se opera de continuo en el capital, si los empresarios esperan que *crecerá el consumo futuro*.

Al debilitarse el consumo presente sólo es posible conseguir el equilibrio preparando el consumo futuro. Con lo cual agravamos la dificultad de conseguir el equilibrio futuro, pues en lo futuro nos será de más en más difícil encontrar oportunidad para nuevas inversiones que preparen anticipadamente el consumo. "La disminución de la propensión a consumir hoy sólo puede conciliarse con el interés público si se espera que algún día aumente la propensión a consumir" (pág. 106).

En fin de cuentas, "el capital no es una entidad que pueda subsistir sin el consumo. Por lo contrario, cada debilitamiento en la propensión a consumir considerado como hábito permanente debe debilitar la demanda de capital tanto como la de consumo" (pág. 106).

SEGUNDA PARTE. EL MULTIPLICADOR Y LAS INVERSIONES

I. Indole, magnitud y efectos del multiplicador

1. Hemos visto en la primera parte que la ocupación sólo puede aumentar paralelamente con las inversiones, a no ser que cambie la propensión a consumir. Ahora daremos un paso más adelante que forma parte integral de nuestra teoría de la ocupación: explicaremos el *multiplicador*.

Dada la propensión a consumir y en determinadas circunstancias, el *multiplicador de inversiones* representa la relación definida entre el monto del ingreso conjunto y el nivel de las inversiones.

El multiplicador también define la relación entre la ocupación conjunta y la ocupación en las industrias de inversión. En tal caso le llamaremos *multiplicador de ocupación*. Para simplificar supondremos que esta relación tiene la misma magnitud que en el caso anterior, a pesar de que no existe una vinculación constante entre ocupación y producción en todas las industrias.

También supondremos que las variaciones de la ocupación son un buen índice de las variaciones del ingreso medido en unidades de salarios, al que consideraremos como expresión de las variaciones del ingreso real.

En consecuencia, en toda la teoría de Keynes estas variaciones del ingreso real resultan de "aplicar cantidades diferentes de ocupación (esto es de unidades de trabajo) a un determinado equipo de capital de manera que el ingreso real crece y decrece con el número de unidades de trabajo ocupadas" (pág. 114).

El concepto de multiplicador surgió en 1931 a raíz de la preocupación de R. F. Kahn de establecer una relación cuantitativa entre un incremento de inversiones y el incremento resultante de ocupación.

2. Hemos visto, asimismo, que de acuerdo con nuestra ley psicológica normal, cuando el ingreso de la comunidad aumenta o disminuye también lo hace el consumo pero no con la misma rapidez.

A la relación entre el incremento de ingreso y el incremento de consumo le llamaremos *propensión marginal a consumir*.

Esta relación o "cantidad es de considerable importancia, pues nos dice cómo el próximo incremento de producción (o ingreso) tiene que dividirse entre consumo e inversión. Pues, el incremento de ingresos = al incremento de consumo + el incremento de inversión".

Por ejemplo, si el incremento de ingresos es 100 y se divide en 80 de incremento de consumo y en 20 de incremento de inversiones, el incremento de ingresos resulta ser 5 veces el incremento de inversiones. "De manera que podemos escribir: incrementos de ingresos = k veces el incremento de inversiones".

..."Llamemos a *k el multiplicador de inversiones*. Nos dice que cuando hay un incremento de inversión conjunta, el ingreso crecerá en una cantidad que es k veces el incremento de inversiones" (todo ello expresado en unidades de salarios) (pág. 115).

Lo mismo sucede con la ocupación. Si el multiplicador de ocupación es también de cinco como en el ejemplo anterior "la ocupación total causada por un acrecentamiento de obras públicas será cinco veces la ocupación primaria absorbida por las mismas obras públicas, siempre que no ocurra en otro sector una disminución de las inversiones" (págs. 116 y 117).

3. Por otra parte, el incremento de ingresos resultante de las inversiones, de acuerdo con el multiplicador, es indispensable para que el público pueda aumentar su cantidad de ahorro. En efecto, "un incremento de inversiones por los empresarios, en términos de unidades de salarios, no puede ocurrir *si el público no está preparado para aumentar su ahorro* en términos de unidades de salarios" (pág. 117). "Es imposible que la intención de los empresarios que han tomado dinero prestado para aumentar sus inversiones, pueda hacerse efectiva... más rápidamente que lo que el público decide aumentar su ahorro" (pág. 82). Puesto que las inversiones tienen que ser necesariamente iguales al ahorro, según se tiene dicho.

El público no ahorrará ordinariamente la cantidad necesaria a no ser que aumente el ingreso. "Así, su esfuerzo para consumir una parte de los ingresos acrecentados estimulará la producción, hasta que el nuevo nivel y la distribución del ingreso provean un margen de ahorro suficiente para corresponder a las inversiones acrecentadas. El multiplicador nos dice en cuánto tendrá que crecer la ocupación para que resulte un incremento de ingreso real suficiente para inducir al público a realizar el ahorro adicional necesario. El multiplicador es un resultado de sus propensiones psicológicas... A no ser que estas propensiones sean distintas de lo que suponemos, el incremento de ocupación en las inversiones debe necesariamente estimular las industrias que produ-

cen para el consumo y llevar así a un aumento total de la ocupación, que sea un múltiplo de la ocupación primaria requerida por dicho incremento de inversiones" (págs. 117 y 118).

4. Es evidente que "cuanto mayor sea la propensión marginal a consumir, tanto mayor será el multiplicador, y por lo tanto, mayor la influencia que sobre la ocupación tendrá un cambio determinado en las inversiones" (pág. 125). Por ejemplo, si la propensión marginal a consumir es 90% del incremento de ingresos, el multiplicador será 10; si es 80%, será 5 y si es 50% será 2.

Por consiguiente, si se consume casi todo un incremento de ingreso, esto es si la propensión marginal a consumir no dista mucho de 100% y el ahorro es muy escaso, "pequeñas fluctuaciones en las inversiones provocarán grandes fluctuaciones en la ocupación; pero al mismo tiempo un incremento relativamente pequeño en las inversiones llevará a la plena ocupación" (pág. 118).

Por lo contrario, si la propensión a consumir es pequeña, esto es, si la propensión se acerca a cero, y el ahorro es en consecuencia muy grande, pequeñas fluctuaciones en las inversiones provocarán también pequeñas fluctuaciones en el ingreso; y será necesario un gran incremento en las inversiones para lograr la plena ocupación. En tal caso la cantidad de ocupación será poco variable, pero con un nivel posiblemente bajo que sólo podrá elevarse con muy drásticos remedios.

"Esto parecería llevarnos a la conclusión paradójica de que una comunidad pobre, en que la propensión marginal a consumir es elevada y el ahorro constituye por lo tanto una pequeña proporción del ingreso, estará sujeta a fluctuaciones más violentas que cuando la propensión es más baja y el ahorro significa una mayor proporción del ingreso y por lo tanto el multiplicador es más pequeño" (pág. 125).

Pero no sucede así. Precisamente, por ser relativamente pequeñas las inversiones en una comunidad pobre, sus fluctuaciones, por alto que sea el multiplicador, influyen en forma relativamente poco intensa en las variaciones del ingreso. En cambio, en una comunidad rica, en que las inversiones son de gran magnitud, sus variaciones afectan intensamente el ingreso no obstante tener un multiplicador más bajo.

En la realidad la propensión marginal se encuentra más cerca de 100% que de cero, "con el resultado de que, en cierto sentido, tenemos lo peor de ambos mundos, las fluctuaciones en la ocupación son considerables y, al mismo tiempo, el incremento de inversiones necesario para conseguir plena ocupación es demasiado grande para que pueda manejarse fácilmente" (pág. 118).

El multiplicador parece haber sido inferior a 3, y haber oscilado en torno a 2,5 en Estados Unidos, o sea que la propensión marginal a consumir no ha excedido de 60 a 70%, "cifra completamente aceptable para la expansión anterior a 1929, pero a mi juicio probablemente muy baja para la depresión" (pág. 128). Si bien es posible que el conservadorismo financiero de las corporaciones al efectuar provisiones excesivas, haya impedido que crezca la propensión marginal a consumir como de otro modo habría ocurrido. "Sospecho que este factor pueda haber tenido un papel significativo en la agravación de la reciente depresión en Estados Unidos" (pág. 128).

5. Naturalmente, a igual magnitud de inversiones, los efectos serán tanto más grandes cuanto mayor sea el multiplicador. Esto nos permite inferir que el empleo de un determinado número de personas, cuando la desocupación es grande y el ahorro pequeño, aumentará intensamente la cantidad total de ocupación. Se comprende así que aun los trabajos públicos de dudosa utilidad puedan ser muy convenientes en tiempos de severa desocupación.

En cambio, "a medida que nos aproximamos a la plena ocupación, si es exacto que la propensión a consumir declina constantemente, resultará de más en más engorroso conseguir un determinado incremento de ocupación conforme siguen aumentando las inversiones" (pág. 127).

II. Aclaraciones sobre el multiplicador

6. Desde luego, el multiplicador no puede llevar la expansión del ingreso real más allá de la plena ocupación. Traspuesto este punto, tendríamos un proceso de inflación y el ingreso sólo aumentaría en forma nominal. Es lo que sucedería, en verdad, si se consumiera íntegramente un determinado incremento de ingreso, esto es, si la propensión marginal a consumir fuera igual a 100%: "Los precios aumentarían sin límites y no habría punto de estabilidad" en el sistema (pág. 117). En el quinto artículo volveremos sobre este punto.

Si con una propensión a consumir menor que 100% se siguiera aumentando las inversiones después de llegarse a este punto los precios habrían subido juntamente con el ingreso real a consecuencia de los rendimientos decrecientes.

7. Conviene hacer algunas aclaraciones acerca del cálculo del multiplicador. Nos hemos referido hasta ahora al incremento *neto* de las inversiones, que es lo que ha de considerarse en el multiplicador. Bien podría ocurrir, en efecto, que mientras el Estado aumente las inversiones para combatir la desocupación, disminuyen otras inversiones, ya sea por el alza del tipo de interés provocado por la financiación de aquéllas, o por los efectos psicológicos desfavorables de esta política sobre la preferencia de liquidez o la eficiencia marginal del capital.

Asimismo, el multiplicador disminuye en un sistema económico abierto, que tiene relaciones de comercio exterior. Pues una parte del incremento de consumo corresponderá a artículos importados, razón por la cual habrá que excluirla del multiplicador si se trata de medir el efecto local de las inversiones.

En esta forma, una determinada variación de las inversiones provocará fluctuaciones tanto menores en la ocupación cuanto más importante sea el papel que desempeñe el comercio exterior. Pero al repercutir en otros países los efectos de las mayores importaciones del país en que aumentan las inversiones y mejorar así la situación económica de ellos, aumentarán también sus compras al país en cuestión, con lo cual éste podrá recuperar parte de las filtraciones de ingresos que había experimentado por su incremento de importaciones.

Finalmente, la propensión marginal a consumir suele desplazarse cuando ocurren cambios de gran magnitud en la situación económica. Lo mismo sucede, entre otros casos, cuando al decrecer los rendimientos en períodos cortos aumenta la proporción de ingreso que en forma de beneficios corresponde a los empresarios, cuya propensión a consumir es probablemente menor que la del promedio de la colectividad. Es obvio que el multiplicador tendrá entonces que alterarse.

8. Hasta ahora hemos supuesto implícitamente que el aumento en las inversiones ha sido *previsto* por las industrias de consumo con la anticipación suficiente para aumentar su producción paralelamente con las industrias de capital. No habría otra consecuencia sobre los precios que la resultante del rendimiento decreciente, conforme aumenta la cantidad producida.

Pero si tal aumento en las inversiones no ha sido previsto, sus efectos ocurrirán en el curso del tiempo. En tal caso hay que considerar dos puntos: primero, "la expansión en las industrias de capital no tiene un efecto instantáneo de igual magnitud en la inversión conjunta, sino que causa un aumento gradual de esta última... Así ocurren una serie de incrementos... en períodos sucesivos en un intervalo de tiempo" (pág. 123). Segundo, la propensión marginal a consumir se aleja momentáneamente de su valor normal en esos períodos sucesivos, esto es, "de los valores que habría tenido si la expansión hubiera sido prevista y de lo que será cuando la comunidad se haya acomodado a un nuevo nivel de inversiones" (pág. 123).

Es lógico que, si el aumento no ha sido previsto, no habrá aumento alguno en la producción de artículos de consumo en el primer momento. "El esfuerzo de los nuevos ocupados en las industrias de capital para consumir una proporción de sus ingresos acrecentados, elevará los precios de los artículos de consumo hasta que se llegue a un nuevo equilibrio temporal entre la oferta y la demanda" (pág. 123).

