



**ANALES DE LA ACADEMIA NACIONAL
DE CIENCIAS DE BUENOS AIRES**

SEPARATAS TEMÁTICAS

**DOLARIZACIÓN
Y
CONVERTIBILIDAD**

**BANCO CENTRAL
DE LA
REPUBLICA ARGENTINA**
**UN PESO
Argentino**



BUENOS AIRES

ANALES DE LA
ACADEMIA NACIONAL
DE CIENCIAS DE
BUENOS AIRES

SEPARATAS TEMÁTICAS Y OTROS ESTUDIOS

DE LA ACADEMIA NACIONAL DE
CIENCIAS DE BUENOS AIRES

DOLARIZACIÓN
Y
CONVERTIBILIDAD



BUENOS AIRES

Braunstein, José
Dolarización. Separatas de Anales de la Academia Nacional
de Ciencias de Buenos Aires: / compilación de José
Braunstein. – 1ª ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires:
Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires, 2023.
Libro digital, EPUB
Archivo Digital: descarga y online
ISBN
1. Ciencias Sociales y Humanidades. I. Título.
CDD 300.2

Director de Anales
Académico Dr. José Braunstein
Consejo Asesor de Anales
Académico Dr. Roberto J. Walton
Secretaria de Publicación
Lic. Karina Líbano

ANALES

Dirección-E: info@ciencias.org.ar // www.ciencias.org.ar
Dirección postal: Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires/ Av.
Alvear 1711, 3º Piso – C1014AAE – CABA – República Argentina
© Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires.

PRESENTACIÓN

COLECCIÓN DE SEPARATAS TEMÁTICAS DE ANALES DE LA ACADEMIA NACIONAL DE CIENCIAS DE BUENOS AIRES

La Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires fundada en 1935 tiene como misión promover las actividades científicas en el país y proveer asesoramiento multidisciplinario independiente sobre cuestiones atinentes a las ciencias, la técnica y su filosofía. Una forma de promover las actividades científicas nacionales es crear un ámbito de difusión del conocimiento a través del dictado de conferencias, realización de encuentros, talleres y congresos. En este contexto, lo publicado en esta *Colección de Separatas temáticas* se origina en sesiones de Plenario, de realización mensual, en las que en forma alternada los Académicos titulares y correspondientes dan conferencias sobre sus disciplinas. Estas publicaciones pasan a conformar los Anales de la Academia y pueden ser consultadas online.

Es importante destacar el carácter interdisciplinar eje de las presentaciones, ya que nuestra Academia está compuesta por siete Secciones que dan riqueza y permiten estudiar los temas desde distintas aristas. Estas secciones son: Derecho y Ciencias Sociales y Políticas; Medicina, Veterinaria y Ciencias afines; Ciencias Exactas y Naturales; Ingeniería, Arquitectura y Artes; Ciencias Económicas; Filosofía, Educación y Letras; Historia, Sociología y Antropología. Y a su vez en la Academia tienen sede 8 Centros o Institutos, relacionados a cada disciplina, y en los que participan investigadores de reconocida trayectoria.

Además de destacar el aspecto multidisciplinario de las conferencias merece atención especial la independencia de las opiniones, que son respetadas bajo la consigna de priorizar los datos científicos y comprobables, que sirvan de fuente fidedigna para la sociedad.

Dra. Damasia Becú de Villalobos
Académica presidente

La publicación de los trabajos de los Académicos y disertantes invitados se realiza bajo el principio de libertad académica y no implica ningún grado de adhesión por parte de otros miembros de la Academia, ni de ésta como entidad colectiva, a las ideas o puntos de vista de los autores.

ÍNDICE

PRESENTACIÓN DE LAS SEPARATAS TEMÁTICAS

Dra. Damasia Becú de Villalobos	1
Académica Sitial Germán Burmeister	
Presidente de la ANCBA	

PREFACIO

Dr. José Braunstein.....	5
Académico Sitial Florentino Ameghino	
Director de Anales	

LA CONVERTIBILIDAD EN EL SIGLO XIX

Dr. Elías Salama	9
------------------------	---

LAS RAZONES DEL FRACASO DEL GOLD STANDARD EN ARGENTINA 1867-1899

Dr. Roberto Cortés Conde	35
--------------------------------	----

INFLACIÓN MONETARIA: LA TRAMPA DE LA BANCA CENTRAL

Dr. Alberto Benegas Lynch (h)	67
Académico Sitial Carlos Pellegrini	

DOLARIZACIÓN, CAJAS DE CONVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Dr. Alfredo J. Canevase.....	73
------------------------------	----

DÉFICIT FISCAL Y EQUILIBRIO MONETARIO

Dr. Juan C. Cachanosky	89
------------------------------	----

DOLARIZACIÓN

Dr. Pedro Pou	127
---------------------	-----



<i>FACTORES PSICOLÓGICOS EN LA CONVERTIBILIDAD Y LA DOLARIZACIÓN</i>	
Dr. Amílcar Emilio Argüelles	139
<i>LA DOLARIZACIÓN</i>	
Dr. Roberto Alemann	147
<i>DOLARIZACIÓN</i>	
Lic. Vicente G. Arnaud	161
<i>¿AUTORIDAD MONETARIA, NORMA MONETARIA O MONEDA DE MERCADO?</i>	
Dr. Alberto Benegas Lynch (h)	193
Académico Sitial Carlos Pellegrini	

PREFACIO

Desde hace casi noventa años en la Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires se han congregado muchos de los científicos más reconocidos. Por su aspiración al conocimiento universal la Academia se organiza en siete secciones compuestas por sitiales simbólicamente correspondientes a los próceres de la ciencia en nuestro país. Además de la realización de Jornadas y Congresos de sus respectivas especialidades, las tareas de los Académicos incluyen de manera regular un ciclo de conferencias en la sesión plenaria mensual donde suelen exponerse y debatirse algunos de los temas que preocupan al conjunto de la sociedad. La convivencia en el mismo recinto de las diversas especialidades y disciplinas en su nivel de excelencia ha consolidado una vocación de la ANCBA, a un tiempo abierta y multidisciplinaria, que no recurre en exceso al lenguaje de las jergas especializadas y se presta a la difusión del conocimiento. Las diversas tareas de los Académicos se revistan cada año en una publicación denominada “Anales de la Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires”. Así, la Academia de Ciencias, animada por ese espíritu de solidaridad comunitaria, ha publicado separatas de algunos resultados surgidos de sus reuniones internas y dirigidos a exponer de manera autorizada el conocimiento sobre los temas que ocupan a la opinión pública. En esta colección ofrecemos ahora algunas de esas separatas agrupadas por temas y dirigidas a complacer dicha vocación corporativa de manera sistemática. Lejos está la ANCBA de proponer una versión oficial del conocimiento que sería ciertamente ajena a la tradición de libertad académica de la corporación universitaria. Resultarán particularmente interesantes para el lector tanto las coincidencias de los textos como sus

desacuerdos, originados en las intersecciones del escorzo particular propio de la perspectiva adoptada por cada uno de los científicos en estas complejas cuestiones. La colección de separatas temáticas propone acercar a la opinión común elementos de juicio más genuinos y autorizados que los que ofrece la propaganda callejera, o las redes sociales que son su equivalente actual.

En la presente separata se han agrupado conferencias o trabajos escritos por académicos desde 1996 a 2023 sobre un tema de notoria actualidad: dolarización y convertibilidad. Las opiniones reflejan el momento histórico en que fueron escritas y no son siempre concordantes, reflejando la riqueza y libertad de los pensadores. En el año 2000, límite del milenio, la institución editó un volumen de “Estudios de la Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires” donde la Dra. Ana María Martirena-Mantel, académica titular del sitial Manuel Belgrano y coordinadora de dos reuniones científicas dedicadas al tema, decía que “(...) dolarizar significa adoptar el dólar de los Estados Unidos como moneda nacional oficial. Es este un tema que para algunos economistas significa abrir un gran “agujero negro”, de consecuencias sólo negativas. Para otros economistas, en cambio, dolarizar completamente la economía argentina sería la solución porque eliminaría el problema del riesgo monetario o devaluatorio y sería un antídoto contra las crisis financieras. Y para algunos entusiastas de la dolarización, también eliminaría el riesgo país.”

En este número de *Separatas* reproducimos algunas de las conferencias ofrecidas en la Academia dentro del marco de las dos reuniones coordinadas por la Dra. Martirena-Mantel; las



Jornadas realizadas el 4 y 5 de diciembre de 1996 sobre “Aspectos Analíticos e Históricos de la convertibilidad monetaria”, y el Seminario sobre “Dolarización” reunido en el Instituto de Estudios Interdisciplinarios en Ciencia y Tecnología de esta Academia en los últimos días del siglo XX. Además, hemos agregado dos trabajos fechados en 2010 y 2023 del académico Alberto Benegas Lynch (h), titular del sitial Carlos Pellegrini.

La tapa de este libro está encabezada por la imagen de un billete que, en 1827, mandó a imprimir en Estados Unidos el “Banco de Buenos Ayres”, antepasado del hoy “Banco Provincia”, que ostenta los bustos de Simón Bolívar y Jorge Washington. Separadas también en el tiempo, las diversas exposiciones sobre aspectos y circunstancias históricas y prácticas de la convertibilidad y la dolarización proponen que las reflexiones en el ámbito de la ANCBA sirvan para ilustrar y enriquecer un debate público que en nuestro país arrastra su vigencia a lo largo de los siglos.

LA CONVERTIBILIDAD EN EL SIGLO XIX

Dr. Elías Salama*

El sistema monetario que se denomina corrientemente convertibilidad tiene una antigüedad que se remonta a varios siglos. No es mi intención ir tan atrás sino que me referiré al desarrollo durante el siglo pasado en Inglaterra donde alcanzó una notable importancia por las discusiones relacionadas con su aplicación y por la política monetaria llevada a cabo. Abarcaré un período muy extenso por lo que esta breve exposición deja de lado muchas cuestiones importantes.

I. Introducción

En 1793 comenzaron las guerras napoleónicas y se registraron dificultades en los mercados, pero la convertibilidad de la libra esterlina en oro no fue suspendida. Cuatro años después, en 1797, las noticias de un desembarco francés en Inglaterra provocaron un pánico monetario y el Banco de Inglaterra perdió una importante porción de sus reservas. El Gobierno prohibió al Banco de Inglaterra, en febrero de 1797, convertir la libra esterlina en oro, El plazo original de esta inconvertibilidad se extendía hasta junio de ese mismo año 1797 pero se fue postergando hasta 1821. El período de 1797 a 1821 es denominado Período de la Restricción o Período de la

* Profesor Titular e Investigador con dedicación exclusiva en la Universidad Nacional de La Plata en materias relacionadas con macroeconomía y economía monetaria. Fue Gerente General del Banco Central de la República Argentina. Se desempeñó como Profesor Titular en la Universidad de Buenos Aires y en la Universidad Católica Argentina.



Suspensión de los Pagos. Es durante este período de inconvertibilidad que aparecen en Inglaterra las primeras controversias monetarias importantes provocadas por la depreciación de la libra esterlina frente al oro y a otras monedas y también frente a los precios de los bienes.¹

Los Directores del Banco de Inglaterra negaron toda responsabilidad con respecto a la depreciación de la libra esterlina, ya que según ellos el Banco se limitaba a descontar, siguiendo a Adam Smith, las letras reales, esto es, documentos de deuda comerciales originados en operaciones no especulativas.^{2,3}

-
1. La máxima depreciación de la libra se alcanzó en 1814 de acuerdo con los datos informados por Andréadàs (pág. 242): 25 libras 3 chelines por cada 100 libras. El índice de precios al por mayor de Silberling alcanzó su nivel máximo también en 1814: 198 (base 1790=100).
 2. Una temprana crítica a la doctrina de las letras reales se debe a Thornton (Paper Credit, págs. 251/259; Fetter, 1965, pág. 42), quien se anticipó a Wicksell desarrollando la relación entre la tasa natural de interés (la tasa de beneficio) y la tasa de mercado. Sostuvo Thornton que mientras esta última fuese inferior a la primera había motivo para la expansión del crédito y no había una regla segura para determinar el monto del crédito por las características de las letras ofrecidas en descuento
 3. Bagehot (pág. 167/168) y Fetter (1965, pág. 42) citan a John Pearse, Vicegobernador del Banco de Inglaterra describiendo en 1804 la política del Banco de descontar solamente letras reales en los siguientes términos:

"In considering this subject, with reference to the manner in which bank notes are issued, resulting from the applications made for discounts to supply the necessary want of bank notes, by which their issue in amount is so controlled that it can never amount to an excess, I cannot see how the amount of Bank notes issues can operate upon the price of Bullion, or the state of exchanges, and therefore I am



Surgió la llamada controversia de los metales preciosos ("bullion controversy"). De esta controversia y de las que le siguieron, se desarrolló, según Fetter (1965), la mayoría de los principios de la ortodoxia monetaria no sólo de Inglaterra sino virtualmente de todo el mundo occidental en los cuarenta años anteriores a 1914.

Dos economistas se destacaron en la controversia de los metales preciosos, a saber, Henry Thornton (1760-1815) y David Ricardo (1772-1823). El primero ha sido considerado un "bullionista moderado", en contraposición tanto a los "bullionistas", como Ricardo, y a los "antibullionistas", como los Directores del Banco de Inglaterra y los miembros del Parlamento opuestos a las recomendaciones del Informe de los Metales Preciosos, al que nos referimos en el punto siguiente.

individually of the opinion that the price of Bullion, or the state of exchanges, can never be a reason for lessening the amount of Bank notes to be issued, always understanding the control which I have already described."

Se preguntó al Gobernador si estaba de acuerdo con esta opinión. Contestó "I am so much of the same opinion, that I never think it necessary to advert to the price of gold, or the state of the exchange, on the days on which we make our advances".

J. Harman, un Director del Banco, expresó "I must very materially alter my opinions before I can suppose that the exchanges Will be influenced by any modifications of our paper currency".

Décadas después, en 1873, Bagehot describiría las afirmaciones de los Directores del Banco de Inglaterra como "almost classical by their nonsense" y comentaría "Very few persons perhaps could have managed to commit so many blunders in so few words".



Las diferencias y coincidencias entre Thornton y Ricardo se pueden explicar del siguiente modo. Thornton, por un lado, aceptó la responsabilidad del Banco de Inglaterra originada en una emisión excesiva de papel moneda; pero también atribuyó la depreciación de la libra a las remesas de metálico hechas por Inglaterra a sus aliados en las guerras napoleónicas y al aumento de las importaciones de alimentos debido a las malas cosechas. Ricardo, en cambio, atribuyó exclusivamente la depreciación de la libra a la emisión de papel moneda.

II. El Informe de los Metales Preciosos

Un Comité parlamentario nombrado para estudiar el problema de la depreciación de la libra preparó el llamado Informe de los Metales Preciosos ("Bullion Report").⁴ Thornton, entre otros, integró el Comité que fue presidido por Francis Horner.⁵ El Informe de los Metales Preciosos fue presentado en el Parlamento en junio de 1810 y considerado recién en mayo de 1811. Francis Horner presentó el Informe y propuso un conjunto de resoluciones. Entre ellas, la número 9 declaraba que cuando el Parlamento aprobó la restricción en los pagos en metálico no tenía por propósito introducir modificaciones en el valor de los

-
4. El Bullion Report fue reimpreso con una introducción de Cannan en 1925. 5 Alfred Marshall atribuyó equivocadamente a Ricardo el Informe de los Metales Preciosos: "Ricardo was one of the powerful thinkers, who wrote the great Bullion Report of 1810" (A. Marshall, Money, Credit and Commerce, London, 1922; citado por Fetter, 1953).
 5. Alfred Marshall atribuyó equivocadamente a Ricardo el informe de los Metales Preciosos: "Ricardo was one of the powerful thinkers, who wrote the great Bullion Report of 1810" (A. Marshall, Money, Credit and Commerce, London, 1922; citado por Fetter, 1953).



billetes. La resolución número 11 declaraba que la caída en el valor de los billetes había sido ocasionada por la muy abundante emisión de papel moneda, efectuada tanto por el Banco de Inglaterra como por los bancos del interior. La resolución 14 presentaba tanto los puntos de vista de Thornton como de Ricardo: establecía que mientras durase la suspensión en los pagos en metálico, era deber de los Directores del Banco de Inglaterra regular el monto de las emisiones de libras teniendo en cuenta el estado de los cambios extranjeros y el precio del oro, es decir, las pérdidas en las reservas metálicas o el aumento del precio indicaban una emisión excesiva. La resolución 15 establecía que el único modo de preservar el papel moneda en su valor apropiado era hacerlo convertible de acuerdo con la demanda del público. La última resolución llamaba a reasumir los pagos en oro en un plazo de dos años.

Vansittart (más tarde Lord Bexley) negó en el Parlamento todos los principios contenidos en el Informe de los Metales Preciosos. También se opuso al Informe Robert Peei, posteriormente Primer Ministro, y a quien nos referiremos más adelante. Otros discursos apoyaron el Informe de los Metales Preciosos, pero la Cámara no quedó convencida de la verdad de sus principios y el Informe no fue aprobado.

El Parlamento mantuvo la postergación de la reanudación de los pagos en metálico para después de transcurridos seis meses del fin de la guerra. Esto ocurrió en 1815 pero recién se volvió a la convertibilidad de la libra en 1821 de acuerdo con la ley propuesta por Robert Peel en 1819, que en esa época estaba a



favor del retorno al patrón oro.⁶ La ley establecía un retorno gradual a la paridad preexistente en 1797.⁷

En el retorno gradual a la paridad las ideas de David Ricardo influyeron. Ya en 1811, Ricardo estaba sugiriendo que el Banco de Inglaterra debía tratar de reducir por etapas la emisión. Las sugerencias fueron rechazadas hasta 1819 en que la fama de David Ricardo había llegado a su máximo. Ricardo tuvo cuidado en aclarar que él no hubiese propiciado un retorno a la paridad si la brecha entre la paridad preexistente en 1797 y el precio del oro fuese tan amplia como había sido en algunos años previos. La depreciación de la libra era en 1819 de solamente el 4 % y parecía que con una contracción de la circulación de sólo el 4 % aproximadamente sería suficiente para traer el precio del oro a la paridad. Sin embargo, la caída efectiva en los precios en los siguientes tres años fue superior a la esperada (Sayers, 1953, pág. 85).⁸

-
6. Feavearyear (pág. 222) explica que Peel consideraba que nadie había podido dar una definición satisfactoria de la libra esterlina salvo que era una pieza de oro de cierto peso fijado en 1717 y que a ese standard se debía volver. Peel logró importantes adhesiones a su proyecto de ley que fue aprobado sin dificultad.
 7. Entre febrero 1, 1820 y octubre 1, 1820 el Banco debía pagar los billetes que le fueran presentados a un precio de 4 libras, 1 chelín la onza de oro. Entre octubre 1, 1820 y mayo 1, 1821, el precio se fijó en 3 libras 19 chelines 6 peniques la onza de oro. Entre mayo 1, 1821 y mayo 1, 1823 el precio de la onza sería de 3 libras 17 chelines 10 1/2 peniques. En 1821 se permitió al Banco reanudar los pagos en oro ante el alto nivel de metálico con que contaba (Andréadês, pág. 241).
 8. Las penurias ocasionadas por la caída de los precios y la deflación fueron adjudicadas a Ricardo. Éste se lamentó diciendo "Every ill



Los Directores del Banco de Inglaterra tuvieron su cuota de responsabilidad en la caída de los precios. No pensaron, según Feavearyear (pág. 223), que todo lo que se necesitaba era una moderada contracción de la circulación. Lograron, por el contrario, que el Gobierno pagase al Banco una parte sustancial de sus deudas. Los títulos del Gobierno en poder del Banco disminuyeron fuertemente de 27,3 millones de libras en agosto de 1818 a 19,2 millones en agosto de 1820 y a solamente 12,6 millones de libras en febrero de 1822. Este proceso deflacionario ocurrió cuando los negocios estaban atravesando un receso después del auge de 1818. Los descuentos del Banco a las empresas se mantuvieron en niveles bajos y a pesar de los ingresos de oro la emisión de billetes y los depósitos se redujeron.⁹

Las consecuencias de la deflación se hicieron sentir. Los precios agrícolas cayeron fuertemente, pero los préstamos e hipotecas se mantuvieron en los mismos valores nominales.

which befalls the country is by some ascribed to Peel's bill, and Peel's bill is invariably ascribed to me" (citado por Sayers, 1953, pág. 87).

9. Wood (cap. VII) relata que en febrero de 1822 el Gobierno hizo un pedido de crédito al Banco para llevar a cabo una expansión monetaria que aliviase la difícil situación, política que fue bien recibida por quienes pensaban que el repago de (leudas del Gobierno con el Banco había sido muy grande. Otros préstamos al Gobierno se hicieron en 1824, cuando la posición de oro del Banco había crecido considerablemente. Esta política de dinero barato fue en general criticada.



También la Deuda Nacional se mantuvo en valores nominales. En un debate en los Comunes se pidió que la Cámara declarase la injusticia que había sido para los acreedores que durante las guerras cobrasen sus acreencias en moneda depreciada y para los deudores que en la postguerra pagasen sus deudas con una moneda apreciada. Se pidió una reducción de los impuestos y el establecimiento de algún principio de ajuste de los contratos privados, pero con la oposición encabezada por Ricardo no se tomó ninguna decisión sobre la modificación de la Ley de 1819 ni de sus consecuencias (Feavearyear, pág. 226).

III. El "Plan para Crear un Banco Nacional" de David Ricardo

En 1823 escribe David Ricardo su Plan para crear un Banco Nacional que fue publicado en 1824 después de su muerte. Ricardo comienza diciendo

"El Banco de Inglaterra realiza dos funciones que son completamente diferentes y que no tienen entre sí ninguna relación necesaria: emite papel moneda para sustituir la moneda metálica, y presta dinero a comerciantes y otras personas."

La mayor parte de las normas contenidas en la propuesta de Ricardo se refieren a las modificaciones que debían operarse para que el Banco Nacional entrase en funcionamiento. El Banco Nacional estaría dirigido según la propuesta de Ricardo por una Junta de cinco comisionados, independientes del Gobierno, al que bajo ningún pretexto le podrían prestar dinero. Las normas números 12 y 13 de la propuesta de Ricardo definían la política monetaria del Banco Nacional. La norma 12 establecía que los



comisionados de Londres estaban obligados a comprar el oro que se les ofreciese a un precio no inferior de 3 libras 17 chelines 6 peniques la onza. La norma 13 establecía que los comisionados estaban obligados a pagar sus billetes y sus letras en moneda de oro, a petición de los interesados.

Más adelante, en el último párrafo del Plan, Ricardo dice que la circulación de billetes excesiva se mostraría en el aumento del precio del oro en barras. El remedio era disminuir la circulación que podía lograrse de dos modos: dando oro a cambio del papel o colocando deuda del Gobierno en el mercado para disminuir la liquidez. Si por el contrario la circulación fuese demasiado baja habría dos modos de aumentarla: mediante la compra de papeles del Estado en el mercado o mediante la compra de oro que se pagaría con billetes.

La propuesta de Ricardo tiene, entonces, un elemento de discreción en la política monetaria a través de las operaciones de mercado abierto.

IV. La regla de Palmer

Dice Morgan (pág. 100) que entre el fin del Período de Restricción en los pagos en especie y el comienzo de la controversia entre la Currency School y la Banking School, la actitud de los Directores del Banco de Inglaterra se modificó en gran medida. En 1819 insistían en que ellos solamente atendían con su redescuento a las legítimas necesidades del comercio y que el único criterio para juzgar la suficiencia de la circulación era la atención de la demanda de crédito a una tasa de interés que pudiese considerarse razonable. La opinión apoyada insistentemente por algunos en el sentido de que el Banco debía



solamente reducir su emisión para obtener un desarrollo favorable de los cambios internacionales no fue aceptada por el Banco el que en una Resolución inusual de 1819 consideró que era su deber "declarar que no era capaz de descubrir fundamento sólido alguno para tal opinión" (Fetter, 1965, pág. 86).

Esta Resolución fue derogada en 1827 y en los años siguientes se desarrolló la llamada regla de Palmer, llamada así por John Horsley Palmer, Gobernador del Banco. El Banco trató de volver a David Ricardo quien había sostenido que el circulante debía fluctuar como si fuese oro. La aceptación de esta posición se llevó a cabo, sin embargo, mediante una instrumentación equivocada conocida como la regla de Palmer o el experimento de Palmer.

La regla definía una situación de "full currency" que ocurría cuando las reservas de oro estaban en un máximo y los pagos internacionales estaban a punto de tornarse desfavorables. Partiendo de esta posición se aplicarían dos normas (Morgan, pág. I (2): (a) las inversiones del Banco (títulos y valores) debían quedar en un monto constante por lo que los billetes y depósitos debían oscilar de acuerdo con las oscilaciones del metálico; (b) dos tercios de los billetes y los depósitos debían tener como contrapartida las inversiones en títulos y valores y un tercio en metálico. Pero el Banco podía mantener las inversiones constantes o podía cumplir con la proporción del tercio y sólo ocasionalmente podía hacer compatibles ambas normas. Cuando entraba oro en una situación de "full currency", para cumplir con la regla del tercio se requería aumentar los títulos y valores, pero entonces no se cumplía con la norma de que éstos debían quedar constantes.



Para Lord Overstone, principal representante de la Currency School, el error de la regla de Palmer era que no distinguía las actividades del Banco de Inglaterra como banco de emisión de las actividades que realizaba como un banco comercial. La regla básica que proponía la Currency School era que los billetes, solamente los billetes, debían fluctuar de acuerdo con las fluctuaciones del metálico. Estaba en la naturaleza de los negocios bancarios que los depósitos variasen por distintas circunstancias y que, por lo tanto, variasen las inversiones hechas con esos depósitos, por lo que no se podía establecer que las inversiones del Banco quedasen fijas.

Para asegurar que los billetes fluctuasen como si fuesen metálico era necesario dividir el Banco en dos departamentos, que llevasen contabilidades separadas. Lord Overstone agregaba que si por la naturaleza de las funciones no se podía llevar a cabo la separación en departamentos, entonces debían separarse el negocio bancario de la actividad de emisión. En este aspecto, se acercaba a la propuesta de David Ricardo en su Plan para Crear un Banco Nacional.

Para la Banking School, opuesta a la Currency School, no podía existir una sobreemisión de billetes ya que los billetes que se hubiesen emitido en exceso retornarían a los bancos, sin ocasionar dificultades en los pagos internacionales. Lo importante era asegurar la convertibilidad de los billetes pero sin ajustar sus fluctuaciones a las del metálico, por lo que las reservas metálicas, como proporción de los billetes, podían fluctuar. Frente a una evolución negativa del balance de pagos podía ser conveniente que el Banco neutralizase los efectos monetarios con una expansión de los billetes para compensar la



salida de oro. Pasada la crisis el Banco tendría la oportunidad de reponer sus tenencias de metálico. Thomas Tooke, uno de los principales representantes de la Banking School, pensaba que el Banco de Inglaterra debía tener una posición de reservas metálicas que podía oscilar entre seis y dieciocho millones de libras esterlinas. Solamente cuando la posición se acercase a uno de estos extremos el Banco debía intervenir modificando la tasa de interés. Y para el caso de que la pérdida de oro se mantuviese, Tooke no daba ninguna solución específica, sino que consideraba que los Directores debían tener la autoridad suficiente como para tomar las medidas que juzgasen conveniente (Arnon, 1991, cap. 7).

V. La Bank Charter Act de 1844

Esta ley, llamada también ley de Peel, o segunda ley de Peel para diferenciarla de la primera, fue propuesta por el Primer Ministro Robert Peel, Sus principales disposiciones fueron:

1. El Banco de Inglaterra quedó dividido en dos departamentos; uno de Emisión y otro Bancario. La emisión sin respaldo en metálico del Departamento de Emisión se fijó en 14 millones de libras; el respaldo de esta emisión eran activos internos, principalmente deuda del Gobierno con el Banco. La emisión de billetes del Departamento de Emisión podía incrementarse solamente por dos razones; la primera, por la transferencia al Banco de Inglaterra de los derechos de emisión de otros bancos. La segunda por compras de



metálico. La convertibilidad establecida por esta ley se distinguía de la convertibilidad anterior, restablecida por la primera Ley de Peel, en que introducía una relación uno a uno (a una paridad fija) entre las variaciones de los billetes y las variaciones del metálico.

2. La emisión de otros bancos de emisión no podía incrementarse y no se permitió el surgimiento de nuevos bancos de emisión ¹⁰.
3. Se estableció la publicidad semanal de las cifras de los balances de ambos departamentos.

La redacción de la Bank Charter Act fue estricta y no incorporó una propuesta de que con la aprobación de tres Ministros se pudiese exceder la emisión sin respaldo en circunstancias especiales.

VI. La política monetaria

Debemos considerar diversos aspectos bajo el tema de la política monetaria llevada a cabo durante la vigencia de la Ley de 1844.

— *El crédito al Gobierno*

10. Thomas Spring Rice, Chancellor of the Exchequer, en el debate de 1839 sobre el Banco de Irlanda, presentó sin ambigüedad los puntos de vista de la Currency School sobre el monopolio de la emisión de billetes: “I deny the applicability of the general principle of the freedom of trade to the question of making money” (citado por Fetter, 1965, pág. 174).



Desde que se aprobó la Bank Charter Act de 1844 hasta 1913, esto es, un lapso de siete décadas, la deuda del Gobierno con el Departamento de Emisión no tuvo variación alguna. Otros activos internos aumentaron en 4,45 millones la emisión sin respaldo establecida en 14 millones, debido al remplazo por parte del Banco de Inglaterra de la emisión de los bancos del interior que habían cesado en su emisión de billetes.

En el balance del Departamento Bancario, las tenencias de títulos del gobierno declinaron en algo más de 1,3 millones. Si bien oscilaron en el tiempo, no tuvieron una tendencia ascendente.

— *Las crisis financieras*

Después de sancionada la Ley de 1844, importantes crisis financieras se registraron en los años 1847, 1857, 1866 y 1890. Estas crisis pusieron a prueba el sistema de la ley de 1844, especialmente la de 1847, ocurrida sólo tres años después de la sanción de la Ley. Para superar esta crisis, el Gobierno envió al Banco una carta pidiendo un aumento de los descuentos y sugiriendo elevar la tasa de interés al 8% ¹¹; si como consecuencia de este pedido se llegaba a infringir el límite a la

11 Varios años antes se había discutido si una operación de descuento tenía los mismos efectos que una de compra de títulos del Gobierno de igual monto. "From 1832 the Bank directors frequently expressed the view that the Bank could aid the discount market by changing from government securities to discounts. During the panic of 1847 the Bank officials apparently believed that they could aid the discount market by selling securities. And Loyd [Lord Overstone] stated that the Bank granted such advances as the realization of securities permitted" (Wood, pág. 85/86).



emisión sin respaldo en metálico establecido en la Carta del Banco, el Gobierno estaba preparado a proponer al Parlamento un "bill of indemnity".¹² Andréadàs (pág. 336) comenta que la publicación de la carta tuvo un efecto mágico: "La certidumbre de que se podía obtener dinero alejó todo deseo de obtenerlo". Sin embargo, el Banco debió efectuar importantes préstamos a bancos y a algunas firmas, pero no llegó a sobrepasar la autorización de emisión sin respaldo establecida en la Ley de 1844.

