

Hemos examinado los hechos de la inflación uruguaya entre 1940 y 1973. Estos hechos podrían resumirse, contrastando otra vez el período inflacionista con un período de referencia previo, caracterizado por la estabilidad, en las tasas anuales de crecimiento de los precios y un agregado monetario, (a cuyo efecto seleccionamos el dinero en sentido amplio):

Período	% anual de crecimiento Precios	M-2
1919 - 35 (17 años)	0	3,4
1940 - 73 (34 años)	24,1	23,8

Y para resumir la interpretación de la inflación en 1934-73 podríamos decir que ella fue tanto mayor que cero —al punto que los precios se multiplicaron según un factor de más de 1.500— porque la cantidad de dinero aumentó tanto más rápido que 3,4 %, o cualquier otra cifra asociable con el crecimiento real de la economía: M-2 se multiplicó por más de 1.400, mientras el producto se multiplicó apenas por poco más de 2 (habiendo crecido a una tasa media del 2,2 %).

De ahí surge inmediatamente la pregunta: ¿por qué creció tanto el dinero en 1940-73? O bien, ¿por qué creció tanto más rápido que en 1919-35?

El terreno que hemos recorrido en los artículos anteriores puede servir para orientarnos. Sabemos, por ejemplo, que hasta 1935 la emisión de billetes (o la base monetaria, que a los efectos que nos interesan viene a ser igual) estaba ligada al oro según una paridad que se mantenía desde 1862. Es obvio que, si ese vínculo hubiera subsistido, ni la cantidad de dinero hubiera crecido ni remotamente como lo hizo, ni la trayectoria de los precios se hubiera parecido en nada a la que de hecho describieron.

Una pregunta que se conecta con las anteriores es: ¿por qué se reformó un sistema que había proporcionado tanta estabilidad? Dicho de otro modo: ¿por qué se cortó el vínculo que había mantenido al peso uruguayo unido al oro, del cual aquél había derivado tanta solidez?

En este artículo y el próximo nos dedicaremos a procurar respuestas para estas interrogantes. La etapa siguiente consistirá en inquirir qué fue lo que hizo que el dinero creciera, una vez que se implantó la reforma monetaria que posibilitó semejante expansión. Advirtase bien que son dos cuestiones distintas. Una inquiriere sobre las causas de la inflación; la otra sobre la condición previa de la inflación. A ésta nos abocaremos en primer término.

■ Una cuestión de teoría

Ocurrió, por de pronto, que el Uruguay cambió la teoría que usaba para gobernar la emisión de billetes. El porqué la cambió es otra cuestión, que veremos más adelante. Primero ocupémonos de conocer qué teoría se había usado antes, y cuál fue la que la sustituyó.

En cierto momento de esta serie (Nota V) vimos que la reforma fundamental que permitió el crecimiento ilimitado de la cantidad de dinero fue la autorización al Banco de la República para redescantar documentos de la cartera de los bancos comerciales, sin tope. Antes de ello los redescuentos habían tenido un máximo. Dado el stock de oro del banco emisor, la emisión total tenía un límite. En toda la legislación anterior el redescuento no era más que un instituto regulador de la parte fiduciaria de la emisión. El BROU podía emitir para redescantar papel comercial pero no para adquirir, digamos, obras de arte. Se regulaba la cartera del instituto emisor, pero sin afectar el tope global de sus pasivos.

Pongamos un ejemplo. Supongamos que el banco emisor de un país tiene un stock de oro que vale 100. Supongamos que la legislación de ese país obliga al banco emisor a mantener un stock de oro no menor del 40 % de la emisión. Evidentemente, la emisión no puede exceder de 250. Veamos cómo podría lucir el balance de ese banco central:

Activo	Pasivo y patrimonio
Oro (Encaje)	100 Billetes emitidos
Cartera	150 Patrimonio
Edificios, muebles y útiles	10
	260
	260

Dinero, soberanía y bienestar (XII)

La doctrina de los redescuentos

La legislación puede establecer reglas sobre la composición de la cartera del banco; por ejemplo, puede disponer que no debe estar integrada por letras de tesorería en más de determinado porcentaje; o que el papel comercial apto para ser redescantado no puede tener un plazo de vencimiento mayor de seis meses; o que tiene que representar crédito otorgado a tales o cuales sectores, y no a otros; etc. Pero nada de ello afecta el máximo de billetes que pueden emitirse.