El equilibrio se restablece, en parte, al posponerse el consumo debido a los altos precios, con lo que se reduce transitoriamente la propensión a consumir y por lo tanto el multiplicador. Y, en parte, porque los altos precios provocan la disminución de las existencias de mercaderías, o sea una desinversión que disminuye el resultado neto del incremento de inversión en las industrias de capital: el multiplicando no crece evidentemente tanto como dicho incremento.

Pero con el tiempo las industrias de consumo aumentan su producción. Y cuando se satisface el consumo pospuesto, aumenta más allá de su nivel normal la propensión a consumir, para compensar su disminución anterior; y vuelve eventualmente a dicho nivel normal. Al mismo tiempo, al restaurarse las existencias de mercaderías, el incremento de inversiones excede temporalmente al de las inversiones en las industrias de capital. "El mismo efecto tiene temporalmente el incremento de capital circulante correspondiente a la mayor producción" (pág. 124).

No hay razones, sin embargo, para suponer que este proceso de adaptación de las industrias de consumo a la nueva situación tome más que un breve intervalo de tiempo, a no ser que ya estuviesen trabajando a plena capacidad y fuese necesario ensanchar su planta.

Pero nada de esto invalida la teoría del multiplicador. El hecho de que una expansión no prevista en las industrias de capital desarrolla gradualmente sus efectos tiene importancia en particular en el examen del ciclo económico. "Pero ello no afecta en modo alguno el significado de la teoría del multiplicador que se ha explicado; ni la vuelve inaplicable como indicación del beneficio total que ha de esperarse en la ocupación a raíz de la expansión en las industrias de capital" (pág. 124). Por lo tanto, "la teoría lógica del multiplicador se cumple continuamente, sin retardo, en todos los momentos del tiempo..." (pág. 122). Así lo afirma categóricamente nuestro autor, si bien no ofrece otros argumentos para demostrarlo que los que acaba de mencionar suscintamente.

III. El multiplicador y los conceptos clásicos sobre el ahorro

9. De la teoría keynesiana del multiplicador, se desprenden ciertos conceptos sobre el significado del ahorro que difieren sustancialmente de las enseñanzas clásicas. El incremento de inversiones genera la creación de una cantidad equivalente de ahorro mediante el crecimiento de los ingresos. Las inversiones promueven el ahorro y no el ahorro las inversiones. El ahorro no trae consigo nuevas inversiones, y si éstas no aumentan por otras causas, aquél provocará necesariamente la contracción en la actividad económica.

Los razonamientos clásicos sólo tienen validez en el caso de plena ocupación. Pero la realidad no es esa. La plena ocupación es excepcional; y el ahorro "depende de la medida en que la tasa de interés sea favorable a las inversiones, teniendo en cuenta la eficiencia marginal del capital" (pág. 112). "Ni la virtud ni el vicio" desempeñan papel alguno en el nivel del ahorro y de los gastos de una colectividad. No dependen del espíritu de previsión, del cálculo sobre el futuro, del orgullo, la avaricia o cualquiera de los otros rasgos psicológicos que influyen sobre la actitud de los individuos, las corporaciones o el Estado en esta materia.

Sin embargo, si se logra manejar la tasa de interés en forma que permita mantener continuamente la plena ocupación, "la virtud retomaría su imperio" (pág. 112) y el nivel del ahorro de la colectividad —y por lo tanto el ritmo de la acumulación del capital— dependerían de los distintos factores subjetivos que influyen sobre la propensión a consumir. Keynes y los clásicos se pondrían nuevamente de acuerdo.

Naturalmente, Keynes no desconoce la influencia de estos factores sobre el *ahorro individual* antes de la plena ocupación, según se vio en otro capítulo. Pero el *ahorro conjunto* de una colectividad sólo depende de su ingreso conjunto y éste del monto de sus inversiones.

10. Si un aumento en la tasa de interés induce a ahorrar más a algunos individuos, no por ello aumentará la cantidad total que se ahorra. Por lo contrario, disminuirá. "Desde que el ahorro conjunto está gobernado por la inversión conjunta, el alza en la tasa de interés provocará el descenso de las inversiones, siempre que no vaya acom-

pañada de un aumento correspondiente en la tabla de la demanda de capital. De ahí que la elevación de la tasa de interés tendrá el efecto de comprimir el ingreso hasta un nivel en que el ahorro haya disminuido en la misma medida que la inversión" (pág. 110). "Cuanto más virtuosos seamos, cuanto mayor sea nuestra determinación de frugalidad y nuestra obstinación ortodoxa en las finanzas públicas y privadas, tanto más tendrán que bajar nuestros ingresos si la tasa de interés se eleva en relación a la eficiencia marginal del capital. La obstinación sólo puede merecer castigo y no recompensa. Pues el resultado es inevitable" (pág. 111).

Es lógico que así como el incremento de las inversiones, en virtud del multiplicador, provocará el de los ingresos en la medida necesaria para hacer crecer el ahorro hasta el nuevo nivel de dichas inversiones, su decrecimiento hará disminuir el ingreso hasta que el nivel del ahorro se iguale con el de las inversiones. De tal modo que cuando el alza del tipo de interés disminuye las inversiones, se reduce también el consumo sin que por ello haya más margen para el ahorro, pues el ahorro y el consumo disminuyen al descender los ingresos.

Lo mismo sucede si al disminuir la propensión a consumir aumenta la cantidad de ahorro que los individuos desean realizar sin que crezca paralelamente la cantidad de inversiones.

11. Tal es la naturaleza del ahorro. Porque si bien el ahorro significa abstenerse de un consumo presente, no por ello se crea un consumo futuro que compense a la demanda conjunta de esa disminución. "Para decirlo así, un acto de ahorro individual significa la decisión de no almorzar hoy. Pero ello *no requiere* la decisión de almorzar o de comprar zapatos dentro de una semana o dentro de un año o en cualquier época determinada. Por donde el acto individual de ahorro *deprime* la actividad de preparar el almuerzo de hoy *sin estimular* la actividad de prepararlo para un acto de consumo futuro. No es una sustitución de una demanda presente de consumo por una demanda futura de consumo: *es una disminución neta de tal demanda.* Además, los empresarios basan de tal modo su expectativa del consumo futuro sobre la experiencia corriente del consumo presente, que una reducción de este último deprimirá probablemente al primero" (pág. 210). De ello resulta que el acto de ahorrar no sólo afecta los precios de los artículos de consumo, al reducir su demanda, sino que también tiende a afectar probablemente la eficiencia marginal del capital sobre la que tanto influyen las conjeturas sobre el consumo futuro. En tal caso, el ahorro propende también a reducir la demanda presente de inversiones, con las consecuencias ya señaladas.

En otros términos, la decisión individual de ahorrar no comporta dar una orden anticipada de producción de artículos para el consumo futuro, sino la mera c ncelación de una orden presente. "Por lo tanto, desde que la estimación conjetural del consumo es la sola razón de ser de la ocupación, no habría nada de paradojal en afirmar que la disminución de la propensión a consumir tiene un efecto depresivo sobre la ocupación, si no cambian otros datos del problema" (pág. 211).

"La idea absurda, aunque casi universal, de que un acto de ahorro individual es tan bueno para la demanda efectiva como un acto de consumo individual, se alimenta en

la falacia... de que el mayor deseo de tener riqueza, por lo mismo que equivale al deseo de poseer mayores inversiones, estimulará la demanda de éstas y por lo tanto su producción; de manera que el ahorro individual promueve las inversiones en la medida en que disminuye el consumo presente" (pág. 211).

12. El deseo individual de aumentar el ahorro provoca la desocupación y la contracción del ingreso cuando no va acompañado de nuevas inversiones, que, por cierto, no tiene la virtud de engendrar. No es extraño, pues, que aun las inversiones extravagantes puedan en tales casos ser útiles a la colectividad.

"Si el Tesoro Público llenara viejas botellas con billetes, enterrándolas, junto con desperdicios de las ciudades, a profundidades apropiadas en minas de carbón abandonadas, y dejara a la actividad privada desenterrarlas de acuerdo con principios bien probados de *laissez faire*, no habría más desocupación. Y serían tales las repercusiones, que el ingreso real de la comunidad y también su riqueza de capital, se volverían probablemente mucho mayores de lo que son actualmente. Por supuesto que sería mejor construir casas y otras cosas útiles. Pero si hay dificultades políticas y prácticas para hacerlo, lo que acaba de decirse sería mejor que nada" (pág. 129).

"La analogía entre este expediente y las minas de oro del mundo real es completa. En épocas en que puede lograrse oro a profundidades apropiadas, la experiencia demuestra que la riqueza real del mundo crece rápidamente; y que cuando hay poco oro disponible nuestra riqueza sufre y declina".

..."Así como las guerras han sido las únicas formas de gastos con empréstitos en gran escala que los estadistas han creído justificables, las minas de oro han sido el único pretexto para cavar agujeros en la tierra aceptado por la banca y la finanza sana; y cada una de esas actividades ha tenido su parte en el progreso a falta de otra cosa mejor" (pág. 130).

"El antiguo Egipto tuvo la doble fortuna de poseer dos actividades a las que indudablemente debió su fabulosa riqueza: la construcción de pirámides y la busca de metales preciosos, cuyos frutos, inapropiados como eran para el consumo humano no sufrían menosprecio por su abundancia. La Edad Media construyó catedrales y cantó misas para los muertos. Dos pirámides, dos funerales, son tan buenos como uno. Pero no tanto dos ferrocarriles de Londres a York".

"Pero nosotros somos tan sensibles y tratamos en tal forma de aparentar prudencia financiera cavilando mucho antes de aumentar las cargas financieras de los hombres de la posteridad haciéndoles casas para que vivan en ellas, que no encontramos fácil escape a los sufrimientos de la desocupación" (pág. 131).

120

EL SISTEMA TEORICO KEYNESIANO Y SUS PROYECCIONES ECONOMICAS Y SOCIALES*

PRIMERA PARTE. ESQUEMA DE LA TEORÍA KEYNESIANA

I. Cómo las variables independientes determinan el ingreso y la ocupación

1. Estamos ahora en condiciones de presentar en síntesis la teoría general de Lord Keynes. Agrupemos primero los elementos *determinantes* del sistema econónmico en tres órdenes: las *condiciones* que supondremos *dadas*, por estar sujetas a cambios lentos que no afectan nuestro problema; las *variables independientes* y las *variables dependientes*.

Tomamos como condiciones dadas: "la cantidad y destreza del trabajo disponible; la calidad y cantidad del equipo existente; el estado de la técnica; el grado de competencia; los gustos y costumbres de los consumidores; la resistencia al trabajo en sus diferentes clases, incluidas las actividades de organización y supervisión; y la estructura social, que abarca todas las otras fuerzas que determinan la distribución del ingreso nacional fuera de nuestras variables" (pág. 245). La variables independientes son:

a) La propensión psicológica a consumir.

b) "Las conjeturas psicológicas sobre el futuro rendimiento de los capitales". La tabla de la eficiencia marginal del capital depende en parte de esta variable y, en parte, de la cantidad de equipo existente y de las condiciones físicas de su producción, que están comprendidas en las condiciones dadas.

c) "La actitud psicológica hacia la liquidez".

d) "La cantidad de dinero determinada por los Bancos Centrales". De esta variable y la precedente depende la tasa de interés.

Estas cuatro variables *independientes* determinan las variables *dependientes*, a saber, el volumen de ocupación y el ingreso o dividendo nacional, cuyas variaciones son concomitantes aunque no de igual intensidad.

* N. del Ed. Publicado en Boletín del Banco Central de Venezuela: VI, Nº 26-27, abril-mayo de 1947, págs. 21-28. Material de este capítulo fue utilizado por el autor en su obra Introducción a Keynes, México, 1947, caps. IX, X y XI.

Sólo nos limitaremos a mencionar entre las variables independientes "la unidad de salarios resultante de los convenios entre empresarios y trabajadores", pues sus variaciones han sido eliminadas al expresar en unidad de salarios la ocupación y el ingreso.

La división que hemos hecho entre condiciones y variables es arbitraria desde un punto de vista absoluto; pero tiene la ventaja de permitirnos destacar los elementos cuyas variaciones influyen principalmente sobre el ingreso nacional y "elegir los que pueden ser deliberadamente controlados o regulados por la autoridad central en la clase de sistema en que vivimos en lo presente" (págs. 246 y 247).