Para hacer frente a la crisis de 1857, el Gobierno envió al Banco de Inglaterra otra carta similar a la de 1847.¹³ El Banco de Inglaterra excedió, con aprobación del Gobierno y del Parlamento, el límite de la ley de 1844 de emisión sin respaldo. El Departamento de Emisión aumentó la emisión en 2 millones de libras pero la circulación adicional efectiva alcanzó 928.000 libras el 20 de noviembre; el resto se agregó a la reserva del Departamento Bancario. La circulación adicional duró 18 días y concluyó a fines de noviembre (Andréadàs, pág. 349; Clapham, vol. II, pág. 233).

En 1866, el Banco de Inglaterra negó la ayuda solicitada por Overend, Gurney & Co., firma especializada en el negocio de letras. El día siguiente, 11 de mayo de 1866, se convirtió en el llamado Viernes Negro. El Banco de Inglaterra fue autorizado a exceder el límite de emisión sin respaldo en metálico, pero en los

12. La carta del Gobierno ha sido reproducida por Dornbusch y Fenkel (pag. 253).

13. La carta del Gobierno ha sido reproducida por Andréadàs (pág. 349).



hechos no llegó a hacerlo.¹⁴ Dice Batchelor (pág. 49) que "Aun cuando no hubo una enmienda formal a la Bank Charter Act y aun cuando por muchos años el Banco no tuvo ocasión de intervenir en tan grande escala, de allí en adelante, se entendió que apoyaría al resto de la comunidad financiera en tiempos de dificultades extremas".

En 1890, con la crisis ocasionada por la situación del Banco Baring, el Banco de Inglaterra cambió su estrategia para hacer frente a una crisis. Mantuvo la situación en secreto mientras se cercioraba, mediante el informe de dos expertos reconocidos, que las dificultades del Banco Baring eran debidas a un estado de iliquidez y no de insolvencia. No aceptó la propuesta del Gobierno de pedir una dispensa del Parlamento para aumentar la emisión sin respaldo, por temor a la repercusión pública y parlamentaria. La solución buscada fue obtener la colaboración de importantes bancos y casas de descuento y la de los bancos de Rusia y Francia, para la formación de un fondo para hacer frente a las obligaciones del Banco Baring. En pocos días, el fondo alcanzó a reunir una suma suficiente. Para entonces, el secreto había dejado de ser tal y se registraron retiros de fondos, pero el pánico y la salida de capitales fueron evitados.

14. Clapham (vol. II, pág. 269) recuerda una historia que pone alguna duda "obre si la emisión sin respaldo no fue sobrepasada. "Tradition tells how once, at dinner of the Political Economy Club, Newmarch... was heard to say, with imperfect control of his aspirates, to a great man from the Bank, "You did nor break the Act, and I'll tell you 'ow you did it. You sent the 'at round Lombard Street every night, and we all paid in all the Bank Notes that we had, and we (i)rew them out again the next morning. That's 'ow you did it".



— El Departamento Bancario

El Departamento Bancario tenía una situación especial en su doble rol, no buscado al menos explícitamente por la Ley de 1844, de banco comercial y de banco central. Los clientes del Departamento Bancario del Banco de Inglaterra eran tanto empresas como bancos. En 1877, la proporción de los depósitos privados en el Banco de Inglaterra que pertenecían a los bancos era del 42 % aproximadamente (Andréadès, pág- 308).¹⁵ Los bancos guardaban sus reservas en el Departamento Bancario. Según la opinión de Bagehot, el Departamento Bancario debía guardar una reserva (constituida por los billetes y oro del Departamento Bancario) suficiente como para evitar cualquier temor en el sistema monetario por parte del público, principio propio de un banco central que no era atractivo a los intereses de los directores y accionistas del Banco que no querían tener altos niveles de inversiones sin rendimiento.¹⁶ La reserva del Departamento Bancario era una proporción importante de sus propios depósitos, pero en relación a la totalidad de los depósitos del sistema financiero global alcanzaban a un pequeño

15. Andréadès (pág. 308) hace notar que después de 1877 el Banco de Inglaterra dejó de publicar en forma separada los depósitos de los bancos de otros depósitos privados.

16. Thomas Hankey, quien fuera Gobernador del Banco discrepó con Bagehot. Describió la doctrina de Bagehot como "the most mischievous ever broached". Interpretó que implicaba que "it is the proper function of the Bank... to keep ni oney available at all times to supply the demands of bankers who have rendered their own assets unavailable". George Warden Norman, quien fuera Director del Banco de Inglaterra durante medio siglo, abogó en favor de que todos los bancos debían tener un nivel adecuado de reservas (Clapham, vol. II, pág. 284).



porcentaje. En 1901, la reserva del Departamento Bancario era equivalente al 2.7 % de los pasivos totales de los bancos (Andréadès, pág. 323; véase también Sayers, 1957, pág. 18). Si estas reservas se agotaban o estaban a punto de agotarse, lo que ocurrió en las crisis financieras mencionadas antes, entonces, se debía apelar a las autorizaciones del Gobierno y del Parlamento para exceder los límites legales de la emisión sin respaldo o también recurrir a la cooperación interna e internacional.

Otra cuestión a considerar es la actuación del Departamento Bancario para proteger la reserva de oro, y que se constituyó en una prioridad de la política monetaria. Cuando se producían pérdidas de metálico, el Departamento Bancario aceleraba el proceso de ajuste vendiendo bonos del gobierno para reducir las reservas de los bancos, hacer subir las tasas de mercado y atraer oro del exterior (Goodhart, Capie y Schnadt, pág. 113/116).

Defendía así el nivel de la reserva de oro aun cuando la aceleración del proceso de ajuste no parece haber sido simétrica de acuerdo con las investigaciones de Bloomfield, es decir, cuando las tenencias de reservas mostraban una evolución positiva no aumentaba necesariamente sus activos internos para acelerar la salida del oro.¹⁷

17. Wood (pág. 160) describe, en cambio, un funcionamiento más simétrico. Señala que se creía en que el patrón funcionaba de un modo automático y que el deber del Banco era sólo aumentar el crédito interno cuando entraba oro y reducirlo cuando salía, ello variando su tasa de interés de acuerdo con los movimientos del oro. En cambio, Sayers (1976, vol. I, pág. 29) observa, siguiendo a Bloomfield, el carácter asimétrico de la explicación dada por el



El Departamento Bancario atraía fondos estacionalmente haciendo subir la tasa de interés en los meses del otoño para financiar importaciones (Andréadàs, pág. 313/314). También, otorgaba préstamos para reducir la iliquidez que se producía por la acumulación de depósitos del Gobierno para hacer frente al pago periódico de intereses de la deuda pública (Goodhart, Capie y Schnadt, pág. 114). Por otra parte, el Gobierno tomaba adelantos al final de cada trimestre, con garantía de sus títulos, que cancelaba en unas pocas semanas (Andréadês, pág. 311). En lo que hace a los depósitos en el Banco, éste tradicionalmente no pagaba intereses ni a bancos ni a empresas, no compitiendo con los otros bancos comerciales.

Banco de Inglaterra a la American National Monetary Commission sobre la política en torno a la tasa de interés:

"The Bank rate is raised with the object either of preventing gold from leaving the country, or of attracting gold to the country, and lowered when it is completely out of touch with the market rates and circumstances do not render it necessary to induce the import of gold".

Bloomfield (pág. 45) también señaló otra asimetría: los países con mercados financieros menos desarrollados no atraían cantidades significativas de metálico aumentando su propia tasa de interés. Prebisch (vol. I, pág- 63), por su parte, puntualizó que no se concebía la posibilidad de que los países periféricos compitiesen con el centro monetario londinense elevando su propia tasa de descuento.



VII. Resumen

En el desarrollo de la convertibilidad en Inglaterra durante el siglo XIX, hay una primera etapa que comienza con la introducción de la inconvertibilidad en 1797 y llega hasta el retorno a la convertibilidad en 1819. Ésta caracterizada por la controversia de los metales preciosos sobre los efectos de la emisión sobre el precio del oro. Dos criterios estuvieron en pugna para decidir la emisión de billetes inconvertibles: la doctrina de las letras reales, que aceptaba la emisión en tanto tuviese por destino la financiación de actividades no especulativas, y el criterio de Thornton y Ricardo, de que la emisión debía guiarse por el precio del oro en un régimen de inconvertibilidad. La regla de Palmer, un experimento mal diseñado que no tuvo éxito, trató de formular una regla para determinar la emisión en el régimen de convertibilidad imperante después de la sanción de la primera ley de Peel.

Una segunda etapa comienza con la controversia entre la Currency School y la Banking School y la Ley de 1844. Esta última, que significó el triunfo de la Currency School, al menos legalmente, estableció una regla automática de política monetaria que fue estrictamente cumplida durante un lapso de siete décadas en el que no hubo emisión de billetes por crédito interno ni al Gobierno ni al sector privado. En cambio, sí hubo un manejo discrecional de la política monetaria de corto plazo para influir tanto sobre el nivel de las reservas internacionales como el de la liquidez.

El propósito buscado de lograr un arreglo institucional que mantuviese el valor del dinero en el largo plazo fue logrado con la Ley de 1844, pero la necesidad de un arreglo institucional que



atendiese la política monetaria de corto plazo se instrumentó en un marco legal que no lo tenía previsto.

Algunos autores han hecho énfasis en el triunfo legal de la Currency School, otros han señalado que la discreción con que actuó el Banco se acerca a lo preconizado por la Banking School. Pero parecería que las ideas de política monetaria bosquejadas por Ricardo en 1823, en su Plan para Crear un Banco Nacional, constituyen el antecedente de un esquema que más se acerca a la evolución monetaria que efectivamente tuvo lugar en Inglaterra durante la segunda mitad del siglo XIX.¹⁸

18. Véase Arnon, (1987) para una discusión de los cambios en las ideas de Ricardo en relación a la política monetaria. Arnon considera que David Ricardo estaba evolucionando hacia la idea de un banco central.



BANCO DE INGLATERRA

Balances semanales en libras esterlinas

Dep. de Emisión	7/9/1844	31/10/1913	Variación
Emisión sin respaldo	14.000.000	18.450.000	4.450.000
-Deuda del Gobierno	11.015.100	11.015.100	0
-Otros activos internos	2.984.900	7.434.900	4.450.000
Metálico	14.351.295	33.874.535	19.523.240
-Oro (Monedas y Barras)	12.657.208	33.874.535	21.217.327
-Plata (Barras)	1.694.087		-1.694.087
Activo=Pasivo	28.351.295	52.324.535	23.973.240
Billetes	28.351.295	52.324.535	23.973.240
<u>Respaldo:</u>			
Medio y marginal			
Marginal excluyendo la incorporación de la emisión de los bancos del interior	0.506	0.647	0.814
			1.000

Dep. Bancario	7/9/1844	31/12/1913	Variación
Títulos del Gobierno	14.554.834	13.199.062	-155.772
Otras Inversiones	7.835.616	52.137.739	44.302.123
Billetes	8.175.025	22.716.900	14.541.875
Oro y Plata	857.765	1.108.614	250.849
Activo=Pasivo	31.423.240	89.162.315	57.739.075
Depósitos públicos	3.630.809	10.256.489	6.625.680
Otros Depósitos	8.644.348	61.087.066	52.442.718
Letras	1.030.354	13.568	-1.016.786
Capital y Reservas	18117.729	17.805.192	-312.537



REFERENCIAS

- Arnon, Arie (1987), *Banking Between the Invisible and Visible Hands: A Reinterpretation of Ricardo's Place within the Classical School*, Oxford Economic Papers.
- Arnon, Arie (1991), *Thomas Tooke, Pioneer of Monetary Policy*, Edward Elgar.
- Andréadös, A. (1924), *History of the Bank of England 1640 to 1903*, second edition, P. S. King & Son, Ltd., London.
- Bagehot, Walter (1915), *Lombard Street*, 14th edition, John Murray, London.
- Batchelor, Roy A. (1986), "The Avoidance of Catastrophe: Two Nineteenth century Banking Crises", en *Financial Crises and the World Banking System*, compilado por Forrest Capie y Geoffrey E. Wood, Macmillan.
- Bloomfield, Arthur I. (1959), *Monetary Policy under the International Gold Standard*, Federal Reserve Bank of New York.
- Cannan, Edwin (1925), *The Paper Pound of 1797-1821*. A Reprint of the Bullion Report with an Introduction by Edwin Cannan, P. S. King & Son, Ltd., Westminster.
- Dornbusch, Rudiger y Jacob A. Frenkel (1984), "The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847", en el libro *A Retrospective of the Classical Gold Standard 1821-1931*, compilado por Michael D. Bordo y Anna J. Schwartz, NBER, The University of Chicago Press. Feavearyear, Albert (1963), *The Pound Sterling, A History of English Money*, second edition revised by E. Victor Morgan, Oxford at Clarendon Press.
- Fetter, Frank Whitson (1953), "The Bullion Report Re-examined", en T. S. Ashton y R. S. Sayers, *Papers in English Monetary History*, Oxford at Clarendon Press.



- Fetter, Frank Whitson (1965), *Development of British Monetary Orthodoxy 1797-1875*, Harvard University Press. Reimpreso por Augustus Kelley en 1978.
- Goodhart, Charles, Forrest Capie y Norbert Schnadt (1994), "The Development of Central Banking, en el libro *The Future of Central Banking*, compilado por Forrest Capie, Charles Goodhart, Stanley Fischer y Norbert Schnadt, Cambridge, University, Press.
- Laidler, David (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory*, Harvester Wheatsheaf.
- Horsefield, J. K. (1944), "The Origins of the Bank Charter Act", *Economica*, November.
- Morgan, E. Victor (1943), *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913*, Cambridge University Press. Reimpreso por Frank Cass & co. Ltd., 1965, London.
- Overstone, Lord (1844), "Thoughts on the Separation of the Departments of the Bank of England", en *Tacts and Other Publications on Metallic and Paper Currency*, London, 1857, pág. 249/254; edición del autor. Reimpreso por Augustus M. Kelley, Clifton, 1972.
- Prebisch, Raul (1944), *La Moneda y los ciclos económicos en la Argentina*, notas de clase, mimeografiado. Reimpreso en *Obras 1919-1948*, vol. III, Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.
- Ricardo, David (1959), *Obras y correspondencia*, edición de Piero Sraffa, Fondo de Cultura Económica, México.
- Sayers, R. S. (1953), "Ricardo's Views On Monetary Questions", en *Papers in English Monetary History*, compilado por T. S. Ashton y R. S. Sayers, Oxford at the Clarendon Press.
- Sayers, R. S. (1957), *Central Banking after Bagehot*, Oxford, Clarendon Press.



Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge University Press.

Thornton, Henry (1802), *An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Reimpreso con una Introduction de F. A. v. Hayek en 1939, London, George Allen & Unwin, Ltd. 1939. Reimpreso nuevamente por Augustus M. Kelley, Publishers, Fairfield, NJ 1991.

Whale, Barrett P. (1944), "A Retrospective View of the Bank Charter Act of 1844", *Economica*.

Wood, Elmer (1939), *English Theories of Central Banking Control 1819-1858*, Harvard University Press. Reimpreso por Garland Publishing Inc., New York, 1983.

**LAS RAZONES DEL FRACASO DEL *GOLD*
STANDARD EN ARGENTINA 1867-1899**
(NOTAS SOBRE SU DEBATE)

Dr. Roberto Cortés Conde*

I. La pasada experiencia argentina, especialmente la de 1867 a 1929, fue citada en numerosos estudios como un ejemplo de las dificultades e inconvenientes que tiene un país periférico, exportador primario, para mantenerse dentro de las reglas del patrón oro.¹ Por el contrario, se mostró la experiencia de un régimen de dinero administrado (abandono de la convertibilidad y cambio flotante), como el que estuvo en vigencia a partir de los años 1930, como un ejemplo de las bondades macroeconómicas del tipo de cambio flotante.¹ ²Los argumentos que se adelantaron para afirmar las consecuencias negativas del patrón oro fueron varios.

* Es Profesor Plenario de la Universidad de San Andrés. Ex-Director del Departamento de Economía de la Universidad de San Andrés. Visiting Professor de la Universidad de Chicago y de las Universidades de Yale y Texas. Miembro Titular de la Academia Nacional de la Historia. Primer Premio Nacional de Historia 1986/89. Miembro del Comité Ejecutivo de la Asociación Internacional de Historia Económica desde 1990. Entre sus numerosas publicaciones es autor de *Dinero, Deuda y Crisis, Argentina 1962 /80* (Editorial Sudamericana), *El Progreso Argentino 1880-1914* (Editorial Sudamericana), etc.

1. Alec Ford, *The Gold Standard 1880-1914, Britain and Argentina*, Oxford, Clarendo Press, 1962.
2. Aldo Ferrer, *La Economía Argentina*, México y Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica. 1963.



En este trabajo mostraremos que parte de la información empírica en las que ellos basan sus afirmaciones, es incompleta o deficiente, por lo que poco pueden servir para sostener que aquellas circunstancias son las que justificaron la inaplicabilidad del patrón oro en la Argentina.

Los trabajos citados enfatizaron la excesiva rigidez de la oferta monetaria, en un país cuyo ingreso estaba basado principalmente en las exportaciones ³ y, que, por ello, estaba sometido a las volátiles condiciones de los mercados mundiales. Si la cantidad de dinero dependía de los saldos con las transacciones con el exterior (en las cuentas corriente y de capital) y éstos, de la evolución de la demanda mundial de mercancías y de los flujos de capital -se dijo-⁴ que en los períodos de *boom*, la oferta monetaria se sobre expandía mientras que cuando bajaban los precios de las exportaciones se produciría una contracción monetaria, con los consiguientes efectos negativos sobre el ingreso y el empleo. Se puntualizaba que las reglas del *gold standard* no permitían a los gobiernos implementar políticas anticíclicas.

Esto no sólo exageraba las tendencias cíclicas. Había otros problemas de largo plazo, como las consecuencias que producían el deterioro de los términos de intercambio en un régimen en que no existía la alternativa de la devaluación. Afectados por una supuesta tendencia secular desfavorable los

3. Ford, opt cit., 1962. Ferrer, op. cit., 1963.

4. Ford, op. cit., 1962.



países exportadores primarios se verían obligados a aceptar medidas deflacionistas para bajar los costos (salarios) y poder competir en los mercados internacionales.

Otro argumento se refería al diferente grado de desarrollo que tenían las instituciones financieras en los países más adelantados. Mientras que en países como Gran Bretaña, el Banco de Inglaterra podía subir el tipo de interés cuando producía una salida de reservas; en el caso de los países periféricos, la suba de la tasa de interés no tenía el mismo efecto para atraer capitales ⁵. También se adujo que Gran Bretaña tuvo la ventaja de poseer una moneda, la libra, que por mucho tiempo sirvió de reserva internacional.

Desde otro punto de vista se sostuvo que en los países exportadores primarios, los sectores que exportaban, cuyo peso político fue sobresaliente, tuvieron intereses contrarios al mantenimiento de la convertibilidad, ya que salían favorecidos de la depreciación de la moneda local. (El caso de Chile citado Frank Fetter y tomado por Williams y Ford).

A esta altura debemos aclarar que aquí no nos referimos al patrón oro moneda (en el que se establece un contenido fijo de metal a la moneda que se acuña) sino a un patrón mixto en que circulan monedas metálicas (oro y plata) y moneda fiduciaria (billetes) convertibles a una relación fija con el oro (plata).

5. Ford, op. cit., 1962.



También se sostuvo que los países periféricos, por razones estructurales, tuvieron habitualmente balances de pagos negativos. Ello se reflejó en una fuerte demanda de oro (o divisas) e hizo que les fuera imposible sostener la convertibilidad.⁶

Por otro lado -se decía- no era cierto que el único mecanismo de ajuste del balance de pagos fue el enunciado por Hume. Bajo un régimen de cambio flotante (inconvertibilidad) existían otros. Un desequilibrio podía ser compensado con un aumento de exportaciones, debida a las ganancias que recibirían los exportadores de la depreciación del cambio doméstico (aumento del premio del oro)⁷ o por la reducción de las importaciones, debida a la caída del ingreso que producía esa depreciación.⁸ Por esas razones, en la experiencia de los regímenes de cambio flotante en los países exportadores primarios, las políticas devaluacionistas habían sido favorables a la promoción de las exportaciones.

II. ¿Cuáles eran entonces las ventajas del patrón oro? En principio la estabilidad de precios. Con precios domésticos alineados a los del mundo (ley de un solo precio) se favorecía la especialización internacional y no se ponían barreras al comercio, lo que se aplicaba también a los flujos de capitales.

6. John Williams, *Argentine International Trade under Inconvertible paper money 1880-1900*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1920 y Ford, op cit., 1962.

7. Williams, op cit., 1920.

8. Ford, op. cit., 1962.



¿Pero esta ventaja compensaba el inconveniente de quedar rígidamente atados a los shocks externos? Las ideas prevalecientes entre los latinoamericanos, desde los años 1930, parecían sostener lo contrario. Por otra parte, eran las mismas que compartían la mayoría de los economistas en los años de la Segunda Posguerra.

Claro que, por entonces, el mundo salía de la larga postración deflacionaria de los años 1930 y no se conocía (salvo la experiencia de los países de Europa central en los 20) fenómenos inflacionarios generalizados. Mucho menos en la Argentina que, entre 1900 y 1935, había tenido una larga estabilidad de precios.

La experiencia de los años 1970 en el mundo y en la Argentina, la dolorosa experiencia de cinco décadas de alta inflación (1940-1990), llevaron a preguntarse si ello era realmente así, revalorizándose experiencias como los de la Caja de Conversión.

Aun cuando vayamos a volver sobre ello, no cabe duda que la aplicación de las reglas de cambio fijo importa aceptar costos como los de la deflación y deja a los gobiernos sin poder gravar los activos monetarios (impuesto inflacionario). También, es cierto, que los sistemas que permiten discrecionalidad, aunque a veces: puedan haberse usado con prudencia (en la experiencia de Bancos Centrales de algunos países como Alemania después de la II Posguerra), no ofrecen garantías de que los gobiernos o la autoridad monetaria, cuando se vean



necesidades de obtener financiamiento, no apelen al recurso de la emisión inflacionaria.

Asimismo, si los gobiernos defraudan al público, no se verán luego, obligados a pagar tasas de interés mucho más altas, cuando necesiten de crédito, con las consecuencias que ello tiene sobre el fisco y sobre toda la economía.

Pero para entender qué pasó con las experiencias de implementación del patrón oro, debemos precisar cuáles fueron los sistemas de cambio que rigieron en la Argentina. En la Provincia de Buenos Aires, desde 1826, en que se decretó el curso forzoso de los billetes de los Bancos de Buenos Aires y del Banco Nacional, existió un régimen de inconvertibilidad que continuó hasta 1867, resultando en una fuerte depreciación del peso papel, que estaba a la par en 1826 y valía solo cinco centavos del antiguo peso plata en 1860.

En el resto de las Provincias argentinas existió desde tiempos de la colonia un patrón de cambio metálico. De hecho era un patrón plata, pero como la plata no había empezado hasta entonces su fuerte depreciación en relación al oro, se puede considerar que tenía un tipo de cambio metálico fijo. Se usaban monedas de plata. Como no se acuñaban en el país, en general eran monedas bolivianas, el peso boliviano, o chilenas.

Williams sostuvo que, con la creación de la Oficina de Cambios en el Banco de la Provincia de Buenos Aires en 1867, existió un régimen de cambio fijo (patrón oro).



Menciona que se había establecido un sistema de las características de la Caja de Conversión, por el que se emitían billetes con un respaldo de 100 % de garantía en oro.

En mayo de 1876 se autorizó la suspensión de la convertibilidad al Banco de la Provincia de Buenos Aires y pocos días después al Banco Nacional ⁹. Desde entonces se estuvo bajo un régimen de inconvertibilidad, cambio flotante. Sin embargo, tras la fuerte emisión inicial y la consiguiente depreciación, gracias a las políticas monetarias y fiscal adoptadas, hacia el final de la década se produjo una apreciación del peso que en 1880 alcanzó casi su anterior paridad.

Aunque los Bancos continuaron eximidos de la conversión de sus emisiones previas a partir de los ochenta el Banco Nacional cambió sus notas anteriores, inconvertibles, por otras nuevas convertibles y el Banco Provincia volvió a reabrir su Oficina de Cambios.

En 1883 se puso en vigencia la disposición de la ley de 1881 que obligaba a los Bancos de emisión a cambiar la denominación de sus billetes en la nueva unidad, pesos oro, los que serían convertibles. La ley, sin embargo, no estableció ninguna disposición acerca del monto de reservas que los Bancos debían tener para emitir.

9. Para un detalle de lo que ocurrió véase Roberto Cortés Conde, op. cit., 1989.



En 1885 volvió a suspenderse la convertibilidad, suspensión que se mantuvo hasta 1899. Éstas fueron las circunstancias que menciona Williams para hablar del fracaso del "patrón oro".

III. Los puntos del debate sobre las desventajas del patrón oro en la Argentina:

1. Se sostuvo que en una economía muy pendiente del sector externo, cualquier reversión de los saldos positivos del balance de pagos -se reflejaría en una salida de reservas y por ello en una presión sobre el mercado de cambios que haría insostenible la convertibilidad (Williams). Agregándose que, los actores económicos, en conocimiento de ello, emprenderían asaltos especulativos contra la moneda local (Ford).

Las estimaciones que se conocen sobre el Balance de Pagos, a fines del siglo XIX, fueron elaboradas por John Williams y repetidas luego por casi todos los que se ocuparon del tema. Estas estimaciones han sido exageradas. Williams incluyó, de una manera muy gruesa, todos los créditos de no residentes, las deudas del sector público, las del privado, financieras o no, y los rendimientos de los activos de no residentes. La magnitud de estas deudas, desde el punto de vista de las necesidades que generaban por obtener oro (divisas) para pagarlas, es -como dijimos— exagerada, ya que se trata de créditos de no residentes de naturaleza distinta. En unos casos son obligaciones líquidas exigibles en oro (o en moneda extranjera), la deuda pública y quizá, alguna deuda financiera privada o las garantías ferro viarias. Otras inversiones, en cambio, podían o no, tener asegurados



rendimientos fijos y dependían en su mayoría de los resultados del negocio y de la economía del país y, finalmente otras estaban constituidas en moneda local y cuando el tipo de cambio era alto no convenía convertirlas. En definitiva, la deuda que importa por su incidencia en el mercado de cambios es la deuda financiera, líquida y exigible, en moneda extranjera u oro esa era principalmente pública. Los pagos que se habrían hecho como resultado de ello, que en las estimaciones de William ascendían de 60 a 100 millones en las nuestras bajan a unos 10 12 millones.¹⁰

Vamos a aclarar algunos de los supuestos en que se basan esas estimaciones. En primer lugar, los datos de los balances de Pagos de la Argentina son muy cuestionables. Por de pronto en lo de la Balanza Comercial, su rubro más significativo, como señalamos en otro trabajo,¹¹ los valores de exportaciones e importaciones no reflejan los precios del mercado, sino los del aforo de la tarifa de avalúos. Por otro lado, están indicados en pesos oro, cuando hacia el final de la década del 80, se recibían en pesos papel, convertidos a la paridad oficial (1 peso papel = 1 peso oro que era muy distinta a la de mercado. Los valores de las exportaciones han sido corregidos en el trabajo citado, en el que se muestran apreciables diferencias. No hay ningún trabajo, en cambio, en el que se hayan corregido los de las importaciones. Una

10. Véase Cortés Conde, op. cit., 1989.

11. R. Cortés Conde, T. Halperin, H. Gorostegui de Torres, *El Comercio Exterior Argentino*, T. I *Exportaciones*, Buenos Aires (mimeo), 1965.



primera, y todavía muy imprecisa, estimación del balance comercial con los principales países con que comerciaba entonces la Argentina (Gran Bretaña, Francia, Alemania, Estados Unidos y Bélgica), tomado de las fuentes estadísticas de esos países, muestra significativas diferencias con la estadística oficial argentina.



Cuadro Balanza comercial argentina (estadísticas oficiales) y
Balanza comercial con principales países que comerciaban
con Argentina (estadísticas extranjeras)

Año	(millones de pesos oro)	
	B. Com. (f. extr.)	B. Com. (f. arg.)
1880	10.6	12.8
1881	-2.8	2.2
1882	4.0	-0.8
1883	5.0	-20.2
1884	1.2	-26.0
1885	14.8	-8.3
1886	14.5	-25.6
1887	-2.3	-32.9
1888	-7.6	-28.3
1889	-31.0	-74.4
1890	8.3	-42.2

Fuente: Anuarios de Comercio Exterior Argentinos y Estadísticas Comercio Exterior varios países (Gran Bretaña, USA, Bélgica, Alemania y Francia).

Véase entonces que se puede caer en gruesos errores si se afirma que, en base de datos tan dudosa, la balanza comercial fue positiva o negativa.

Pero, además, si comparamos lo que Williams denomina balances de préstamos, se observa también una gran diferencia entre sus estimaciones sobre ingresos y las necesidades de pagos externos con las nuestras que sólo



toman en cuenta la deuda líquida y exigible en oro o moneda extranjera, que fue mayormente pública, por lo que tomamos los pagos efectivamente hechos por la Tesorería.

Cuadro

Año	(millones de pesos oro)	
	B. Com. (f. extr.)	B. Com. (f. arg.)
1881	2.1	11.9
1882	9.6	-6.4
1883	28.0	-2.8
1884	12.2	2.2
1885	15.5	n.a.
1886	40.8	3.0
1887	116.2	24.7
1888	198.3	33.9
1889	94.0	18.7
1890	-14.5	3.4
1891	-23.3	-9.9
1892	-15.9	-6.2
1893	-20.1	-6.2
1894	-30.6	-15.8
1895	-21.0	-13.1
1896	-2.8	-12.4
1897	-5.69	n.a.
1898	-4.5	-10.1
1899	-30.0	n.a.
1900	-31.0	n.a.

Fuente: Williams (1920) y Cortés Conde.

A los pagos de deuda externa que se deducen de las entradas de cada año en nuestra columna de créditos netos en los años y 89, puede restársele unos cinco millones de pesos oro de los pagos de la deuda provincial. A partir de 1896 del arreglo Terry, la Nación emitió títulos para pagarla, que



importaban un pago anual de aproximadamente 2.5 millones de pesos oro. Véase entonces que las estimaciones de Williams son mucho mayores.

Por otra parte, si consideramos los saldos del Balance Pagos como los que corresponden a las variaciones de las reservas metálicas, éstas tendrían una magnitud aproximada a de las variaciones de las reservas de los Bancos de emisión, tal como a recen en el siguiente cuadro.