En cambio, supóngase que se elimina el requisito del encaje oro mínimo. Entonces con el tiempo podríamos tener un balance así:

Activo	Pasivo y patrimonio
Oro (Encaje)	100 Billetes
Cartera	1.500 emitidos
Edificios, muebles y útiles	10 Patrimonio
	1.610
	1.610

O cualquier otra cifra de emisión y de cartera. Y también podría desaparecer todo el oro, sin que nada ocurriera del lado del pasivo, pues la pérdida de activos externos (encaje) podía compensarse con un aumento de los activos domésticos (cartera).

Las cuestiones pertinentes son: ¿Por qué se imponía antes un stock mínimo de oro? ¿Y por qué se eliminó luego ese requisito?

Comencemos con la primera pregunta. Una relación mínima encaje metálico-emisión representa simplemente una regla sencilla para representar la política paradigmática del banco emisor bajo el régimen de convertibilidad de los billetes (patrón oro). Durante la primera mitad del siglo XIX se discutió mucho en Gran Bretaña sobre si la política crediticia del Banco de Inglaterra debía someterse a regulación legal. Había quienes sostenían que era innecesario legislar al respecto, ya que la necesidad del Banco de Inglaterra de conservar su stock de oro representaba una restricción suficiente y adecuada sobre su política crediticia. Triunfó la posición opuesta, al dictarse la Ley Peel de 1844, que fijaba un máximo a la emisión fiduciaria (la que obviamente implicaba un tope de cartera para el Banco de Inglaterra) pero desde nuestra perspectiva actual lo que interesa es que la convertibilidad de los billetes constituía en sí misma una restricción sobre la expansión monetaria. Para que esa restricción sea eficaz no es necesario que haya convertibilidad a oro; basta un régimen de cambio fijo, que de alguna manera implica la convertibilidad de los billetes en divisas.

En cualquiera de esas condiciones —relación fija de la unidad monetaria con el oro o con otra moneda, sin restricciones para que los agentes económicos se presenten a convertir sus billetes en las ventanillas del banco emisor, u operen libremente en el mercado de cambios— si el crédito del banco emisor (es decir, su cartera) se expande indebidamente, el banco emisor pierde reservas, lo que obliga a detener y aún revertir la expansión del crédito.

Imponer al banco emisor una restricción adicional, de carácter legal, no es más que expresión de la desconfianza con que tales instituciones solían ser miradas en el siglo XIX. La tónica de la actitud se aprecia en la famosa advertencia de Ricardo:

"La experiencia muestra que ningún estado ni ningún Banco ha tenido jamás el poder irrestricto de emitir papel moneda, sin abusar de ese poder; en todos los Estados, por lo tanto, la emisión de papel moneda debería hallarse bajo alguna restricción y control..."

Ricardo continúa diciendo que la restricción ideal consistía en la convertibilidad a oro de los billetes, pero cuando escribía esto, en 1817, regía la inconvertibilidad decretada en 1797, como consecuencia de la guerra con Francia, y esa situación se mantendría aún varios años. En esa hipótesis alguna forma de control institucional de la emisión es imperativo, de lo contrario la potestad emisora será abusada: éste era el mensaje clásico.

