

En esta nota queremos inquirir más a fondo sobre la teoría económica que se aplicó en 1939 para reformar el sistema monetario, permitiendo una emisión ilimitada contra redescuentos. Para ello vamos a examinar dos pequeños libros que se publicaron en la década de los años '50, en los cuales se expone una base teórica para tal reforma. Naturalmente, no podemos pretender que fue esa la forma concreta de la teoría que influyó en los actos legislativos de 1939 y 1950, el primero que implantó, y el segundo que consolidó el cambio (después de una vacilación acusada en 1948, cuando se impuso un tope a la emisión contra redescuentos) ya que los libros son de posterior aparición. Pero parece razonable utilizar un supuesto de continuidad cultural para presumir que ambas obras pertenecen a la misma corriente intelectual que fundamentó la innovación legislativa y, por ende, que la teoría que exponen es en líneas generales la misma que antes se había puesto en práctica.

■ Pablo Bucheli, "El sistema dinerario del Uruguay"

Este volumen es mucho más general en su temática que el otro, de Enrique Iglesias, que nos ocupará más adelante. De ahí que lo tratemos en primer lugar, aunque su aparición es más reciente. Fue publicado en 1957, por el Instituto de Teoría y Política Económicas de la Universidad de la República; luego reimpresso por CEMLA (México) en 1971. Básicamente en su temática pueden distinguirse tres partes: una general sobre sistemas monetarios; un enfoque histórico del sistema uruguayo; y un análisis crítico de este, seguido de una propuesta concreta de reforma. El punto que ahora nos interesa es incidental en el libro de Bucheli (mientras que ocupaba un lugar central en el de Iglesias) por lo cual nuestro tratamiento de aquí no pretenderá ser sistemático, sino que se contentará con entresacar para su exposición algunas proposiciones relevantes desde nuestro ocasional punto de vista. Estas nos parecen clasificables bajo tres rubros.

1- Concepto de elasticidad y seguridad.

Bucheli afirma que el redescuento como "puntal" de emisión, referido a "documentos que responden a transacciones realmente efectuadas", "da elasticidad al sistema sin afectar la seguridad" (p. 58). En otras palabras: el instrumento permite la adaptación de la oferta monetaria a las fluctuaciones del ingreso real, sin generar impulsos desestabilizadores. Es lo que en la última nota presentamos como la doctrina de las "letras reales".

Concordantemente, al analizar un sistema de emisión ligado al oro, el autor le atribuye una expansión real de la economía concomitante con un crecimiento correlativo de la emisión, el arribo de ésta a una cota máxima derivada del stock metálico del banco emisor se le representa como un problema insoluble: "hay que detener la producción en el momento que se llega al tope", afirma (p. 36).

2- Vinculación del sistema monetario con el concepto del estado.

El sistema metalista se vincula con la concepción liberal del estado (restringido al cumplimiento de sus funciones esenciales). La alternativa, que el autor llama sistema "rentalista" se conecta con una concepción del estado en que una diversidad de metas, que en lo económico incluyen; inter alia, el crecimiento, el nivel de empleo y la distribución del ingreso. El autor expresa:

"La Constitución (de 1830) consagró un Estado liberal y es indudable que para un Estado con estas características nada mejor en materia monetaria que un sistema metalista" (p. 28).

3- Modelo económico general.

La adopción del sistema "rentalista" se propicia en función de ciertos supuestos sobre la estructura económica, y sobre la relevancia del manejo de determinadas variables como las

Dinero, Soberanía y bienestar (XIII)

Dinero y capital

trumentos de política. Entre ellos:

- Los precios son rígidos, por lo tanto una insuficiencia de oferta monetaria no puede ajustarse por su baja; por lo tanto, además, la expansión monetaria genera crecimiento real mientras haya recursos ociosos (pp. 6, 12-13).

- La tasa de interés no funciona como variable de ajuste del nivel de actividad y del equilibrio externo en los países subdesarrollados (p. 25).

- La vulnerabilidad externa de los países subdesarrollados hace que deban implantar de manera permanente el control de cambios (p. 62).