Cuadro: Variaciones Reservas
Bancos Provincia de Buenos Aires y Nacional

Año	(en millones de pesos oro)
1882	2.7
1883	6.3
1884	-7.22
1885	-1.48
1886	13.5
1887	-15.8
1888	35.7
1889	-31.3
1890	-5.85
1891	-1.23

Fuente: Roberto Cortés Conde, 1989.

Por último, los que tuvieron la mayor incidencia en el mercado de cambios fueron las compras de oro que hacía el gobierno. cuando éste llegó a un arreglo con los acreedores



externos 1891 y)3, la presión sobre el mercado disminuyó y el tipo de cambio ó drásticamente 12.

2. Se dice que el Balance de Pagos fue también negativo debido a la fuga de capitales. Si eso se debió más que a las obligaciones por créditos externos o importaciones y más a los cambios masivos de cartera (fuga de capitales en la cuenta de capital) esto tendría también una incidencia negativa sobre el Balance de pagos. Sin embargo, no se tuvo en cuenta que esa salida compensaría con créditos que los residentes adquirieron en el exterior.

3. Para países exportadores primarios, supuestamente afectados por una tendencia secular negativa de los términos de intercambio, la adhesión a un tipo de cambio fijo le impediría devaluar y lo forzaría a una reducción de costos (deflación) para continuar compitiendo, cuando sus precios bajaran en los mercados mundiales. Aquí hay un error que proviene de extender a países intensivos en recursos naturales, criterios aplicables a otros intensivos en mano de obra. La entrada a los mercados de la producción de un país con abundantes recursos naturales resultó en una baja de sus precios pero, debido a la alta relación recursos naturales/trabajo, fue compensada por una mayor productividad. El argumento de Prebisch, que el aumento de la productividad es mayor países industriales que en los

12. Por otro lado, el problema de la deuda externa más que un problema de Balance de pagos es un problema fiscal puesto que el gobierno necesita de superávit fiscal para comprar los excedentes comerciales (salvo que los compre con emisión).



agrícolas, tiene que ser matizado para la situación histórica de los países nuevos: la productividad por trabajador en la agricultura aumentó notablemente cuando se reemplazaron las tierras europeas de baja productividad por tierras americanas. Así una baja de precios no necesariamente resultó en una baja de ingresos. Véase que en el caso argentino si bien los precios de las exportaciones bajaron hasta 1895, los montos pagados por la deuda externa como porcentaje del valor de las exportaciones disminuyeron desde 1891, como resultado del aumento del volumen de las exportaciones.

Cuadro Precios Exportaciones (N.I. 1883=100) y pagos de la deuda externa pública como porcentaje del valor de exportaciones

Año	Precio exp.	Deuda/% Exp.
1883	100	16.84
1884	95.8	17.45
1885	82.1	n.a.
1886	87.1	26.96
1887	84.4	n.a.
1888	70.7	27.70
1889	67.6	37.75
1890	64.6	24.39
1891	76.7	16.14
1892	67.0	10.59
1893	62.2	28.21
1894	52.4	24.12
1895	76.8	12.69
1896	74.6	n.a.
1897	81.0	11.72



4. Algunos errores empíricos

Para sostener que se trataba principalmente de un problema de Balance de Pagos Williams argumentó:

a) que entre 1867-76 existió una Oficina de Cambio como la Caja de Conversión. *“In 1866 an attempt was made to stabilize the currency by means of a system of conversion, a system of interest to us because of its similarity to the famous scheme of 1899 by which the problem of debase currency was finally settled.”* Sostuvo que el abandono de la convertibilidad en 1876 se debió a los grandes gastos del gobierno y las dificultades en el Balance de Pagos.

Sostuvimos nosotros que el sistema aplicado entonces no fue el del patrón oro, como, en cambio, sí lo fue el de la Caja de Conversión de 1899. En el de 1867 había no una sino dos fuentes de emisión, las de las notas metálicas en pesos fuertes (billetes de banco) de los Bancos Nacional y de la Provincia (como contrapartida del crédito), y los billetes en moneda corriente de la Oficina de Cambios del Banco Provincia, las únicas que tenían la obligación de tener un 100 % de reservas.¹³ Cuando se produjo en 1873 y 1874 una salida de reservas se redujo el circulante emitido por la Oficina de Cambio, lo que era el requisito fundamental del ajuste del patrón oro, para compensarlo, el Banco de la Provincia aumentó la emisión de notas metálicas. Esto impidió el ajuste que hubiera tenido lugar si se hubiera aplicado la regla del patrón oro y condujo a la continua salida de reservas y, finalmente, a la declaración de la inconvertibilidad en 1876.

13. Cortés Conde, *op. cit.*, 1989.



Williams no conoció esa otra fuente de emisión distinta a la de la Oficina de Cambios, lo que lo llevó a creer que el sistema funcionaba como el de una Caja de Conversión, y que el ajuste en el Balance de Pagos no se habría producido a pesar de la contracción de la oferta monetaria.

5. En 1885 volvió a suspenderse la convertibilidad. Williams sostuvo que ello no se debió a los aumentos en la emisión de dinero, en la primera mitad de los 80, sino a problemas en el balance de pagos. Dice: *“It may be noted at the outset that in this period there were no issues of paper money. In 1883, as I have said, the great mass of old worthless notes was exchanged for new metallic notes, convertible at par. I find no mention of any further emission until December 1886”*; y añadió que *“the years 1884 and 1885 afford an instance of still another sort. In 1884 year paper was converted into gold at par, there were no issues whatever of paper money: yet an unfavorable balance of payments by causing a demand for gold export raised the price of gold, exhausted the resources of the Banks, threatened a commercial crisis and forced the suspension of specie payments. In other words, paper depreciated without any change in its quantity.”*¹⁴ Por lo tanto, sostuvo que la suspensión de la convertibilidad se debió a un desfavorable balance de pagos en 1884.

También aquí se equivocó. Entre fines de 1882 y 1883 los billetes en circulación habían aumentado de 18.70 m \$ oro a 24.5 m \$ oro reflejando el aumento de las reservas (gracias a los créditos obtenidos en el exterior por el Banco Nacional)

14. Williams, *op. cit.*, pág. 45.



que subieron de 0.9 m \$ oro en 1882 a 14.2 m \$ oro en 1883. Los depósitos aumentaron de 53.8 m \$ oro a 75.7 m \$ oro y la oferta monetaria de 82.5 m \$ oro a 110.6 m \$ oro. Al año siguiente las reservas en oro bajaron a 6.8 m \$ oro (más de 7 m \$ oro) pero los billetes en circulación sólo de 24.9 m \$ oro a 21.4 m \$ oro. Los depósitos totales por el contrario se incrementaron y la relación reservas circulante más depósitos, cayó del 14% al fin de 1883, a 6% al final de 1884. La relación reserva oro/notas metálicas bajó del 57% al 32%.

Es claro que el mecanismo de ajuste del patrón oro no funcionó porque los billetes en circulación no se redujeron en la misma medida en que salían las reservas, requisito que no había sido establecido para los Bancos de emisión y que era, en cambio, la base del ajuste del patrón oro.

Sabiendo que los Bancos, que continuaban emitiendo, no estarían en condiciones de mantener la convertibilidad, se inició un fuerte ataque especulativo contra el peso, que agravó el drenaje de reservas en 1884, lo que llevó al Banco Nacional a pedir al gobierno la suspensión de la convertibilidad. Autorización que fue concedida en enero de 1885 y ampliada luego a los restantes Bancos de emisión.

Al mismo tiempo se declaró el curso legal de los billetes de Banco, con el agregado que debían aceptarse por su valor escrito para el pago de toda obligación.

6. Otro de los argumentos usados para fundamentar la inconveniencia, en este caso, de gran movilidad de capitales es que la crisis de 1890 se debió a que se revirtió la fuerte entrada de



capitales al país. En otros trabajos¹⁵ hemos demostrado que se trató fundamentalmente de un problema de cambio de cartera (fuga de capitales).

7. En su trabajo Williams presenta dos gráficos, en uno relaciona el papel moneda en circulación con el premio del oro y el otro el premio del oro con el balance de pagos. Analizando el primero sostuvo: *“Between 1885 and 1887 paper money increased some 20 million \$; the gold premium remained stationary (declining 37 % in 1885 to 35% in 1887). Then comes the great expansion of the currency beginning with the passing of the Guaranteed Banks Act in November 1887. The rise of the curve of paper money is paralleled up to 1891 by a rise of the premium of gold. But from this point on, agreement between the two curves ceases. Paper money continued to increase until 1893, but gold premium falls sharply after 1891.”*

Hay dos errores, el primero en los años 1887 y 1888 cuando afirma el premio del oro no subió. Es cierto, pero Williams no advirtió que ello se debió a la intervención en el mercado (flotación sucia) lo que, en cambio, produjo una pérdida de reservas. Eso ocurre cuando hay un tipo de cambio fijo o cuando se sostiene el cambio vendiéndolas. El segundo, es que en los años posteriores a 1890 no hubo una reducción en la oferta monetaria y a pesar de ello el premio del oro bajó. Como Williams —y los demás autores que trataron del

15 Roberto Cortés Conde, "Nuevos Aspectos de la Crisis de 1890", Documento de Trabajo CIE, ITDT, Buenos Aires, 1988, y Cortés Conde, op. cit., 1989 16 Ver Cortés Conde, op. cit., 1989.



tema— recogió solo los datos sobre circulante que eran entonces los únicos disponibles, su gráfico no toma en cuenta la drástica caída de los depósitos y su efecto en la oferta monetaria, lo que hemos comprobado en un trabajo anterior 16.

8. Los mecanismos de ajuste. Williams y Ford en distintas épocas participaron en un debate acerca de cuáles eran los mecanismos de ajuste del Balance de Pagos en un sistema de inconvertibilidad. Para Williams no había una respuesta concluyente sobre si existía una relación negativa entre las importaciones y el premio del oro. En cambio, encontraba una fuerte correlación entre el aumento de las exportaciones y el del premio del oro, atribuyéndolo a los *windfall profits* resultantes de la depreciación de la moneda doméstica. No encontraba en cambio correlaciones entre las variaciones de la oferta monetaria y las del premio del oro.

Ford, en cambio, atribuía el ajuste a la disminución de las importaciones provocadas por la caída del ingreso de los sectores populares, de resultados de la misma depreciación de la moneda doméstica. El aumento de las exportaciones, en cambio, se debía a otros factores, la extensión red ferroviaria, etc., que actuaban con un cierto rezago.

Aunque el aumento del premio del oro influye en el de las exportaciones y la depreciación y la caída del ingreso en la reducción de las importaciones; el ajuste del balance de pagos que se produjo con la crisis del 90 fue -como hemos demostrado en otra parte ¹⁶ resultado, principalmente, de la

16 Cortés Conde, op. cit., 1989.



restauración del equilibrio en el mercado del dinero. No sólo por la rezagada depreciación real del dinero, sino porque al producirse la cesación de pagos, en la mayoría de los Bancos los depósitos no pudieron utilizarse como medios de pago y se produjo una enorme contracción de la Oferta monetaria (Ver gráfico y Cuadros Dinero).

9. Las explicaciones institucionales

Ford dio otro argumento para sostener por qué en países poco desarrollados no puede sostenerse el patrón oro: el escaso desarrollo de sus instituciones financieras. En la Argentina -sostuvo- los Bancos no podían actuar sobre las tasas de interés para captar capitales, como lo que hacía en Gran Bretaña el Banco de Inglaterra. Ello es cierto, lo que Ford no explica es que ello no se debió a la existencia de un sistema monetario que establecía reglas, como el del patrón oro, sino a la falta de éstas. En realidad, en la tasa bancaria en un país de la historia de depreciaciones como Argentina se incluye implícitamente una prima de riesgo. Ocurre que cuando se teme la suspensión de la convertibilidad y la consiguiente depreciación, esa prima de riesgo aumenta. Entonces no basta que el Banco eleve la tasa para atraer capitales, sino que debería elevarla aún más allá del interés internacional agregando a ésta esa prima que a medida que bajan las reservas sube a niveles altísimos. En esas condiciones el aumento de la tasa tiene un efecto perverso ya que despierta mayor temor. Este es una circunstancia que Ford no menciona. La incapacidad en el manejo de la tasa resulta precisamente de la falta de confianza en las políticas



discrecionales de los gobiernos, lo que no ocurriría si se tuvieran a reglas que los restringieran (el *gold standard*).

Es cierto que en la Argentina el sistema institucional era bastante precario en las primeras décadas de la organización nacional. Ello podría explicar algunas de las razones de las dificultades por mantenerse dentro del *gold standard*, no de las ventajas de un sistema discrecional alternativo que, precisamente, conspiraba contra la existencia de un sistema financiero eficiente y lo hacía todavía más precario.

En la medida que no había un tipo de cambio fijo, con las restricciones que ello implicaba, parecía más conveniente el negocio de la emisión (señoreaje) que no estaba limitado por la necesidad de convertir (esta había sido la acusación de David Ricardo respecto al Banco de Inglaterra).

Respecto al argumento que señala los beneficios que tuvo Gran Bretaña por tener una moneda que se utilizó como reserva internacional debe precisarse que él no toma en cuenta el costo de reputación en que debió incurrir Gran Bretaña para lograrlo.

Es cierto -por otra parte- que el sector exportador se endeudaba en moneda doméstica ¹⁷, pero también que, en los 90, el precio de sus activos (tierras) cayeron aún más que los activos financieros.¹⁸

17 Williams, op. cit., 1920. Ford, op. cit., 1962. 19 Cortés Conde, op. cit., 1979.

18. Cortés Conde, op. cit., 1979.



10. El argumento de más peso sobre las desventajas del patrón oro fue el de su excesiva rigidez frente a condiciones externas desfavorables en economías muy abiertas y con estructuras poco diversificadas (en Argentina el porcentaje de Exp. e Imp/PBI era mayor del 35%). A ello debe agregarse que otras actividades domésticas como el gobierno, las Obras Públicas y las industrias dependían en gran medida del nivel de las importaciones (de los que dependían la recaudación de impuestos y la provisión de insumos).

Precios Domésticos, Argentina 1886-1894

Año	Salario Nominal	Premio del oro	Precio de la tierra	
			Nominal	\$ oro
1886	100	100	100	100
1890	125	181	239	132
1892	138	239	301	126
1894	146	257	153	60

(1886 = 100)

Fuente: J. H. Williams, op. cit., p. 192.

El valor de la tierra: Cortés Conde, *El progreso argentino*, 1979, p. 16.

En períodos de expansión de las exportaciones aumenta la oferta monetaria, hay más confianza, lo que atrae a inversiones externas. En períodos de depresión debidas a caídas de las exportaciones, se contrae la oferta monetaria y



(perversamente) por un multiplicador se reduce el Ingreso y el empleo.

Ha habido una larga discusión sobre si en la, efectivamente, experiencia histórica los flujos de capital fueron procíclicos (Triffin) y no anticíclicos como podría esperarse.

Se esperaría que durante una expansión, impulsada por los aumentos de los precios o del volumen las exportaciones, los activos subieran de precio y, entonces, disminuiría el interés en la inversión y no habría flujos de capitales hacia el país. Que lo contrario ocurriría cuando cayeran de las exportaciones, se entrara en una recesión y cayeran los valores de los activos. ¿Por qué esto no era así? Aunque no hay una respuesta definitiva sobre cuál ha sido la variación pro o anticíclica juega también aquí el factor confianza. Una explicación alternativa puede adelantarse diciendo que cuando bajan las exportaciones, disminuyen las importaciones (y en el sistema fiscal de entonces) la recaudación fiscal. En esa circunstancia los actores económicos perciben la posibilidad de que el gobierno pueda ser tentado a implantar algún impuesto explícito o encubierto sobre los capitales y, a pesar de que los precios de los activos puedan estar bajos, no compran, con lo que no hay inversión a pesar de la baja de los precios de los activos. Ello porque se espera que el gobierno pueda gravarlos produciendo una pérdida a los capitales.

Finalmente, ¿puede ser cierto que la administración del dinero haya evitado el efecto de los shocks externos, pero no tuvo otras consecuencias más perjudiciales?

Veamos que pasó en la Argentina de entonces.



En 1876 la suspensión de la convertibilidad evitó una fuerte contracción monetaria. Por el contrario, volvió la confianza al mercado y con ellas subieron los depósitos por lo que inicialmente hubo una expansión. Pero solo una rígida disciplina fiscal posterior y la consecuente estabilización monetaria permitieron la vuelta en 1880 a la anterior paridad y a la convertibilidad de hecho (la de derecho ocurrió en 1883).

En 1885 la suspensión de la convertibilidad evitó una fuerte contracción. Se dio un fenómeno curioso. A pesar de la declaración de inconvertibilidad, al principio, se confió en el compromiso del gobierno de volver a la anterior paridad (avalado por la reciente experiencia de 1880). Creció la oferta monetaria, pero en 1889 se advirtió el default del gobierno y de los bancos, y la crisis retrasada estalló con una gravedad muchísimo mayor.

En definitiva, el abandono del patrón oro evitó la contracción monetaria inmediata que hubiera tenido lugar debido a la salida de oro y su efecto contractivo, pero tuvo otras consecuencias retrasadas mucho peores, los que incidieron negativamente sobre la confianza, la tasa de interés y el flujo de capitales.

El problema, entonces no es si, al someterse a reglas fijas un país queda muy expuesto a shocks externo, sino si el uso de la discrecionalidad, en el largo plazo, puede tener efectos más negativos sobre los precios, la tasa de interés, la inversión y, finalmente, el crecimiento.



11. Se ha sostenido que bajo el *gold standard* los precios domésticos convergen con los internacionales. Hemos comprobado, que, en la Argentina, bajo un sistema de flotación (inconvertibilidad), las tasas de variaciones de precios en la Argentina diferían notablemente de las internacionales y que, en cambio, bajo un régimen de patrón oro las variaciones de precios domésticos convergieron con las internacionales. Puede verse en el gráfico siguiente que los precios argentinos subieron en el período de inconversión 1885-1899 mucho más que los internacionales (medidos por los precios del Reino Unido) pero que, a partir de la vigencia del patrón oro, tendieron a converger.

12. Hay otro aspecto a tener en cuenta. ¿Es que un tipo de cambio flotante nos es un inconveniente para atraer inversiones extranjeras? ¿Por qué entonces hubo un importante flujo de inversiones externas en la década de 1880?

Debe advertirse que hasta 1885 existió un tipo de cambio fijo (oficialmente desde 1883 aunque la práctica ya lo era desde 1880). Pero por un tiempo después de 1885 existió la convicción de la transitoriedad de la suspensión y de que se volvería como en 1883 a la anterior paridad, respetando los contratos. Pero lo importante, es que prácticamente toda la deuda externa estaba en moneda constante (libras, oro). Por otro lado, era generalizado el convencimiento que el gobierno cumpliría con el compromiso de volver a la paridad anterior (también el gobierno estaba convencido de ello).

Pero había otros títulos que se emitieron dentro del país y en pesos como algunas de las series de cédulas hipotecarias.



Algunas de ellas fueron compradas por inversores extranjeros que no percibieron las diferencias sobre si estaban en pesos moneda nacional oro, o directamente en oro. Una vez que lo descubrieron, así como las distintas consecuencias de tener activos en una u otra denominación, la desconfianza se generalizó.

13. En relación a los efectos expansivos o contractivos de los periodos de aumento o disminución de exportaciones debe advertirse que una expansión inusual de las exportaciones no necesariamente debe reflejarse en otra de dinero y por consiguiente en el alza de los precios domésticos. En una economía abierta, si la oferta doméstica de bienes es inelástica, el excedente de dinero se dirigirá a las importaciones. Es decir, aparecerá un volumen extraordinario de importaciones. En el caso argentino, en la primera década del siglo, con un volumen de importaciones de bienes de consumo y de insumos que variaba a una tasa más o menos constante, los excedentes extraordinarios de exportaciones permitieron el aumento de importaciones de bienes de capital. Parecería que los ciclos de precios altos de exportaciones coincidieron con elevadas importaciones de bienes de capital (cuyos precios relativos bajaban). Cuando se produjo el fenómeno inverso (los años treinta), las importaciones de bienes de capital se redujeron. Como éstas tuvieron un período de maduración relativamente largo se dieron ciclos de importación de bienes de capital y otros en que ésta se absorbió (véase Ford respecto a ferrocarriles).

14. El debate reglas vs discreción.



Es cierto que bajo el patrón oro la creación de dinero depende de los saldos de las transacciones con el exterior y que no se puede crear dinero primario (Base Monetaria) por medio del crédito. Las reglas del patrón oro bajo el principio de la *currency school* suponen que en un sistema mixto toda creación de circulante, está respaldada por un consiguiente monto de reservas (oro, monedas metálicas o divisas). Es que, en realidad, el tenedor de billetes tiene un crédito contra las reservas que posee el organismo que guarda el oro (Caja de Conversión, Departamento de Emisión). Esto no quiere decir que se trate siempre del 100 %, sí, en cambio, que, ni el gobierno, ni la autoridad monetaria, deciden sobre la cantidad de circulante. Especialmente el Banco Central o los Bancos de emisión no pueden crear dinero comprando deuda del gobierno.

Es cierto, en cambio, que la cantidad de dinero puede aumentar por medio de la creación de dinero bancario, debido al multiplicador y aquí (véase Ford) existirá un efecto ampliado, dependiendo de la decisión sobre encajes que tomen los Bancos, o de la disposición del público por retener circulante en sus manos o depositarlo en el Banco (el coeficiente c).

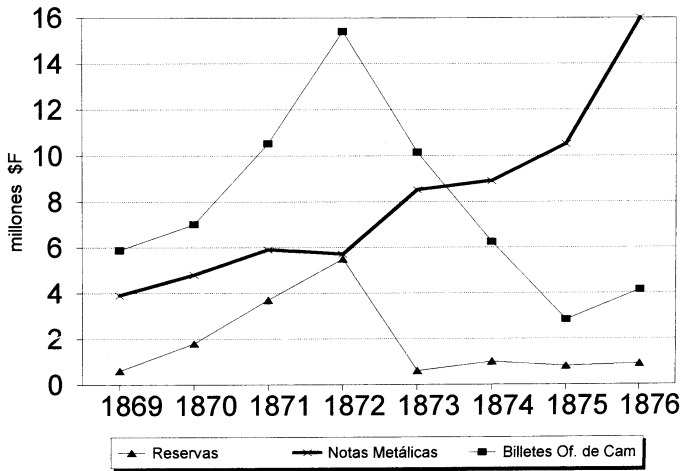
Mientras que para defender el cambio flotante, se argumentó que así se podían evitar los efectos negativos sobre el ingreso y el empleo de la salida del oro, no se escapaba a nadie los recursos que, por ese medio, se le daban a los gobiernos (impuesto inflacionario). Cuando la creación autónoma de dinero coexistió con un aumento de su demanda no tuvo un efecto inflacionario. Algo distinto paso cuando,



debidas a las crecientes angustias fiscales, la excedió y ello se reflejó en un proceso inflacionario de consecuencias negativas enormes.

Parece así que en países con instituciones poco maduras los regímenes discrecionales tienden a exagerarla con negativas consecuencias sobre la economía y el crecimiento.

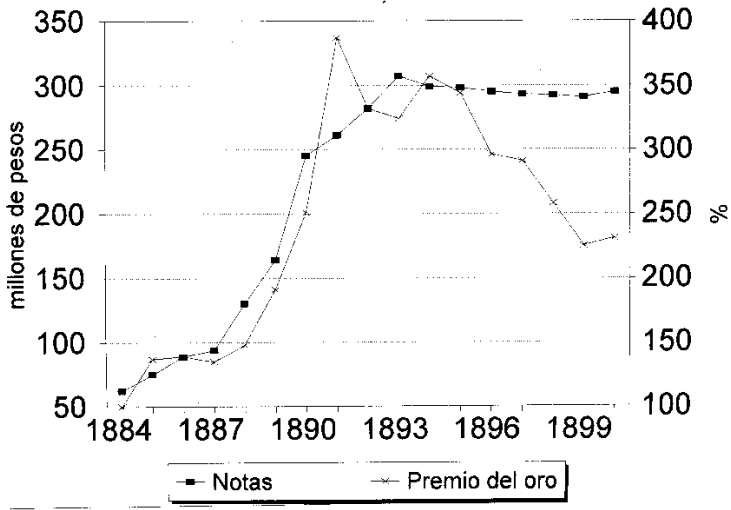
Billetes, Notas, Reservas
1869 -1876





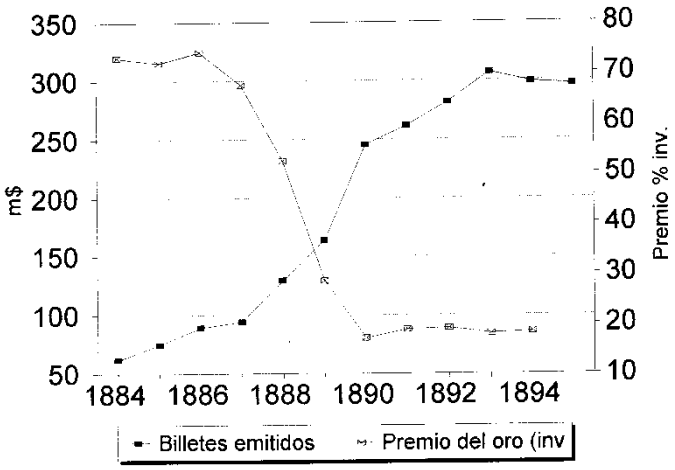
Notas y Premio del oro 1884-1900

Williams

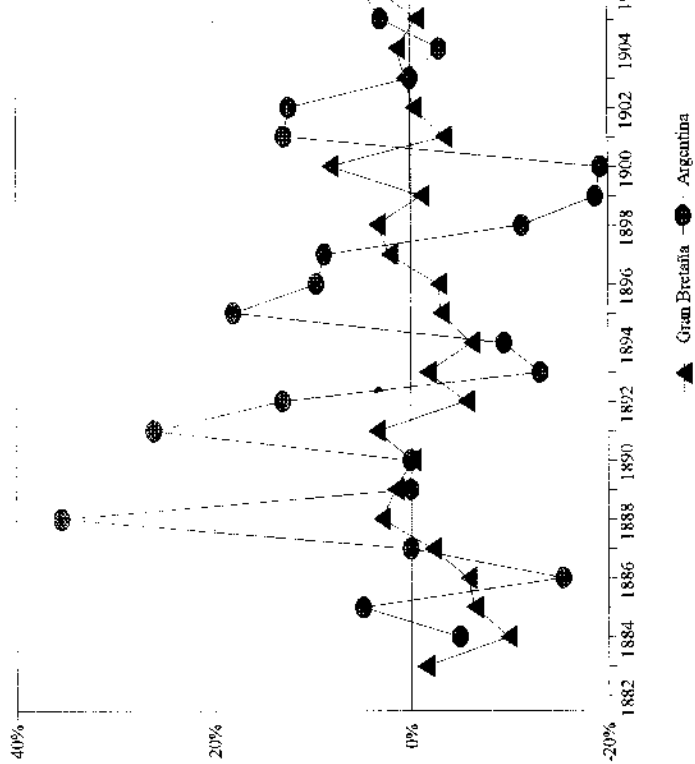


Billetes emitidos y Premio del oro

1884 -1895 Ford



Precios Argentina-Gran Bretaña 1882-1912



INFLACIÓN MONETARIA: LA TRAMPA DE LA BANCA CENTRAL¹

Dr. Alberto Benegas Lynch (h)

La primera vez que publiqué un escrito sobre la imperiosa necesidad de eliminar el Banco Central fue hace cuarenta años, en *Fundamentos de análisis económico*, que lleva prólogo del premio Nobel en Economía F. A. Hayek y prefacio del exsecretario del Tesoro de los EE.UU. William E. Simon. Desde entonces vengo machacando sobre el mismo asunto, ya que la llamada “autoridad monetaria” solo puede operar en una de tres direcciones: expandir, contraer o dejar inalterada la base monetaria. Cualquiera de esos caminos inexorablemente altera los precios relativos, que son los únicos indicadores para asignar los siempre escasos recursos.

Si se mantiene que la banca central debe ser independiente, Milton Friedman –otro premio Nobel de Economía– señaló que el resultado será el deterioro independiente de los precios, de allí es que este autor concluye que “el dinero es demasiado importante como para dejarlo en manos de banqueros centrales”. Lo mismo sostiene Hayek, quien agrega que “nos demoramos doscientos años en percatarnos del error y el horror de atar la religión al poder político, es de desear que no nos demoremos otro tanto en darnos cuenta del error y el horror de atar la moneda al gobierno”.

¹. La Nación, 15 de abril de 2023.



Ahora observamos con satisfacción que en nuestro medio irrumpe un sustancioso debate sobre lo que se ha dado en denominar “dolarización”, aunque entre sus patrocinadores se destaca que se trata de abolir la banca central y el curso forzoso para que la gente elija el activo monetario de su preferencia, por lo cual se conjetura que en un primer paso la inclinación será por el dólar, por ser la divisa más familiar.

En otra oportunidad aludí a mi propuesta en seis etapas influido por colegas con quienes he mantenido repetidas conversaciones, como Adrián Ravier, Javier Milei, Emilio Ocampo, Jorge Ávila, Julio Elias, Alfredo Romano y otros, lo cual no significa comprometer sus opiniones en el esquema que sigue ni el caso extremo que describiré a continuación. Tampoco sugiero desconocer sus propias propuestas. Todo debe ser debatido. Mi sugerencia en aquel entonces se resumió en la siguiente cápsula en seis pasos: 1) Entrega de dólares a los tenedores de pesos (base monetaria) que incluye la venta de oro, lo cual resultará en la ratio que corresponda a esta relación, la cual podrá modificarse, por ejemplo, por la entrada de dólares en circulación de poseedores fuera del circuito o en el exterior. 2) Sustituir títulos y pases por bonos con jurisdicción estadounidense en dólares a la tasa de mercado. 3) Convertir todo el sistema bancario al offshore (Luxemburgo, Singapur, etc.) al efecto de que las instituciones financieras operen de acuerdo con la conveniencia de sus clientes. 4) Abrogar toda la legislación que se oponga a lo dicho (ley penal cambiaria et al). 5) Consecuente liquidación de la banca central y el curso



forzoso. 6) Elección por parte del gobierno de la moneda en la cual se pagarán impuestos y equivalentes.

Tengamos en cuenta que, para los avatares extremos que expondré a continuación, es pertinente analizar lo que Harold Demsetz bautizó en 1969 como la falacia de Nirvana, que es tomada de Shakespeare cuando el Duque de Albany le dice al Rey Lear: “Agitándonos para alcanzar lo mejor, a menudo estropeamos lo bueno”. Es decir, en política necesariamente se renuncia a lo ideal para poder ejecutar lo que resulta posible. Esto para nada significa abandonar la mejor meta en beneficio de lo que desconoce la excelencia. Más aún, resulta absolutamente indispensable subir la vara al máximo, lo cual es faena de los intelectuales al efecto de modificar la parla de los políticos.