2. De las cuatro variables independientes, tres actúan sobre las inversiones; y las inversiones, conjuntamente con la variable restante, determinan el ingreso nacional. La forma en que todas ellas se combinan es la siguiente:

La cantidad de dinero y la actitud psicológica hacia la liquidez, por un lado, y las conjeturas psicológicas sobre el rendimiento probable del capital, por otro, hacen crecer o decrecer el volumen de las inversiones hasta que el tipo de interés y la eficiencia marginal del capital coincidan aproximadamente. Y la propensión psicológica a consumir, al darnos la magnitud del multiplicador de inversiones, se conjuga con éstas para determinar el volumen del ingreso nacional.

Finalmente, si suponemos en una primera aproximación que el multiplicador de inversiones es igual al multiplicador de ocupación, nuestras variables independientes determinarán en la misma forma el volumen de ocupación.

Cualquier alteración de estas variables, al influir sobre las inversiones o el multiplicador, modificará la magnitud del ingreso, llevándolo a una nueva posición de equilibrio.

3. Hay que tener en cuenta, ciertamente, algunas repercusiones del proceso que influyen sobre la posición de equilibrio. Por ejemplo al aumentar el ingreso y la cantidad de dinero, es probable que varíe también la tabla de preferencia de liquidez por haberse alterado las conjeturas sobre el futuro.

Asimismo "una reducción en la tasa de interés estimulará las inversiones; pero si baja simultáneamente con mayor intensidad la eficiencia marginal, no ocurrirá tal cosa. Un aumento en las inversiones propenderá a hacer crecer la ocupación; salvo que al mismo tiempo disminuya la propensión a consumir. Finalmente, si aumenta la ocupación los precios se elevarán en parte por los rendimientos decrecientes y en parte por el ascenso de la unidad de salarios de dinero. Y cuando la producción ha aumentado y los precios han subido, será necesario aumentar la cantidad de dinero para mantener una determinada tasa de interés" (pág. 173).

Estas y otras repercusiones, y la forma imprevista y a veces intensa en que se modifican las variables, explican la extrema complejidad con que ocurren los hechos. Sin embargo, encontraremos que esos hechos son más manejables si nos servimos de nuestro esquema de variables, despejando así el terreno para que trabaje mejor "nuestra intuición práctica que puede tomar en cuenta un complejo más detallado de hechos que los susceptibles de tratarse mediante principios generales" (pág. 249).

II. Características de las variables que propenden a la estabilidad del sistema

4. Tal es la síntesis de la teoría general de Keynes. Para explicar, sin embargo, los fenómenos reales del sistema económico debemos tratar de averiguar ciertas características de nuestras variables independientes que, si bien no son *lógicamente necesarias* dentro del sistema, la experiencia nos demuestra que tienen *importancia concreta.*

Dentro de la teoría general, en efecto, cabe la posibilidad lógica de una violenta inestabilidad del sistema económico. Pero no sucede así en realidad. Las fluctuaciones tienden a agotar su propio impulso antes de llegar a grandes extremos, hasta invertir el sentido en que ocurre movimiento. En esto se basa precisamente la explicación de las fases pendulares del ciclo económico.

Examinemos nuestras variables, para ver si existen características que nos expliquen esta forma especial de los hechos dentro de nuestra teoría general.

5. Tomemos primeramente la propensión a consumir. Si fuera muy grande y, en consecuencia muy elevado el multiplicador, "un aumento de las inversiones, por pequeño que fuere, engendraría un movimiento acumulativo de la demanda efectiva de tal amplitud que se llegaría a la plena ocupación; en tanto que una disminución de las inversiones, provocaría un movimiento acumulativo de descenso hasta que no quedara nadie ocupado... La ocupación fluctuaría pues entre cero y la plenitud... Sin embargo la experiencia nos demuestra que nos encontramos en una posición intermedia... Por lo que es evidente que el multiplicador, aunque exceda la unidad, no es enormemente grande en circunstancias normales" (pág. 251).

Esto nos demuestra que la propensión a consumir no es muy intensa, y que "incuestionablemente se cumple nuestra ley psicológica" (pág. 252), según la cual "el consumo se expande cuando aumenta el ingreso real, pero en menor cantidad que este aumento; y que se contrae cuando disminuye el ingreso real, pero en menor cantidad que esta disminución" (pág. 251).

Esta característica de la propensión a consumir propende pues a la estabilidad del sistema.

6. En segundo lugar consideremos la eficiencia marginal del capital y el tipo de interés, los cuales dependen de sus respectivas variables psicológicas. La experiencia también nos demuestra que un cambio moderado en estas variables no implica "un cambio indefinidamente grande en el volumen de inversiones" (pág. 252). Esto se debe probablemente a que al aumentar intensamente la producción de equipos de capital, en respuesta a dichas inversiones, sube su costo por ser limitada la cantidad de los equipos primarios que sirven para producirlos. Así se explica también que las rápidas alteraciones en el rendimiento probable del capital, debidas a grandes inversiones o a cambios intensos en las estimaciones conjeturales, no provoquen una inestabilidad muy grande en el sistema.

7. En tercer lugar, la experiencia nos demuestra también que ha de haber cierta ley

psicológica según la cual los trabajadores no tratan de conseguir un salario en dinero mucho mayor cuando mejora la ocupación, ni permiten una reducción muy grande antes que sufrir alguna desocupación" (pág. 253). Esto tiende más bien a moderar las oscilaciones de los precios más que las de la ocupación. De no operar esa ley, habría una violenta inestabilidad de los precios a causa de las variaciones de los salarios. Volveremos a este punto al ocuparnos de los salarios.

8. Finalmente, mencionaremos otra característica que no se refiere a las variables psicológicas como en los casos anteriores, ni propende tampoco a la estabilidad del sistema, sino más bien a sus alternativas de receso y recuperación. Se basa en el supuesto de que los bienes de capital tienen distintas edades y se desgastan en un tiempo que no es muy largo. "De manera que si el nivel de inversiones cae por debajo de un mínimo es sólo cuestión de tiempo la elevación de la eficiencia marginal del capital en la medida suficiente para estimular la recuperación de las inversiones, siempre que no ocurran grandes fluctuaciones en otros factores. Del mismo modo, cuando crecen las inversiones, es sólo cuestión de tiempo el descenso de la eficiencia marginal en la medida suficiente para provocar un receso si no sobrevienen factores compensadores" (pág. 254). Tal es la razón por la que los movimientos de recuperación y receso tienden con el tiempo a invertirse.

9. Las cuatro características a que acabamos de referirnos nos explican este rasgo significativo de nuestra realidad: "oscilamos alrededor de una *posición intermedia* evitando las más graves fluctuaciones extremas de la ocupación y los precios en ambos sentidos, y esa posición intermedia se encuentra a una distancia tan apreciable de la plena ocupación como del mínimo de ocupación más allá del cual no podría declinarse sin peligrar la vida" (pág. 254).

No se interprete sin embargo que esa posición es la consecuencia de una ley natural. Que ocurra en el mundo tal cual es o tal cual ha sido no significa necesariamente que ha de ocurrir lo mismo en el que pudiera ser.

SEGUNDA PARTE. APLICACIÓN DEL ESQUEMA A LOS SALARIOS Y LOS PRECIOS

I. Los cambios en los salarios y la ocupación

1. En opinión de los clásicos la flexibilidad de los salarios es indispensable para que el ajuste espontáneo del sistema económico lo conduzca siempre al equilibrio. La rigidez de los salarios es causa de desequilibrio.

Cuando hay desocupación, la rebaja de salarios hace descender los precios y estimula la demanda y la ocupación hasta el punto en que los salarios en dinero apenas compensan la productividad marginal del trabajo. Como se recordará, ésta decrece conforme aumenta la ocupación, dado un equipo determinado de capital.

Esto sería correcto si pudiéramos demostrar que la demanda efectiva, mientras disminuye por efecto *directo* de la rebaja de salarios, aumenta con mayor fuerza por efecto *indirecto*; y hace crecer así la ocupación y el ingreso conjunto.

2. Para averiguarlo, Keynes usa su esquema de variables, según el cual la ocupación sólo puede crecer si aumenta la propensión a consumir o si se estimulan las inversiones. ¿Tiene esos efectos la rebaja de salarios?

En cuanto a la propensión a consumir es probable que más bien disminuya, pues se benefician los empresarios y rentistas, que suelen tener más baja propensión, a expensas de los trabajadores.

En cuanto a las inversiones, su aumento depende de conjeturas más favorables acerca del rendimiento futuro del capital, o de la rebaja de la tasa de interés.

Las conjeturas podrían volverse más favorables si los empresarios supieran que, con la rebaja, los salarios llegan a su punto mínimo y que es probable que vuelvan a subir más adelante encareciendo nuevamente los costos. Esto sólo es concebible en países con gobiernos autoritarios en que todos los salarios pueden reducirse simultáneamente por decreto administrativo. Pero en los otros países las rebajas se operan por cambios graduales e irregulares, sin que pueda saberse si son o no finales; y están generalmente acompañadas de contiendas desastrosas entre empresarios y trabajadores, que perturban la confianza. Es, pues, poco probable que la rebaja de salarios favorezca las conjeturas sobre el rendimiento del capital y, por lo tanto, contribuya a alentar las inversiones.

3. Sólo nos queda ahora el posible efecto de la rebaja sobre la tasa de interés. Habría algo que esperar aquí desde el punto de vista lógico, si bien desde el punto de vista práctico tendríamos que rechazar asimismo esta política.

Lógicamente, si la cantidad de dinero es virtualmente fija y disminuye en forma nominal el ingreso por la baja de los salarios y los precios, aumenta la cantidad de dinero en relación al ingreso. Tal aumento relativo de la cantidad de dinero haría bajar la tasa de interés. Por lo tanto lograríamos los mismos efectos sobre la tasa "reduciendo los salarios y dejando intacta la cantidad de dinero, que aumentando el dinero y dejando intactos los salarios" (pág. 266).

Si fuera posible lograr la rebaja de salarios por acción concertada, evitando sus repercusiones desfavorables en el estado de confianza, obtendríamos efectos similares a los de una política bancaria tendiente a influir sobre la tasa de interés. Sólo que habríamos transferido la regulación monetaria del sistema bancario a los sindicatos obreros.

Por lo demás, esta política de salarios tendría las mismas limitaciones que la política monetaria. "Un aumento moderado en la cantidad de dinero puede ser insuficiente para influir en forma adecuada sobre la tasa de interés a largo término; y un aumento inmoderado corre el riesgo de neutralizar sus buenos efectos al perturbar el estado de confianza. Del mismo modo, una rebaja moderada en los salarios en dinero puede resultar inadecuada, mientras que una rebaja inmoderada, aun cuando fuera practicable, podría trastornar la confianza" (pág. 267).

4. Sería gran necedad preferir una política flexible de salarios a una política monetaria flexible más fácil de aplicar.

Si los salarios en dinero fueran *inflexibles*, las variaciones de los precios se deberían principalmente a las variaciones de la productividad, conforme varía el volumen de la producción del equipo existente. Salvo, es claro, los artículos administrados o monopolistas, cuyos precios obedecen a otras consideraciones además del costo primo marginal. En esta forma la disminución de productividad afectaría equitativamente a todas las clases sociales; y sólo una persona injusta podría inclinarse hacia una política de salarios flexibles, a no ser que se demuestre ventajas que no vemos por ahora.

5. Tal es la posición keynesiana si se trata de un sistema económico cerrado. En un sistema abierto, como existe en realidad, sería necesario recurrir a las fluctuaciones del cambio a fin de mantener el equilibrio con el resto del mundo y sin que la rebaja de salarios en otros países perturbe el sistema interno de precios.

6. La política de salarios inflexibles nos daría un grado satisfactorio de estabilidad de los precios, mucho mayor, desde luego, que con la política contraria. El nivel de precios sólo cambiaría en cortos períodos por influencia de la productividad sobre el costo primo marginal. Pero como la productividad marginal cambia intensamente con las fluctuaciones en la ocupación, no habría estabilidad de precios hasta que logremos evitar estas fluctuaciones.

En períodos largos, los precios dependerán de las modificaciones del costo por la renovación y aumento de los equipos y las innovaciones técnicas. Queda por elegir la política a seguir en este caso: dejar caer suavemente los precios manteniendo fijos los salarios, o dejar subir los salarios manteniendo fijos los precios. Keynes prefiere la última alternativa. Es más fácil mantener la ocupación cercana a su plenitud cuando los salarios tienden a subir, por su efecto sobre los rendimientos conjeturales; y hay además cierto estímulo psicológico en la tendencia moderada al aumento de salarios. Asimismo, el alza gradual de los precios disminuye la carga de las deudas, con evidente ventaja social, y facilita el ajuste de las industrias que decaen y prosperan. Pero no hay cuestiones esenciales de principio en esta discusión.