- La oferta monetaria debe controlarse, entre otros instrumentos, mediante la variación de las tasas de redescuento, la fijación de requisitos mínimos de encaje, las operaciones de mercado abierto y la fijación de toques de cartera (pp. 58-59).

Si perjuicio de que oportunamente regresemos sobre el libro de Bucheli, nos detendremos un instante a observar un par de dificultades que el planista ya a primera vista. A saber:

- Se atribuye a la emisión contra redescuentos la virtud de la seguridad. Es decir, ella no es inflacionaria porque se emite para financiar la producción de un flujo real de bienes y servicios (doctrina de las letras reales). Al mismo tiempo, se presume que los precios son rígidos mientras haya recursos ociosos. De ello se desprende que cualquier sistema de emisión es seguro mientras haya desocupación. Se desprende también que bajo una coyuntura de ocupación plena no es admisible sostener que la emisión contra redescuentos es segura.

- Se atribuye a la emisión contra redescuentos la virtud de la elasticidad, vale decir, la aptitud para ajustar paso a paso la oferta de dinero a la demanda. Nos parece que esa cualidad sólo tiene sentido atribuirle a un sistema que funciona de manera automática. Si la autoridad monetaria va a utilizar la variación de las tasas de redescuento, va a realizar operaciones de mercado abierto, va a regular los requisitos de encaje, etc., debe ser porque tiene metas precisas respecto de los niveles óptimos de uno o más agregados monetarios a través del tiempo, y en esa hipótesis no queda ninguna función a cumplir a un mecanismo automático de control monetario.

■ Enrique Iglesias, "El redescuento bancario en la política monetaria nacional"

Esta monografía también fue publicada por el Instituto de Teoría y Política Económicas, y apareció en 1955, cuando su autor era un hombre sumamente joven.

En el libro de Iglesias encontramos algunos ingredientes que figurarán más tarde en el de Bucheli. En primer lugar, la doctrina de las letras reales, que se expone con mucho mayor detenimiento, determinando la afirmación de las virtudes de elasticidad y seguridad respecto del sistema, y enfatizando el carácter previo del proceso de expansión real al que la expansión monetaria meramente sirve: "la influencia del redescuento en su creación de billetes", expresa el autor, "viene a hacer líquidas demandas ya creadas" (p. 36). En segundo lugar, elementos de inspiración keynesiana que en alguna medida entran en colisión con la doctrina de las letras reales, en virtud de la automaticidad con que ésta concibe el ajuste de la oferta de dinero a la demanda. La contradicción es particularmente frontal cuando el autor prevé que en una primera etapa de expansión real el impulso ha de provenir de la financiación deficitaria del gasto gubernamental, "con lo que se provocará en la plaza una paulatina elevación de precios que tonificará al mercado volviendo favorables las expectativas del empresario y por consiguiente moviendo su decisión a invertir"

(pp. 16 y 17). ¿En qué queda entonces todo lo que se dice en el mismo volumen sobre la seguridad del sistema de emisión sobre redescuentos?

Pero aparte de estos ingredientes que se superponen en las dos monografías, la de Iglesias, tal vez por la mayor especificidad de su temática, tiene dos aspectos que le son propios, y que a nosotros nos parecen reveladores, en sentidos que quedarán de manifiesto. Nos referimos a (1) una teoría de la oferta y demanda de dinero (2) a una teoría sobre la financiación del desarrollo, que incluye —punto crucial— la capitalización de la economía con cargo al crédito. Detengámonos un instante sobre cada uno de estos dos aspectos.

1- Oferta y demanda de dinero. En teoría económica se distinguen dos clases elementa-



Enrique Iglesias.

les de magnitudes: flujos, como el PBI, las exportaciones, o la producción de cebada, que tienen una dimensión temporal (pesos, o dólares, o toneladas, por año, o por mes, etc.) y stocks, como la superficie de tierra arable, o las existencias de vino en toneles, o el capital del país, que carecen de espesor temporal (hectáreas, o hectolitros, o pesos, referidos a un instante, a una fecha). El dinero es parte del capital, y como tal un stock. La teoría monetaria tradicional (en realidad toda la que nosotros conocemos) ha enfocado la oferta y la demanda de dinero como oferta y demanda de un stock. La oferta monetaria en un momento dado, es la cantidad de dinero que hay. La demanda es la cantidad de dinero que la gente quiere tener. Ambos stocks pueden ser iguales, en cuyo caso el mercado de dinero está en equilibrio; o desiguales, en cuyo caso el consiguiente desequilibrio va a poner en movimiento algún mecanismo de ajuste.