Cuando en 1939 se reforma el sistema de

emisión uruguayo la admonición, ricardiana es abiertamente desatendida. El sentido de la reforma consistió precisamente en eliminar el control legal cuantitativo de la emisión, y reemplazarlo por requisitos cualitativos sobre el contenido de la cartera del banco emisor. Ricardo habría objetado que no era bastante, y habría pronosticado que la cartera de papel comercial redescantado estaba llamada a inflarse indefinidamente, dando origen a una caudalosa corriente de dinero nuevo, que funcionaría como combustible de una gran inflación. Ya sabemos que todo esto ocurrió. Ahora queremos averiguar por qué se reformó el sistema legal en la manera que posibilitaría esta evolución.

Las viejas teorías nunca desaparecen simplemente; son sustituidas por otras. El universo cultural tiene el mismo horror al vacío del universo físico. La teoría clásica fue reemplazada, en lo político y en lo económico, por otras posturas teóricas. A ellas se dirige ahora nuestra atención.

■ La revalorización del estado

Considere el lector este texto legal: "(El instituto emisor) mantendrá una circulación adecuada al desarrollo económico equilibrado, teniendo presente: sus efectos sobre la economía en su conjunto, la relación de costos y precios internos e internacionales y la disponibilidad y costo del dinero".

La disposición está extractada de la ley 13.243, de 20 de febrero de 1964. El detalle de su significado es sumamente oscuro. En parte parece aludir a algunas de las cuestiones más abstrusas de la teoría económica, como la relación entre política monetaria y crecimiento real; en general parece sencillamente un galimatías. No es lo que ahora nos interesa, sin embargo. Lo que queremos destacar es la diferencia abismal que separa este texto de sus predecesores tradicionales. Por décadas y décadas la ley había dicho básicamente: prohibido emitir más de dos veces y media el stock de oro. ¿Cuáles eran los presupuestos de aquél viejo sistema de emisión? Eran dos: confianza en la experiencia (el sistema había funcionado así satisfactoriamente durante mucho tiempo) y desconfianza en las autoridades (admonición de Ricardo).

¿Cuáles son los presupuestos de la ley que estamos considerando? Son también dos: que los gobernantes son sabios (pueden comprender un texto como el transcripto, y son capaces de aplicarlo) y que los gobernantes son santos (Ricardo estaba equivocado, el poder irrestricto de emitir no sería abusado).

La ley se dicta a principios de 1964. En el bienio anterior la base monetaria había crecido a razón de más del 20 % por año. ¿Se trataba de los requerimientos de un desarrollo económico equilibrado? Difícilmente, ya que en el último bienio el producto había bajado a razón del 1 % anual, con un alza de precios de más del 26 % al año, y una pérdida de reservas del orden de 200 millones de dólares de 1960. Ciertamente la teoría y la práctica iban por caminos totalmente distintos.

Oportunamente vimos que el miembro informante de la reforma monetaria de 1939, Dr. Bado, invocó una nueva escuela económica, la **economía dirigida**, para justificar el cambio. Este concepto, desprovisto de todo patrocinio académico significativo, hizo furor en el Uruguay de los años '30. En un libro editado en 1938, un autor compatriota citaba a André Piettre para sugerir que la gran confrontación intelectual de nuestro tiempo sería entre el liberalismo y la economía dirigida (O. P. Bellán y Oscar Núñez Orens. "La política de los contingentes..."). La nueva escuela parecía tener sus aplicaciones prácticas en la política francesa de la época, sobre todo con su implantación de un sistema de cupos de importación en 1931, y en la política económica de Alemania e Italia.

De manera global, el cambio representa un desplazamiento del centro de gravedad del sistema de asignación de recursos, del mercado hacia las decisiones de los gobernantes. Ese tránsito debía manifestarse en dos consecuencias importantes. En primer lugar, la actitud de sospecha que había

inspirado las restricciones al poder emisor de los bancos centrales, lo mismo que, en lo político en general, todo el sistema de **checks and balances** de la constitución de los EE.UU., se vuelven anacrónicos. Si la sociedad tiene un mecanismo automático que resuelve sus problemas básicos, bien puede dedicarse a poner cortapisas a la acción de los magistrados a quienes confía el ejercicio del poder público. Otra cosa acontece cuando el funcionamiento del sistema depende básicamente de las decisiones de esos magistrados. Trabajarles la acción se vuelve entonces algo así como una forma de sabotaje.