II. La teoría de los precios y la cantidad de moneda

7. Es singular el dualismo de los clásicos. Mientras se mantienen en la *teoría del valor y la distribución* nos dicen que los precios están determinados por las condiciones de la demanda y de la oferta, regida esta última por el costo marginal. Pero al pasar luego a la *teoría de la moneda y los precios* abandonan esos conceptos inteligibles y nos sumergen en un mundo en que los precios dependen de la cantidad de moneda y de la forma en que ella se comporta.

No se ha hecho el esfuerzo para reconciliar esas teorías que responden, por lo demás, a una falsa división. Más lógica pareciera la separación entre la teoría de la in-

dustria o empresa individual y la teoría de la producción y ocupación de la industria en su conjunto.

Corresponde a la primera averiguar la forma en que se distribuye una determinada cantidad de ocupación y se establecen las remuneraciones de los distintos factores, dadas sus respectivas cantidades, y los precios de los productos resultantes. En tanto que a la segunda conciernen las *fluctuaciones de la cantidad de ocupación* y los factores que las determinan.

La teoría individual es una teoría del *equilibrio estacionario* a la cual no le interesan las características de la moneda. Mientras que la teoría conjunta es una teoría del *equilibrio cambiante* en que es indispensable introducir el concepto de moneda.

En el mundo real, según nuestro esquema de variables, las decisiones de los empresarios acerca de la magnitud de la ocupación que más les convenga, dependen de las estimaciones psicológicas del futuro. Y esas estimaciones actúan sobre la ocupación mediante las variaciones de la cantidad de moneda, de las cuales depende la tasa de interés y por tanto el nivel de las inversiones. En eso radica la importancia de la moneda: "es un artículo sutil para vincular el presente con el futuro" (pág. 294). Y no por introducirlo en una teoría del equilibrio cambiante deja de ser ésta una teoría del valor y la distribución para convertirse en una teoría del dinero.

8. Vamos a examinar ahora cómo actúan las variaciones del dinero y qué efectos tienen sobre los precios.

Un determinado incremento en la cantidad de dinero, conjuntamente con las preferencias de liquidez, modifica la tasa de interés. La conjunción de la nueva tasa con la eficiencia marginal del capital determina el nuevo volumen de inversiones. Y esto unido al multiplicador, determina el nuevo volumen de ingreso. Supongamos por un momento, que durante este proceso no se altera la unidad de salarios mientras haya desocupados y que el trabajo de éstos es homogéneo y aplicable a cualquier género de producción. En tal caso "un aumento en la cantidad de dinero no tendrá efecto alguno sobre los precios; y la *cantidad de ocupación crecerá* en proporción exacta al aumento de demanda efectiva creado por el incremento en la cantidad de dinero".

"Pero tan pronto como se llega a la plena ocupación, los salarios y precios aumentarán en proporción exacta al aumento de demanda efectiva" (pág. 295), por cuanto ya no es posible seguir aumentando la producción.

Podríamos enunciar así una *teoría cuantitativa de la moneda,* si esos supuestos tan simples no nos alejasen demasiado de la realidad. Para volvernos a acercar a ella debemos introducir varias complicaciones que hacen variar *los costos y precios* e impiden que la *demanda efectiva* crezca proporcionalmente a la cantidad de dinero.

9. *Los costos*, y por tanto, *los precios* varían principalmente en dos formas a medida que aumenta la ocupación:

Primero, por la productividad decreciente del trabajo, dado el equipo de capital existente, ya sea por el trabajo en sí o por la limitación de dicho equipo; si suponemos un intervalo suficiente para que aumente la cantidad de equipo, el decrecimiento de la productividad será menos intenso.

Segundo, por la tendencia de la unidad de salarios a subir; el aumento no ocurre continuamente, sino de tiempo en tiempo, según la psicología de los trabajadores y la política de los empresarios y los sindicatos; y podría considerarse, desde cierto punto de vista, como un fenómeno de *semiinflación* que tiene alguna analogía con el de inflación que veremos más adelante.

Además, *los precios* están sujetos a influencias de otra índole, ya sea por el tiempo que la producción requiere para responder al incremento de la demanda, o por la disparidad en los recursos indispensables para hacerlo.

El período de producción tiene importancia en lo que respecta al tiempo. En algunos productos es prácticamente imposible aumentar su producción con rapidez cuando crece la demanda, a no ser que haya existencias sobrantes y exceso de capacidad productiva en cada fase del proceso. Pero cuando se agotan los sobrantes la producción no podrá ampliarse sin cierto retardo. "Por estas razones es imposible la perfecta estabilidad de los precios en una economía sujeta a cambios; salvo que exista algún mecanismo peculiar que provoque fluctuaciones compensadoras en la propensión a consumir" (pág. 288). Los aumentos de beneficios resultantes de esta inestabilidad de los precios no tienen, sin embargo, por qué estimular inversiones excesivas que dilaten innecesariamente la capacidad productiva. Puesto que dichos aumentos corresponden sólo a aquellos empresarios que han tenido la suerte de encontrarse con existencias de artículos en etapa avanzada de producción, sin que los otros empresarios puedan hacer nada para atraer tales beneficios hacia sus empresas, por no estar en tales condiciones favorables. En consecuencia, no ha de inferirse equivocadamente que "toda desviación temporal de la estabilidad de precios provoca necesariamente un desequilibrio acumulativo" (pág. 289), pues los beneficios con que favorece a los empresarios no son precisamente de la índole que les incita a exagerar sus inversiones de capital.

Por otra parte, la disparidad de recursos productivos suele ser tal, que, así que se acrecienta la producción, se agotan algunos recursos y ciertos artículos no pueden seguir aumentando en cantidad, mientras hay aún abundancia de otros recursos. Los precios de estos artículos escasos suben en la medida necesaria para que la demanda se desvíe en otro sentido.

El alza de los precios originada en las distintas formas que acaban de verse absorbe una parte de la demanda efectiva. En otros términos, "la demanda efectiva se gasta, parte en aumentar el nivel de ocupación y parte en elevar el nivel de precios" (pág. 296). El crecimiento de la ocupación no es, pues, exactamente proporcional al aumento de la demanda efectiva.

10. Asimismo, acontecen otras repercusiones que nos alejan más del caso simple que expusimos como punto de partida. La eficiencia marginal no permanece invariable, por cuanto las conjeturas acerca de la política monetaria futura, en las circunstancias en que ocurre el incremento de dinero, pueden influir sobre la estimación de los rendimientos probables del capital; y el multiplicador se ve afectado por la forma en que el incremento de ingresos provocado por la mayor demanda efectiva se distribuye entre las distintas clases de consumidores.

La realidad nos obliga a considerar repercusiones como éstas, emergentes del juego recíproco de nuestras variables. El objeto del esquema teórico de Keynes no es otro que ayudarnos a pensar metódicamente, aislando uno a uno los distintos elementos de un problema. Pero luego es indispensable examinar esas acciones y reacciones entre las distintas variables.

Por no hacerlo así "caen en gran falta aquellos métodos de análisis económico en que se abusa del simbolismo pseudo matemático. Se supone expresamente una estricta independencia entre los factores en cuestión. De manera que cuando se deja de lado tal hipótesis se pierde toda autoridad y fuerza de convicción. En el lenguaje ordinario no manipulamos ciegamente los datos, sabemos en todo momento lo que estamos haciendo, y lo que significan las palabras; y mantenemos siempre en el fondo de nuestra mente las reservas y calificaciones necesarias y los ajustes que tendremos que hacer más tarde". Pero no podemos hacer lo mismo en varias páginas de álgebra en que se pierde "la noción de las complejidades e interdependencias del mundo real en un fárrago de símbolos tan pretensiosos como inservibles" (pág. 298).

11. En síntesis, las variaciones en la cantidad de dinero, a través de la tasa de interés, aumentan la ocupación y modifican las condiciones de oferta conjunta, al mismo tiempo que hacen crecer la demanda efectiva hasta que se alcanza un nuevo punto de equilibrio. En este punto de equilibrio la demanda efectiva tiene una relación definida con el incremento de dinero, que podríamos determinar si conociéramos todos los hechos y sus mutuas relaciones.

Cuando el incremento en el dinero y la demanda efectiva ya no provocan un nuevo incremento en la producción y se absorben por completo en el aumento de los costos y precios, nos encontramos en un estado que podría llamarse correctamente *inflación*. "Hasta este punto el efecto de la expansión monetaria es completamente una cuestión de grado, y no hay punto anterior en el que nos sea dado trazar una línea divisoria y declarar que comienzan las condiciones de inflación. Cada aumento anterior en la cantidad de dinero, en cuanto hace crecer la demanda efectiva, será absorbido en parte en aumentar los costos y en parte en aumentar la producción" (pág. 303).

Los hechos ocurren en la siguiente forma. Si hay desocupados deseosos de trabajar y el aumento de dinero hace crecer la demanda efectiva "la ocupación también se acrecienta, pero a un salario real igual o inferior al existente; hasta que llega un punto en que no hay sobrante de trabajadores al salario real existente; o sea que no hay hombres adicionales dispuestos a trabajar, ni trabajadores dispuestos a dar horas adicionales de trabajo a no ser que los *salarios en dinero suban más rápidamente que los precios*". Si alcanzado este punto continúa la expansión monetaria "las condiciones de estricto equilibrio requieren que los salarios y precios y, por consiguiente, los beneficios, suban en la misma proporción que los gastos en dinero, mientras que no cambia más la posición *real*, esto es la ocupación y el volumen a la producción" (pág. 289).

12. Lo que tenemos dicho hasta ahora se refiere a la forma en que la cantidad de dinero afecta a los precios en cortos períodos. ¿Hay alguna relación más simple en períodos largos?

Se trata más bien de un asunto de generalización histórica que de teoría. Es posible que, a través de períodos de optimismo y pesimismo, haya una cierta estabilidad en la preferencia de liquidez y que la gente no quiera mantener en forma de dinero inactivo más que una cierta proporción media del ingreso nacional. De manera que todo exceso tenderá a hacer bajar la tasa de interés hasta absorber el dinero inactivo anormal en mayor producción y más altos precios. Esto, siempre que la tasa de interés no baje hasta el mínimo convencional que conocemos. En el caso contrario el razonamiento es similar. Pero si la deficiencia de dinero se prolonga demasiado, la solución se encontrará más bien en reformas monetarias que permitan aumentar la cantidad de dinero antes que forzar la rebaja de salarios. "Cuando el dinero es relativamente abundante sube la unidad de salarios y cuando es relativamente escaso, se encuentra alguna forma de aumentar su cantidad efectiva" (pág. 307).

13. En el siglo XIX el desarrollo del dinero bancario permitió satisfacer la preferencia normal de liquidez y hacer crecer gradualmente la unidad de salarios. "Pero también crecía la eficiencia del trabajo. De manera que el equilibrio de fuerzas permitía una medida satisfactoria de estabilidad en los precios. Los promedios quinquenales de precios entre 1820 y 1914 registran apenas una diferencia de 50 por ciento con respecto al promedio más bajo. Esto no fue accidental. Es correcto atribuirlo al equilibrio de fuerzas en una época en que los grupos de empresarios eran suficientemente poderosos para evitar que la unidad de salarios subiese más rápidamente que la eficiencia de la producción, y cuando los sistemas monetarios, suficientemente elásticos y cautelosos a la vez, permitían la creación de dinero en cantidades que, teniendo en cuenta las variaciones en la unidad de salarios, dejaban prevalecer las más bajas tasas de interés compatibles con las preferencias de liquidez de las clases ricas. Desde luego, el término medio de ocupación estuvo muy por debajo del estado pleno, pero no era tan intolerable que provocase cambios revolucionarios" (pág. 308).

Pasando ahora al futuro, "la relación entre el ingreso nacional y la cantidad de dinero dependerá de las preferencias de liquidez. Y a la larga, la estabilidad o inestabilidad de los precios dependerá de la fuerza de la tendencia ascendente de los salarios, o más bien dicho de todos los costos, comparada con el ritmo de aumento de eficiencia en el sistema productivo" (pág. 309).

CONCLUSIÓN. LA TEORÍA DE KEYNES Y SU FILOSOFÍA SOCIAL[1]

1. El no haber podido lograr la plena ocupación y la distribución arbitraria de las riquezas e ingresos constituyen las fallas salientes de la sociedad económica en que vivimos.

[1] En este capítulo final de Keynes, escrito con gran claridad, hemos seguido el texto original con más rigor que en el resto del libro, si bien abreviando en todo lo que no fuera comprometer la fidelidad de su pensamiento. Hemos prescindido pues de las citas, que hubieran sido muy abundantes.