Iglesias se aparta de esta veterana tradición (sin decirnos ni por qué, ni siguiendo a quién) y considera que "la multiplicación de los medios de pago (billetes y depósitos movilizables por cheque) por sus respectivas velocidades... constituye la oferta de medios de pago de la colectividad" (p. 11). En cuanto a la demanda por dinero, ésta equivale al flujo de transacciones que los agentes económicos desean realizar (p. 12 y 55).

Puede parecer una innovación inocente, y tal vez pudiera haberlo sido —si descontamos el tremendo empobrecimiento teórico que comporta desconectarse con la gran tradición de teoría monetaria— pero nosotros sospechamos que puede haber dado origen a un error importante en toda la concepción de la reforma monetaria que nos está ocupando.

Permítanosos ilustrar lo que queremos decir con un ejemplo. Supongamos que atribuimos valor 100 al PBI de un país en un lapso determinado, y que, usando la misma unidad de cuenta, tenemos que el stock medio de dinero en el período fue de 20. Esto significa que cada unidad de dinero circuló 5 veces por término medio, lo que la velocidad media de circulación fue 5).

Ahora supongamos que en ese mismo país hay agentes económicos que proyectan una expansión del producto que en

el próximo período será de 10. Si el plan llega a realizarse, el PBI pasará de 100 a 110. ¿Qué ocurrirá con la demanda de dinero? Para la teoría tradicional, podría esperarse que aumentara en la misma proporción del producto, 10 o/o, o sea 2. Según la definición de Iglesias aumentará 2 x 5, o sea 10, igual que el producto. Si nos acordamos que este aumento de 10 no se refiere a 10 unidades monetarias nuevas a crearse, ya que las que se "emitan" van a estar afectadas por el coeficiente de velocidad, el concepto de demanda-flujo por dinero sería, como decíamos, inocente. Pero existe el peligro —y el lector no debe apresurarse a descartarlo por inverosímil— de que esa diferencia entre flujos y stocks sea de hecho olvidada.

Obsérvese, precisamente, que

se contestan sí y no, respectivamente.

■ Dinero y capital

Permítanosos regresar al ejemplo ya usado, del país cuyo PBI era de 100 y la oferta monetaria de 20. Y remitámonos asimismo al proyecto de incrementar en 10 el producto. Supongamos ahora que ese proyecto se ubica en la industria lanera. Que ésta antes estaba dedicada a la exportación de tops, y que ahora hay industrias que proyectan producir tejidos. Supongamos que la planta y maquinaria de tejeduría está ya disponible. ¿Qué es lo que los empresarios del ejemplo necesitan para empezar a trabajar? La respuesta implícita en la doctrina de las letras reales es dinero. La respuesta que a nosotros nos parece correcta es capital (capital de giro, para ser más precisos).

Obsérvese este aspecto fundamental. Supongamos que el flujo de nueva producción ya está corriendo. Las ventas financiarán las compras de tops, mano de obra, productos químicos y energía que deberán hacer los empresarios, permitirán remunerar el capital y pagar los impuestos que se devenguen. Pero desde el principio habrá un stock de tops, productos químicos, tejidos terminados, etc. que no tiende a desaparecer, y que las ventas corrientes no pueden financiar. Todo eso es capital real, recursos escasos que no pueden acumularse sin la abstención de los agentes económicos de consumir una parte de los bienes producidos, es decir, sin ahorro.