Vamos ahora al caso extremo en el que desmenuzo la situación en la que no resultara políticamente posible ninguna de las otras vías de reforma sensata por incomprensión del problema, por lo que sugiero que se proceda a la eliminación del curso forzoso y a la liquidación de la banca central en otro contexto. En este caso pueden presentarse dos posibilidades muy extremas que pueden considerarse absurdas, pero sirven para ilustrar el asunto que tenemos entre manos. Que el patrimonio neto refleje un valor mínimo, digamos de un dólar, en cuyo caso el rescate de la base monetaria será a un tipo de cambio colmado de ceros y fracciones infinitesimales, lo cual hace conjeturar que nadie convertirá, por lo que se aplicará ese patrimonio exiguo a rentas generales. La otra posibilidad extrema es que el patrimonio neto sea negativo, en cuyo caso se declara la quiebra.



Pasemos entonces al tema medular de la inmensa bola de títulos como pasivo remunerado junto a la base monetaria frente a lo cual puede seguirse uno de dos caminos: o se le va reduciendo paulatinamente la tasa hasta llegar a cero al efecto de permitir la adecuación de los plazos fijos en los bancos o se recurre a un último y nuevo préstamo global, para atender esos reclamos de los depositantes. En este cuadro de situación debe tenerse muy en cuenta la visibilización de millones de dólares provenientes tanto de la plaza local como del extranjero, hoy defendidos de las garras del Leviatán, pero que volverán a circular en vista de la claridad de objetivos monetarios acompañados por reformas de fondo laborales, previsionales, institucionales y de comercio exterior. A esto deben agregarse las múltiples nuevas inversiones que serán atraídas por el clima civilizado de normas creíbles y duraderas de respeto recíproco. En estas circunstancias, la relación dólar/peso resultará del mercado con los dólares que ingresen al circuito y en vista de que no habrá más emisión de pesos.

En cualquier caso, es indispensable acompañar alguna de estas dos opciones por reformas bancarias para implantar el sistema de *free banking* o la reserva total, pero dejar sin efecto el sistema vigente de reserva fraccional y así anular la producción secundaria de dinero exógena, para lo cual pueden adoptarse los diversos canales propuestos que son de público conocimiento.

De más está decir que para poder proceder a una reforma monetaria en cualquiera de las instancias que quedan aquí reflejadas resulta indispensable despejar pesadas telarañas mentales en cuanto a un cuarteto clave. **Uno**, que la inflación



“es multicausal”, sin percatarse de que se trata de expansiones exógenas al mercado, es decir, provocadas por razones políticas. **Dos**, que la inflación se debe a “expectativas” sin percatarse de que por más expectativas no ocurre el fenómeno de la distorsión de precios si no hay convalidación por expansiones exógenas previas. **Tres**, que la inflación se debe a “costos que inciden en otros bienes y servicios” como, por ejemplo, el petróleo, sin percatarse de que si se incrementa ese precio el consumidor tiene dos opciones: o sigue consumiendo la misma cantidad de petróleo y sus derivados, con lo que disminuirá el consumo en otros bienes y servicios o de lo contrario reducirá su consumo petrolero para poder continuar con el mismo ritmo de consumo en los otros sectores. Y cuatro, que la inflación puede ser importada, lo cual muestra no entender el rol del tipo de cambio libre.

Todo esto va para los clásicos “nosepuedistas” que reiteran que las ideas innovadoras que operan en direcciones distintas del statu quo no pueden ejecutarse... Si por ellos fuera, seguiríamos en las cuevas, ya que todo lo novedoso debería descartarse. En esos casos está presente la falacia *ad populum*: **si todos lo hacen está bien, si nadie lo hace está mal.**

DOLARIZACIÓN, CAJAS DE CONVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Dr. Alfredo J. Canavese¹

Un proceso de hiperinflación suele llevar a la desaparición de la moneda doméstica de la economía que lo padece. En algunos casos de hiperinflaciones recientes el establecimiento de una caja de conversión contribuyó decisivamente al éxito de la estabilización subsiguiente evitando la sustitución de la moneda local por una divisa extranjera. Así sucedió en Argentina desde 1991 y en Estonia desde 1992. Es posible pensar en las hiperinflaciones como procesos que pueden llegar a un final autónomo en el momento en que la moneda doméstica queda totalmente sustituida por una divisa extranjera que es también utilizada por el gobierno local en sus transacciones- La literatura apunta que esta última solución, que podría denominarse «solución final», es claramente inferior a la instalación de una caja de conversión en términos de recaudación de señoreaje por parte del gobierno local. Este trabajo demuestra que la solución final" no es sólo inferior a la instauración de una caja de conversión en razón del señoreaje cedido al emisor de la divisa extranjera, sino que también lo es en términos de las

-
1. Investigador del Instituto Torcuato Di Tella e Investigador Independiente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas. Es Profesor Titular de las Universidades Torcuato Di Tella y de Buenos Aires. Es Profesor invitado de la Universidad de San Andrés. Es autor de numerosos trabajos publicados en *The Quaterly Review of Economics and Finance*, *World Development*, *Economica*, *Desarrollo Económico*, etcétera.



trayectorias de crecimiento sostenido posibles en cada uno de los casos.

El trabajo se desarrolla en cuatro secciones. En una primera sección se recuerda el proceso por el cual la hiperinflación lleva a la sustitución de la moneda local por una divisa extranjera y se ilustra el análisis con evidencia empírica de Argentina. En la segunda sección se aborda el tema del señoreaje. En la tercera sección se comparan las fuentes de creación de dinero bajo dos regímenes institucionales diferentes: caja de conversión y banco central. La última sección se dedica al estudio de la forma en que se monetizan economías sobre una trayectoria de crecimiento sostenido cuando no existe moneda local y cuando la creación de dinero es responsabilidad de un banco central y de una caja de conversión.

I

Durante las hiperinflaciones, la relación entre la tasa de inflación y las variaciones del tipo de cambio sigue un patrón habitual en el que se distinguen tres etapas que marcan, cada una de ellas, la pérdida de una de las funciones del dinero por parte de la moneda doméstica.

En la primera etapa el aumento del nivel general de precios se percibe por el deterioro de los valores reales de las variables nominales y los agentes reaccionan intentando preservar los valores reales de sus remuneraciones y activos nominales indexando los precios y los salarios. Los índices de precios disponibles para esta indexación recogen la inflación pasada pero, con las tasas de inflación crecientes típicas de las



hiperinflaciones, esta forma de operar destruye el capital de trabajo de las firmas y deteriora continuamente el valor del salario real. La indexación es la reacción que pretende mantener la función del dinero que consiste en servir de depósito de valor. En esta etapa se percibe claramente que aún los activos indexados a precios internos pierden valor real lo que pone de manifiesto que la moneda doméstica ha perdido su función de depósito de valor. Durante esta etapa el tipo de cambio se adelanta a la tasa de inflación. En una segunda etapa los agentes económicos tratan de eliminar los desfases en los métodos de indexación y recurren al único índice de precios de cálculo instantáneo: el tipo de cambio. En esta etapa la inflación y el tipo de cambio varían a tasas similares. Es como si los precios se calcularan en base a una divisa extranjera: la moneda local pierde, en esta etapa, su función como unidad de cuenta. Hay una tercera etapa crítica. Cuando la inflación se acelera continuamente, la indexación utilizando el tipo de cambio deja de ser efectiva porque, en la medida en que el medio de cambio sigue siendo la moneda local, durante el tiempo que toma pasar de moneda local a moneda extranjera, el tipo de cambio puede variar. En esta situación los precios se indexan al tipo de cambio esperado y la tasa de inflación se adelanta a la cotización de la moneda extranjera pero, como las expectativas acerca del tipo de cambio futuro difieren entre distintos agentes, las transacciones se interrumpen y sólo se realizan aquéllas en que la moneda extranjera es el medio de cambio. La moneda doméstica pierde todas sus funciones y desaparece. Se produce una sustitución total de la moneda local por una divisa extranjera que cumple todas las funciones del dinero. Este proceso de sustitución de la moneda doméstica por una divisa extranjera suele denominarse



"dolarización" de la economía. El nombre alude a las situaciones que se presentaron durante los episodios de alta inflación en Latinoamérica donde el dólar estadounidense fue reemplazando paulatinamente a las monedas locales. Un patrón de comportamiento como el descrito se verificó durante el pico hiperinflacionario que Argentina vivió entre 1988 y 1989, como se ilustra en el Cuadro 1.

CUADRO 1
Inflación y variaciones del tipo de cambio

Mes y año	Tasa de variación del Índice de Precios al Consumidor (%)	Tasa de variación de la Cotización del Dólar Estadounidense (%)
Oct. 1988	9.0	1.8
Nou 1988	5.7	3.3
Dic. 1988	6.8	5.1
En. 1989	8.9	7.7
Feb. 1989	9.6	59.3
Mar 1989	17.0	72.2
Abr. 1989	33.4	65.8
May 1989	78.5	180.4
Jun. 1989	114.5	137.8
Jul. 1989	196.6	22.4
Ag. 1989	37.9	0.7
sep. 1989	9.4	-2.0

Fuente: INDEC y Boletín Estadístico Techint.

II

En un proceso hipotético que, cumpliendo las tres etapas descritas en la sección anterior, culmine con la desaparición de la moneda doméstica se logra autónomamente la estabilización del nivel general de precios. A la vez, la Tesorería local pierde la



recaudación por señoreaje que queda delegada en el gobierno que emite la divisa que sustituyó a la moneda doméstica.

La diferencia entre la operación de una caja de conversión y la "dolarización" de una economía suele presentarse como una mera cuestión de nombres. No es así, una caja de conversión pretende mantener e incrementar el uso de la moneda doméstica garantizando a sus tenedores que poseer una unidad de moneda local es equivalente a mantener en cartera una cantidad definida y estable de una divisa extranjera que constituye el backing de la emisión local y que es propiedad de la caja de conversión. Esta inducción a mantener en cartera moneda doméstica se corresponde con la posibilidad de conservar para el emisor local alguna forma de señoreaje que se perdería con la "dolarización". En efecto, con la "dolarización" la moneda doméstica desaparece y la divisa extranjera asume todas sus funciones. Así, el emisor local pierde la posibilidad de apropiarse de recursos reales cuando la demanda de dinero nominal aumenta: el señoreaje se sacrifica en favor del emisor extranjero, Bajo un esquema en el que funciona una caja de conversión el backing conservado por la caja puede depositarse en entidades bancarias del exterior y generar intereses que juegan el papel del señoreaje ya que los aumentos de la demanda de dinero doméstico sólo pueden satisfacerse mediante la venta de divisas a la caja que engrosan la masa del backing que recoge intereses.

Para poner en perspectiva la importancia de este punto, el Cuadro 2 presenta los resultados obtenidos por S. Fischer (1982 y 1992) que estiman los ingresos por señoreaje percibidos por distintas economías.



La información del Cuadro 2 indica que el señoreaje es una fuente de ingresos fiscales importante cuando se la compara con la recaudación de los impuestos habituales. En una economía con una base monetaria del orden del 15% del PBI que reciba una tasa de interés internacional del 7 el rendimiento del backing de la caja de conversión permite obtener recursos similares a los que genera el señoreaje en las economías industriales.

CUADRO 2

Ingresos por señoreaje

Período	Región o país	Ingreso por señoreaje Porcentaje del PBI
1950-1981	Países industriales	0.5/1.0
1950-1981	América Latina	2.0
1950-1981	Oriente Medio (rápido crecimiento)	8.0/10.0
1988	Grecia	3.8
1988	Argelia	3.0
1988	Perú	6.0
1988	Jordania	8.0
1988	China	6.0

Fuente: S. Fischer (1982) y S. Fischer (1992).

III

Entre "dolarización" y caja de conversión existe una clara e importante diferencia en lo que se refiere a la apropiación de los recursos generados por el señoreaje, como se examinó en la sección anterior. Esta es una diferencia vastamente explorada en la literatura. Hay otra diferencia vinculada a la forma en que se monetiza una economía bajo cada uno de esos dos regímenes distintos y esta diferencia tiene influencia sobre las



características de la trayectoria de crecimiento sostenido que esa economía puede seguir. Para comprender estas diferencias es útil comparar las fuentes de creación de dinero admisibles bajo un régimen de caja de conversión con las fuentes disponibles para un banco central.

Un régimen ideal de caja de conversión debería contar con un departamento de emisión o caja de conversión propiamente dicha que se ocupa de la oferta de base monetaria más un departamento de banca con recursos propios que pueda actuar como prestamista de última instancia.² En una economía con esas instituciones los balances de cada una de ellas contendrían los siguientes rubros:

Caja de conversión			
Activos			Pasivos
Reservas (oro y divisas)	FR	Base Monetaria en	
		Público	Cp
		Bancos	Cb
		Dpto. de Banca	Cm
Departamento de Banca			
Activos			Pasivos
		Cm	
Activos externos netos		NFAM	Depósitos de bancos R
Préstamos a bancos		B	

2. Este no es el caso de Argentina donde no existe un departamento de banca. Las tareas de prestamistas de última instancia debe atenderlas la propia caja de conversión con los recursos que se obtienen de los títulos públicos denominados en moneda extranjera y valuados a su precio de mercado que hasta un 30% de la base monetaria pueden incluirse en el backing de la caja. Véase A. Canavese (1991).



Por su parte el balance consolidado de los bancos aparecería así:

Activos	Bancos	Pasivos
	Cb	Depósitos del público D
	R	B
Activos externos netos	NFAb	
Préstamos e inversiones	I	

Bajo este arreglo institucional se cumple que

$$FR = C_p + C_b + C_m$$

$$C_m + NF_{Am} + B = R$$

$$C_b + R + NF_{Ab} + I = D + B$$

En el caso en que el departamento de banca no existiese, las identidades se mantendrían con $R = B = 0$. De esas identidades se obtiene la oferta de dinero M

$$M_{CP+D} = \frac{c_p + I}{c_p + c_b + r - b} (FR + NF_{Am}) \quad (1)$$

donde las letras minúsculas expresan razones del concepto en mayúsculas correspondiente respecto de D. La ecuación (1) indica claramente que los aumentos de oferta de dinero en este arreglo institucional dependen sólo de las reservas en divisas tanto de la caja de conversión como del departamento de banca.

Una economía cuyas instituciones incluyen un Banco Central presenta balances diferentes:



Banco Central			
Activos			Pasivos
	FR+NFAM	Cl)+Cb	
Activos domésticos netos	NDAM	R	
	B		
Bancos			
Activos			Pasivos
	Cb	D	
	R	B	
	NFAB		
	I		

En este caso las identidades contables implican que

$$FR+NFAM+NDAM+B = Cp+Cb+R$$

y entonces la ecuación que permite obtener la oferta de dinero es:

$$M = CP+D = \frac{cp+l}{cp+cb+r-b}(FR+NFAM+NDAM) \quad (2)$$

que sólo difiere de (1) por la presencia de NDAM entre las fuentes de creación. Esta presencia pone en evidencia que cuando el control de la oferta de dinero es responsabilidad de un banco central puede crearse moneda por la expansión de los activos domésticos netos en su poder. Esto facilita la actuación del banco



central como prestamista de última instancia a la vez que lo hace vulnerable a los requerimientos de financiación de la Tesorería.³

En la sección anterior se analizó el comportamiento de la oferta de dinero bajo dos diferentes arreglos institucionales. Ese análisis permite destacar en cada caso las fuentes de creación de dinero disponible cuando se produce algún aumento de la demanda de dinero. En un proceso de crecimiento del PBI, la demanda de dinero aumenta. En efecto, la más sencilla de las demandas de dinero puede expresarse como

$$m = \frac{Md}{PY} \quad (3)$$

donde Md es la cantidad de saldos monetarios nominales que se desea mantener en cartera, P es un índice del nivel general de precios e Y es el valor del PBI en términos reales. Tomando logaritmos y derivando respecto del tiempo en (3) se obtiene

$$m/m = \dot{M}d/Md - \pi - g \quad (4)$$

donde un punto sobre una variable indica su derivada respecto del tiempo y π y g son las tasas de inflación y de crecimiento del PBI respectivamente. Entonces

$$\dot{M}d = (m/m)Md + (\pi + g)Md \quad (5)$$

-
3. En el caso de la convertibilidad argentina, la facilidad de incluir títulos públicos en el backing de la caja de conversión hace que hasta el límite legalmente permitido los activos domésticos denominados en divisas sean también fuente de creación de dinero. Véase A. Canavese (1991).



que indica como crece la demanda de saldos monetarios nominales cuando crece la demanda autónoma de saldos reales, el nivel general de precios y el PBI en términos reales. Sobre una trayectoria de crecimiento sostenido

$$\dot{m}/m = \pi = 0 \quad (6)$$

de modo que la demanda de dinero crece a la misma tasa g que el PBI real.

En un sistema con k economías (países) que crecen sostenidamente sobre una trayectoria en la que maximizan su consumo *per capita*⁴ se puede analizar la forma en que cada arreglo institucional (banco central, caja de conversión y "dolarización") provee a las necesidades de monetización de cada economía.

Sobre la trayectoria de crecimiento sostenido de cada economía todos los mercados se encuentran en equilibrio, no hay flujos de capitales y se cumple que

$$g = n = r \quad (7)$$

donde n es la tasa de crecimiento de la población y r es la tasa de beneficio que, en equilibrio, es igual a la productividad marginal del capital y a la tasa de interés. Entonces, en cada una de las k economías, la demanda de dinero crece a la tasa de interés.

$$M_d = gM_d = nM_d = rM_d \quad (8)$$

4. Véase E. Phelps (1961).



Para mantener el equilibrio en el mercado de dinero, la oferta monetaria debe también crecer a la tasa de interés.

Las economías que operan bajo un banco central pueden convalidar los aumentos de demanda con aumentos en el crédito interno NDA_m. En efecto, siempre existe un valor de NDA_m que satisface

$$M = \frac{\delta(FR + NFAM + NDA_m)}{\delta t} = gM_d \quad (9)$$

En las economías que operan bajo una caja de conversión, la convalidación del aumento de la demanda de dinero sobre la trayectoria de crecimiento sostenido es inmediata ya que en ellas se reciben los intereses sobre el backing. Esto implica que

$$\frac{\delta(FR + NFAM)}{\delta t} = r(FR + NFAM) \quad (10)$$

y como $r = n = g$

$$\frac{\delta(FR + NFAM)}{\delta t} / (FR + NFAM) = g \quad (11)$$

De (1) resulta

$$\frac{\delta(FR + NFAM)}{\delta t} / (FR + NFAM) = M/M \quad (12)$$

y, entonces,

$$M/M = g = M_d/M_d \quad (13)$$

que asegura el equilibrio del mercado de dinero sobre la trayectoria de crecimiento sostenido.



Este resultado tiene dos corolarios institucionales. Primero, debe existir una agencia supranacional que cree moneda de reserva a la tasa de interés. Segundo, los intereses producidos por el depósito del backing de la caja de conversión deben ser propiedad de la tesorería que los recibe como señoreaje y, con su gasto, pone en circulación su equivalente en moneda doméstica.

En una economía "dolarizada" el aumento de la demanda de dinero que se produce a lo largo de la trayectoria de crecimiento sostenido no encuentra convalidación ni a través del aumento del crédito interno ni por los intereses percibidos por el backing que respalda la base monetaria como sucede en los casos en que opera un banco central o una caja de conversión. La ecuación (5) indica que el aumento en la demanda M_d puede descomponerse en tres partes: un aumento autónomo $(m/m)M_d$, un aumento debido a la suba del nivel general de precios πM_d y un aumento causado por el incremento del PBI gM_d . En ausencia de cambios en la oferta doméstica, la demanda debe ajustarse. Si se descartan los cambios autónomos debe cumplirse

$$-\pi M_d = gM_d \quad (14)$$

que implica $-\pi = g$. Esto significa que para mantener el equilibrio en el mercado de dinero, sobre la trayectoria de crecimiento sostenido los precios deben caer a una tasa igual a la que crece el PBI. Este comportamiento requiere apartamientos de la trayectoria de crecimiento sostenido. En efecto, cuando el PBI crece, aumenta la demanda de dinero, ante la Imposibilidad de ajuste de la oferta en razón de la "dolarización", el desequilibrio en el mercado inducirá una recesión que, en el caso de una



demanda que depende de la tasa de interés,⁵ se desencadena por un alza de esa tasa. Esa alza provoca dos efectos: una recesión y un influjo de capitales generado por el diferencial de tasas de interés, que tienden a equilibrar el mercado de dinero. Pero este equilibrio se logra saliendo de la trayectoria de crecimiento sostenido.

En resumen, con un Banco Central o con una caja de conversión la economía puede crecer permanentemente sobre la trayectoria de crecimiento sostenido que corresponde al máximo consumo *per capita* mientras que una economía "dolarizada" incurre en fluctuaciones necesarias para equilibrar el mercado de dinero.

REFERENCIAS

- Canavese, A. J. (1991), "Deflación: La apuesta fuerte del Cavallo II" ,*Ámbito Financiero*, 27 de marzo de 1991, pp. 8-10.
- Canavese,A. J. (1991), *Hyperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina*, mimeo, Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires, 1991.
- Canavese, A. J. y Di Tella, G. (1988), "Inflation Stabilization or Hyperinflation Avoidance? The Case of the Austral Plan in Argentina, 1985-87", en M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer (eds.), *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1988, pp. 153-190.

5. Este no es el caso de la ecuación (3).



- Fischer, S. (1992), "Seignorage and the Case for a National Money" *Journal of Political Economy*, vol. 90, abril 1992, pp. 295-313.
- Heymann, D. (1990), *From Sharp Disinflation to Hyper and Back: The Argentine Experience, 1985-1989*, CEPAL, Buenos Aires, 1990.
- Liviatan, N. (1993), *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, World Bank Discussion Papers #207, Washington.
- Melvin, N. y Gobitz, J. (1988), "La dolarización en América Latina como una reforma monetaria impuesta por el mercado", *Estudios*, enero-marzo, pp. 7-16.
- Oaband, K. y Villanueva, D. (1993), "Independent Currency Authorities" *IMF Staff Papers*, marzo, pp. 202-16.
- Phelps, E. S. (1961), "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen", *American Economic Review*, septiembre, pp. 638-43.

DÉFICIT FISCAL Y EQUILIBRIO MONETARIO

Dr. Juan c. Cachanosky*

"Confiar el dinero al gobierno es como confiarle nuestro canario a un gato hambriento."

Hans F. Sennholz

01. INTRODUCCIÓN

La teoría económica nació con reflexiones sobre el problema del valor, precio y moneda. Estas primeras reflexiones en realidad estaban más ligadas a problemas de justicia que a un análisis teórico. Los filósofos de la Antigua Grecia como toda la tradición escolástica querían encontrar una definición de precio justo. De manera que la teoría monetaria es una de las más viejas dentro de la teoría económica. Y al mismo tiempo, el de los desequilibrios monetarios provocados por el gasto público debe ser uno de los problemas más viejos de la historia económica, si no es que es efectivamente el más viejo y a raíz del cual se produjeron controles de precios y tasas de interés.¹

Como se sabe distintas mercancías operaron como medio de intercambio hasta que finalmente los metales preciosos lograron

* Es Licenciado en Economía de la Universidad Católica Argentina y Doctor of Philosophy in Economics del International College en California. Es investigador y Profesor titular de Historia Crítica del Pensamiento Económico en el ESEADE, entre otras actividades docentes universitarias.

1. Para una historia detallada ver Robert Schuettinger y Eamonn Butler, *Forty Centuries of Wage & Price Controls*, Caroline House, Publishers Inc., 1979.



imponerse como medio general de intercambio. Pero los desequilibrios monetarios comenzaron en el momento en que apareció la acuñación y los gobiernos se hicieron cargo de la acuñación con el paradójico objetivo de controlar la calidad de la moneda.

El profeta Isaías, por ejemplo, sostenía que el dinero se había convertido en escoria.² Aristófanes comparaba la moneda griega con los políticos corruptos.³

Antes del invento de la acuñación los mercaderes fenicios de cierto prestigio marcaban lingotes de oro o plata con el peso que tenían para ahorrarse el problema de estar pesándolo y controlando la calidad. Ellos grababan en los lingotes la pureza y el peso del mismo. Sin embargo, estos lingotes no se los puede tomar como "moneda" acuñada ya que cada lingote era distinto

2. Antiguo Testamento, Isaías, 1:21-22. El párrafo entero es casi un reflejo perpetuo de los políticos:

¿Cómo la ciudad fiel, y llena de juicio,
se ha convertido en una ramera?

Ella fue en otro tiempo alcázar de justicia,
y ahora lo es de homicidios.

Tu plata se ha convertido en escoria,
y tu vino se ha adulterado con el agua.

Tus magistrados son desleales,
y van a media con los ladrones;

todos gustan de regalos, corren tras del interés,
no hacen justicia al huérfano y no llegan a ellos la causa de la viuda.

3. Aristófanes, *Las Ranas*, 719 et seq, 405 AC. Igual que Isaías, Aristófanes (445-385 AC) fue un crítico de la pomposidad y corrupción que observaba en la sociedad griega.



del otro. No había una forma estandarizada. Por el contrario, las monedas acuñadas eran uniformes si tenían el mismo grado de pureza y peso.

La introducción de la acuñación uniforme aceleró notablemente el uso generalizado de los metales preciosos como medio general de intercambio. Pero al mismo tiempo introdujo un importante cambio conceptual: se comenzó a asociar al dinero con la moneda acuñada y no tanto con el metálico que le dio su origen.

Recordemos que en las civilizaciones primitivas mucha gente podía contar pero no calcular. La acuñación de monedas en forma estandarizada y su fraccionamiento en sub-unidades significó una simplificación enormemente importante. Ahora todo se reducía a contar unidades monetarias ya no hacía falta recurrir a los "complicados" cálculos que exigía la falta de uniformidad en los lingotes.

Desde muy temprano los Estados se adjudicaron el monopolio de acuñación y esto fue el comienzo de los desequilibrios monetarios. Darío se adjudicó la exclusividad de acuñar monedas de oro en Persia y dejó a los sátrapas y vasallos la posibilidad de acuñar monedas de plata. En Roma Augusto se tomó el derecho exclusivo de acuñar monedas de oro y plata. Los gobiernos no sólo se arrogaron el derecho de acuñar metálico, también se impusieron la obligación de que sólo se podía usar la moneda que ellos acuñaban. Esto es el nacimiento del curso forzoso. Cuando los romanos introdujeron monedas a cambio de los lingotes de cobre establecieron por adelantado que estas monedas debían ser aceptadas de acuerdo con su "valor nominal"



independientemente de que el contenido en metálico conformara o no el valor nominal.

El uso y costumbre de usar monedas acuñadas paulatinamente generó la asociación de precios a unidades de moneda acuñada *independientemente del contenido de metálico*. Se podría decir de alguna manera que este es el comienzo de la "ilusión monetaria". Así el precio de las mercancías era, por ejemplo, tantos denarios o talentos y no tantos gramos de oro o plata que en su origen representaban cierta cantidad de metal precioso. De hecho las deudas se expresaban cada vez más en unidades de moneda acuñada y no de cantidad de metálico. Obviamente en un comienzo la gente asociaba unidades de moneda acuñada con su contenido en metálico. Esta asociación es la que, paulatinamente, fue separando cada vez más el concepto de moneda de metálico. La relación original entre metálico y acuñación se vio, de esta manera, revertida.

Sin curso forzoso y sin "ilusión monetaria" la degradación de la moneda no hubiese tenido efecto, porque la gente hubiese seguido reclamando la misma cantidad de metálico puro. Por el contrario, el curso forzoso o la "ilusión monetaria" obligaba o hacía que la gente aceptara tantas unidades de denarios ó talentos independientemente del contenido de metálico. Claramente las reflexiones de Isaías y Aristófanes estaban haciendo referencia a la degradación de la moneda que realizaban los políticos.

Sin el curso forzoso o la "ilusión monetaria" la inflación es imposible. En realidad, si por stock monetario entendemos el total de metálico existente los gobiernos no podían hacer "inflación" ya que esto equivalía a producir más oro o plata. En cambio, si por stock monetario entendemos las unidades de



moneda acuñada entonces la expansión monetaria por parte del gobierno es posible y, en realidad, fue esta degradación de la moneda acuñada la que dio origen a la inflación.

02. Paridad, tipo de cambio y curso forzoso

Por lo visto anteriormente el concepto de "precio" se ve de alguna manera desvirtuado. El precio de las mercancías se empezó a asociar más a un "valor nominal" y menos a una cantidad determinada de metálico. Pero además también comenzó a haber un cambio de significado conceptual en las relaciones entre las distintas monedas.

En primer lugar, habría que distinguir (sin querer de hacer de esto un problema semántico) entre el concepto de "paridad" de "tipo de cambio". El hecho de que se empezara a asociar cada vez más al dinero con la moneda acuñada y no con el metálico que le dio origen llevó también a la variación de otro concepto. En un primer momento la relación entre las distintas monedas acuñadas estaba dado por la cantidad de oro y grado de pureza de cada una de ellas. El dracma de la Antigua Grecia contenía 4,37 gramos de plata (67,5 granos). El denario romano era una imitación del dracma y también contenía 4,37 gramos de plata. De esta manera se determinó una "paridad" entre ambas monedas de uno a uno. Antes de la Primera Guerra Mundial en Alemania la ley autorizó la acuñación de 2.790 marcos con un contenido de 0,3584 gramos de oro. En Francia la ley autorizó la acuñación de 3.100 francos con un contenido de 0,2903 gramos de oro. De esta manera se determinó una "paridad" entre ambas monedas de 1 franco = 0,81 marcos.



Esto podría dar la impresión de que el "precio" de 1 franco era de 0,81 marcos. Sin embargo, esta relación entre las dos "monedas" no es un "precio" ya que en el fondo se está cambiando 0,3584 gramos de oro en forma de marcos por 0,3584 gramos de oro en forma de francos.⁴ En realidad, lo que existía en ese momento era un sólo dinero, el oro, que tenía distintas denominaciones en distintas áreas o países. Lo que si debería estar claro es que no puede haber un precio de una mercancía respecto de sí misma, un precio, por definición, requiere de dos mercancías. En el sistema de patrón oro hablar de francos, marcos, libras, dólares o pesos es como hablar de centímetros o pulgadas; o kilos y libras.