Muchos que quisieran aumentar los impuestos directos sobre la renta y las herencias para atenuar las fallas distributivas encuentran un obstáculo serio: la creencia de que el crecimiento del capital depende del ahorro, especialmente de las clases ricas.

A la luz de las teorías keynesianas mal podría seguirse justificando esa actitud. Ante todo, porque la baja propensión al consumo, la abstinencia de los ricos, lejos de propender al crecimiento del capital, *lo retarda*. Y en seguida porque la experiencia demuestra que es *más que adecuado* el ahorro que se realiza por medio de instituciones y fondos amortizantes. Por tanto, las medidas de redistribución de ingresos que aumenten la propensión a consumir pueden resultar muy favorables a la acumulación de capital. Todo ello, hasta que se logre un estado permanente de plena ocupación en el que el ahorro volverá a tener su papel tradicional.

Si aumentan los impuestos a la herencia y disminuyen los impuestos al consumo, por ejemplo, se elevará la propensión a consumir y, lejos de disminuir la acumulación de capital, tenderá a ser más abundante.

Desaparece así una de las razones para proceder cautelosamente en el designio de corregir las grandes desigualdades. Cree, sin embargo, Lord Keynes que hay razones humanas y psicológicas que justifican ciertas disparidades, si bien mucho menores que las actuales. Hay valiosas actividades que requieren el incentivo de la ganancia y que acaso contribuyan a desviar al hombre de la crueldad, la ambición de poder y autoridad personal y otras peligrosas proclividades. Pero el incentivo no necesita ser tan fuerte como hoy. La atracción intrínseca de ciertas tareas es bien grande. Y ha de ser posible que la comunidad consiga la inteligencia, la determinación y el trabajo ejecutivo de los empresarios y financieros en términos más razonables. La tarea de modificar la naturaleza humana no debe confundirse con la de encauzarla.

2. Es más importante aún, desde el punto de vista de la desigualdad presente, la conclusión keynesiana sobre la tasa de interés. Se ha tenido hasta ahora por cierta la necesidad de una *tasa de interés relativamente alta* para provocar una cantidad adecuada de ahorro. Keynes llega precisamente a la conclusión contraria. La promoción del ahorro depende de una *tasa baja* de interés. Puesto que ella acrecienta las inversiones y éstas hacen crecer los ingresos hasta que crezca también el ahorro y alcance a la magnitud de tales inversiones. Conviene, en consecuencia, bajar la tasa de interés en la medida suficiente para llegar a la plena ocupación.

El objeto final de la política keynesiana de inversiones es aumentar en tal forma la cantidad de capital que se termine definitivamente con la escasez presente. El interés del dinero se habrá eliminado, entonces, y el costo de los capitales y otros bienes durables será similar al de los artículos de consumo: cubrirá solamente el costo del trabajo más cierta cantidad para compensar el riesgo y la dirección del empresario.

Con el interés habrá desaparecido también el inversor sin funciones, el rentista. Y con la eutanasia del rentista, la del poder opresivo del capitalista para explotar el valor de escasez del capital.

3. El ahorro no comporta ciertamente un sacrificio genuino que merezca la compensación del interés. Podría ocurrir sin embargo que en un estado de plena ocupación, en

que el ahorro vuelve a ser indispensable para la acumulación del capital, no se ahorre lo suficiente para lograr el objetivo de terminar con la escasez de aquél en una o dos generaciones. No es ilusoria esa posibilidad. El descenso de la tasa de interés podría estimular demasiado la propensión a consumir a expensas del ahorro. La misma consecuencia podría derivarse de los altos impuestos a los ingresos y las herencias. Pero quedará siempre el ahorro suficiente para acrecentar el capital, en la medida en que se juzgue conveniente restringir el consumo de las generaciones presentes a fin de que sus sucesores alcancen en el curso del tiempo el estado de saturación de inversiones.

4. Todo esto requiere que el Estado asuma ciertos controles en materias que hoy están principalmente en manos de la iniciativa privada. Será necesario que influya sobre la propensión a consumir por medio del sistema impositivo, la tasa de interés y otras medidas. Y en cuanto a las inversiones, tendrá que llegar probablemente a su socialización como único medio para conseguir la plena ocupación. Pues la manipulación de la tasa de interés no parece suficiente.

No se requiere ir más lejos y llegar a la socialización de los instrumentos de producción. Basta con que el Estado determine el conjunto de los recursos destinados a aumentar tales instrumentos y la tasa de remuneración que corresponde a quienes los poseen.

5. Quedará, sin embargo, un ancho campo para la iniciativa privada y la responsabilidad personal. No se trata de entorpecerlas sino de modificar el ambiente que requieren para ejercitar toda su potencialidad de producción. Con lo que seguiremos teniendo todas *las ventajas del individualismo*. Recordemos cuáles son:

La *eficiencia* proveniente de la descentralización de decisiones y de la responsabilidad propia en el juego del propio interés. La importancia de este factor tal vez sea mayor que la que le atribuyó el siglo XIX. Y sobre todo, *la libertad personal*. Si el individualismo se purga de sus defectos y abusos, será la mejor defensa de esa libertad y de la variedad de vida cuya pérdida es la mayor de las pérdidas en el estado homogéneo o totalitario.

El estado totalitario ha resuelto el problema de la desocupación a expensas de la eficiencia y la libertad. Curemos el mal sin perderlas.

6. El mal está en la desocupación, en el intolerable escándalo público del despilfarro de recursos. Pero no en la forma en que se emplean los recursos ocupados. Se cometen, sin duda, errores de previsión en el sistema individualista. Pero no se evitarán con la centralización de decisiones. Cuando hay 9.000.000 de hombres ocupados de 10.000.000 que saben y quieren trabajar, el problema no consiste en que esos hombres cambien de tareas por no aprovecharse eficazmente sus esfuerzos, sino en aprovechar también el esfuerzo del 1.000.000 restante. Es en lo que concierne al *volumen* y no a la *aplicación* de la ocupación en que ha fracasado el sistema.

7. Si logramos que ese volumen llegue a la plena ocupación en la medida en que sea practicable, la aplicación de los recursos productivos se acercará a lo que enseñaron los economistas clásicos. No objetaremos, entonces, la forma en que el interés priva-

do determina lo que ha de producirse, en qué proporciones deberán combinarse los factores de la producción para hacerlo y cómo se distribuirá entre ellos el valor del producto final. Y no objetaremos tampoco la acumulación del ahorro.

8. Si bien las guerras obedecen a distintas causas, no puede negarse que la lucha por mercados, provocada por la desocupación, ha sido un factor muy importante en los tiempos del *laissez faire* y del patrón oro. Por donde la política keynesiana resultaría también favorable a la paz mundial.

9. ¿Son visionarias estas ideas y muy fuertes los intereses que atacan?, se pregunta Lord Keynes en la página final de su libro.

Si las ideas son correctas, contesta, prevalecerán en el curso del tiempo. Se exagera el poder de los intereses sobre las ideas. Las ideas de los economistas y filósofos políticos son más poderosas de lo que se cree comúnmente. El mundo está regido por muy poco más. Hombres prácticos que se creen libres de influencias intelectuales son generalmente esclavos de algún economista difunto. Y gobernantes lunáticos que se creen inspirados por voces en el aire, destilan sus ideas frenéticas de algún escritorzuelo académico de años pasados.

Pero las ideas toman tiempo. No hay muchos que se dejen influir por nuevas teorías económicas o políticas despues de los 25 o 30 años. Por lo que es probable que las ideas que los funcionarios, los políticos y aún los agitadores aplican a los acontecimientos corrientes no sean las más nuevas. Pero tarde o temprano son las ideas, no los intereses creados, las que prevalecen para bien o para mal.

121
INTRODUCCION AL CURSO DE DINAMICA ECONOMICA*

1. La Facultad de Ciencias Económicas y el desarrollo de las disciplinas teóricas

Hace un año, al verme precisado a alejarme de esta cátedra, tuve la sensación de una gran pérdida, porque si bien es cierto que el ambiente de esta Facultad es aún de manifiesta precariedad científica, no lo es menos que ofrece al estudioso algunos alicientes que es muy difícil encuentre en la soledad de su retiro.

A pesar de ese ambiente desfavorable, la Facultad permite, sin embargo, la posibilidad de mantener contacto y discutir con algunos colegas, colaboradores y alumnos, y brinda también al profesor —y espero que ello sea en grado creciente— la oportunidad de contribuir al desarrollo de un pequeño núcleo de hombres jóvenes que tengan vocación por los estudios económicos; así como la posibilidad de descubrir esa vocación para desarrollarla; de enseñar a pensar, a formar su juicio propio, a descubrir por sí mismos la verdad, a tener la paciencia necesaria en estudios de esta naturaleza, la constancia, la firmeza de propósitos; en fin, el ambiente propicio no sólo a la formación intelectual, sino también a la orientación y apoyo moral a los alumnos, que tanto carecen de ello. Esa noción de la grave pérdida que yo estaba experimentando la tuve claramente apenas traspuesta el aula de la Facultad, porque, con gran sorpresa mía, entre los estudiantes que me tendían su mano para despedirse, encontré algunos egresados de la Facultad que habían venido asistiendo regularmente a mi curso, no obstante que ya habían cumplido con la obligación que aquélla les imponía, rindiendo el examen de práctica. Esto y algunas cartas que recibí también con motivo de mi retiro, me

* *N. del Ed.* Publicado en *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas:* I, Nº 4, Buenos Aires, julio de 1948, págs. 447-463, con estas anotaciones al pie: "Por Raúl Prebisch, profesor titular de Economía Política (Dinámica Económica). Versión taquigráfica de la clase inaugural del corriente curso, corregida por el profesor adjunto doctor Julio Broide". También publicado como capítulo I de *Apuntes de Economía Política (Dinámica Económica)*, clases dictadas en el curso universitario de 1948 por el profesor titular don Raúl Prebisch. Texto corregido por el profesor adjunto asistente doctor Julio Broide. Versión taquigráfica tomada por los señores Juan Carlos Menescaldi y Alberto Guillén, Buenos Aires, 1948, págs. 1-16. El curso, iniciado en abril de 1948 por el profesor adjunto, recién fue inaugurado por el profesor titular el 4 de junio. El contenido del presente capítulo corresponde a las clases dictadas en junio, que Prebisch, en el libro de temas y firmas indicó como "Introducción al curso" y "La crisis de la Economía Política. Keynes. Los clásicos", respectivamente.

conmovieron hondamente y empecé a pensar que las circunstancias me habían puesto en el trance particularmente duro para mí, de declinar por primera vez en mi vida el deber que me había impuesto y que siempre traté de cumplir: el de contribuir en lo que me fuera posible, a la formación de una juventud apta para servir eficazmente a la economía nacional. Así me encontraba en estas reflexiones, y discurriendo acerca de lo que yo podría hacer desde mi vida de estudioso solitario para continuar en el camino anterior, cuando recibí la noticia de que las autoridades de la Facultad, en un gesto muy noble que obliga a mi reconocimiento, me llamaban nuevamente a la cátedra que desempeñé con intermitencias desde 1925, y además me ofrecían la oportunidad de dirigir el instituto que es especialmente de investigaciones teóricas, y que por ser así venía a brindarme un nuevo medio, mucho más favorable, por cierto, para continuar las indagaciones de carácter teórico en que me encuentro empeñado desde hace cerca de 5 años. Vuelven pues a renacer en mí, en este momento, viejas esperanzas, si bien algo templadas por la madurez de los años, viejas esperanzas no exentas, desde luego, de muy hondas preocupaciones. ¿Cuál es el motivo de esas preocupaciones? Creo oportuno decirlo en esta primera clase.

2. NECESIDAD DE REFORMAR EL PLAN DE ESTUDIOS, EMANCIPANDO LA CARRERA DE ECONOMISTA DE LA DE CONTADOR PUBLICO NACIONAL

Esta Facultad, no obstante su pomposo nombre de Facultad de Ciencias Económicas, en vez del más modesto de Facultad de Economía que suele usarse en otros países, no forma economistas. Hace 30 años comencé a estudiar en ella y desde entonces oigo alternadamente declaraciones como éstas: la Facultad no forma economistas, dicen unos, porque no tiene buenos profesores; y otros agregan: no hay buenos profesores porque la Facultad no forma economistas.