¿Qué ocurre si los empresarios textiles quieren aumentar la producción en 10 unidades y para ello solicitan crédito? Pues ocurre, si todo lo demás no cambia, y especialmente si el banco emisor se abstiene de realizar una expansión "ad hoc" de la oferta de dinero, que los empresarios textiles tendrán que pujar con los otros empresarios por un flujo de crédito dado. Si la economía estaba previamente en equilibrio, ese flujo de crédito se corresponderá con el flujo real de recursos disponibles, a través del ahorro voluntario de la comunidad para la capitalización. Y al aumentar ahora la demanda de crédito, el disponible tendrá que racionarse por la forma natural en que esto se verifica, es decir, a través de un alza en la tasa de interés. La capitalización real sólo podrá aumentar si el alza de la tasa de interés restringe el consumo y libera así un flujo adicional de recursos.

¿Qué ocurre, en cambio, si el banco central emite billetes y los presta a los empresarios textiles? Pues ocurrirá que la emisión adicional ampliará el flujo de crédito nominal, impidiendo el alza de la tasa de interés. Pero las demandas de los empresarios para invertir (capitalizar) y de los individuos, familias y gobierno para consumir excederán entonces de la oferta factible, dada la capacidad instalada. Y de alguna manera ese exceso de demanda tendrá que frustrarse. Normalmente ello ocurrirá a través de un alza de precios. Saber si el flujo de crédito real se ampliará o no es im-

posible con los datos de este esquemático ejemplo. Pero si ello ocurriera, sería a través de la transferencia de riqueza de los consumidores a los empresarios a través del alza de precios, con el consiguiente aumento del ahorro.

Consiguientemente, la expansión del flujo nominal de crédito no es un medio adicional de capitalizar la economía. Es una manera de poner poder de compra en manos de los destinatarios del crédito incremental, quitándoselo a otros: a consumidores principalmente, en cuyo caso se generará lo que se ha llamado ahorro forzoso, y así se posibilitará la mayor inversión real, o a otros empresarios, y entonces la expansión del crédito nominal sólo alterará la composición del nuevo capital.

La vinculación de la emisión con el redescuento de ciertos documentos comerciales no significa absolutamente nada en cuanto a dosificar correctamente la magnitud del flujo de crédito. La significativo, visto desde la perspectiva en que Iglesias se sitúa, lo mismo que Bucheli, es determinar si existen recursos ociosos cuando el crédito se expande, lo que reduciría su potencialidad inflacionaria. Este estado de cosas —que, dicho sea de paso, tenía poco o nada que ver con la situación de la economía uruguaya a la sazón— no se conecta en absoluto con las operaciones del descuento y redescuento de documentos comerciales.

Una palabra sobre la demanda monetaria. Una expansión real normalmente incrementará la cantidad demandada de dinero, pero la emisión contra redescuentos tampoco se presta en absoluto para cuantificar el stock incremental demandado; el cual, como es obvio, estaría lejos de quedar con el flujo de producción adicional proyectada la relación elemental que el sistema de los redescuentos presupone.

Unas pocas proposiciones adicionales se derivan de nuestro análisis; vamos a consignarlas a modo de conclusión.

- Al fin y a la postre, parece que la idea motriz de la reforma monetaria en base a los redescuentos fue la quimera del capital acumulado por una vía indolora, que permite saltar el ahorro.

- Desde la perspectiva que hemos alcanzado, la emisión contra redescuentos se percibe como una manera de mantener la tasa de interés deprimida por debajo de su nivel de equilibrio. Como lo enseñó el sueco Knut Wicksell a principios del siglo, la consecuencia inevitable de ello es la inflación.

- Toda pretensión de automaticidad del sistema —toda pretensión de que el sistema es seguro— se diluye en un mar de inconsistencias. Bajo la fachada de la doctrina de las letras reales, ingresó el concepto de una moneda dirigida —"papel moneda controlado", al decir de Iglesias (p. 6)— que nos hizo avanzar a tropezones hacia niveles crecientes de inestabilidad.

Lo dicho en modo alguno agota el tema, pero por ahora deberá bastar. Ya hemos dedicado tres artículos a preguntarnos cuál fue la base teórica en cuyo mérito abrimos a la inflación de par en par las puertas de nuestro país. Urge que ahora nos preguntemos a quién le interesó que la inflación penetrara en nuestro territorio y se internara tan profundamente en él.

R.D.

BUSQUEDA SEMANAL

SUSCRIBASE

Tels. 91.01.43 - 90.20.10