Período	Kilos de plata por kilo de oro	Período	Kilos de plata por kilo de oro
1501-1520	10,75	1851-1855	15,41
1521-1540	11,25	1856-1860	15,30
1541-1560	11,30	1861-1865	15,40
1561-1580	11,50	1866-1870	15,55
1581-1600	11,80	1871-1875	15,97
1601-1620	12,25	1876-1880	17,81
1621-1640	14,00	1881-1885	18,63
1641-1660	14,50	1886-1890	21,16
1661-1680	15,00	1891-1895	26,31
1681-1700	15,00	1896-1900	33,54
1701-1720	15,21	1901-1905	36,20

4. O si se quiere 0,2903 gramos de oro en forma de francos por 0,2903 gramos de oro en forma de marcos.



1721-1740	15,08	1906-1910	35,68
1741-1760	14,75	1911-1915	36,67
1761-1780	14,72	1916	30,11
1781-1800	15,09	1917	23,09
1801-1810	15,61	1918	21,00
1811-1820	15,51	1919	18 ,44
1821-1830	15,80	1920	20,27
1831-	15,75	192	32,20
1840		1	

La "paridad" no es, por lo tanto, un precio. En consecuencia, no se puede hablar de sobre o subvaluación de la moneda salvo que los gobiernos bajen el contenido de oro o plata de la unidad monetaria y paralelamente manden por ley que esa unidad con menos oro o plata se debe seguir cambiando a la misma paridad con otras monedas que no variaron su contenido de puro. En realidad, esto fue lo que sucedió a lo largo de toda la historia de la acuñación estatal de las monedas.

De todas maneras, el hecho de que paulatinamente la gente comenzara a asociar dinero con la moneda acuñada y no con el metálico contenido en ella llevó a pensar que existían varios dineros (dólar, libra, marco, franco, peso) aunque todos tuviesen el mismo patrón: el oro. Así se empezó a confundir paridad con precio. Y esto ha sido un gran error.

Cada gobierno era muy celoso de la moneda que él acuñaba y por lo general establecía el curso forzoso prohibiendo usar monedas acuñadas en otras regiones. Y, además de establecer el curso forzoso, fijaba la "paridad" o "precio" respecto de otras monedas. ¿Qué significaba esto? Que, aun cuando un gobierno específico bajara el contenido de oro o plata de su moneda,



mediante una ley obligaba a sus ciudadanos a usarla como único medio de intercambio y seguía manteniendo la vieja paridad con otras monedas.

La "paridad", entonces, se da entre monedas acuñadas basadas en un mismo patrón o dinero. Entre dos monedas de oro existe paridad y entre dos monedas de plata existe paridad. Pero entre una moneda de oro y una de plata existe un "tipo de cambio" o "precios". El "tipo de cambio" entre el oro y la plata fluctuaba alrededor de 1 onza de oro igual a 15 onzas de plata. Pero este

"precio" fluctuaba de acuerdo a la escasez relativa de ambos metales, el descubrimiento de América, por ejemplo, depreció notablemente el precio del oro frente a la plata. A partir de la década de 1870 la plata comienza un período de fuerte deterioro frente al oro.⁵

De la misma manera que los gobiernos establecían por ley la "paridad" entre monedas de oro con distinto contenido de metálico, también intentaron establecer el "tipo de cambio" entre el oro y la plata. Como se puede ver la historia de la manipulación cambiaria (como su fracaso) es tan viejo como la misma acuñación de la moneda.

La causa de estos desajustes cambiarios casi siempre (si ^{no} es que siempre) se originaron en la rebaja de metálico que realizaba los gobiernos para financiar sus gastos.⁶ Todo esto fue posible a

5. Para mayores detalles ver Karl Helfferich, Money, Augustus M. Kelley Publishers, 1969, pp. 79-114.

6. El gasto público, en cada época a su manera, llevó a los gobiernos a financiarse disminuyendo la cantidad de metálico de las monedas



partir de la acuñación de la moneda por parte del gobierno y la imposición del curso forzoso. Como veremos más adelante sin el curso forzoso sería la moneda desvalorizada la que saldría de circulación en vez de desplazar a la que conserva su poder adquisitivo estable. Sin curso forzoso la Ley de Gresham operaría exactamente en sentido contrario.

03. Fijación de la paridad y del tipo de cambio

Como vimos anteriormente la paridad entre las distintas monedas "no" es un precio. La paridad es una relación "objetiva" entre distintas monedas acuñadas basadas en un mismo patrón o dinero (el oro, la plata, etc.). Si los gobiernos no falsean el contenido de metálico de la moneda acuñada no puede haber un problema de sobre o subvaluación de las distintas monedas. La sobre o subvaluación sólo puede darse si "por lev" se fija una paridad distinta a la que establece el contenido de metálico de las distintas monedas. En el caso de la "paridad" es muy sencillo saber si existe o no sobre o subvaluación debido a que hay una manera objetiva de determinarla. Es obvio que lo que buscaban estas leyes era sobrevaluar la moneda a la que se le había quitado contenido de metálico.

acuñadas y obligado por ley a comerciar como si nada hubiese cambiado. Dado que esto provocaba inflación los controles de precios fueron una política común desde hace en miles de años. El Código de Hammurabi, que según se cree fue promulgado en Babilonia alrededor del año 2150 AC, establecía un minucioso control de precios sobre una gran cantidad de mercancías y salarios.



El "tipo de cambio" es un precio y por lo tanto está sujeto a las variaciones de la oferta y demanda del mercado. El "tipo de cambio" entre una moneda de oro y otra de plata puede variar aun cuando los gobiernos no hayan modificado el contenido de metálico de ellas. La fijación del tipo de cambio tiene entonces los mismos efectos que la fijación del precio de cualquier mercancía.

Si bien Sir Thomas Gresham no fue quien inventó la ley que lleva su nombre⁷ hizo especial hincapié en los problemas que provocaba la fijación del precio entre el oro y la plata. La Ley de Gresham es, en realidad, una manera distinta de analizar los efectos que tiene la imposición de precios máximos y mínimos. Un precio máximo (impuesto por debajo del de mercado) provoca exceso de demanda y un precio mínimo (impuesto por encima del de mercado) provoca exceso de oferta. Al fijar el precio entre dos monedas el gobierno puede estar haciendo dos cosas: (1) fijar el precio que el mercado hubiese determinado libremente o (2) fijar un precio distinto al del mercado libre. Si el gobierno fija el precio de mercado la oferta y demanda estarán igualadas y no habrá problemas de sobre o subvaluación. Ahora si fija un precio distinto estará sobrevaluando una moneda y subvaluando la otra.

Sobrevaluar una moneda equivale a imponerle un precio mínimo por lo tanto habrá exceso de oferta. Por el contrario, subvaluar una moneda equivale a imponerle un precio máximo y habrá exceso de demanda. Según la Ley de Gresham la moneda sobrevaluada desplaza de circulación a la subvaluada y esto no

7. Oresme y Copérnico ya habían señalado el problema.



quiere decir otra cosa que la primera tiene exceso de oferta y la segunda exceso de demanda.

Fijar un tipo de cambio entre dos monedas y pretender que no se producirá ningún desajuste equivale a suponer las dos siguientes cosas: (1) que el gobierno ha fijado un tipo de cambio igual al que hay ese fijado el mercado y (2) que la oferta y demanda de estas dos monedas no cambiarán o cambiarán de tal manera que el mercado establecerá siempre el mismo precio. Cualquiera de los dos supuestos es excesivamente irrealista. Fue irrealista los tiempos del bimetalismo del oro y la plata y es mucho más irrealista en las actuales circunstancias en que el dinero consiste en billetes inconvertibles. Su oferta está sujeta con más facilidad a los caprichos de los políticos de lo que estaba en los tiempos en que había que recurrir a la reafluación de las monedas. El aumento de la oferta monetaria es hoy un proceso mucho más sencillo, solamente hay que imprimir billetes.

Los cambios en la oferta y demanda de dinero de nuestros días es mucho más amplia que en la época de la moneda metálica. A esto se debe la gran inestabilidad monetaria que crecientemente fue teniendo el mundo, en especial a partir de que los gobiernos fueron avanzando cada vez más sobre el control de la oferta monetaria.

04. Metálico, billetes: y convertibilidad

Como vimos por un lento proceso se comenzó a asociar dinero no con el metálico sino con la moneda acuñada. De esta manera el precio de una mercancía se dejó de asociar con cierta cantidad de metálico para asociarla con cierta cantidad de unidades monetarias. También los conceptos de "paridad" y "tipo



de cambio" lentamente se comenzaron a confundir. Si bien la paridad no es un precio se la asoció con él, pero esta asociación trajo posteriormente problemas analíticos que los economistas descuidaron.

El concepto de "convertibilidad" está asociado con papeles que se pueden convertir en metálico. Así nació, pero paulatinamente este concepto fue también cambiando de significado.

En sentido estricto los papeles convertibles eran simplemente recibos o promesas de pago en metálico. De la misma manera que entre dos monedas de un mismo metálico no hay precio sino una relación o "paridad" de cambio, tampoco hay técnicamente un precio entre los billetes y el metálico al que son convertibles.

El origen de los actuales billetes que se usan como dinero está muy discutido. Sin embargo, por lo general se acepta que tuvieron su origen en el siglo XII en Venecia por un problema de gasto público, mientras que otros autores señalan al Banco de Barcelona, fundado en 1401, como el primer banco con funciones típicas de la industria bancaria.⁸ Al parecer las diferencias de criterio se deben en gran parte a un problema analítico: no hay acuerdo en qué institución en la historia

8. Para una historia del nacimiento de los bancos ver Richard Hildreth, *The History of Banks*, Augustus A. M. Kelley Publishers, 1968. Este punto de vista no es compartido por Charles A. Conant que da argumentos en contra de la tesis de Hildreth. Ver Charles A. Conant, *History of Modern Banks Issue*, Augustus M. Kelley Publishers, 1969, Capítulo 2. Por lo general los libros de historia de la moneda y de los bancos no coinciden. Los documentos históricos no parecen dar una respuesta definitiva al origen del billete bancario.



comenzó a realizar operaciones que se puedan considerar "bancarias". Según qué se entienda por actividad bancaria se atribuye a una u otra institución el origen de la banca.

Pero el caso más viejo parece ser el de Venecia en 1171. Al entrar en guerra, el gobierno recurrió a un crédito forzoso. Los prestamistas "forzosos" recibían un interés del 4 % que habían sido obligados a prestar. Para supervisar que los intereses se pagaran puntualmente se creó la Cámara de Créditos. Obviamente la Cámara no operaba como un banco ni era su propósito hacerlo. Pero lentamente fue incorporando nuevas operaciones que lo fueron acercando a lo que hoy entendemos por banco. Por momentos la Cámara tenía temporalmente cierto exceso de liquidez que utilizó para realizar operaciones de compra y venta de letras de cambio. De a poco la Cámara se convirtió en un agente de operaciones de descuento de documentos, porque había logrado tener un muy buen prestigio entre los mercaderes.

Pero además los mercaderes comenzaron a depositar oro en la Cámara por problemas de seguridad. De manera que paulatinamente la Cámara fue incorporando también esta nueva actividad. Por el metálico depositado la Cámara emitía

No se puede hablar de un "precio" entre las notas emitidas y el metálico. Las notas "representaban" metálico como una escritura equivale al derecho de propiedad de un inmueble. eran "deuda" de la Cámara. Sería un error técnico hablar de un precio del oro o de la plata. Vale la pena señalar esto porque por algún motivo que ya veremos el concepto fue cambiando siglo XIX donde se comenzó a hablar del "precio" del oro o de la plata y



finalmente del precio del metálico en términos de notas o billetes.

Las letras de cambio eran un instrumento distinto de las notas por depósitos. Las letras de cambio tenían un "descuento" en el mercado igual a la tasa de interés. Pero las notas era pagarés a la vista por lo que circulaban con un muy leve o casi nulo descuento o "premio".

Desde el punto de vista operativo para los mercaderes resultaba mucho más sencillo operar con notas que con metálico. La emisión de notas significó en su momento un gran avance ya que solucionaba varios problemas. Los mercaderes ya no tenían que contar o trasladar grandes sumas de moneda de una ciudad a otra. En un principio la utilización de notas fue voluntaria pero luego de un tiempo los mercaderes estaban obligados a realizar sus pagos con notas.

La Cámara de Crédito de Venecia no tuvo competidores durante un largo tiempo pero finalmente su éxito produjo una ola en el resto de Europa.

Independientemente de cuál haya sido el primer banco o dónde haya nacido en todos los casos encontramos un común denominador. Los papeles que emitían o negociaban eran letras de cambio o recibos por el metálico. Los papeles eran aceptados por lo que representaban: una cierta cantidad de metálico acuñado. De la misma manera que técnicamente no se puede hablar de un "precio" entre dos monedas acuñadas con el mismo metal, tampoco se puede hablar técnicamente de precio entre los billetes y el metálico. Si surgía una diferencia o premio entre el billete y la cantidad de metálico que representaba se debía a un problema de tiempo o tasa de interés. Una letra de cambio podía



circular a un valor inferior al nominal simplemente porque su valor presente en metálico es inferior. Lo mismo se puede decir si un billete no era honrado en tiempo. Pero esta diferencia o premio no es un precio sino el valor presente que el mercado atribuía al billete.

El nacimiento de los bancos de emisión se originó siempre en financieros de los gobiernos. "El Banco de Inglaterra, como muchos de los bancos del Continente, tuvo su origen en del Estado"⁹.

Los comerciantes ingleses acostumbraban depositar sus fondos en la Torre de Londres. En 1640 Charles I se apropió de \$120.000 que las devolvió luego de violentas protestas. Los fundidores de oro se convirtieron en los banqueros que pagaban intereses por el dinero que la gente les dejaba en custodia. Los problemas financieros de la corona siguieron con Charles II que recurrió a los fundidores de oro para solicitarles un crédito. Pero rápidamente superó la capacidad de préstamos de estos. Finalmente, el 2 de febrero de 1672 se negó a pagar la deuda. Esta resolución del rey perjudicó aún más la credibilidad de la corona ya que le fueron negados nuevos créditos.

William III siguió con los mismos problemas, pero agravados por la guerra con Francia. Un grupo de banqueros liderado por William Paterson ofreció al gobierno un préstamo de \$1.000.000 a un interés del 6,5 % anual y el privilegio de

9. Charles A. Conant, *A History of Modern Banks of Issue*, Augustus M. Kelley Publishers,• 1969, p. 78. Ver también el interesante trabajo de Vera Smith, *The Rationale of Central Banking*, Liberty Press, 1990.



emitir certificados de curso legal. El gobierno se negó a otorgar este último privilegio. Pero finalmente en 1694, apremiado por más dificultades financieras William III accedió al pedido de Paterson. De esta manera nació el Banco de Inglaterra en 1696 a cambio de un préstamo de \$1.200.000 para la corona.

El Banco de Inglaterra obtuvo crecientes privilegios a lo largo de su existencia. (1) En 1694 se lo autorizó a emitir billetes por el mismo monto de crédito otorgado a la corona \$1.200.000 lo que provocó un shock inflacionario. Si bien la ley prohibía al Banco otorgar nuevos créditos al gobierno sin autorización del Parlamento, hubo pequeños adelantos cuya legalidad fue discutida. (2) En 1697 se renovó la autorización para seguir operando pero la ley obligaba a que todos los pagos relacionados con el gobierno se tenían que efectuar a través del Banco de Inglaterra. Además, se concedía una responsabilidad limitada a los socios del banco, cosa que no ocurría con el resto de los bancos. (3) En 1709 se volvió a renovar la autorización para operar incrementando el capital a cambio de un nuevo préstamo para el gobierno. La ley establecía además que ninguna empresa de más de seis socios podía emitir papeles convertibles a metálico. Con esta cláusula se eliminaba del mercado a las sociedades anónimas que comenzaban a surgir. Esta cláusula eliminaba en la práctica toda competencia posible del mercado. (4) En 1713 se renueva la autorización, se autoriza a ampliar el capital a cambio de un nuevo préstamo al gobierno. (5) La renovación de 1751 se confió al banco la administración de la deuda nacional. (6) En 1764 se agregó el pago de \$110.000 anuales del gobierno al Banco por la administración de esta deuda. (7) Las renovaciones de 1781 y de 1800 fueron acompañados de nuevos créditos al gobierno. En 1795 los



créditos al gobierno fueron tan excesivos que debilitaron a la libra esterlina frente al resto de las monedas. Pero además se pusieron en peligro las reservas del Banco. Los directores del Banco solicitaron al Primer Ministro, William Pitt, que disminuyera su demanda de créditos. Sin embargo, Pitt siguió un camino distinto: facilitar la emisión para el Banco suspendiendo la convertibilidad en 1797. En 1812 el gobierno declaró a los billetes del Banco de curso forzoso debido a que su fuerte depreciación hacía que la gente le huyera. Pero ahora el resto de los bancos comenzaron a aceptar en depósitos los billetes del Banco de Inglaterra.

Cuando las cosas volvieron a la normalidad hacia 1819 se confió al Banco la misión de velar por la "estabilidad" del poder adquisitivo de la libra esterlina. El resto de los bancos, que ahora tenían depositados billetes del Banco de Inglaterra, comenzaron a pedirle crédito a este para salvarlos de situaciones de iliquidez. A partir de este momento gran parte de la discusión se centró en la política monetaria del Banco de Inglaterra. Fundamentalmente la discusión era entre la Banking School y la Currency School.

Finalmente, en 1844 se aprueba una ley por la que se otorga el monopolio total al Banco de Inglaterra para emitir billetes. La ley limitaba la emisión de billetes fiduciarios a \$14.000.000, pero estaba claro que esta era una simple cláusula formal sin aplicación práctica. El Banco siempre podía pedir autorización al gobierno para aumentar la emisión de billetes fiduciarios. El Banco de Inglaterra había sido siempre una institución privilegiada y protegida por el gobierno. Nadie esperaba que esta situación fuera a cambiar.



El Banco de Inglaterra como la mayoría, sino todos, los bancos centrales nacieron a raíz de los déficits fiscales que continuamente tenían los gobiernos. Prácticamente se podría decir que por este motivo son fundamentalmente inflacionarios. No es casualidad que las monedas de los distintos países hayan comenzado a perder poder adquisitivo más rápidamente a partir de la creación de los bancos centrales.

La historia del resto de los bancos centrales no es muy diferente. De todas maneras, el Banco de Inglaterra sentó el precedente de un banco de bancos con la misión de regular la oferta monetaria y velar por la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. Una vez instalada la "moda" la imitación fue creciendo. Se puede decir que el Banco de Inglaterra lideró el nacimiento de los modernos bancos centrales. Obviamente los gobiernos encontraron un excelente mecanismo de financiar sus déficits mucho antes de que Keynes defendiera la existencia de déficits fiscales para reactivar economías en recesión.

05. Equilibrio monetario

Como en cualquier otro mercado de bienes o servicios el equilibrio se produce cuando la oferta y demanda se igualan. Sin embargo, en el caso del dinero existe una diferencia clave. Como se sabe todos los bienes tienen un valor de uso y un valor de cambio. El primero es subjetivo y depende de cada persona y circunstancia; el valor de uso se puede definir como el bienestar que la posesión de un bien da a una persona. El valor de cambio es simplemente el precio, es la cantidad de otros bienes que se pueden conseguir entregando el que se posee.



En la mayoría de los casos (sino en todos) las fluctuaciones en el valor de cambio o precio de un bien no afectan su valor de uso o utilidad. Si el precio de un reloj sube o baja no afecta a su valor de uso: sigue dando la hora. Si el precio de un automóvil sube o baja no afecta a su valor de uso: sigue funcionando. Lo que hace que un bien tenga valor de uso es el conjunto de ciertas características que a los ojos de una persona lo hacen útil para algo.

Aunque muchos economistas no lo crean el dinero es una mercancía como cualquier otra y está sujeta a las mismas leyes económicas. Así como un automóvil, o cualquier bien o servicio, necesita de ciertas características para cumplir con su función, también el dinero necesita. Las necesidades que satisface una heladera no las satisface un reloj y viceversa. Un abrigo no sirve para calmar el hambre, pero sí para protegernos del frío.

De la misma manera para el intercambio y el atesoramiento sirve el dinero y no la comida, un sobretodo o una heladera. Para que una mercancía sirva para realizar intercambios requiere de ciertas características: (1) uso generalizado, (2) divisibilidad, (3) resistencia al deterioro físico, (4) transportable y (5) precio (valor en cambio) relativamente estable. La falta de alguna de estas características recienta la eficiencia del bien para su función monetaria. Por ejemplo, el yen japonés es una moneda estable pero su uso es mucho menos generalizado que el dólar estadounidense. O la inflación afecta la quinta característica mencionada, el dinero que pierde valor en cambio es abandonado (salvo que exista una ley de curso forzoso). La gente huye de él.

En resumen, podemos decir que en el caso del dinero, a diferencia del resto de los bienes; las variaciones en su valor de



cambio afectan a su valor de uso. Esta es una relación fundamental que tiene muchas más implicancias de las que los economistas generalmente suponen.

Bajo un régimen de libre emisión monetaria, es decir sin curso forzoso, la expansión de la oferta monetaria se vería mucho más restringida. Sólo la existencia del curso forzoso puede hacer sobrevivir a una moneda sujeta a devaluación continua¹⁰. En ausencia de curso forzoso sólo las monedas más estables podrían sobrevivir en el mercado como lo muestra de alguna manera el comercio internacional. En las transacciones internacionales el curso forzoso no existe y sólo las monedas estables son las únicas aceptadas. Para que la Ley de Gresham funcione (que la moneda mala desplace de circulación a la buena) se requiere de dos condiciones: (1) que se fije un tipo de cambio distinto al del mercado libre y (2) que exista curso forzoso.

La inflación es posible sólo si existe curso forzoso. Si la gente está obligada a aceptar una moneda que se devalúa entonces atesorará la que no se devalúa. Las variaciones en el valor de cambio del dinero afectan su valor de uso.

De esta manera se llega a la conclusión paradójica que sólo un monopolio de emisión monetaria puede dar lugar a un desequilibrio monetario perramente. El incremento del gasto público impulsó a los gobiernos a falsificar moneda. El problema

10. Friedrich A. Hayek desarrolló el punto de libre emisión monetaria en la década del 70. Ver *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*, Institute Of Economic Affairs, 1976 y *Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, 1976.



inflacionario nace a partir de la acuñación estatal de las monedas. No es un fenómeno nuevo, ni de este siglo como muchas veces se cree. Lo que sí es cierto es que los billetes inconvertibles de monopolio estatal permitieron un ritmo de emisión monetaria muy superior al de épocas anteriores.

La disminución del contenido de metálico de las monedas llevaba tiempo y tenía un cierto límite. De la misma manera durante la época de convertibilidad los gobiernos podían emitir billetes, pero tenían un límite que era la cantidad de reservas que respaldaban la convertibilidad. Pero luego de la Crisis del Treinta el abandono de la convertibilidad de los billetes junto con el curso forzoso permitió un ritmo de expansión monetaria sin precedentes ¹¹. No es casualidad que el gasto público aumentara rápidamente desde el abandono de la convertibilidad en los años treinta, en especial por el apoyo "psicológico" que recibieron los políticos con la teoría de keynesiana. El keynesianismo "liberó" a los políticos del sentimiento de culpa que tenían por incurrir en déficits fiscales y financiarlo con falsificación de moneda. En realidad, con el éxito del pensamiento de Keynes los gobiernos no comenzaron a hacer nada nuevo ni distinto a lo que hicieron durante toda su historia: gastar más e incurrir en déficit. No hay mejor impulso para la acción de las personas que "querer" hacer algo y además "deber" hacerlo. Parece estar en que la naturaleza de los políticos "querer" gastar más pero la teoría keynesiana les decía además que "debían" gastar más. De esta manera si el gasto público

11. Salvo algunos casos aislados como el de John Law en Francia durante el reinado de Luis XV.



representaba en la gran parte de los países menos de un 10 % del producto bruto interno en el siglo XIX, luego de la crisis del treinta la relación pasó a superar el 40 %.

Como dijimos anteriormente una de las condiciones para que el dinero cumpla eficientemente con la función de facilitar el intercambio y servir como reserva de valor es que su poder adquisitivo se mantenga relativamente estable respecto del resto de los bienes. Lo cual no implica "perfectamente" estable. Si el poder adquisitivo del dinero es inestable entonces su posesión se vuelve riesgosa y además el cálculo económico sería incierto. La estabilidad del poder adquisitivo del dinero es "una" de las condiciones para optimizar la eficiencia en la asignación de los recursos productivos. Sin dinero la asignación de los recursos sería imposible y sin dinero estable se resiente el cálculo económico.

La estabilidad en el poder adquisitivo del dinero se logra cuando la oferta y demanda de dinero varían en la misma proporción y dirección.

Bajo condiciones de libre emisión de dinero, sin curso forzoso alguno, la moneda cuya oferta aumenta más rápidamente que la demanda perdería poder adquisitivo y la gente se desplazaría hacia monedas de las que "espera" más estabilidad. Un gobierno se vería en serias dificultades para financiar su déficit mediante creación de dinero si no hubiese obligación de aceptarlo.



Friedrich A. Hayek mostró¹² que la mejor manera de lograr este equilibrio monetario es permitiendo que cualquiera pueda emitir su propia moneda. Si bien esto puede sonar como a caos en un principio, un análisis más detenido muestra todo lo contrario. La moneda más estable desplazaría al resto de circulación. Pero además, por un problema de comodidad difícilmente habría muchas monedas fuertes circulando, muy posiblemente una de ellas terminará predominando. De hecho, el comercio internacional muestra esto. En nuestros días el dólar lidera las transacciones secundado por algunas monedas fuertes. El resto sigue circulando porque dentro de cada país existe curso forzoso. Sin embargo, si el dólar llegara a perder poder adquisitivo más rápidamente de lo que el mercado está dispuesto a aceptar habría un desplazamiento hacia la segunda mejor alternativa.

06. El error keynesiano

Un repaso por la historia del pensamiento económico mostraría muy fácilmente que Keynes no inventó nada nuevo en la década de 1930.¹³ El error fundamental de Keynes fue no

12. Op. Cit.

13. El debate acerca de si la emisión monetaria y el gasto provocan efectos estimulantes sobre el nivel de actividad económica es por lo menos tan viejo como el mercantilismo. Pero la mejor muestra de la antigüedad del debate la podemos encontrar en un artículo de John S. Mill entre 1829 y 1830, "On the Influence of Consumption on Production", Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy, Augustus M. Kelley Publishers. El artículo no sólo muestra la antigüedad del debate (100 años antes de Keynes) sino que muchas cosas que los libros convencionales de macroeconomía



haber entendido la Ley de Say. Si bien la afirmación puede parecer fuerte el punto es fácilmente demostrable. Para refutar la Ley de Say, Keynes expone la Ley citando un párrafo de John S. Mill.¹⁴ Sin embargo, comparando la cita de Keynes está cortada y en una parte crucial de la Ley de Say, lo cual muestra que Keynes no estaba entendiendo el punto clave.¹⁵ En realidad Keynes no refutó la Ley de Say, simplemente no la entendió.¹⁶

sostienen sobre los clásicos en relación a su teoría monetaria son falsas.

14. Cabría preguntarse ¿por qué citar a John S. Mill?, ¿por qué no citar a Say? o ¿por qué no citar a algún economista más moderno que hubiese incorporado la teoría de la utilidad marginal en el análisis?
15. Ver John M. Keynes, 1976, Teoría de la ocupación, el poder y el dinero Fondo de Cultura Económica, 1976, p. 28 y comparar con John S. Mill, Principios de economía política, Fondo de Cultura Económica, 1978, pp. 484-85. Este "error" de Keynes fue señalado por varios economistas, Benjamín M. Anderson, Economics and the Public Welfare, Liberty Press, 1979, pp. 384-85; William Hutt, Keynesianism, Prospect and Retrospect, Henry Regnery Company, 1963, Capítulo XVII y Henry Hazlitt, The Failure of the New Economics, Arlington House, 1977, p. 34.
- 16 John M. Keynes no parece haber leído detenidamente a los economistas élite pretendía refutar. Un caso similar, entre muchos otros que exceden los límites de este trabajo, es el de la tasa de interés real de Irving Fisher. Keynes critica a Fisher porque "no está claro si se supone previsto o no el cambio en el valor del dinero", op. cit., p. 130. Sin embargo, dedica el segundo punto del capítulo dos a explicar exactamente este problema. Ver Irving Fisher, The Theory of Interest, Augustus M. Kelley Publishers, *1986, p. 37.



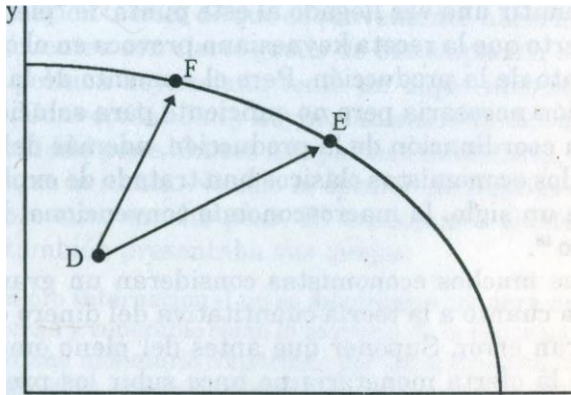
La gran diferencia es si una expansión de la demanda agregada se origina en una mayor producción o puede ser inducida por una expansión monetaria cuando la economía no está produciendo al 100% de su capacidad. Si como hacían los clásicos se quita del medio el "velo monetario" podremos ver que en un sistema de trueque la única manera que tiene una persona de incrementar su demanda total es produciendo más bienes y servicios que los otros individuos estén dispuestos a demandar. Si un individuo no produce más no tiene mayores ingresos y si produce bienes que los demás no demandan tampoco. Para ilustrar con un ejemplo mencionado por el mismo Keynes, ¿qué es lo que ocurriría con un grupo de personas que hacen un hoyo en el suelo y lo vuelven a tapar? Queda claro que si estas personas intentaran comprar un bien ofreciendo a cambio un hoyo tapado no tendrían demasiado éxito. Sin embargo, si a estas personas se les paga, por hacer un hoyo y taparlo, con dinero emitido seguramente podrán ir a comprar cualquier bien. La diferencia entre el cambio directo y el indirecto (a través del dinero) es que en el segundo existe una ilusión monetaria. No se ha creado más demanda agregada simplemente unos consumen más a costa de Otros que consumen menos. La ilusión monetaria permite hacer transacciones que de otra manera no se podrían realizar. Alguien está obteniendo ingresos a cambio de producir bienes y servicios que los demás no desean. En última instancia la solución keynesiana consiste en una distribución forzosa de los ingresos. Bajo condiciones de expectativas racionales no tendría efecto alguno. Sólo si parte de la gente es engañada por la ilusión monetaria la desocupación disminuye y la economía se reactiva durante un tiempo. Si esto es cierto entonces hay que distinguir si la solución keynesiana es definitiva o simplemente opera como



un analgésico que calma "momentáneamente" la molestia, es decir la desocupación.