Hace 30 años que escucho esto y sigo escuchándolo hasta hoy; pero desgraciadamente ha faltado en todo este largo lapso el ánimo y la aptitud para romper de una vez por todas este círculo vicioso de profesores deficientes, malos alumnos y peores economistas. Hubo un solo hombre, en aquellas viejas épocas, que yo recuerde, el sabio maestro Lobos, el que tuvo la clara visión de las necesidades de nuestra Facultad. Pero desgraciadamente, la obra que inició Lobos se fue perdiendo, irremisiblemente, en la rutina que ha solido caracterizar la vida de esta casa de estudios.

Me causa, sin embargo, un gran alivio en estos momentos el saber que las autoridades de la Facultad tienen ahora una clara noción de este problema y se esfuerzan por encontrarle solución. Yo no creo que ésta sea la circunstancia oportuna para ocuparme de dicho asunto, pero creo de mi deber señalar que en mi opinión no se podrá resolver el problema implicado en ese círculo vicioso a que me he referido, mientras no se emancipe al economista de la carrera de contador, que está sofocando el estudio y la investigación de la economía. Hasta que no se logre esa emancipación y se simplifique el programa de estudios del economista —no me refiero en este momento al contador por carecer de autoridad para hablar sobre ello, pero sí al programa del econo-

mista— todos los esfuerzos resultarán estériles, pues tengo la convicción de que es necesario librar dicho programa de la inútil sobrecarga presente despojándolo de materias que tanto desde el punto de vista cultural como del científico o técnico, son absolutamente inútiles; y de que hay que reforzar, en cambio, la preparación básica en teoría económica, que hoy es sencillamente precaria y que resulta imprescindible para desarrollar la aptitud para la investigación científica.

3. La creación de becas universitarias como instrumento de perfeccionamiento docente y estímulo a la investigación

Todos sabemos, por una larga experiencia, por una experiencia de todos los días, que el estudiante medio de nuestra Facultad carece del tiempo suficiente para dar la necesaria seriedad a sus estudios, pues la mayor parte de ellos tiene que trabajar para costear su carrera. Este es otro aspecto muy serio del problema, para cuya solución debe comenzarse por aliviar el plan de estudios de todas esas materias innecesarias, a fin de poder exigir a aquél, que el escaso tiempo de que dispone lo distribuya preferentemente en las materias que constituyen la base de la carrera del economista.

Pero esto no basta. Mientras el estudiante solamente pueda consagrar una parte secundaria de su tiempo al estudio de la carrera de economista, no tendremos los hombres que el país tanto requiere en esta disciplina. Por ello me complace mucho también oír hablar de becas. Yo creo que la institución de la beca, en este momento, es indispensable en nuestro país, cuando se otorga a aquel estudiante que haya demostrado dos condiciones: no solamente una genuina vocación por el estudio de la economía, sino también el espíritu de sacrificio para realizarlo, porque sin ese espíritu de sacrificio, sin la abnegación necesaria para prescindir de cosas placenteras para dedicarse al estudio científico, no creo que pueda llegarse a tener buenos economistas. Hablo de becas, no sólo para que, en bien del país, un grupo selecto de estudiantes pueda dedicarse con esmero a formar su preparación en las universidades del exterior, sino también de becas concedidas a excelentes estudiantes para que continúen en nuestros propios institutos el plan normal de estudios, dedicándose de preferencia a la investigación personal. Yo estoy seguro de que, modificados los planes de estudio y aligerada en esta forma la situación de los alumnos que merezcan la ayuda de las autoridades, al cabo de pocos años podremos empezar a recoger los primeros frutos de nuestras dedicaciones y veremos entonces cómo el problema de la falta de hombres para nuestras cátedras e institutos de investigación quedaría, si no resuelto, por lo menos en vías de una promisoria solución.

4. La colaboración de los graduados como forma de propender al mejoramiento de los estudios

También se habla de la formación de postgraduados y yo creo que en esto se está tocando, asimismo, un punto de la mayor importancia para el desarrollo de nuestra Fa-

cultad y la preparación de sus hombres. El egresado de esta Facultad, que se dedica en la vida práctica a los asuntos económicos en una forma u otra, por lo general se desvincula totalmente de la vida de ésta, y ello constituye una gran pérdida, no sólo para la Facultad sino también para la Nación. Para la Facultad, porque el medio que se tendría de otro modo, de ir recogiendo a través de los egresados la experiencia múltiple que ellos van encontrando en la vida real, se pierde y, además, porque esos hombres que se alejan definitivamente de la Facultad, ya no tienen el estímulo ni los medios de proseguir el desarrollo de su preparación científica, tanto más cuanto que la base que se adquiere en los estudios es ciertamente insuficiente.

Hay que atraer al egresado a la Facultad, según sea su vocación, su predilección y su experiencia, ya sea a los institutos prácticos o a los institutos de elaboración de teorías. Pero se nos presenta a este respecto el problema del tiempo. Si el alumno carece de tiempo para estudiar, el egresado, posiblemente con más razón que el alumno, carece asimismo de tiempo, porque ha ido creciendo su responsabilidad en la vida práctica. ¿Cómo afrontar el problema? Yo lo he visto y sentido personalmente en la Argentina y también en otros países, como en México, en donde un grupo de hombres jóvenes está tomando con gran interés el estudio de la economía, tratando de ver las cosas a través de su propia mente y de desligarse de ciertas teorías extranjeras que nos están perturbando el análisis desde hace muchos años. Ese grupo de entusiastas tiene el mismo problema que algunos espíritus despiertos encuentran en nuestro suelo: que la vida absorbente de la práctica profesional les quita todo el tiempo disponible que pudieran dedicar a la investigación.

Por esa razón fue bien recibida la sugestión que me permití hacer en la primera Conferencia de Expertos de Bancos Centrales del continente americano, reunida en México, hace ya más de un año, a la que asistieron un gran número de economistas jóvenes de distintos países, señalando la conveniencia de que el economista consagrado a la tarea de investigación concreta o a la función ejecutiva en un Banco Central u otras instituciones del Estado, pudiera alternar esas tareas prácticas y ejecutivas con la investigación científica, de tal modo que un hombre consagrado durante dos o tres años a dichas actividades, pudiera desligarse de ellas y concurrir a los institutos universitarios de investigación, para poder reflexionar durante uno o dos años sobre su propia experiencia, ahondar sus estudios, transmitir a otros sus conocimientos experimentales, discutir los problemas que le habían preocupado; en otros términos, consagrarse durante ese tiempo al estudio, a fin de volver luego a sus antiguas actividades con una cuantía de conocimientos técnicos mucho mayor que la que poseía anteriormente.

5. La realidad económica y los estudios teóricos

En esa forma, espero que el economista que está trabajando en la realidad, al poder recogerse en sí mismo de tiempo en tiempo, y ver y pensar teóricamente en dichos problemas, no sólo va a ser mucho más eficaz al volver a la actividad práctica, sino que va a ir dejando en la universidad el resultado de su propia experiencia personal, esto

es, va a acercar los institutos de investigación a la vida concreta, por un lado, y va a enseñar a los egresados a pensar abstractamente, a pensar teóricamente, por otro lado, lo que tiene una enorme importancia en la vida práctica. El creer que la vida práctica significa la mera aplicación de nociones adquiridas en los libros es un grave error. La vida práctica requiere la aptitud para pensar originalmente, la aptitud para pensar con método, con precisión, y esa aptitud solamente se adquiere en la disciplina de la investigación económica, en el raciocinio abstracto hecho fuera de los acontecimientos y alejado de ellos, sin la preocupación de encontrar un fruto práctico inmediato.

Todos estos son, por cierto, lugares comunes en otras ramas del conocimiento científico, que, como la economía, están sujetas a una incesante elaboración. Si ello es así, existen sobradas razones para creer que la necesidad de contribuir desde la Facultad a la elaboración científica es mucho mayor en la economía que en esas otras ramas del saber, porque la economía —es necesario confesarlo y comprenderlo de una vez por todas— como disciplina científica está en un grado de atraso considerable, si se la coteja con el adelanto operado en otras manifestaciones del pensamiento humano.

6. LA CRISIS DE LA ECONOMÍA COMO DISCIPLINA CIENTÍFICA

El desarrollo científico de la economía es aún incipiente e indeciso. Es por lo tanto enorme el campo de exploración y de investigación que tienen delante de sí los economistas. Más aún: después de haber estado durante muchos años en los hechos y tratado de encontrar en la teoría económica la guía para actuar sobre esos hechos, para conocer la realidad y poder influir sobre su desarrollo, he llegado a la convicción, fortalecida en los años posteriores a mi alejamiento de las cosas prácticas, de que la economía, como disciplina científica, está pasando por una grave crisis. Subrayo la expresión "la economía, como disciplina científica" porque también desde el punto de vista moral la economía está sufriendo una crisis no menos grave por su desmedida exaltación del interés personal como supremo regulador de la actividad económica.

¿Por qué está en crisis la economía política?, cabe preguntarse. No llamo, por supuesto, crisis a ese constante proceso de renovación a que está sometida toda actividad científica; llamo crisis a ese mal agudo que de tiempo en tiempo se plantea en una ciencia y que obliga a hacer un esfuerzo completo para renovarla desde sus mismas bases. ¿Cuál es el mal agudo en donde se origina la crisis presente de la economía política? Sencillamente, es su ineptitud para explicarnos racionalmente, desde el punto de vista lógico y experimental, la forma en que se realiza el movimiento económico, la forma en que se producen los fenómenos de la economía, la razón de ser, el porqué. Y si la economía política no nos ha podido enseñar todavía eso, mal podríamos encontrar en ella los recursos indispensables para actuar sobre una realidad que desconocemos. Ese es el problema que se plantea en estos momentos: la economía es insuficiente para abarcar, describir y explicar los problemas de la realidad y, por lo tanto, para darnos los medios para actuar sobre ella con eficacia.

7. CARLOS MARX Y LA PRIMERA CRISIS DE LA ECONOMÍA

Es la segunda crisis que en su historia, relativamente breve, experimenta la economía política. La primera ya data de varias décadas y fue provocada por Carlos Marx.

La obra de Marx es, en el fondo, y aparte de sus implicaciones políticas, una acusación terrible a la economía tradicional o clásica, por no haber sabido explicar las dos grandes fallas del mundo capitalista en que vivimos, a saber: la exagerada desigualdad en la distribución de los ingresos resultantes del trabajo productivo de la colectividad y la profunda inestabilidad del sistema económico. Para resolver su problema, Marx recurre, como punto de partida de su construcción teórica, a la teoría del valor y a la noción de la plusvalía. No fue difícil a la economía clásica y a los economistas que militaban en ella hacer ver en seguida que la teoría marxista del valor tenía enormes inconsistencias lógicas; no fue difícil destruirla y quitar por lo tanto la pretendida base científica al marxismo. Se hizo eso, pero quedaron sin explicación, en el marco de la economía clásica, esas dos grandes fallas de la sociedad capitalista: la exagerada desigualdad de los réditos y la profunda inestabilidad del sistema.

8. LA RECONSTRUCCIÓN DE LA ECONOMÍA Y SU SEGUNDA CRISIS

Vino luego la reconstrucción de la economía. Siguieron los clásicos razonando sobre un número limitado de premisas; perfeccionaron esos razonamientos, llevaron al extremo el raciocinio lógico y acudieron más tarde a las matemáticas para dar a todo este edificio teórico un rigor, una precisión, una elegancia científica de que hasta entonces había carecido el cuerpo de las doctrinas clásicas. Es así como espíritus profundos como Walras y Pareto, al emplear las matemáticas en la economía política, nos dieron una noción clara y firme de la interdependencia económica que hasta entonces no se había tenido, y con ello llevaron a la ciencia económica a una etapa superior de adelanto. Pero todos ellos la llevaron por un camino que, conforme más se razonaba, más iba alejando al cuerpo de la doctrina de la realidad viviente y de la explicación de sus problemas. Fueron, pues, realizando esta construcción en el aire liviano y alejándose del mundo real que la economía tenía que explicar, a fin de darnos los medios para actuar sobre ella.

Así se llega hasta la segunda crisis de la economía política, pero antes de mencionarla veamos, en líneas generales, cuál era en ese momento el estado del desenvolvimiento de la economía.