En segundo lugar, y en estrecha conexión con lo anterior, cambia la concepción paradigmática del gobernante. El gobernante republicano arquetípico es un hombre común; virtuoso, pero con poderes intelectuales normales y corrientes. El ideal de gobernante de la nueva teoría es un superhombre, con una fuerza intelectual como para entender y aplicar disposiciones como la de la ley de 1964.

■ Las letras reales

En lo específicamente económico la nueva teoría echó mano de una vieja doctrina de las **letras reales**, o **pagarés reales**, que había aparecido en la controversia monetaria inglesa de la primera mitad del siglo XIX, merced a las plumas de Tooke y Fullarton, luego se extendió a Alemania, con los escritos de Nasse y Wagner, y más tarde Bendixen, fue tenida en cuenta en la organización del sistema de la Reserva Federal de los EE.UU., y de modo general ha exhibido una notable ubicuidad. Exenta de una paternidad académica ilustre, esta doctrina rara vez ha sido objeto de un análisis cuidadoso, y su plausibilidad **prima facie** ha permitido que se filtrara una y otra vez en los sistemas legislativos de una variedad de países.

El meollo de esta doctrina radica en señalar que, en la medida que un banco financia una operación comercial ya transada entre empresarios, mal puede influir sobre el precio de las mercancías respectivas. De la misma manera, si el banco que ha descontado el "conforme" del comprador se provee de billetes en el instituto emisor redescantando el documento, tampoco hace otra cosa más que adaptar la masa monetaria al flujo real de bienes. De ahí que la emisión basada en el redescuento de documentos de adeudo por transacciones genuinas ya realizadas sobre bienes producidos (letras, o pagarés, reales) se juzgase exenta de potencialidades inflacionarias. Al mismo tiempo se le atribuía una virtud positiva importante: el dotar de flexibilidad al sistema de emisión. Ya vimos que el miembro informante de la ley del '39 en el Senado, Dr. Augusto César Bado, había afirmado:

"No se concibe la expansión económica sin el aumento correlativo del circulante". Dando a entender que si no se aprobaba el proyecto de emisión contra redescuentos, la escasez de dinero terminaría ahogando la expansión real de la economía uruguayo.

Sobre esta doctrina de las letras reales tenemos razones de ser escépticos, a la luz de nuestra experiencia. Sabemos que bajo su égida la inflación prosperó mucho más que la corriente real de bienes y servicios. Tal escepticismo no es, sin embargo, bastante para nuestros propósitos. Estos abarcan nada menos que resolver el problema de cómo debemos organizar nuestro sistema monetario. O, para decirlo empleando los conceptos que figuran en el título de la serie, cómo debemos usar nuestra soberanía en el campo del dinero en manera apta para promover el bienestar de nuestra población. Para movernos en esa dirección no nos basta concluir que en tal o cual ocasión los uruguayos nos equivocamos. Necesitamos saber además en qué consistió nuestro error.

Para ello queremos dedicar una mirada más cuidadosa a la teoría económica que hoy más que nada nos limitamos a exponer en líneas generales. Para hacerlo, en nuestro próximo artículo vamos a ocuparnos de la literatura económica uruguayo en que se expusieron la doctrina de las letras reales y la concepción más general de una moneda dirigida. Con tal fin analizaremos dos libros aparecidos en la década de los años '50, o sea el decenio en cuyos albores quedó consolidada (con la ley de 16-11-50) la eliminación del oro como restricción al crecimiento de la base monetaria. Nos referimos a "El sistema dinerario del Uruguay" del Cr. Pablo Bucheli y, sobre todo, dada la especificidad de su tema y el detalle con que está expuesta la teoría pertinente, "El redescuento bancario en la política monetaria nacional", del Cr. Enrique Iglesias.

Ese será el tema de nuestro próximo artículo.

R. D.