El resultado de la política keynesiana se puede visualizar con la ayuda de una simple frontera de producción. La frontera de producción nos dice cuáles son las posibilidades "técnicas" de producción. Pero obviamente para maximizar el bienestar de las personas hay "una" combinación que es la óptima: la que prefieren los consumidores. Supongamos que en el gráfico siguiente las preferencias de los consumidores están representadas por el punto "E". El punto "F" representa un punto de producción de pleno empleo de los factores productivos, pero produciendo bienes de consumo en proporciones distintas a las preferidas por los consumidores. En el punto "F" se produce una menor cantidad del bien x de la que los consumidores demandan y se produce una mayor cantidad del bien "y" del que la gente demanda. Lo que hace que la economía se ubique en el punto "E" son los precios relativos. Los precios son las señales que guían a los empresarios para asignar los recursos productivos de acuerdo a las preferencias de los consumidores.

Ahora bien, el punto "D" representa una situación recesiva:



Hay recursos ociosos que no son utilizados. Pero debería estar claro que no es lo mismo que la economía se desplace del punto "D" al "E" que al "F". Este es uno de los problemas sobre el que la Escuela Austríaca de Economía puso mucho énfasis. Lo importante para el óptimo no es el "nivel" de precios sino los precios relativos.

Si la economía se mueve del punto "D" al "F" se puede ver que está aumentando la producción de ambos mercados. El Producto Bruto Interno y los indicadores de la producción mostrarán una reactivación. Sin embargo, una vez que se llegue al punto de pleno empleo "F" tendremos una asignación de recursos errónea e insostenible en el largo plazo. Si la economía llegó al punto "F" debido a una expansión monetaria entonces el gobierno no podrá dejar de emitir una vez llegado al este punto de "pleno empleo".



Es cierto que la receta keynesiana provoca en el corto plazo¹⁷ un aumento de la producción. Pero el aumento de la producción es condición necesaria pero no suficiente para solucionar el problema. La coordinación de la producción, además del crecimiento, lo que los economistas clásicos han tratado de explicar durante más de un siglo. la macroeconomía convencional ha olvidado este punto.¹⁸

Lo que muchos economistas consideran un gran aporte de Keynes en cuanto a la teoría cuantitativa del dinero es, en realidad, el gran error. Es cierto suponer que antes del pleno empleo un aumento de la oferta monetaria no hace subir los precios sino la producción. Pero el problema es la "dirección" en que aumenta. Como ha señalado Ludwig von Mises y Friedrich Hayek en varias partes el principal problema de la inflación no es que aumente el "nivel" de los precios, sino que "distorsiona" los precios relativos.¹⁹ De esta manera la existencia de los puestos de trabajo que se crean a partir de la emisión monetaria depende de

17. Keynes sostenía que en el largo plazo estamos todos muertos lo cual nadie puede discutir, en especial desde el punto de vista biológico.

18. Resulta llamativo cómo algunos libros de macroeconomía suponen la existencia de "un" solo bien en la economía. Semejante supuesto olvida el problema central de la economía. Obviamente los precios "relativos" no tienen sentido bajo semejante supuesto. Ver por ejemplo Thomas J. Sargent, *Macroeconomic Theory*, Academic Press, 1979, p. 6.

19. Friedrich A. Hayek, *¿Inflación o pleno empleo?*, Unión Editorial, 1976, pp. 38-59; *Unemployment and Monetary Policy*, CATO Institute, 1979; *A Tiger by the Tail*, CATO Institute, 1979, especialmente Capítulo I: "Misuse of Aggregates". Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, Free Market Books, 1978.



que se siga emitiendo dinero. El descubrimiento de la Curva de Philips no es en realidad otra cosa que la consecuencia "necesaria" de la política keynesiana.

Para volver al ejemplo de Keynes, los señores que cobran dinero emitido para hacer hoyos en el suelo están distorsionando precios relativos ya que salen a comprar bienes y servicios ofreciendo en última instancia hoyos tapados a cambio. Si los hoyos tapados van a incluirse en el denominador de la ecuación de la teoría cuantitativa entonces el "nivel" de precios se mantendrá estable.

La política económica ha sufrido en los años 1930 una mezcla explosiva: la ansiedad de los políticos de aumentar el gasto público y la justificación teórica de que es conveniente hacerlo si la economía se encuentra con cierto grado de desocupación o recesión.

Pero la política keynesiana tenía un dique molesto: la convertibilidad. Convertibilidad y keynesianismo son incompatibles. La convertibilidad pone límites a la política monetaria, es más se puede decir que la anula. No sólo la opinión de Keynes en contra del patrón oro tuvo mucho peso. El economista Gustav Cassel entre otros también presentaba sus quejas:

El patrón oro internacional no es de ninguna manera una institución tan vieja y venerable como la mayoría de la gente parece creer. Es un sistema monetario construido por Gran Bretaña luego de los desórdenes de las Guerras Napoleónicas: se transformó en un patrón oro internacional luego de la Guerra Franco-Alemana a comienzos de los años setenta. Gradualmente una serie de países se unieron al sistema monetario internacional, que se hizo bastante universal cuando los Estados Unidos, hacia el fin de siglo, luego del esfuerzo por sostener el bimetalismo, estableció definitivamente su sistema monetario sobre las bases del oro. Este sistema monetario internacional se mantuvo hasta el estallido de la Gran Guerra de 1914, cuando entró en crisis. La historia monetaria de posguerra es un registro de enérgicos esfuerzos para restaurar un sistema internacional de patrón oro, y el fracaso final de esos esfuerzos.



De esta manera, mirado en perspectiva de la historia económica mundial, el sistema internacional de patrón oro aparece como un episodio bastante breve y ciertamente no debemos brindarle nuestra veneración por su eficiencia y estabilidad documentada a lo largo de las distintas épocas. Por el contrario, durante el corto tiempo que existió fue suficiente para mostrar las debilidades internas del sistema. En un comienzo esta debilidad no se notó demasiado fuera de un pequeño círculo de expertos; pero la evidencia acumulada del funcionamiento normal del sistema y los subsecuentes eventos catastróficos mostraron al mundo entero los insuperables defectos del patrón oro como sistema monetario internacional.²⁰

En los economistas contrarios a un sistema de convertibilidad lo que quieren es una oferta monetaria relativamente elástica para que los gobiernos o bancos centrales puedan tener en sus manos las herramientas macroeconómicas necesarias para realizar políticas contracíclicas.

Como ha dicho el economista Hans F. Sennholz, "confiar el dinero al gobierno es como confiarle nuestro canario a un gato hambriento". La historia parece darle la razón sistemáticamente. En el fondo los economistas que creen que el gobierno puede manejar bien la moneda tienen una visión "angelical" del Estado. Creen que los hombres se convierten en ángeles por el sólo hecho de pertenecer al Estado. En realidad, la hipótesis contraria parece ser mucho más fértil. Si por más de 2.000 años esto es lo que ha sucedido no parece haber motivos muy convincentes para pensar que la tendencia vaya a cambiar.

Pero aun suponiendo la mejor de las intenciones por parte de la autoridad monetaria central, el mercado ajusta con mayor eficiencia la oferta monetaria ante los cambios en su demanda.

20. Gustav Cassel, *The Downfall of Gold Standard*, Clarendon Press, 1936, pp. 1-2. Seymour E. Harris ed., *The New Economics*, Alfred Knopf, 1947, p. 105.



La "mano invisible" de Adam Smith opera también en el caso del mercado del dinero (no del crédito). Sin curso forzoso la gente no está obligada a aceptar una moneda determinada; por lo tanto, cualquier moneda que se devalúe más rápidamente de lo que el mercado acepta dejará de ser usada. En especial tratándose de una demanda tan sensible al cambio del precio (poder adquisitivo). A ningún emisor privado (por más que sea un billete inconvertible) le conviene expandir la cantidad de su moneda más allá de lo que aumenta su demanda porque perdería poder adquisitivo. Tampoco le conviene expandir menos porque deja de ganar. Un banco central no está en condiciones de disponer de toda la información necesaria para ajustar la oferta monetaria en cantidad y tiempos mejor que lo que lo hacen los banqueros privados.

Para incrementar sus ganancias un emisor privado tiene que lograr que la demanda de su moneda aumente, pero esto lo logra sólo si su dinero es más estable que el resto. Por el contrario, el gobierno tiene incentivos distintos: emitir para financiar un gasto creciente. Pero para que la gente no huya de su dinero tiene que imponer el curso forzoso.

La Ley de Say es clave para la teoría macroeconómica. Si la oferta y demanda de dinero se comportan como la de cualquier otra mercancía entonces no tiene por qué estar fuera de lo que se denomina demanda agregada. La teoría keynesiana no diría que la demanda agregada disminuye si, por ejemplo, cae la demanda de automóviles y sube la de computadoras por el mismo importe de dinero. Pero sí sostienen que la demanda agregada cae si cae la demanda agregada si baja, por ejemplo, la demanda de automóviles y la gente se queda con el dinero. Esto implica



suponer que demandar dinero tiene un efecto distinto al de demandar cualquier otro bien. Pero no parece existir ningún argumento sólido para suponer esta diferencia. Los economistas keynesianos simplemente han ignorado el punto.

Si, en cambio, la oferta y demanda de dinero se comporta como la de cualquier otro bien económico entonces la macroeconomía tradicional se vería en serios problemas analíticos. La Ley de Say es una identidad y el enfoque de la teoría keynesiana se derrumbaría por completo²¹

07. Conclusión

La manipulación de la oferta monetaria es la forma de intervencionismo económico más vieja. Desde sus mismos comienzos estuvo asociada con problemas de gasto público y, especialmente, con déficit fiscal. Para los gobiernos es mucho más fácil y popular inflar la oferta monetaria que aumentar los impuestos.

La historia de la manipulación de la oferta monetaria se puede dividir en las tres siguientes grandes etapas: (1) existencia sólo de monedas metálicas, ausencia de billetes (entre otros motivos porque no había imprenta); (2) aparición de los billetes bancarios "convertibles" a metálico y (3) abandono de la convertibilidad o curso forzoso de billetes inconvertibles.

21. Paul M. Sweezy sostiene que: "los ataques keynesianos, aunque parezcan estar dirigidos contra una variedad de teorías específicas, se derrumban todos si la Ley de Say se supone válida", Seymour E. Harris ed., *The New Economics*, Alfred Knopf, 1947, p. 105.



En todas las etapas los gobiernos aumentaron la cantidad de dinero para financiar sus déficits, pero lo podían hacer a distintas "velocidades".

En la primera etapa, cuando sólo existían monedas acuñadas la velocidad de la expansión monetaria era lenta ya que había que fundir y reacuñar las monedas circulantes. En la segunda etapa la "velocidad" de emitir crece notablemente debido a que se podía imprimir billetes. Este proceso "productivo" era más rápido que el anterior. Sin embargo, existía el problema de la "convertibilidad" los bancos emisores tenían anclado sus billetes a la convertibilidad en metálico. Un exceso de emisión de billetes ponía en peligro la convertibilidad, como de hecho ocurrió en varias ocasiones. En la tercera etapa de billetes inconvertibles de curso forzoso, a partir de la Crisis del 30, la emisión pasa a ser totalmente irrestricta. Es por este motivo que los aumentos de precios son mucho mayores a partir de esta tercera etapa.

Los economistas están divididos en dos grandes grupos: los que creen que el Banco Central se puede manejar bien la política monetaria y los que creen que "necesariamente" la manejan mal.

Dentro de los que creen que los bancos centrales pueden hacer buena política monetaria hay varias escuelas no es lo mismo el monetarismo que el keynesianismo que el Cevalismo.

La discusión entre los dos grandes grupos se puede dividir además en dos grandes partes: (1) si es posible aislar a los bancos centrales de las influencias políticas y (2) suponiendo que sí se pueda, si es posible que un banco central ajuste correctamente la oferta monetaria a la demanda de dinero.



En lo que a la evidencia histórica se refiere es claro que la oferta monetaria estuvo siempre ligada a los caprichos de los políticos. Desde los mismos comienzos de la acuñación de monedas los gobiernos recurrieron a la depreciación monetaria para financiar sus déficits. No en vano los pensadores de la ciencia política han puesto tanto énfasis en la importancia de limitar el poder. Los economistas contemporáneos por lo general desconocen toda esta problemática y por lo tanto pierden la visión global del problema económico.

Sus modelos matemáticos no pasan de ser meros ejercicios mentales carentes de rigor científico. Lo real es que los hombres actúan por incentivos y estos incentivos siguen existiendo cuando toman el poder político ²². O como resumió James Madison: si los hombres fueran ángeles el gobierno no sería necesario.

La existencia de bancos centrales es un elemento más de poder político, y se podría decir que un elemento de poder muy importante. La discusión acerca de si los bancos centrales deben ser independientes o no del poder político reconocen en parte que el problema existe: los gobiernos tienen una tentación irresistible para crear dinero. Esto es lo que la historia de la moneda muestra muy claramente. Una ley que de independencia al banco central no es más que letra muerta en la práctica.

22 Según Thomas Jefferson: "un gobierno libre se basa en el recelo y no en la confianza", E. D. Warfield, *The Kentucky Resolutions of 1799*. Citado por Friedrich A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, Gateway Editions, 1972, p. 246.



Si existe una conexión entre la corrupción de la moneda y el poder político entonces este sería un motivo determinante para quitarle al gobierno el poder de emitir moneda.²³

El segundo problema es diferente. Supongamos que realmente se puede lograr un banco central independiente del poder político. ¿Está este banco en condiciones de ajustar la oferta monetaria en cantidad y tiempo de la manera más precisa posible? En realidad, no existe diferencia entre esta pregunta y la de si una empresa estatal es mejor que una privada para producir automóviles, relojes, alimentos, etc. La respuesta a por qué la empresa privada es superior a la estatal es simplemente por incentivos. La respuesta se puede encontrar en el debate acerca del cálculo económico en el socialismo.²⁴

23 Obviamente, por tener el poder de la fuerza, los gobiernos pueden en 'última instancia expropiar propiedades inclusive bancarias. En otras palabras, aunque los bancos sean todos privados y no exista monopolio de emisión siempre los gobiernos podrían, por la fuerza, hacer lo que ellos quieren. La gran diferencia entre un sistema donde existe un banco central y uno en que está ausente es que este último sistema limita más el poder político de los gobiernos. Si el fraccionamiento del poder es el principio entonces la eliminación de los bancos centrales es mejor que su existencia.

24. En defensa del sistema de propiedad privada ver Ludwig von Mises, *Socialism*, Liberty Classics, 1981. Friedrich A. Hayek (ed.), *Collectivist Economic Planning*, Kelley M. Publishers, 1933. frygve J. B. Hoff, *Economic Calculation in the Socialist Society*, Liberty Press, 1981. Las principales argumentaciones a favor de un mercado libre basadas en la dispersión del conocimiento se pueden encontrar en Friedrich A. Hayek, *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, 1980. La mejor defensa de la economía centralmente planificada se puede encontrar en Oskar Lange, "On the Economic Theory of Socialism, I", *Review of Economic Studies*,



Los economistas de la Escuela Austríaca de Economía estaban sosteniendo que es imposible centralizar toda la información dispersa que se necesita para asignar eficientemente los recursos productivos. Sólo el sistema de precios generados en un mercado libre es capaz lograr la mejor asignación de los recursos productivos. Esto no significa que el mercado libre logre un "óptimo paretiano"²⁵ sino que genera la mejor asignación "posible" de recursos.

Los argumentos para defender la libre emisión de dinero por parte del mercado son los mismos que se usan para la producción privada de cualquier bien económico. *Los bancos centrales no están en condiciones de contar con la calidad, cantidad y "timing" de la información que tienen los empresarios privados.*

Sólo los empresarios que están en la "trinchera" del mercado disponen de la mejor información. La cantidad óptima de dinero, igual que la cantidad óptima de automóviles, relojes o computadoras es una consecuencia *no intencional* de las acciones de los empresarios. Como bien explicó Adam Smith, "Persiguiendo su propio interés, frecuentemente promueven el de la sociedad con más eficiencia que si realmente intentaran promover el interés público. Nunca supe de un gran beneficio provocado por

1936, supp. y "On the Economic Theory of Socialism, II", *Review of Economic Studies*, Febrero de 1937.

25. En realidad, el "óptimo paretiano" tiene contradicciones matemáticas y sería conveniente que los economistas abandonen esta definición de "óptimo".



aquellos que proclaman comerciar en pro del bien común".²⁶ Ningún empresario busca producir la cantidad óptima de bienes o servicios, sólo buscan obtener la mayor ganancia posible, pero al buscar este objetivo están, sin proponérselo, asignando los recursos productivos de la mejor manera posible.

Lo mismo ocurre con la oferta monetaria. A ningún banco le conviene emitir más dinero que el que el mercado demanda. Si lo hiciera el poder adquisitivo de su dinero se vería disminuido y el mercado lo rechazaría desplazándose hacia un dinero con poder adquisitivo más estable. Y a ningún banco le conviene emitir menos dinero que el que el mercado demanda porque no sólo deja de ganar, sino que la competencia le puede robar mercado. De esta manera los bancos privados de libre emisión ajustan la oferta monetaria a los cambios en la demanda con la mayor precisión posible. Ningún banco central está en condiciones de lograr el mismo resultado. Lo mejor que pueden lograr es una solución de second best, emitir a un ritmo fijo "intentando" acompañar el crecimiento de la demanda de dinero.

Los bancos centrales son un invento relativamente reciente en la historia monetaria del mundo. Pero es a partir de este invento que las monedas del mundo comenzaron a depreciarse más rápidamente. Después de todo el nacimiento de esos bancos se debió a los déficit fiscales de los gobiernos y, por lo tanto, es casi una consecuencia necesaria que la oferta monetaria se determine por factores políticos y no económicos. Pensar que los bancos centrales pueden manejar la oferta monetaria mejor que

26. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Liberty Classics, 1979, Volume I, p. 456.



un sistema de libre emisión es olvidarse de la piedra fundamental de la ciencia económica: la naturaleza humana.

DOLARIZACIÓN

Dr. Pedro Pou

Introducción

En este trabajo nos proponemos analizar algunos de los problemas de la economía argentina, en particular aquellos que tienen que ver con su moneda. Sostendremos la tesis de que, pese a los enorme éxitos de la convertibilidad, tanto en los resultados económicos inmediatos como en cuanto a los profundos cambios culturales que ha introducido, subsisten algunos problema que podrían ser corregidos mediante la profundización del esquema de convertibilidad vía la dolarización de jure de la economía argentina, en el marco de un acuerdo bilateral con los Estados Unidos que asegure un tratamiento del señoreaje de la creación de dinero fiscalmente neutro para ambos países, y una línea de crédito contingente por un monto equivalente al valor presente del señoreaje.

Beneficios de la convertibilidad

La experiencia de la convertibilidad ha sido una de las más exitosas de la historia económica contemporánea. Distintos indicadores macroeconómicos dan muestra de ello, pero sólo mencionaremos tres: la tasa de cambio se ha mantenido constante en un peso igual a un dólar desde marzo de 1991, la inflación durante los últimos tres años ha sido de 0,3% anual, un séptimo de la inflación norteamericana; mientras que la tasa de crecimiento anual del producto ha sido 6%, contra un crecimiento de 3,8% en los Estados Unidos.

Sin embargo, vale la pena destacar que la convertibilidad ha sido exitosa no sólo en términos de los valores alcanzados de las



principales variables económicas, sino también por haber posibilitado la creación de nuevas instituciones que permiten asegurar el crecimiento sostenido de la economía argentina en el futuro, sobre la base de un mayor y mejor aprovechamiento de sus recursos naturales y de su fuerza laboral.

Entre las instituciones más importantes que se han desarrollado, podemos mencionar:

- 2) la creación de una nueva cultura fiscal;
- 3) la creación de una cultura de la productividad; y
- 4) una flexibilidad de precios tal que permite prescindir del tipo de cambio como herramienta de ajuste ante los shocks externos.

a. Cultura fiscal

Hasta la década de los noventa el debate económico en la Argentina no tomaba en cuenta la restricción presupuestaria. Esa restricción, tan presente en la economía familiar, parecía no operar a nivel de la economía nacional, y la discusión política suponía que todo nivel de gasto era financiable, ya sea con recursos fiscales o con los provenientes de la emisión monetaria. En el debate político actual, es inconcebible plantear un aumento del gasto público sin especificar exactamente cómo se ha de financiar. El resultado de esta nueva cultura presupuestaria ha sido un déficit fiscal que se ha reducido sistemáticamente y que está totalmente bajo control, en órdenes de magnitud del 1% del PBI. (Nótese que esta cifra incluye el impacto proveniente de la reforma de la previsión social, que es de similar orden de magnitud.)



b. Cultura de la productividad

Tan importante como el desarrollo de una nueva cultura fiscal es el desarrollo de una cultura de la productividad por parte de las empresas. La estabilidad de precios, juntamente con la apertura de la economía al comercio internacional de bienes y capitales, son probablemente los instrumentos más poderosos que puede utilizar una economía para promover la productividad. No sólo porque las señales de precios dejan de estar distorsionadas por la incertidumbre sobre la inflación o sobre los valores de aranceles y retenciones, sino porque el abandono del tipo de cambio como herramienta de ajuste implicó dejar en el pasado la Argentina inflacionaria, en la que las devaluaciones eran promovidas por quienes tenían deuda en pesos: el Estado y las empresas. Este mecanismo les permitía licuar esas deudas. Este mecanismo les permitía a costa de los ahorros de los consumidores. No es llamativo pues que este sistema imperante destruyera el sistema financiero, pasando los depósitos de representar cerca del 40% del PBI en los años '50 a sólo el 5% del PBI en 1991.

Eliminar la posibilidad de devaluación hace que las empresas deban destinar prioritariamente sus recursos a incrementar su productividad para ser competitivas, no sólo frente a otras empresas nacionales sino también frente a la competencia internacional. El cambio hacia una cultura empresaria en la que la preocupación central es la productividad ha sido uno de los grandes logros de la convertibilidad, un cambio cultural que permite asegurar el crecimiento sostenido de la economía y el mantenimiento de la paridad cambiaria con un país como los Estados Unidos, que tiene un alto crecimiento de la productividad.



c. Ausencia de política monetaria propia

Otro hecho destacado de este período es la ausencia de una política monetaria propia; hemos adoptado la de los Estados Unidos, y hemos tenido un éxito considerable en lograr la estabilidad de precios y el crecimiento sostenido del producto bruto. Para quienes

argumentan que, en función de la teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO),⁶⁹ la Argentina no cumple con las condiciones necesarias para integrar una AMO con los Estados Unidos, la realidad debiera servirles de suficiente evidencia e imponerse. Llevamos ocho años sin política monetaria, y no ha sido éste un período en el que no hayan existido shocks reales o financieros que permitieran testear la posibilidad de operar sin una política monetaria propia. Por el contrario, han ocurrido shocks muy severos que no han tenido un impacto significativo sobre la economía argentina. Durante estos años hemos estado sujetos a fuertes shocks reales, tales como cambios en los términos de intercambio, en los precios de nuestra moneda vis a vis la de algunos de nuestros principales socios comerciales (Brasil, Europa, Asia), en el nivel de actividad de Brasil (que de recesión ha pasado a expansión y de vuelta a recesión), para citar sólo los más importantes; así como a shocks financieros como los provenientes de la devaluación mexicana (diciembre de 1994), la devaluación de Tailandia (julio de 1997), el ataque especulativo

69. Es una ironía que los argumentos utilizados por Mundell para sostener la conveniencia del tipo de cambio fijo, básicamente su idea de la AMO, sean utilizados contra la constitución de estas Áreas, que supone básicamente tipos de cambio fijo entre diversos países.



sobre Hong Kong y la devaluación coreana (octubre de 1997), la devaluación y default ruso (agosto de 1998) y al devaluación brasilera (enero de 1999). Los shocks reales, contrariamente a lo que postularía la teoría de Áreas Monetarias Óptimas, no han tenido mayor impacto sobre la tasa de crecimiento argentina; algunos de los shocks financieros, en particular el mexicano y el ruso, sí han afectado la tasa de crecimiento.

Algunos problemas de la convertibilidad

Reconocidos los méritos de la convertibilidad, analizaremos ahora los problemas que aún presenta. Debemos reconocer que no todos los problemas que enfrenta la economía argentina están originados en el régimen de convertibilidad, sino que hay otras áreas en las que continuar con los avances realizados puede contribuir a atenuar la vulnerabilidad externa de la economía argentina. Nos referimos, en particular, a los esfuerzos realizados por consolidar la cultura fiscal en una ley de convertibilidad fiscal, la mejora de la legislación laboral promovida por el Poder Ejecutivo, una mayor apertura externa y la profundización de las reformas de segunda generación.

La dolarización de facto

La Argentina posee hoy una moneda muy particular, pues de las tres funciones básicas de una moneda medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor, la moneda argentina cumple con las dos primeras, pero no es una reserva de valor en el largo plazo. Esto se comprueba analizando los contratos a mediano y largo plazo que —en su mayoría— están denominados en dólares. Esto es así aún pese a su pleno respaldo en la moneda norteamericana. De ello nos vemos



forzados a concluir que no existe una confianza plena en que este esquema se mantendrá en el tiempo, y que por ello no puede ser en el largo plazo una reserva de valor. Esto de ninguna manera significa que se haya fracasado en proveer una moneda estable con la cual efectuar transacciones (recordemos que la inflación en la Argentina para los últimos tres años es un séptimo de la de los Estados Unidos), sino que no hay plena confianza en el mantenimiento del régimen de convertibilidad, debido fundamentalmente a la pobre historia monetaria argentina.⁷⁰

Esta ausencia de moneda (como unidad de reserva) en el largo plazo, fenómeno común a la totalidad de los países emergentes, es la que da lugar al problema *de los dos descalces*, que tiene consecuencias financieras muy negativas. Dado que no existe credibilidad en la moneda nacional en el largo plazo, las empresas y el gobierno enfrentan la disyuntiva de financiar sus proyectos de inversión en moneda local, pero a corto plazo, o hacerlo a largo plazo en moneda extranjera. En consecuencia, o asumen el riesgo de descalce de plazo (deuda de corto plazo en

70. El viceministro de Finanzas de los Estados Unidos, Larry Summers, acostumbra a recalcar que el tipo de cambio puede interpretarse como un precio más (el precio de la moneda nacional en términos de la moneda extranjera), o bien —en el caso de regímenes de tipo de cambio fijo como una promesa del gobierno de mantener una determinada paridad cambiaria. Si sólo fuera un precio más, como lo es probablemente en un régimen de tipo de cambio fluctuante, no habría problemas en que cambie diariamente. Cuando se trata de una promesa, como lo es bajo un tipo de cambio fijo, es crucial la credibilidad que genere esa promesa, y el hecho de no haberla cumplido en el pasado jugará muy negativamente sobre las expectativas de los inversores.



moneda nacional financiando proyectos de inversión de largo plazo), o bien el riesgo de moneda (deuda de largo plazo, pero en moneda extranjera, y por lo tanto sujeta al riesgo de cambio). La ausencia de una moneda nacional que juegue el rol de reserva de valor en el largo plazo lleva necesariamente a estos problemas.

Este elevado grado de dolarización *de facto* introduce un elemento de riesgo sustancial en la medida que se generen expectativas de cambio en el régimen de convertibilidad, lo que introduce una vulnerabilidad que determina que la tasa de interés interna no converja hacia la internacional, manteniendo un diferencial exageradamente alto, no acorde al resto de las variables macroeconómicas, y que es sumamente variable en función de las distintas crisis financieras.⁷¹

Las alternativas

Si coincidimos con el diagnóstico, la Argentina enfrenta dos alternativas:

- a) continuar con la convertibilidad; o
- b) profundizar la convertibilidad, vía la dolarización *de jure*.

Obviamente, existe una tercera alternativa: abandonar la convertibilidad y dejar que el tipo de cambio se fije libremente en el mercado, y por lo tanto volver a tener una política monetaria propia. Creemos que nadie propicia esta alternativa en este momento, por estar demasiado reciente el pasado hiperinflacionario.

71. La buena noticia es que ante cada nueva crisis financiera internacional el sistema financiero argentino ha sufrido un impacto cada vez menor y se ha recuperado más rápidamente.



Analicemos los costos y beneficios de la primera alternativa, esto es, mantener el actual régimen de convertibilidad. A medida que la nueva historia reemplace a la historia vieja, es de esperar que aumente la credibilidad en el esquema de convertibilidad y, por lo tanto, que se produzca la convergencia de tasas de interés. Sin embargo, esto va a llevar un tiempo durante el cual la tasa de interés será no sólo más alta, sino también más volátil que la internacional. Por lo tanto, el costo de mantener el esquema de convertibilidad es tener una tasa de interés interna más alta y más volátil, con su consecuente efecto sobre el costo fiscal de la deuda pública, y su efecto sobre la inversión privada. Ambos efectos redundarán en una disminución de la tasa de crecimiento de la economía, del nivel de empleo y del salario real.

Ésos son los costos de mantener la convertibilidad. Pueden ser mayores o menores dependiendo de cuán rápido se implementen las reformas pendientes, de cuál es el contexto financiero internacional, y de cuál es la tasa de descuento que aplicamos a estos costos.

La pregunta es si los beneficios de no profundizar la convertibilidad justifican estos costos. ¿Cuáles son los beneficios que obtendríamos de persistir en esta política? El mayor beneficio sería consolidar una moneda propia, lo que significa la posibilidad de poder hacer política monetaria, a partir de abandonar la convertibilidad. O sea que el beneficio de mantener la convertibilidad a ultranza es poder, en el futuro, abandonar la convertibilidad. ¡Vaya paradoja!

No creemos que para un país pequeño, altamente integrado al mercado de capitales, con una economía bimonetaria, el



beneficio de tener una política monetaria independiente sea tan importante como para compensar los costos que se deben pagar para obtenerla.⁷² En resumen, mantener la convertibilidad es equivalente a comprar una opción sobre una política monetaria independiente. El precio de la opción son los costos derivados de mayores tasas de interés, y más volátiles, durante el período de convergencia; el beneficio, obtener la política monetaria independiente. No nos parece una inversión aconsejable.

Dolarización de jure

La alternativa es la dolarización *de jure* de la economía, y decimos *de jure*, porque, como hemos visto, existe *de facto* un elevado nivel de dolarización de la economía.

Dolarización es un concepto que, como globalización, quiere decir distintas cosas para distintas personas, pues no tiene una definición precisa. En este trabajo, supondremos una dolarización bajo las siguientes condiciones:

1. la Argentina le da curso legal al dólar estadounidense;
2. se suscribe un acuerdo bilateral con los Estados Unidos;
3. el acuerdo sobre señoreaje no tiene incidencia fiscal sobre ninguno de los dos países;

72. Calvo, G. (1999): "Testimony of Full dollarization"; y Hausmann, R., et al. (1999): "financial Turmoil and the choice of Exchange Rate Regime", han elaborado el argumento de que, en el contexto de una economía dolarizada, la capacidad de utilizar la política monetaria es muy reducida, toda vez que dejar devaluar el tipo de cambio puede producir cambios significativos en la posición financiera de quienes tienen un descalce de monedas negativo.



4. a partir de utilizar el flujo de señoreaje como colateral, la Argentina obtiene una línea de crédito contingente por un monto equivalente al valor presente del flujo de señoreaje (una cifra del orden de los \$ 15.000 millones).