9. LA CONCEPCIÓN FUNDAMENTAL DE LA ECONOMÍA CLÁSICA

El hablar de economía clásica o economía tradicional, no significa que se haya llegado a un cuerpo compacto y firme de doctrinas. Había, y sigue habiendo, en la eco-

nomía clásica una gran disparidad de modos de ver en problemas importantísimos de la teoría y de la realidad. ¿Por qué se habla, entonces, de una economía clásica, de una doctrina tradicional? ¿Por qué Keynes arremete contra la economía clásica, como si fuera un cuerpo compacto de doctrinas? Por una razón fundamental: porque a pesar de esas disparidades hay ciertas características esenciales en todos estos pensadores, tanto frente a los hechos, en su empeño por explicarlos racionalmente, como frente a la actitud que se ha de tener políticamente ante esos hechos para actuar sobre ellos.

a) La libre concurrencia y el óptimo de producción

¿Cuáles son esas características comunes de la economía clásica? Ya se han visto seguramente en el primer curso de Economía Política. Anotemos rápidamente en qué consisten; en torno a qué gira la concepción fundamental de la economía clásica. Gira en torno a la figura del empresario, que movido por el incentivo del beneficio, combina los factores productivos y las innovaciones técnicas que están a su alcance, a fin de aumentar la producción y satisfacer el consumo creciente de la población persiguiendo el máximo de provecho. La teoría económica clásica demuestra que —en un régimen de libre concurrencia, sin trabas, sin interferencias del Estado, de sindicatos obreros o coaliciones patronales— los empresarios combinan los distintos factores de la producción en la forma más conveniente para la colectividad. ¿Por qué dice esto la economía clásica y por qué demuestra que esa combinación de los factores es tal que la colectividad recibe el máximo de producto, el óptimo de producción con el pleno aprovechamiento de los factores productivos?

La economía clásica pretende demostrar que, guiados por su incentivo de beneficios y en un régimen de libre concurrencia, los empresarios tienden a alcanzar una situación de equilibrio con el máximo de producto social a repartir. Esta es la primera de sus grandes afirmaciones, concerniente al volumen de la producción, a la tendencia a obtener el óptimo de producción con el total o pleno empleo de las fuerzas productivas, o como diríamos hoy, en lenguaje keynesiano, con la plena ocupación.

Ahora veamos el segundo punto fundamental. Para que pueda llegarse a este estado óptimo, sostienen los economistas clásicos, es necesario que se cumplan ciertas condiciones indispensables en la distribución de los ingresos, esto es, de remuneración de los factores productivos, que la libre concurrencia establece también espontáneamente; se desarrolla, así, la teoría clásica de la distribución.

b) La distribución de los ingresos

¿Cuáles son las condiciones de distribución, compatibles con ese máximo de producción? Al formularlas para llegar al equilibrio óptimo, no deja de ver la economía clásica, a través de los escritos de muchos de sus economistas, que esa forma de distribuir el producto social para alcanzar el máximo de producción, puede ser inconveniente desde el punto de vista ético, político o social. Los economistas clásicos han reconocido este planteo; pero fieles a su raciocinio, se han opuesto siempre a que se in-

terfiera en la libre concurrencia y la libre iniciativa de los empresarios para modificar esas condiciones de distribución y de producción. ¿Por qué razón? Porque sostienen que toda interferencia disminuye el óptimo, es decir, disminuye el máximo de productos e impide el aprovechamiento más eficaz y racional de los recursos productivos.

Por ello prefieren modificar la distribución mediante el impuesto, antes que perturbar la acción de la libre concurrencia. Se consigue así el óptimo de producción y su mejor reparto.

c) El liberalismo económico

Esta es la actitud científica de la economía clásica y, al mismo tiempo, su posición eminentemente política, que ha dado lugar a lo que ustedes tantas veces han oído mencionar como el liberalismo económico o sea aquella actitud del Estado prescindente, que se limita a establecer ciertas condiciones básicas de carácter político o jurídico para el funcionamiento libre de la economía tratando de corregir sus resultados con grados muy distintos de intervención. La creencia es que la economía, librada así a sus propias fuerzas, ha de llegar a la solución más conveniente para la colectividad, desde el punto de vista de la producción, lo cual no es incompatible con el propósito de modificar la distribución por medios políticos.

10. La realidad económica es eminentemente cíclica

Todo este cuerpo de doctrinas, desde el punto de vista científico, han llegado a su refinamiento, tras sucesivas generaciones de economistas, a adquirir un brillo lógico muy grande e impresionante, pero, como he dicho anteriormente, este conjunto de doctrinas clásicas no ha sido capaz de explicarnos lo que ocurre en la realidad. La realidad, a mi juicio, es eminentemente cíclica. El ciclo es la forma típica de crecer que ha tenido históricamente, y sigue teniendo, el capitalismo. La actividad económica, si la observamos en todo el desenvolvimiento capitalista, se expande y contrae continuamente, es una sucesión ininterrumpida de fases de crecimiento en los ingresos, en la ocupación y en la producción, seguidas de fases de decrecimiento, con la consiguiente declinación de la producción y la ocupación. No hay punto de reposo: se asciende para descender y se desciende para ascender nuevamente.

En el desarrollo capitalista, por lo general, el ascenso ha sido más fuerte que el descenso anterior, salvo una que otra excepción, y, en esta forma, con ascensos más fuertes que los descensos precedentes, ha ido creciendo la economía. En ese movimiento, no hay punto de equilibrio; ese movimiento es una sucesión continua de desequilibrios. Sin embargo, la economía clásica pretende demostrarnos que los empresarios, movidos por el incentivo del beneficio, llevan la economía o tienden a llevarla a un punto de equilibrio óptimo. Trataré de demostrar que esta forma ondulatoria del movimiento real, es como se manifiesta en el conjunto de la economía, la acción de los empresarios acicateados por la ganancia en un régimen de libre competencia.

11. EL RAZONAMIENTO DE LA ECONOMÍA CLÁSICA ES INCONCILIABLE CON LA REALIDAD CÍCLICA

¿Cómo se concilia esta afirmación con la observación que sistemáticamente hacemos del movimiento ondulatorio de la realidad? ¿Cómo se concilia la tendencia hacia el óptimo de producción cuando vemos que periódicamente aparecen en la economía fases de aguda depresión de las cuales se sale para crecer nuevamente; y apenas se llega a un punto cercano al de pleno aprovechamiento de los recursos productivos, se vuelve a caer con un enorme desperdicio de fuerzas productivas? ¿Cómo se concilia la economía clásica con esa realidad en la que el capitalismo se nos manifiesta como un fenómeno eminentemente inestable y en que la distribución de los ingresos se hace también en una forma muy distinta de la que postula en sus desarrollos teóricos la economía clásica? No es posible conciliarlo; de ahí la crisis de la economía política, de ahí su ineptitud para explicarnos la manera de ser y de producirse de los fenómenos económicos. En otros términos, si los desequilibrios del ciclo constituyen un mal inherente al proceso capitalista, mal podríamos explicar la realidad cíclica con las doctrinas clásicas que sostienen que ese proceso conduce al equilibrio. ¿Cómo es posible, dirán ustedes, que en tantas décadas de desarrollo y de sistematización, la economía clásica no se haya preocupado de estas discrepancias entre las enseñanzas y la realidad? ¿Vamos a concluir con esto que la economía clásica ha ignorado los fenómenos cíclicos o se ha negado sistemáticamente a verlos? Desde luego que no. Pero no ha tenido frente a esos fenómenos la única aptitud que científicamente puede pretenderse, o sea la de ir desechando las teorías que no logran explicar satisfactoriamente la realidad. En cambio, en lugar de rechazar esas teorías, se ha apegado a ellas y ha tomado sucesivas actitudes, que resumiré a continuación. Una de esas actitudes, ha sido la de explicar, por ejemplo, el agudo fenómeno de la desocupación periódica de la sociedad capitalista por ciertas interferencias o rigideces del sistema económico, que impiden que la distribución se realice de acuerdo con las exigencias del equilibrio óptimo.

12. LA ACTITUD DE LA ECONOMÍA CLÁSICA FRENTE AL FENÓMENO DE LA DESOCUPACIÓN Y LA POSICIÓN DE KEYNES

¿Cuál es el caso típico de explicación teórica de la desocupación por una rigidez? El de los salarios. Hay economistas clásicos que han sostenido que la desocupación, característica de la bajante del ciclo, es el resultado de la falta de adaptación de los salarios a la productividad marginal del trabajo. De acuerdo con la teoría clásica, se demuestra que el salario tiende a igualar la productividad marginal del trabajo. Si los trabajadores, por una razón u otra, se abstienen deliberadamente de aceptar del empresario el salario correspondiente a la productividad marginal, como el empresario no puede pagar un salario superior, se produce la desocupación. Esta ha sido una forma de explicar el fenómeno de la desocupación, por la resistencia a aceptar aquella distribución de los ingresos que conduce al óptimo de la producción. Vean ustedes la consecuencia lógica de la teoría clásica. Hay ciertas condiciones esenciales para llegar al

óptimo, ciertas condiciones de distribución: si ellas no se cumplen porque se interfiere en la libre concurrencia, no se puede llegar al óptimo y hay desperdicio en el empleo de fuerzas productivas. El mismo Lord Keynes, que hizo un gran esfuerzo para emanciparse de las enseñanzas clásicas, cae también en un tipo de explicación eminentemente clásica. ¿Cuál es la explicación de Keynes, con relación al caso que he citado precedentemente? Sencillamente, que cuando el tipo de interés no baja en la medida en que ha caído el rendimiento marginal del capital, o eficiencia marginal del capital, queda una parte del ahorro de la colectividad sin emplear y se produce la desocupación. Para los economistas clásicos anteriores a Keynes, la rigidez de los salarios, que no se adaptaban a la productividad marginal del capital, provoca la desocupación. Por otro lado, Keynes, al pretender salirse de los clásicos, cae en un tipo de explicación eminentemente clásica de la desocupación. A mi juicio, ambas están equivocadas porque en la realidad no se presentan los fenómenos en esa forma.

Esta es la primera actitud de los economistas clásicos frente al problema del ciclo: sostener que no se debe a que el razonamiento sea erróneo o a que sus premisas sean incompletas o falsas, sino a que en la realidad no se ha dejado a los factores abarcados por ese razonamiento ajustarse espontáneamente a las condiciones requeridas por el equilibrio óptimo de la producción; a que hay rigideces, o trabas, en el sistema económico que impiden la adaptación necesaria de los factores.

13. El mal funcionamiento del sistema monetario y los clásicos

El segundo tipo de explicación clásica ha sido de otra naturaleza. Es más frecuente atribuir los excesos de prosperidad y luego el descenso cíclico al mal funcionamiento o manejo abusivo del sistema monetario, que al engendrar una expansión demasiado fuerte trae necesariamente la contracción, o que la libre concurrencia se ha visto perturbada, ya sea por la concentración de las empresas y, por lo tanto, la disminución de la competencia, o por la intervención del Estado o por derechos aduaneros: en fin, por una serie de factores que afectan el desarrollo normal del sistema económico, dentro de la ideología clásica. Este es el segundo tipo de explicación que se ha querido encontrar a los movimientos cíclicos que representan la forma en que crece la economía capitalista.

14. Los factores exógenos y el ciclo económico

La tercera actitud de los economistas ha sido la de atribuir el ciclo a factores ajenos al sistema económico. Son las explicaciones exógenas, es decir, que no pertenecen al sistema económico, como por ejemplo, las guerras, que alteran el funcionamiento del sistema económico. Otros han tratado de encontrar en la variación de las cosechas el elemento perturbador; otros han llegado en sus explicaciones hasta factores de orden cósmico, por ejemplo, suponer que el ciclo es en gran parte el reflejo, a través de la psicología de los individuos, de ciertos fenómenos que ocurren en la esfera so-

lar, y que las alteraciones de optimismo y pesimismo, características del ciclo económico, se derivan de factores cósmicos, de la desigual intensidad en la radiación solar.

También se trata de factores ajenos al sistema económico, que dejaban a los clásicos tranquilos con respecto a la validez de sus propios razonamientos. La economía tendía a llegar al equilibrio, pero factores extraños impedían con sus perturbaciones, que la economía llegara a ese estado de equilibrio. No es que el razonamiento sea malo, sino que en la realidad sobrevienen factores que la teoría no puede tener en cuenta debidamente.

15. LOS FACTORES ENDÓGENOS Y EL MOVIMIENTO CÍCLICO

La cuarta actitud ha sido sencillamente la de dejar desarrollar las teorías cíclicas independientemente del cuerpo de doctrina tradicional. Las tres primeras actitudes son perfectamente compatibles con la validez teórica del sistema clásico, pero la cuarta nos plantea una incongruencia. ¿Por qué? Porque estas teorías a que me refiero en la cuarta actitud son las teorías endógenas del ciclo, o sea aquellas teorías que tratan de demostrar que el ciclo es un fenómeno inherente al propio proceso capitalista; que el ciclo es el resultado lógico, espontáneo, de la forma en que actúan los empresarios, y que éstos no llevan, en su forma de actuar, al equilibrio, sino precisamente, a la sucesión de desequilibrios, característica del ciclo económico.