Esta dolarización tiene varias características que deben destacarse. En primer lugar, se trata de un acuerdo bilateral con los Estados Unidos, el que, si bien se puede denunciar, es más difícil de modificar que el régimen de convertibilidad, que es una decisión de política unilateral. El hecho de que se adopte el dólar en el contexto de un tratado internacional elimina el riesgo cambiario, por definición, al eliminar la moneda nacional. La eliminación de este riesgo tendría un impacto significativo sobre el riesgo de default de la Argentina, ya que se elimina el descalce de moneda, y por otra parte, la utilización de una moneda de reserva permite eliminar también el descalce de plazo, pues se generará un mercado genuino de crédito a largo plazo.

La caída en la tasa de interés y en su volatilidad tiene varios impactos:

- 1) impacto directo sobre la deuda pública. La deuda argentina asciende al 33% del PBI, por lo que una reducción del 3% en la tasa de interés a la que se endeuda el gobierno daría lugar a un beneficio fiscal del orden del 1% del PBI,⁷³

- 2) la menor tasa de interés tendrá un impacto significativo sobre los niveles de inversión, y por ende de ganancia de productividad, salario real y crecimiento; y

73. Una vez refinanciada toda la deuda a la nueva tasa.



3) un sistema financiero sustancialmente más grande y con mayor crédito. Esto en función de que la menor volatilidad de tasas de interés podría estar acompañada de un menor requisito de capital y, por otra parte, la existencia de una línea de crédito contingente de \$ 15.000 millones (20% de los depósitos) permitirían reducir los requisitos de liquidez que hoy debe soportar el sistema financiero argentino.

Conclusión

De lo expuesto se deduce que la Argentina tiene mucho por ganar reconociendo la dolarización *de facto* existente en la economía argentina vía una dolarización de jure.

FACTORES PSICOLÓGICOS EN LA CONVERTIBILIDAD Y LA DOLARIZACIÓN

Dr. Amílcar Emilio Argüelles

La Argentina, que en pocos meses pasó de un 7 % de crecimiento de su PBI al valor negativo del 4 % actual, requerirá decisiones críticas para obtener recursos y moderar el endeudamiento.

Nadie duda de que para retornar a un crecimiento adecuado es indispensable disminuir el gasto público y aumentar las exportaciones, pero angustian grandes dudas a toda la población: ¿habrá que reducir sueldos e indemnizaciones? ¿Habrá que abaratar la labor? Y si no es posible, ¿se deberá devaluar la moneda o sustituir el peso por el dólar?

En esta breve comunicación, trataré de hacer una apreciación aproximada de los factores humanos que accionarían diversos comportamientos frente a decisiones que podrían ser tomadas ante la grave situación socioeconómica del país.

Las más comentadas de esas posibles medidas serían:

- 1) Hacer una gran reducción del gasto de gobiernos de Nación y provincias.
- 2) Devaluación del peso.
- 3) Dolarización.

Estas medidas originarían tres escenarios de acuerdo con diferentes respuestas psicodinámicas.

En el primer caso, para obtener una reducción del gasto fiscal de una magnitud que hiciera recuperar confianza en la Argentina, se debería priorizar una implacable reducción de



secretarías de Estado, entes nacionales, subsecretarías y el hiperbólico número de asesores y burócratas en los poderes nacional y provinciales, gastos reservados, viajes y automóviles oficiales. Si esto ocurriera, se obtendrían importantes reducciones presupuestarias y un gran apoyo de la población.

Pero un sumario análisis de nuestras características psico-sociales y partidos políticos, hace improbable la ejecución de las drásticas disposiciones legislativas y fiscales, que son imprescindibles para obtener la necesaria caída del gasto público.

La renovación de los equipos de gobierno aporta esperanzas, pero es poco factible que en todos los políticos que llegan al poder predomine la eficiencia y la austeridad y que desaparezca el nepotismo, el amiguismo y la frivolidad, muchas veces tolerados por la comunidad.

Estas apreciaciones pesimistas surgen de un determinismo que nos ha impedido obtener la cohesión social de los países desarrollados, o la que genera el patriotismo en otras naciones más primitivas. A pesar del desarrollo cultural argentino, carecemos aún de un adecuado sentido de integración comunitaria y de responsabilidad cívica, fácilmente perceptible en las montañas de desperdicios y la destrucción de parques, plazas, veredas y estaciones de ferrocarril.

Esa agenesia del deber social se debe fundamentalmente a que el desarrollo de la Argentina fue hecho en su mayor parte por la inmigración, que fue muy heterogénea, con grandes masas tanto de católicos como de musulmanes, israelitas,



protestantes, eslavos y asiáticos, lo que impidió concertar una Argentina coherente.

La caracterología étnica originaria de nuestra población muestra un predominio de argentinos descendientes de países mediterráneos, originalmente divididos en pequeños gobiernos localistas, lo que originó una población con devoción a los intereses de la familia sobre los de la sociedad. Esa misma inmigración, a pesar de encontrar en EE.UU. una sociedad ya constituida, con los rígidos principios éticos de sus fundadores y una justicia severa y rápida, produjo organizaciones como "*la cossa nostra*" y "*la mafia*".

Otras grandes comunidades argentinas son de origen semita, musulmana e israelita con predominio de sentimientos endogámicos y tribales, poco integrables fuera de sus agrupaciones. En cuanto a los argentinos descendientes de España, Francia y países celtas, predomina en ellos una tendencia a la hipercrítica y al individualismo, que contribuyen poco a la cohesión social.

A este mosaico social se nos agrega en los últimos años el aluvión latinoamericano que nos invade y que se agrupa en mini-estados suburbanos donde se habla guaraní y aymará. Cuando en una nación, por civilizada que sea, se anteponen los intereses familiares o étnico-grupales a los del país, se erosiona el respeto al mérito y a la honestidad. Eso ha ocurrido en nuestra sociedad y nos crea gran escepticismo frente a una decisión de reducir el gasto fiscal.

Otra característica psicológica de nuestra población que limita el crecimiento del país es una tendencia consumista y un hedonismo que impiden el ahorro y la inversión, gastando



exageradamente en viajes, compras y diversiones en el extranjero, enormes sumas que se restan a la economía argentina.

Con escasa capacidad de inversión interna y un exceso del gasto fiscal, un país con una deuda externa equivalente a 6 ó 7 años de sus exportaciones y un clima político incoherente tendrá, sin duda, grandes dificultades financieras, que requerirán otras decisiones.

Hay fuertes presiones multisectoriales para que se tomen drásticas medidas, como la flotación del peso, con argumentaciones de gremialistas, empresarios y productores y que, de ejecutarse, nos llevarían a un escenario de una devaluación y grave inflación.

Si esto ocurriera, podrían desencadenarse agudas reacciones emocionales en todos los sectores de nuestra población, con empresas endeudadas en el extranjero y quebradas, y millones de humildes compradores de elementos domésticos y vehículos baratos en cuotas de dólares en medio de una macro-inflación inevitable. Esto no ocurrió en Brasil con la devaluación reciente, pero Brasil es un país psicológicamente integrado a pesar de tener enormes masas de pobreza.

Salir de la convertibilidad determinaría sin duda aumentos explosivos de los artículos, según nuestra tradicional búsqueda de altas ganancias

Esta tendencia parte del Virreinato del Río de la Plata, cuando nuestros próceres con comercios no resistían abiertamente los altos impuestos del monopolio español, como lo hacían los colonos norteamericanos, que destruían los



cargamentos en el *Boston tea party*, sino que se proveían con el contrabando que les dejaba grandes márgenes de ganancias, lo que se hizo tradicional. Hoy una devaluación repetiría imparables remarcaciones de precios, además de ser innecesaria, pues el peso se ha devaluado junto con el dólar que de 114 yens en agosto cayó a 104 en octubre (Time 6-10-99) y un dólar llegó a 1,80; el marco cayó a 1,44.

Ante las disyuntivas que el abandono de la convertibilidad le puede presentar al próximo gobierno argentino, la publicación *Business Week* del mes de julio, en un artículo titulado "El peso no es un problema real", expresa que "los reajustes sobre la moneda del país no tendrán éxito si no se reduce el gasto fiscal, se alivian los impuestos y reglamentaciones y se flexibilizan las disposiciones laborales". Y agrega: "Si la Argentina no liberaliza su economía y el trabajo, se cernirá sobre los gobiernos la necesidad de una reforma de su moneda, quedando dos opciones: (1) la flotación del peso y (2) sacar el peso de la circulación y dolariza".

La adopción del dólar como moneda argentina podría causar alguna resistencia nacionalista ante una moneda sin las imágenes de nuestros próceres, y tal vez algún disgusto en sectores del Mercosur, pero habría alivio en las tensiones emocionales que sufren muchos argentinos en psicoterapia por las crisis de inseguridad económica.

Si la Argentina dolarizara su moneda, despertaría expectativa internacional, y en los inversores extranjeros habría un sentimiento de mayor seguridad, en medio de una Latinoamérica hoy muy incierta.



En EE.UU. se podrían producir sentimientos favorables ante una Argentina incorporada a su área monetaria lo que tendería a consolidar la posición del dólar frente al euro y al yen, y podría recordarles la posibilidad de una Unión Monetaria de las Américas.

Una dolarización argentina puede determinar varias evaluaciones psicológicas. La primera sería la de los inversores y sus asesores que conocen a la Argentina y su mercado interno. A ellos la existencia de seguridad jurídica y el mantenimiento de la convertibilidad les suscitarían sentimientos positivamente reforzados con el dólar como moneda.

Los pequeños ahorristas extranjeros que adquieren los bonos que colocan nuestros gobiernos poco conocen de nuestro país y tienden a visualizarnos con la imagen que se han formado de los países latinoamericanos, que es la de productores de café, bananas y aguacates, con largas siestas y poca seriedad. La dolarización puede ayudar a modificar este esquema mental, en el que muchos de ellos nos incluyen. Una adecuada difusión simultánea podría hacerles conocer las diferencias geográficas, raciales y culturales entre la Argentina y esa Latinoamérica. La dolarización también facilitaría el ingreso de divisas de turistas extranjeros, al protegerlos de las confusiones con cambios de colores y diseños de los billetes en pesos, aprovechadas, muchas veces, en taxis, bares y cafés para estafarlos. Con un ingreso de 7.000 millardos de dólares por turismo este año, una medida facilitante de seguridad y simplificación para visitantes extranjeros podría incrementar



significativamente este importantísimo aporte económico del turismo internacional.

En cuanto a los funcionarios y dirigentes de EEUU, su práctica mentalidad les haría considerar favorablemente la sustitución del peso argentino por el dólar. Así lo entrevén opiniones autorizadas como la del secretario adjunto del Tesoro, Laurence Summer, que dice en el *Wall Street Journal* (julio 1999): "La dolarización ofrece a la Argentina la promesa de mejor estabilidad y prosperidad al reforzar su credibilidad y disciplina" y "el presidente de la Reserva Federal Greenspan parece simpatizar con la idea de la dolarización, diciendo también que la disciplina que la acompaña podría generar estabilidad".

Asimismo, *Financial Times* recientemente (9-6-1999) expresa: "El presidente de la Comisión Conjunta de Economía Senatorial, senador Connie Mack, ha comentado que la Argentina podría ser un socio sin voto con un porcentaje anual de señoreaje sobre la circulación de dólares, y podría ser parte del área monetaria de EE.UU. como si fuera otro de sus estados". También comenta que en forma rápida la Argentina podría hacer una dolarización unilateral, reemplazando los pesos circulantes por dólares, de los que tiene amplia disponibilidad.

A su vez el *Financial Times* publica recientemente (9-8-1999): "El presidente de la Comisión Conjunta de Economía Senatorial, senador Connie Mack, ha comentado que la Argentina podría ser un socio sin voto con un porcentaje anual de señoreaje sobre la circulación de dólares y podría ser parte del área monetaria de EE.UU. como otro de sus estados, y comenta que en forma



rápida la Argentina podría hacer una dolarización unilateral, reemplazando los pesos circulantes por dólares, de los que tiene amplia disponibilidad".

Estas autorizadas opiniones son coherentes con sentimientos psicoactivos ante posibles decisiones económicas que resumo brevemente en tres puntos:

1) La salida de la convertibilidad causaría macroinflación, empobrecimiento y patologías estresógenas a la población.

2) Ha faltado hasta ahora coherencia cívico-social en nuestra población, lo que limitaría aún el sentido del deber nacional de muchos representantes y funcionarios y haría improbable la reducción del gasto fiscal y del endeudamiento internacional, con deterioro de la opinión sobre la Argentina

3) La adopción del dólar como moneda nacional podría producir sentimientos de mayor seguridad a funcionarios, inversores y turistas extranjeros y mayor confianza en nuestro país.

Finalizo recordando que, con eficientes medidas económicas se podrá restablecer el crecimiento, pero que sin una clara política científico-técnica con nuevas universidades tecnológicas y una investigación y desarrollo que produzcan innovaciones y patentes, no obtendremos una verdadera macroeconomía y nos quedaremos en el siglo xx.

LA DOLARIZACIÓN

Dr. Roberto T. Alemann

A comienzos de 1999, tras la devaluación del real brasileño, se instaló en la Argentina un debate novedoso acerca de la dolarización de su economía. En realidad, el debate apunta a la viabilidad y conveniencia de la total dolarización mediante la supresión del peso como moneda de curso legal.

La economía argentina está muy dolarizada desde que la alta inflación de los años setenta y ochenta y la hiperinflación de 1989 y 1990 indujo a los argentinos a prescindir de la moneda nacional, primero el peso y luego el austral, como resguardo de valor y unidad de cuenta. Así, por decisión de los habitantes, se limitó la función monetaria de nuestra moneda al pago de los sueldos, salarios, sentencias judiciales e impuestos, porque así lo mandan las leyes, sin perjuicio de las compras diarias en los mercados y las deudas pactadas en la moneda nacional. La alta e hiperinflación separó la triple función de la moneda.

Las funciones de la moneda

El pueblo asignó las funciones de resguardo de valor y unidad de cuenta al dólar de los Estados Unidos, reservando la función de medio de pago a la moneda nacional, compartida con el dólar. Para resguardar el valor de los ahorros monetarios, la gente prefirió como activo el billete de cien dólares por la facilidad para adquirirlo y ganar intereses, dividendos y diferencias de capital en bancos y bolsas del exterior. Quienes atesoraban billetes de cien dólares en sus hogares o en cajas de



seguridad de bancos perdían el ingreso derivado del ahorro bancario o la inversión en activos financieros. La desconfianza propia de la inflación marcó a fuego el sistema monetario de entonces y sigue vigente, aunque con virulencia singularmente menor.

La convertibilidad convalidó las preferencias monetarias del público y no alteró significativamente esos hábitos monetarios, adquiridos en las dos décadas de alta inflación. La mayor parte de los créditos bancarios y las deudas públicas están expresados en dólares, así como la mayoría de los plazos fijos en cuentas bancarias en dólares. Los pagos internacionales siempre se realizaron en dólares, en particular las exportaciones, en tanto que las importaciones suelen pactarse en las monedas de los países proveedores, frecuentemente también en dólares.

Sólo las cuentas corrientes bancarias predominan en pesos, porque atienden pagos corrientes en moneda nacional, sin la particularidad del ahorro bancario como las cajas de ahorro y los plazos fijos. Los fondos de inversión también prefieren el dólar. Las transacciones inmobiliarias se ofrecen en dólares y perfeccionan en billetes de cien dólares para su recuento exacto por los escribanos que dan fe en las escrituras notariales. Las ofertas de bienes de uso, como automotores, maquinarias o bienes del hogar, se expresan en dólares, aunque suelen pagarse en pesos a la paridad legal. El capital social de las empresas se contabiliza en pesos, en cuya moneda se transan las acciones en los mercados de valores. Las obligaciones negociables, siendo de plazos medianos y largos, se expresan en dólares. Los proyectos de inversión se calculan en dólares porque son de largo plazo. Por costumbre, los políticos, economistas y periodistas



mencionan frecuentemente cifras en dólares, cuando son pesos, como ocurre con los presupuestos, gastos e ingresos públicos, lo cual revela cuán profunda es la percepción del dólar como moneda de referencia, unidad de cuenta y resguardo de valor.

Se estima que hay más billetes de cien dólares en circulación que pesos, resabio del ahorro masivo en billetes dólar que la población acumuló en los años setenta y ochenta. Quedan, según estimaciones oficiales, unos 20 mil millones de billetes dólar en circulación, frente a apenas 15 mil millones de pesos. Aquella cifra es la mitad del monto estimado por la Reserva Federal de los Estados Unidos en posesión de los residentes argentinos en 1992, cuando la economía argentina se encaminaba hacia la estabilidad. ("The location of U.S. Currency: How Much Is Abroad?", por Richard D. Porter y Ruth A. Judson de la división de asuntos monetarios del Banco de la Reserva Federal, Federal Reserve Bulletin, pág. 885, Washington D.c., octubre de 1996).

La ley de convertibilidad y las tasas de interés

La ley de convertibilidad obliga al Banco Central a vender todo dólar que el mercado de cambios le demande al precio de un peso. La entidad compra dólares y otras divisas en el mercado a 99 centavos por dólar mientras considere insuficientes sus reservas en divisas y no tema efectos inflacionarios por su aumento. Además, mantiene solamente dólares en su reserva para cubrir sus pasivos con activos en esa moneda, como también lo manda la ley. Con esas compras de divisas, el Banco Central aumenta sus reservas y expande el circulante.



Sin embargo, prevalecen en los mercados financieros distintas tasas de interés para colocaciones y créditos en pesos y dólares, cuyos plazos son notoriamente más breves en pesos que en dólares. En las tasas pasivas, los pesos pagan más que los dólares, y en las activas es al revés. Los plazos en pesos suelen ser más breves que en dólares. Esos márgenes de intereses y los distintos plazos denotan la persistencia de una desconfianza subyacente. Ella también se expresa a través de la prima de las operaciones a término del dólar contra pesos. Cuando se insinúan temores sobre una posible devaluación del peso, aumenta esa prima, sube el margen de intereses y se ensanchan las brechas de los plazos de depósitos y créditos en ambas monedas.

Esa desconfianza subyacente prevalece en las actitudes de los ahorristas y operadores locales y reaparece ocasionalmente en las recomendaciones de los economistas que asesoran a los bancos comerciales internacionales, las compañías multinacionales con filiales y representaciones en la Argentina y los institutos de investigación económica. Cuando esos economistas presagian posibles devaluaciones, como ocurrió después de la devaluación mexicana en 1994, la brasileña de 1999 y, más recientemente, ante la incertidumbre de la renovación presidencial, los directivos de las compañías matrices instruyen a sus filiales a cubrir toda exposición en pesos mediante contratos a término en dólares, cuyas primas gravan los balances de las filiales disminuyendo sus utilidades y reduciendo la carga impositiva sobre las mismas.

Los acontecimientos políticos mencionados inspiran a los economistas internacionales a presagiar devaluaciones del peso, semejantes a las que ocurrieron después de las renovaciones



presidenciales en México y Brasil. No cabe, por cierto, parangón alguno, puesto que los bancos centrales de ambos países practicaron políticas de emisión monetaria que redujeron sus reservas de divisas hasta casi extinguirlas y forzar las devaluaciones. Nada de eso ocurrió en la Argentina, cuyo Banco Central no emitió pesos sin respaldo en divisas desde 1991 ni devaluó la moneda, como lo hicieron todos los países del mundo en esta década con referencia al dólar y al euro, y antes al marco alemán. Sólo Hong Kong mantuvo su paridad declarada, gracias a su caja de conversión semejante a la convertibilidad argentina.

El riesgo cambiario y de solvencia

Ante el panorama de la desconfianza subyacente, se arguye que la dolarización elimina el riesgo cambiario, de modo que desaparecen las tasas de interés más elevadas y los plazos de colocación más breves en pesos que en dólares. La prima de los contratos a término quedaría virtualmente eliminada con la plena sustitución del peso por el dólar. Sin embargo, también vale el contraargumento de que un gobierno futuro podría reimplantar por ley una moneda nacional y devaluarla frente al dólar. Ese riesgo netamente político subsistiría con la plena dolarización.

Se argumenta también que con la dolarización bajaría sensiblemente la tasa de riesgo-país, que se mide corrientemente en cientos de puntos básicos de diferencia entre los rendimientos de ciertos títulos públicos argentinos de igual duración y sin garantías que un título del gobierno de los Estados Unidos. Cien puntos básicos equivalen a uno por ciento.

Sin embargo, esa tasa de riesgo-país apunta en realidad al riesgo de solvencia del deudor soberano argentino, que es su



Tesorería endeudada con acreedores del exterior, y a través de la misma de todos los demás deudores públicos y privados. Mientras la Argentina aumente sostenida y significativamente su endeudamiento público, con preferencia en el exterior, porque las cuentas públicas registran déficits que no pueden financiarse en los mercados internos de capitales, esa tasa de riesgo-país se mantendrá elevada y muy volátil, expuesta a los avatares de crisis internacionales ajenas al país. La dolarización nada cambia al respecto.

El riesgo de solvencia no desaparece porque la economía argentina se dolarice. Por el contrario, incluso puede aumentar en la percepción de los mercados financieros acreedores, porque el Banco Central, para comprar los pesos en circulación, debería vender sus colocaciones a interés en títulos de la deuda pública de los Estados Unidos. Ello implica que las reservas de divisas se reducirían, bajando así la cobertura líquida en divisas de las deudas con acreedores del exterior. Los mercados financieros podrían reaccionar frente a esa eventualidad con la exigencia de tasas de interés más elevadas para colocaciones de deudas en el exterior, en lugar de bajar la prima de riesgo-país.

La dolarización no resuelve el riesgo de solvencia. En los Estados Unidos, plenamente dolarizados, han ocurrido cesaciones de pagos con declaraciones de quiebra o evitadas a último momento con asistencias financieras públicas de deudores también públicos, como fueron los casos del municipio de Orange County en California y la ciudad de Nueva York, respectivamente.

Así encuadrada en el principal problema financiero argentino, cual es su elevado déficit público, la dolarización



aparece como un modo de eludir la solución de este problema, a la manera de cierto escapismo. Las tasas de interés de la economía argentina bajarán cuando la percepción del riesgo de solvencia mejore, sin perjuicio de la dolarización.

El impropriamente llamado señoreaje

Por lo demás, la dolarización plantea un problema netamente fiscal. Los intereses que gana el Banco Central, con sus colocaciones en bonos de los Estados Unidos u otros activos financieros, ingresan a la Tesorería como rentas de la propiedad, habida cuenta de que las reservas en divisas del Banco Central son propiedad de la Tesorería y sólo son administradas por el Banco Central. Tras liquidar sus tenencias en esos bonos para comprar los pesos en circulación, desaparece un ingreso genuino de la Tesorería, estimado en unos 800 millones de pesos anuales. Para compensar esa pérdida, se debería establecer un nuevo impuesto, elevar las tasas de los tributos existentes, eliminar las franquicias impositivas o aumentar el déficit que acrecienta el riesgo de solvencia.

Se ha ensayado una alternativa mediante un tratado monetario con el gobierno de los Estados Unidos, de modo que, mediante algún artificio financiero, se disponga del mismo importe, impropriamente denominado señoreaje. Este término alude a ciertas prácticas medievales europeas, cuando el soberano o señor reducía a su arbitrio el tenor metálico de las monedas acuñadas, sin ajustar su valor, de manera que con la misma cantidad de metal obtenía más monedas acuñadas. Esto nada tiene de común con las ganancias de intereses de los bonos u otros activos financieros.



No hay, por cierto, ningún indicio de que el gobierno de los Estados Unidos esté dispuesto a convenir un pacto monetario con la Argentina; ni que el Congreso de ese país lo ratifique. Apenas hay conversaciones técnicas a pedido del gobierno argentino entre las autoridades monetarias y fiscales de ambos países. El Senado de los Estados Unidos, alertado por la iniciativa argentina, realizó una audiencia pública sobre el tema, en la cual declararon altos funcionarios de la Tesorería y la Reserva Federal. Además, encomendó estudios sobre los países dolarizados, apenas una docena de islas en el Caribe y el Océano Pacífico, al margen de Puerto Rico, estado libre asociado sin moneda propia, y Panamá, que sólo usa su balboa para pagos menudos. Posiblemente exista cierta preocupación en los Estados Unidos acerca de la repercusión de un tratado monetario con la Argentina, que obligue a ese país a asumir obligaciones de banca central fuera de sus fronteras y asistencias financieras no queridas. El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, dijo al respecto que él se veía sólo como presidente del banco central de la economía de los Estados Unidos.

Por lo demás, un tratado monetario con los Estados Unidos que integre la banca argentina dolarizada con la Reserva Federal, conllevaría la aplicación de las reglas de supervisión bancaria de ese prestamista de última instancia a los bancos argentinos. Ello los obligaría a aumentar considerablemente su capital para castigar los elevados créditos en gestión y mora de nuestro sistema bancario. En los Estados Unidos, por caso, una cuota de interés o capital no pagada en término castiga en el balance la totalidad del crédito, en tanto que en la Argentina sólo se previsiona esa cuota de interés o capital. Antes de iniciar conversaciones monetarias con los Estados Unidos, el sistema



bancario argentino debería registrar niveles de créditos en gestión y mora comparables a los de países desarrollados.

La experiencia multimonedada argentina

Que la economía argentina opere, a libre elección de los contratantes, con dos monedas, su propio peso y el dólar de los Estados Unidos, asignándoles distintas funciones monetarias, no es, de ninguna manera, novedoso. Durante el siglo XIX, la Argentina independizada operaba con dos y hasta tres monedas: el peso moneda corriente, más tarde peso moneda nacional, ambos de papel, el peso o la onza de oro y el peso de plata, llamado peso fuerte o patacón. El oro servía para transacciones internacionales y resguardo de valor, la plata para transacciones corrientes y unidad de cuenta, y el peso de papel para pagos menudos. También circulaban diversas monedas de plata y oro de otros países, autorizadas por decretos del gobierno, que les fijaba su valor. La unificación y simplificación monetarias de fin de siglo desembocaron en la Caja de Conversión a la paridad legal entre el peso oro y el peso moneda nacional, ambas monedas con funciones distintas. Esa paridad fue fijada por ley de 1898 en un peso oro de 1,6 gramos de oro fino por 2,2727 pesos moneda nacional de papel. La economía funcionó sin inconvenientes con las dos monedas y los contratantes pactaban en ellas a su elección.

El peso es la moneda nacional en el sentido de que la ley le otorga poder cancelatorio de las obligaciones, liberando al deudor. El peso oro de antaño y el dólar actualmente son monedas de libre contratación, de modo que los deudores se liberan entregando las cantidades pactadas, y los acreedores pueden exigir la entrega de las mismas ante la justicia. Las



obligaciones legales y contractuales en pesos se cancelan en esta moneda, gracias precisamente a su poder cancelatorio legal. La dolarización supone quitarle ese poder cancelatorio y atribuírselo al dólar de los Estados Unidos.

Se han esgrimido graves reparos constitucionales y legales referidos a la dolarización. Este tema es materia de un análisis constitucional y jurídico que escapa a esta presentación, si bien conviene tener en cuenta esos reparos.

Nada impide a la economía argentina seguir funcionando con las dos monedas de la convertibilidad, dentro de las reglas que obligan al Banco Central a cubrir sus pasivos con, por lo menos, dos tercios de sus activos en divisas en dólares, y le prohíben emitir pesos sin respaldo de divisas. El Banco Central puede asistir transitoriamente a bancos con problemas de liquidez hasta el mencionado límite legal. Más allá del mismo, los encajes remunerados y los pases que los bancos argentinos pueden contratar con quince bancos internacionales hacen las veces del prestamista de última instancia para las crisis sistémicas de liquidez bancaria.

Estas reglas de estricta política monetaria y solvencia bancaria han estabilizado el valor de la moneda, conforme reza el objetivo de las políticas monetaria, cambiaria y bancaria del Banco Central. La inflación ha sido erradicada como mal endémico que la economía argentina padeció durante medio siglo. Quienes contratan lo hacen optando libremente por una u otra moneda y expresan su confianza o desconfianza a través de los márgenes de intereses y plazos de las operaciones financieras en una y otra moneda y, por caso, mediante las primas de las operaciones de divisas a término.



El equilibrio de las cuentas públicas de la Nación y las provincias, habida cuenta de que diversas provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y casi todos los 2.200 municipios y comunas lo han logrado en los últimos dos años, mejorará el riesgo de solvencia del deudor soberano. En consecuencia, disminuirá la prima de riesgo-país y reducirá las tasas de interés activas y pasivas que prevalecen en la economía argentina y cuyos niveles son manifiestamente incompatibles con la estabilidad monetaria. En esas condiciones, los márgenes de interés y los plazos de colocaciones y créditos disminuirán hasta que sea prácticamente indiferente prestar y endeudarse en pesos o dólares, sin que sea necesario dolarizar la economía, toda vez que dolarizándola no desaparece el riesgo de solvencia que mantiene elevadas a las tasas de interés.

Al mismo tiempo que se equilibran las cuentas públicas, el mercado nacional de capitales debe financiar en proporción creciente la renovación de los vencimientos de las deudas públicas, reduciendo la demanda de colocaciones de deudas en los mercados internacionales, aun al precio del mayor costo que cobra el mercado local de capitales. Esa tendencia, insinuada a partir de 1996 y todavía lejos de ser proporcionalmente mayoritaria de las necesidades del financiamiento público, también disminuirá la percepción del riesgo de solvencia de ahorristas y acreedores argentinos y extranjeros.

La economía argentina puede, por cierto, proseguir su marcha hacia la dolarización por decisiones individuales, si así lo desean las partes contratantes. Igualmente, puede recorrer el camino inverso y operar crecientemente más en pesos que en dólares, a medida que se afiance la confianza de que el país no



afronta un riesgo inminente ni lejano de devaluación y soporta la percepción del riesgo de solvencia al pesado costo de sus tasas de interés, manifiestamente excesivas. En ambas hipótesis, la economía argentina funciona monetariamente en forma normal, sin sobresaltos ni otros costos excesivos que las elevadas tasas de interés que determina precisamente ese riesgo de solvencia. El precio económico que se paga por estos desatinos fiscales es el alto desempleo, la performance insuficiente de exportaciones y el nivel de bienestar general insatisfactorio para mucha gente.

La moneda común del Mercosur

Más allá de la dolarización individual o pactada con los Estados Unidos, se ha sugerido la formación de una moneda común en el Mercosur a imagen y semejanza del euro en la Unión Europea. Sin embargo, esa alternativa dista de ser viable mientras los bancos centrales de Brasil, Paraguay y Uruguay practiquen emisiones monetarias y devaluaciones. Los once bancos centrales del euro han dejado de emitir monedas nacionales y tampoco las devalúan.