16. LAS TEORÍAS ENDÓGENAS DEL CICLO SON INCOMPATIBLES CON LAS TEORÍAS DEL EQUILIBRIO ECONÓMICO

Por lo tanto, estas teorías según las cuales el ciclo es un fenómeno inherente al proceso capitalista son totalmente incompatibles con las teorías del equilibrio de los economistas clásicos. No es posible pretender demostrar que la acción de los empresarios, en un régimen de libre concurrencia, tiende a llevar a la colectividad a un punto óptimo de equilibrio y, por otro lado, demostrar que la acción de los empresarios lleva a una sucesión continua de desequilibrios. Hay una manifiesta incongruencia entre estas dos formas de explicar la realidad y, sin embargo, hemos visto con frecuencia que los economistas clásicos por un lado aceptaban todo el cuerpo de sus doctrinas tradicionales y, por el otro, se dedicaban a explicar el ciclo con doctrinas completamente incompatibles con aquéllas.

Precisamente, hace pocos días leí una crítica a un compendio de economía política reeditado hace pocos meses en Estados Unidos, por el profesor Hansen y el economista Garver. Ese compendio es clásico, ortodoxo, y en él se trata de explicar los fenómenos en la forma en que a grandes rasgos he señalado hace un momento. Por otra parte, bien sabemos todos nosotros que el profesor Hansen ha escrito varios libros sobre el ciclo, en los que demuestra que éste es un desequilibrio típico de la economía capitalista. El mismo economista que habla de equilibrio se ha dedicado especialmente en su vida profesional al estudio del ciclo económico y pasa de una cosa a la otra sin

el menor escrúpulo teórico. Ese caso del profesor Hansen, que es uno de los grandes maestros de la Universidad de Harvard, es lo que a mi juicio refleja mejor el estado de incongruencia de la teoría económica. Lo que hace el profesor Hansen lo han hecho casi todos los economistas clásicos, cuando han escrito un libro de economía política: en una primera parte nos han expuesto con gran rigor doctrinario sus teorías del equilibrio, y en un capítulo sobre el ciclo nos exponen la teoría del desequilibrio sin preocuparse de que no pueden combinar dos teorías fundamentalmente distintas; si el ciclo fuera un mero accidente que, de tiempo en tiempo, se registrase en la economía, sí sería posible combinarlas, pero como el ciclo es la forma de moverse de la economía, la teoría del movimiento económico no puede ser otra que una teoría cíclica. Por lo menos esa es mi convicción, que trataré de demostrar en clases sucesivas.

17. La gran depresión mundial, John Maynard Keynes y la segunda crisis de la economía

En este estado de incongruencia teórica e ineptitud para explicar la realidad, sorprende a la economía política la gran depresión mundial iniciada en 1929.

Las dos grandes fallas del sistema, a saber, su profunda inestabilidad y la exagerada desigualdad en la distribución no encuentran pues una explicación satisfactoria en la teoría ni ésta ofrece, en consecuencia, la forma de corregirlas.

La gran depresión mundial pone de manifiesto estos hechos y provoca la segunda crisis de la economía política, que se encuentra desarmada no solamente para explicar la extraordinaria intensidad de la depresión y sus manifestaciones agudas, sino también para sugerir alguna forma practicable de obrar sobre los hechos, a fin de evitar las graves consecuencias económicas y sociales que la depresión traía consigo. Fue en este momento en que comienza a imponerse John Maynard Keynes, que ya había adquirido una considerable notoriedad en el mundo de los economistas por la certidumbre de algunos de sus juicios con respecto a la política monetaria.

Ante el profundo desconcierto de los economistas clásicos que esperaban del libre juego de las fuerzas económicas una solución que tardaba en venir y frente a la funesta visión de los detractores del sistema capitalista, Keynes presenta en aquel entonces una solución al problema, que resulta compatible con un alto grado de libertad económica. Al presentar estas ideas, la fuerza de persuasión, la sencillez y el brillo con que las expone, dan a Keynes un gran número de adeptos y despiertan también violenta oposición entre los economistas tradicionales. Los adeptos surgen, principalmente, como es natural, de la nueva generación de economistas; y la oposición, de sus contemporáneos.

18. La obra de Keynes

Keynes no sólo ofrece una solución práctica, sino que para defenderla construye una nueva teoría del movimiento económico, para lo cual tiene antes que destruir prin-

cipios fundamentales de la economía clásica. Hay tres partes, en la obra de Keynes, que merecen ser destacadas. La más prominente en el momento al cual nos referimos, fue sin duda su solución práctica; la otra fue su crítica a lo clásico, y la tercera su construcción doctrinaria. Evidentemente hay una estrecha vinculación entre las tres partes del pensamiento keynesiano. Pero a pesar de ello, es posible aceptar o impugnar cualquiera de ellas, sin por eso aceptar o negar las dos restantes. La polémica suscitada por la aparición de la "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", de Keynes, dura hasta nuestros días. La conquista de adeptos a su teoría ha sido tan considerable que ha llegado a decirse hace poco tiempo que una vez que desaparezcan de la escena los economistas que hoy tienen más de 50 años, será total el dominio de Keynes sobre el pensamiento económico contemporáneo. Ello es sin duda una exageración; pero estas manifiestaciones reflejan en forma manifiesta el vigor que ha adquirido la polémica keynesiana, la que sigue desarrolándose aun después de desaparecida su figura. A tal punto que el keynesianismo se ha convertido en un dogma que sus discípulos ya no discuten, sino que lo toman como la verdad revelada, salvo algunos detalles o interpretaciones, y erigen sobre el conjunto de las llamadas verdades keynesianas nuevas construcciones teóricas que se alejan cada vez más de la realidad, como es, a mi juicio, la misma construcción de Keynes.

19. KEYNES Y LAS LEYES DEL EQUILIBRIO ECONÓMICO

Yo no voy a hacer en este momento, por ser prematura, la crítica de las doctrinas de Keynes. Pienso ocupar buena parte de este curso en efectuarla, pero antes es necesario recorrer un largo camino; sí quiero señalar, sin embargo, mi convicción de que Keynes, desde el punto de vista teórico, dista mucho de haber resuelto la crisis de la economía política.

He dicho que una de las partes de su obra es la crítica a la economía clásica. Y es curioso comprobar, reflexionando sobre el contenido de la "Teoría general", que Keynes se desliga quizá mucho menos que lo que él cree haber hecho, de la doctrina clásica; más aún, creo que el vicio fundamental de que adolece su obra, desde el punto de vista teórico, está en no haber sabido desenmarañarse completamente de ciertas complicaciones fundamentales de dicha doctrina. En verdad, es sorprendente que los dos críticos más formidables de la doctrina clásica, Marx y Keynes, hayan tropezado con la misma dificultad. Marx porque pretende edificar toda su doctrina e interpretación del capitalismo sobre la base de una teoría del valor, heredada de la doctrina clásica. La teoría marxista del valor es fundamentalmente la teoría ricardiana del valor. En cuanto a Keynes, tampoco logra abandonar por completo los hábitos mentales de los clásicos, que le llevaron a perseguir, en su sistema teórico, la búsqueda de posiciones y leyes de equilibrio en la economía. Trataré de demostrar, oportunamente, que este camino es completamente extraviado, y el haberlo seguido se explica por haber sido Keynes un clásico en la primera parte de su vida, que fueron años decisivos de su formación de economista. En efecto, la parte revolucionaria de Keynes está, desde el pun-

to de vista teórico, en su famosa teoría del multiplicador, que como a su tiempo veremos, es una teoría más del equilibrio económico, muy parecida en su estructura a la vieja teoría cuantitativa de la moneda, que no en vano Keynes en su libro anterior había adoptado como una verdad en materia monetaria. Tal es el vigor de ese hábito mental clásico, del cual Keynes no lograría emanciparse jamás.

Siguió pues a los clásicos en donde menos debió seguirlos, precisamente en la búsqueda de leyes de equilibrio, que es a mi juicio el obstáculo más considerable que tiene por delante la economía política para progresar desde el punto de vista teórico; de modo tal que si no se remueven vigorosamente dichas trabas continuaremos haciendo construcciones ajenas a la realidad. Compréndese que en las primeras etapas de la formación de la economía política haya fascinado a los economistas el pensar que el caos aparente de los fenómenos estaba sujeto a leyes precisas de equilibrio. Pero las leyes de movimiento admiten también un grado muy alto de rigor científico y sólo la persistencia de esos viejos hábitos mentales, impide que se dedique a su indagación el vasto caudal de energía que ello requiere. En esto, pues, Keynes sigue siendo clásico, y en donde deja de serlo al apartarse, fundamentalmente, de la teoría tradicional, que es en su teoría del multiplicador, del ahorro y del interés del dinero, cae, a mi juicio, en inconsistencias lógicas. Los clásicos, como dije anteriormente, construyeron con el andar del tiempo, después del esfuerzo de varias generaciones de economistas, un sistema teórico que es eminentemente lógico. Su razonamiento es estricto, tanto más cuanto se hace gran uso de las matemáticas para explicar y expresar algunas verdades fundamentales. Si todo ese cuerpo de doctrinas lógicas no explica satisfactoriamente la realidad, se debe a que se han tomado premisas incompletas o equivocadas como punto de partida. Porque por más que se razone con rigor, si las premisas de donde parte el razonamiento son equivocadas, la construcción podrá ser muy lógica, pero no corresponde a la realidad. En cambio Keynes no sólo parte —en mi opinión— de premisas equivocadas, sino que su razonamiento carece del vigor de los clásicos en su estructura lógica y además tiene considerables inconsistencias que quitan a su construcción teórica el valor que le atribuyen sus adeptos. Afirmación, dirán ustedes, un tanto sorprendente en quien ha pasado buenas horas tratando de interpretar y estudiar a Keynes. No lo es sin embargo, pues si he afrontado esa tarea ha sido precisamente para poder comprender a fondo la obra de Keynes y no iniciar una crítica que luego tendría que adolecer de fallas corrientes, al basarme en una interpretación arbitraria, equivocada e incompleta de lo que pretendo criticar.

20. EL APORTE TEÓRICO DE KEYNES Y SUS PROPOSICIONES PRÁCTICAS

Por eso creo que el aporte teórico de Keynes será a la larga relativamente pequeño, lo que no quiere decir que su influencia no ha sido y seguirá siendo profunda por mucho tiempo aún, al haber provocado un enorme interés, una considerable efervescencia doctrinaria y un estímulo para la investigación científica. Keynes ha dejado también soluciones prácticas que son independientes de su teoría, que pueden admitirse o rechazarse, con completa prescindencia de su teoría. Dichas soluciones prác-

ticas son de una gran importancia y aun no han sido superadas, a tal punto que, si sobreviniese una nueva depresión económica, Keynes llegaría a adquirir después de muerto, la misma notoriedad que tuvo en la gran depresión mundial. Dirán ustedes que hay contradicción entre mi posición teórica para juzgar a Keynes y mi respeto por algunas de sus proposiciones prácticas. No la hay, pues el aceptar una interpretación de la realidad totalmente distinta de la de Keynes, no implica ver el aspecto favorable que, a falta de otra mejor, podrían tener dentro de ciertas limitaciones, algunas de sus proposiciones prácticas.

21. EXPLICACIÓN KEYNESIANA DEL CICLO ECONÓMICO

Hay otra analogía entre Keynes y los clásicos, que causa cierta perplejidad. Keynes pretende explicar la teoría general de la ocupación y sus variaciones cíclicas, puesto que la ocupación, la producción y los ingresos varían cíclicamente en la realidad capitalista, dejando de lado las teorías que ha venido edificando, entre ellas la teoría del multiplicador, y pasando a explorar un camino distinto, tal cual lo hicieron los economistas clásicos respecto al ciclo económico. Para explicar ese fenómeno de continuos desequilibrios de la realidad, Keynes dedica algunas páginas al final de su obra —las llamadas notas sobre el ciclo— en las que no usa para nada los resultados alcanzados en su discusión teórica. Busca la explicación del ciclo en otra forma vaga. Dice que la fase ascendente termina con un súbito colapso en el rendimiento del capital, sin explicar sus razones ni qué relación tiene con el fenómeno estudiado en la teoría general; o sea que encontramos como en los clásicos, que sus teorías fundamentales son inaptas para explicar la realidad cíclica, es decir la forma en que se desenvuelve el proceso económico en el mundo capitalista.

Este libro se terminó de imprimir en los talleres de
Estilos Gráficos S.A., Morón 2761, Capital,
en el mes de enero de 1992.
La encuadernación de los tres tomos de la obra
estuvo a cargo de Polosecki S.C.A.