Una moneda común debe apoyarse en la moneda de uno de sus miembros que merezca la confianza de los demás, como lo fue el marco alemán en Europa, donde el euro se presenta como la continuación ampliada de esa moneda líder, aceptada y atesorada por los demás miembros. Ninguna de las cuatro monedas del Mercosur responde a esas características, toda vez que son apenas monedas nacionales para pagos corrientes, sin servir de unidades de cuenta ni reserva de valor. Una moneda común no supe esas deficiencias. El dólar de los Estados Unidos es, de hecho, la moneda de uso común en la región, en la cual se



transan el comercio y los pagos y que sirve de unidad de cuenta y reserva de valor.

Por lo demás, en Europa prevalece un intercambio de bienes y servicios muy intenso entre los países que alcanza a más del 60 por ciento de sus exportaciones globales. Ello afianza la conveniencia de la moneda común que ahorra gastos de transacción, fomenta la competencia, transparenta los precios y facilita el cálculo económico de las empresas en ese espacio económico común. El Mercosur dista de registrar semejante intensidad de las exportaciones entre sus miembros, teniendo en cuenta que en 1998 sólo Paraguay con el 61 por ciento y Uruguay con el 55 por ciento se acercan a las proporciones europeas, en tanto que la Argentina registra el 36 por ciento y el Brasil apenas el 17 por ciento de sus exportaciones al Mercosur respecto de sus ventas totales al exterior.

El euro maduró después de cuarenta años de integración comercial mediante la unión aduanera y la formación del mercado común con libre circulación de bienes y capitales y residencia de personas. El Mercosur, por contraste, es apenas una unión aduanera imperfecta que tampoco configura un espacio económico común donde las mercaderías y los servicios circulen sin trabas y las personas se asienten libremente.

Antes de imaginar siquiera una moneda común, deben completarse las asignaturas pendientes para configurar la unión aduanera pactada en 1994 y el mercado común mencionado como objetivo en el Tratado de Asunción de 1991. Además, se requieren compromisos firmes y formales para erradicar los déficits públicos en los cuatro países y las inflaciones remanentes en Brasil, Paraguay y Uruguay, como lo pactaron los miembros



de la Unión Europea en su Tratado de Maastricht de 1992 y lo cumplieron razonablemente hasta 1998. Por ahora, hay apenas intenciones generales expresadas por los presidentes de la Argentina, Brasil y Uruguay en ese sentido, sin acuerdos formales ni metas cuantificadas de déficit en descenso, endeudamientos públicos acotados, tasas de interés e inflación en baja y tasas de cambio estables. Por todo ello, los proyectos de una moneda común en el Mercosur no pasan de otra utopía más llena de buenas intenciones.

Conclusiones

En conclusión, la dolarización de la economía argentina ya es una realidad parcial por la libre decisión de sus habitantes, sin que resulte necesaria, viable ni urgente su ampliación compulsiva a todas las transacciones monetarias de, la economía. El pueblo puede libremente optar entre dos monedas para sus ahorros y negocios, evaluando los riesgos, las ganancias o pérdidas esperadas de una u otra operación monetaria y financiera.

La dolarización desvía la atención del verdadero problema que apremia, vale decir el elevado déficit fiscal, causa de la alta prima de riesgo-país, la cual, a su vez, define todas las tasas de interés, desalienta proyectos de inversión, genera desempleo y afecta la competitividad externa.

DOLARIZACIÓN

Lic. Vicente Guillermo Arnaud

Moneda

Hablar de dolarización es tratar de moneda, ese medio de cambio que determina, en un señalado momento, el valor del mismo. Es importante su valía como unidad de cuenta y medio de pago, su aceptación para saldar transacciones comerciales, su función como reserva de valor para los bancos centrales, y de ahorro y formación de capital para el particular.

Ha sido y es preocupación permanente el lograr una moneda de un valor lo más estable posible, una moneda sana, universalmente reconocida y aceptada.

Durante mucho tiempo el oro fue considerado parte del sistema monetario universal y la moneda de reserva y ahorro por excelencia, una garantía contra la inflación. Sus cualidades materiales y su producción limitada por la naturaleza lo constituían en un bien de características especiales.

A partir de 1821 Gran Bretaña implementó el "*gold standard*" —patrón sistema monetario por el cual la unidad monetaria, en este caso la libra inglesa, se mantenía al valor de un peso fijo de oro.⁷⁴ Gran Bretaña abandonó el "*gold standard*" el 21 de septiembre de 1931, época de la gran depresión, cuando por su rigidez se lo culpaba de ser causante

74. Encyclopaedia Britannica, Londres, 1961, vol. 10, pág. 498.



de desocupación y se afirmaba que en cambio era necesaria una flexibilidad monetaria que evitara las recesiones, motivara el aumento de la demanda y promoviera el crecimiento y el pleno empleo. Estados Unidos desde 1873 mantenía la convertibilidad del dólar en oro, que a partir de 1934 estuvo a 35 dólares la onza.

En la década del '60 los déficits de la balanza comercial de Estados Unidos, que hacía que los dólares norteamericanos devinieran en cierta forma "inconvertibles" para sus tenedores dado que se había alterado en la práctica la relación valor oro-dólar, la necesidad de solucionar los problemas de la liquidez internacional y de estimular el incremento del comercio internacional y de las inversiones, entre otros factores, hizo que hubiera una apelación de destacados economistas, como Jacques Rueff, Samuel Brittan,⁷⁵ Gordon Tetber,⁷⁶ Paul Samuelson,⁷⁷ Michel Debré,⁷⁸ para una revalorización del oro⁷⁹ y/o cambios de las paridades cambiarias de la moneda.

75. Brittan, Samuel; "Gold - The crisis and what it means", en: The Financial Times, Londres, 16 de marzo de 1968, pág. 11.

76. Gordon Tether, G.: "Selecting the best new parity for gold", en The Financial Times, Londres, 1 de mayo de 1968.

77. Samuelson, Paul A.: "Gold Blues", en Newsweek, del 15 de septiembre de 1969.

78. Debré, Michel: declaraciones en su calidad de ministro de Educación y Finanzas de Francia, reproducidas en Le Monde, París, 6 de abril de 1968.

79. En declaración efectuada el 19 de marzo de 1968 por el doctor N. Diederichs, ministro de Finanzas de Sudáfrica, hacía saber que su gobierno estaba preparado para considerar favorablemente toda propuesta orientada a destinar parte de los

La situación de la época nos llevó, en 1966, a sugerir una revaluación del oro y la creación de un Banco Internacional del Desarrollo, bajo ciertas condiciones, con la emisión por el Banco de certificados que podrían llamarse "bancor", convertibles en oro, exentos de riesgo de devaluación y políticos, que producirían interés y serían una inversión para el desarrollo. Se trataba también de un paso hacia una moneda universal y a una integración financiera internacional.⁸⁰

Por razones políticas, como el beneficio de los grandes productores, y económicas, gastos de producción y de atesoramiento, poca flexibilidad y de que no produce interés, el oro ha ido perdiendo su atracción y su utilización como moneda de reserva y de ahorro. Haber tangible, refugio tradicional para salvar las incertidumbres y desconfianzas nacionales y personales, llegó a valer más de 800 dólares la onza en 1980 y hoy su precio es de 290 dólares.

beneficios provenientes de una revalorización del oro a la ayuda a los países en desarrollo. Estas ideas de estímulo al desarrollo, canalización de capitales estériles, promoción del comercio, mayor liquidez internacional estaban también de acuerdo con los conceptos de Pablo VI en su "Populorum Progressio", del 26 de marzo de 1967.

80. Arnaud, Vicente Guillermo: "Revalorización del oro - Banco Internacional de Desarrollo", en Boletín de Informaciones Económicas y Financieras Dirección General de Asuntos Económicos del Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Buenos Aires, no 40, noviembre-diciembre de 1966, págs. 46-58.



El 15 de agosto de 1971 Estados Unidos suspendió la convertibilidad del dólar en oro, poniéndose fin, al menos por ahora, al patrón de cambio oro, y desde entonces todas las monedas son de emisión fiduciaria. No obstante ello, escuchamos recientemente a Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, calificar al oro como "la última forma de pago en el mundo" ("*the ultimate form of payment in the world*").⁸¹

Existe actualmente una corriente que trabaja en la nada fácil elaboración de propuestas para una nueva arquitectura financiera internacional, que Kiichi Miyazawa, ministro de Finanzas de Japón, calificó⁸² como llamados a los sectores público y privado para fortalecer reglas de transparencia y buen gobierno, mejorar la supervisión del sector financiero y nuevas ideas sobre realineación organizacional del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y otros. David Lipton, ex subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos entre 1993 y 1998, está ocupado en la Fundación Carnegie en el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional.⁸³ También lo hace el G-22, un comité de naciones que trabaja para fortalecer el sistema financiero internacional. Alan Blinder nos expone interesantes propuestas en su artículo

81 The Financial Times, Londres, 7 de julio de 1999.

82. Miyazawa, Kiichi: discurso sobre "Hacia una nueva arquitectura financiera internacional", en el Club de Corresponsales Extranjeros de Japón, el 15 de diciembre de 1998.

83. Información en La Nación, Buenos Aires, del 28 de junio de 1999.

"*Eight Steps to a New Financial Order*"⁸⁴ en el último número de *Foreign Affairs*.

Van a hacer tres décadas que toda emisión monetaria es fiduciaria. Fiducia significa confianza, esperanza cierta, seguridad, fe, lealtad. Significa que toda moneda papel, como hoy lo son el dólar, el euro, el yen, el peso, etc., sólo tiene como respaldo la confianza que en un determinado momento o período le otorga la comunidad internacional al país que la emite, aunque también podría ser un organismo internacional. Hoy esa confianza se gana por la historia del país, sus recursos naturales, su política interna y externa, el nivel de su población, su producción e industria, su equilibrio fiscal, su balanza de intercambio comercial y de pagos, en síntesis, su solvencia y su solidez política, cultural, económica e institucional. Esa confianza puede perderse por circunstancias variadas: la economía afectada por factores internos y/o externos, inestabilidad política, desastres naturales, guerras, etcétera.

Históricamente, la comunidad internacional, los Bancos Centrales para formar sus reservas, los individuos para los ahorros de una larga vida de trabajo, los comerciantes para acordar el signo monetario para sus operaciones, han seguido día a día, y hoy con la revolución de las comunicaciones minuto a minuto, la evolución del valor de las monedas en el

84. Blinder, Alan S.: "Eight Steps to a New Financial Order", en la revista *Foreign Affairs*, New York, september/october 1999, págs. 50-63.



mundo para acogerse a la divisa que les ofrece más confianza y estabilidad. El doctor Cavallo ha dicho que “lo que realmente importa es la calidad del dinero.”⁸⁵

Sus características particulares y su participación decisiva en la primera y segunda parte de la guerra mundial le otorgaron a Estados Unidos de América el carácter de superpotencia a partir de 1945 y su moneda, el dólar, resultó buscada, aceptada y atesorada en todo el mundo. Conviniendo sobre la importancia de otras monedas, debemos aceptar que el dólar es reconocido como valor de cambio en todo el mundo e integra gran parte de las reservas de los Bancos Centrales, además de las cuentas de los particulares.

Dolarización

En la Argentina y en el mundo existe desconfianza por la moneda argentina. Ello se debe a que desde hace más de 30 años el ciudadano argentino, que confió en el valor de su moneda, ha sido afectado por prolongados períodos de inflación, en algún caso extraordinariamente alta, fuertes devaluaciones, conversiones a Bonex, y sigue la evaluación de los elementos que hacen al riesgopáis: corrupción administrativa, inseguridad judicial, evasión y dispersión impositiva, desequilibrio fiscal, deuda externa, déficit de la balanza

85. Sobre el valor de la moneda, las particularidades de la caja de conversión y de la convertibilidad y la moneda común, interesa el documento "La calidad del dinero", de Domingo F. Cavallo, preparado en ocasión de la ceremonia de recibir el Doctorado Honoris Causa de la Universidad de París, 18 de marzo de 1999.

comercial. Como consecuencia de ello y no obstante que los salarios y servicios se pagan en pesos y los precios de las mercancías se fijan en pesos, los argentinos estamos fuertemente dolarizados. La falta de confianza ha hecho que, según se calcula, haya en el exterior 70.000 millones de dólares de capital argentino, la llamada "*flight to quality*" u operación de sustitución de la moneda y búsqueda de seguridad, y que su tenencia en el país ascienda a más de 20.000 millones de dólares.

Serios factores externos también han afectado a la economía argentina y en consecuencia al valor de su moneda. Así, el permanente descenso en el tiempo de los precios de los productos primarios y commodities en relación con el aumento de los industriales y de alta tecnología que debemos importar, alterando en nuestro perjuicio los términos del intercambio. Mientras los países del Primer Mundo nos inculcan las indudables bondades del libre comercio, ellos son liberales mientras son competitivos, y en los sectores en que no lo son aplican subsidios, eufemísticamente llamados apoyos, medidas para arancelarias, cuotas, dumping y ahora el multifuncionalismo, etc. las crisis internacionales y las consiguientes devaluaciones, siempre de efectos competitivos, han perjudicado a nuestro comercio exterior. En el Grupo Cairns, nuestra esperanza negociadora con Europa y Estados Unidos, algunos de sus miembros violan su razón de ser en el grupo y subsidian sus exportaciones.



Estas circunstancias negativas, y otras propias y ajenas, son la razón de ser de la falta de confianza en la moneda argentina.

La confianza, la credibilidad, es una de las cosas más difíciles de obtener y sólo se logra en el tiempo a través de una permanente buena conducta y sana política continuamente evaluadas, lo que hace que se pueda perder en instantes. Es lo más difícil de lograr y lo más fácil de perder. Cuando se obtiene, atrae inversiones y "clava" capitales.

En busca de estabilidad para la moneda argentina se dictó la ley 23.928, por la cual se declaró la convertibilidad de nuestra moneda con el dólar de Estados Unidos a partir del 1 de abril de 1991, a una relación de 1 peso igual a 1 dólar, lo que se mantiene en vigor. Con ello se creó una caja de conversión—"currency board"— a una relación fija, y desde entonces el Banco Central de la Argentina no puede emitir sino en relación con su tenencia en dólares; cada peso argentino tiene el respaldo de un dólar norteamericano en poder del Banco Central. Es una garantía de no emisión espuria. Ello ha creado un sistema bimonetario basado en reglas estrictas y en cierta forma ha institucionalizado la dolarización. Resumiendo: tenemos paridad fija con el dólar, caja de conversión y sistema bimonetario.

Imprudentemente y sobre la base en mayor medida de elementos psicológicos, en los últimos tiempos ha surgido la posibilidad de una devaluación del peso argentino.

El 14 de enero de este año, luego de la devaluación del Brasil del día anterior, el presidente de la Argentina, doctor

Carlos Saúl Menem, impartió instrucciones para establecer la dolarización total de la economía argentina mediante alguna forma de marco legal al respecto. Una tal dolarización significaría dejar sin efecto la existencia del peso argentino y reemplazarlo por el dólar norteamericano, una moneda fiduciaria, cuya fluctuación de valor de cambio es permanentemente observada, especialmente por los déficits comerciales y de cuenta corriente de Estados Unidos.

En su discurso en el Congreso Nacional, el 1 de marzo, Menem dijo que "hay tres formas de profundizar la convertibilidad: —la dolarización unilateral; —la unión monetaria americana; o —el tratado de asociación monetaria con los Estados Unidos". La propuesta del presidente Menem logró una gran repercusión nacional e internacional, lo que significa que creó, al menos, interés para su consideración. En los Estados Unidos causó sorpresa, y en Brasil, que no fue previamente informado, tuvo mala recepción, pues se lo consideró como un instrumento contra el Mercosur.

El proyecto de dolarización fue explicado por el Dr. Pedro Pou, presidente del Banco Central de la República Argentina, en una presentación realizada ante el gabinete nacional, el 21 de enero, refiriéndose a un "Tratado de Asociación Monetaria - Profundizar la convertibilidad: un camino hacia la unión monetaria americana".⁸⁶

86. Pou, Pedro: "Tratado de Asociación Monetaria - Profundizar la convertibilidad: un camino hacia la unión monetaria americana". Presentación al gabinete nacional, Buenos Aires, 21 de enero de 1999. Documento en la biblioteca del Banco Central de la República Argentina, NO F 09572, tiene como anexos



Posteriormente, el doctor Pou hizo una exposición sobre el tema en la Reunión Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, en París, el 14 de marzo, bajo el título "*New Initiatives to Tackle Intemational Financial Tunnoil*"; y luego realizó un importante "*paper*" sobre "*An Accord on Monetary Association*", los cuales por su gentileza tuve ocasión de conocer, aprovechando esta oportunidad para reiterarle mi agradecimiento. Dada la participación de su autor en esta sesión académica, no me extenderé sobre los mismos.

También el doctor Jorge Castro, secretario de Planeamiento Estratégico de la Presidencia de la Nación, se refirió al proyecto de dolarización, manifestándose partidario de una asociación monetaria con los Estados Unidos.⁸⁷

En una conferencia,⁸⁸ el 2 de marzo, Castro dio su explicación sobre la dolarización y la Argentina en la que él

fotocopias de artículos aparecidos en la prensa local sobre el tema.

87. Castro, Jorge: "La asociación monetaria con los Estados Unidos es inevitable - El tratado que pretende la Argentina busca adecuar las condiciones del país al sistema financiero globalizado, dominado hoy por las divisas de alcance mundial", en In Nación, Buenos Aires, 14 de febrero de 1999.

88. Castro, Jorge: "Dolarización: la Argentina en la nueva sociedad mundial", exposición realizada en la reunión

llama Nueva Sociedad Mundial. Se refirió a las crisis internacionales ocurridas a partir de la devaluación del bath por Tailandia el 2 de julio de 1997; a las consecuencias "fenomenales" del aumento cualitativo del nivel de productividad de la economía norteamericana; a la globalización financiera, que hace que las monedas hayan escapado al control de los estados y así el dólar, que circula en los mercados financieros, no es el controlado por el Estado norteamericano, señalando que de unos 470 mil millones de dólares que circulan, entre el 50 y el 70% lo hacen fuera de aquel país. Dijo que "la verdaderamente significativa tasa que revela el precio efectivo de los dólares estadounidenses no es establecida por la Reserva Federal, sino que es fijada por los mercados financieros internacionales, según sea su apreciación sobre la situación de la economía mundial y sobre la fuerza financiera bancaria en materia de déficit fiscal de los Estados Unidos. La tasa que verdaderamente establece el precio de los dólares estadounidenses es la tasa de largo alcance que fijan los títulos del Tesoro norteamericano a treinta años". Agregó que "el nivel de rendimiento de estas tasas lo fijan los mercados financieros internacionales, que son, en definitiva, los que establecen cuál es el precio, en términos de tasa de interés, de los dólares estadounidenses en

mensual de Segundo Centenario, Hotel Rochester,
Buenos Aires, 2 de marzo de 1999.



la economía mundial y cuál es el grado de liquidez efectiva que en ese mercado hay integrado en la economía mundial". Luego de extenderse en la globalización monetaria y manifestar que el costo del capital en la Argentina es sustancialmente mayor que el que se paga en Estados Unidos, Canadá, Australia o la Unión Europea, Castro explicó que para acelerar el proceso de reconversión productiva en la Argentina aparece "la iniciativa del presidente Menem de profundizar la convertibilidad a través de la búsqueda sistemática de la dolarización de la economía y buscar como objetivo estratégico la creación de una unión monetaria y el establecimiento de una unión monetaria con los Estados Unidos que permita la incorporación de la Argentina a una moneda mundial que es la norteamericana y que crecientemente está siendo desestatizada y que ha escapado al control de los Estados Unidos".

Luego, el 15 de abril, Castro sometió un documentado trabajo ante el gabinete nacional explicando ⁸⁹ y dando sus fundamentos sobre la propuesta de la Argentina de la dolarización y de un tratado de asociación monetaria con los Estados Unidos, como paso preparatorio a una futura unión monetaria americana. Entre otras muchas cosas, afirmó que "hoy, el dólar es la divisa global por excelencia", que "la adopción del dólar de los Estados Unidos es también parte del proceso de incorporación de la Argentina al grupo de países

89. Castro, Jorge: "Bases de la estrategia de dolarización y de un Tratado de Asociación monetaria", Presidencia de la Nación - Secretaría de Planeamiento Estratégico, Buenos Aires, 1999, 38 páginas. Con traducción al inglés.

que operan con estabilidad monetaria, altos niveles de inversión y crecimiento y bajo desempleo" y que la política financiera y monetaria de su gobierno "ha permitido a la Argentina liderar el camino hacia la dolarización, entendiendo a ésta como un proceso mundial y regional".

Durante su estada en los Estados Unidos, promocionando el propósito de dolarización, Castro reiteró ⁹⁰ que "la posición del gobierno es la búsqueda de un tratado de unión monetaria con los Estados Unidos dentro del proceso de integración hemisférica".

El 30 de septiembre Castro lleva a cabo un seminario sobre "El futuro económico del hemisferio", en el que nuevamente expone sobre la iniciativa de dolarización.

En un documento del presidente Menem, del mes de mayo, ⁹¹sobre políticas prioritarias para la próxima década, éste señala que "El Mercosur debe avanzar hacia la creación de una moneda hemisférica única", que "la esencia de la propuesta argentina es la asociación monetaria con los Estados Unidos, como paso previo de una futura unión monetaria americana", que "el proceso de globalización ha llegado a una tercera fase que implica globalización monetaria", que "la Argentina puede liderar el camino hacia

90. La Nación, Buenos Aires, 9 de junio de 1999.

91. Menem, Carlos Saúl: "Las cinco prioridades nacionales de la Argentina para la próxima década", Presidencia de la Nación, Buenos Aires, mayo de 1999, 36 páginas. Con traducción al inglés.



una moneda continental única", que "éste es el principio de un proceso de convergencia monetaria del continente americano".

Menem, el 1 de octubre, participando en Nueva York en la Convención Anual de *"The Wall Street Journal"*, impulsó una vez más su proyecto de dolarización.⁹²

¿Es conveniente la dolarización para la Argentina?

La primera consideración en el estudio de la iniciativa de la dolarización es determinar si la misma es conforme con el interés nacional y las necesidades de la Argentina, en el marco de la mundialización, de la incertidumbre que caracteriza al nuevo orden mundial y las crisis financieras y económicas ocurridas o que amenazan ocurrir. Por interés nacional entendemos, de acuerdo con sus posibilidades, lo que en un determinado momento el país necesita, desea y a lo que aspira, lo que es mejor para sus ciudadanos.

Una de las objeciones a la dolarización ha sido y es que afecta la soberanía del Estado. Esto es muy relativo. Los países ceden siempre una porción de su soberanía cuando, en su inserción en el mundo, ingresan a los organismos internacionales, como las Naciones Unidas o la Organización Mundial de Comercio, y se comprometen a actuar en cumplimiento de sus reglas. Al respecto fui testigo en Londres, cuando en oportunidad de solicitar el Reino Unido

92. La Nación, Buenos Aires, 2 de octubre de 1999.

su admisión a la Comunidad Económica Europea, Lord Home, primer ministro británico, el 2 de agosto de 1961, explicaba en la Cámara de los Lores: "Cada renuncia de soberanía debe ser juzgada sobre la base de si hay o no beneficio compensatorio. En realidad renunciamos a algún grado de soberanía permanentemente, así en la NATO, en el GATT. Pero cuando consideramos el tema de la soberanía es en realidad un problema de balance de ventajas. No debemos transformar la soberanía en algo particular. Es perjudicial renunciar a ella si los resultados perjudican a la Nación, pero no es perjudicial si, juicio sobre balance, los resultados la benefician. En síntesis, cuando se considera la renuncia a la soberanía es una cuestión de balance de ventajas".

¿Es viable el marco jurídico para la dolarización?

Una dolarización total exigiría la intervención del Congreso Nacional y una reforma constitucional, pues el art. 75 inciso 11 de nuestra Constitución establece como atribución del Congreso "hacer sellar moneda, fijar su valor y el de las extranjeras; y adoptar un sistema uniforme de pesos y medidas para toda la Nación", pero no lo autoriza a disponer la caducidad de la moneda y transferir el dominio circulatorio a otra Nación.⁹³ En el caso de una unión monetaria en un proceso de integración, es de aplicación el inciso 24 del art. 75 de la Constitución, que se refiere a la aprobación por mayoría absoluta de los miembros de cada Cámara.

93. Buscaglia, Adolfo E.: "Dolarización, el mito", en Clarín, Buenos Aires, 31 de enero de 1999.



Que, como dije al principio, nuestra economía está altamente dolarizada, es una realidad que el propio presidente Menem afirmó el 5 de julio al hablar en ABA diciendo ⁹⁴ que las reservas del Banco Central llegaban a 27.700 millones de dólares y que los depósitos bancarios alcanzaban a 80.000 millones, de los cuales el 60% son en dólares, concluyendo: "lo que significa que nuestra economía está totalmente dolarizada". Además, ya la Argentina experimenta una zona de moneda común con los Estados Unidos, pues ella es una de las consecuencias de la convertibilidad.

¿Cuáles son las razones que impulsan a proponer una dolarización, en una asociación monetaria con los Estados Unidos, orientada a una unión monetaria americana?

1) Que luego de ocho años de convertibilidad nuestra moneda no ha logrado un valor estable, no es confiable, no tiene calidad, no es aceptable a largo plazo; ⁹⁵

que después de ocho años de convertibilidad no ha desaparecido el riesgo cambiario y la posibilidad de una devaluación, posible aun con la convertibilidad y ante crisis como la devaluación de nuestro socio Brasil;

94 Menem, Carlos: exposición en la Asociación de Bancos de la Argentina —ABA— Reunión anual '99, Buenos Aires, 5 de julio de 1999.

95 Sturzenegger, Adolfo C.: 'Contagios, regímenes cambiarios y monedas supranacionales', discurso de incorporación a la Academia Nacional de Ciencias Económicas, Buenos Aires, 8 de septiembre de 1999.

que pasados ocho años de convertibilidad en el exterior se vigila la posibilidad de insolvencia o moratoria de la deuda externa argentina, lo que ha generado una mayor tasa de interés por el capital con cada crisis internacional, ajenas pero que nos afectan, o incertidumbres internas.

En consecuencia, para evitar la sospecha de una devaluación, prevenir la fuga de capitales, restaurar la vulnerabilidad de la economía argentina, generar confianza en los inversores, reducir las tasas de interés, lograr una mayor integración de nuestra economía en los mercados internacionales, se propone profundizar la convertibilidad, superar las que se estiman sus debilidades, todo ello mediante la dolarización.

¿Cuáles serían las consecuencias de una dolarización?

1) La dolarización total pondría fin al monopolio de emisión de su moneda por parte de nuestro país, desapareciendo la misma;

2) pondría fin a las devaluaciones de nuestra moneda, pero tendríamos un dólar de valor flotante frente a otras divisas, yen, euro, etc., lo que nos expondría a potenciales crisis financieras de cambio, se mantendría la incertidumbre sobre el valor de cambio de la moneda;

3) la tasa de inflación argentina se decidiría en Washington según la política monetaria de los Estados Unidos;

4) perderíamos el señoreaje, o sea los intereses sobre las reservas internacionales argentinas colocadas en bonos del Tesoro de los EE.UU., que sumarían aproximadamente 1.200



millones de dólares anuales, sumamente importantes no sólo por su monto sino en momentos de recesión, disminución de nuestras exportaciones y déficit en la balanza comercial;

5) la dolarización nos impediría ejercer una política monetaria propia, debiendo someternos a la política monetaria norteamericana, que sólo tiene en cuenta sus propios intereses nacionales;

6) el Banco Central de la Argentina perdería el poder para intervenir en casos de crisis financieras en su función de prestamista de última instancia y el instrumento económico de la tasa de cambio;

7) dolarizada, la Argentina debería concurrir al mercado norteamericano para comprar dólares cuando los necesitara, lo que ocurriría al crecer su demanda de dinero;⁹⁶

8) de ocurrir en la Argentina una productividad mayor que la de los Estados Unidos, perderíamos la posibilidad de que con el actual sistema de convertibilidad la moneda argentina pudiera revaluarse gradualmente,⁹⁷ como asimismo, en caso contrario, romper la paridad fija y tener la opción de devaluar;⁹⁸

96. Sturzenegger, Federico: "Dolarizar la economía argentina es una mala idea", en *La Nación*, Buenos Aires, 7 de febrero de 1999.

97. Rodríguez Giavarini, Adalberto: "La dolarización es sinónimo de costos ciertos y beneficios difusos", en *La Nación*, Buenos Aires, 28 de febrero de 1999.

98. Turner, Adair, director general de la Confederación de Industrias Británicas, lo señaló durante su visita a Buenos Aires, *La Nación*, Buenos Aires, 11 de octubre de 1999, Sección 2, pág. 3.

9) beneficiaría al régimen contable de las compañías multinacionales norteamericanas al no tener que asentar transferencias de pesos a dólares.

Un estudio del Fondo Monetario Internacional da cuenta⁹⁹ de que Estados Unidos surge como beneficiario de los dólares que circulan en otros países, que funcionan como un crédito gratuito al no tener que emitir bonos del Tesoro de corto plazo por su equivalente.

En relación con los procesos de integración regional, una dolarización unilateral por parte de la Argentina tendría un efecto altamente negativo en el Mercosur, particularmente en el Brasil, el socio principal. Es cierto que existe asimetría, la más grave, en política cambiaria, pues, mientras nuestro país tiene sistema de convertibilidad, Brasil tiene un régimen de cambio flexible, los demás socios tampoco tienen regla de convertibilidad y los sistemas coexisten. Eventualmente, si se llegara a concretar una unión aduanera, deberían convergir en una moneda única. El presidente Cardoso ha dicho¹⁰⁰ que la Argentina entenderá "que es mejor evitar la dolarización y continuar con la integración con Brasil". El ministro de Hacienda y el director del Banco Central del Brasil

99. "Monetary Policy in Dollarized Economies", estudio conducido por Tomás J. T. B aliño, AdamBennett y Eduardo Borensztein, Fondo Monetario Internacional, Washington D C, 1999, occasional paper 171, pág. 13.

100. Cardoso, Fernando Henrique: declaración citada en In Nación, Buenos Aires, 14 de mayo de 1999.



manifestaron¹⁰¹ que no creen que la Argentina vaya a dolarizar. Una dolarización de la Argentina provocaría la más grave de las crisis hasta ahora ocurridas en el Mercosur, con consecuencias de difícil valoración. ¿Es de nuestro interés hacer tambalear, aún más, al Mercosur? Ello también afectaría la credibilidad internacional de la región.¹⁰²

Con respecto al Área de Libre Comercio de las Américas —ALCA—, la dolarización en la Argentina podría ser un paso beneficioso en el proceso de la eventual constitución de la misma, o perjudicial si no se logra el acuerdo de los 34 países que la negocian. Hasta ahora nunca se ha mencionado en las negociaciones la posibilidad de la moneda única para toda América, la unión monetaria americana. ¿Es que estamos haciendo de "punta de lanza" en esta materia? El ALCA ¿es del interés nacional de la Argentina y común del Mercosur? Lo será si, como lo ha condicionado el Mercosur, se logre equilibrio en las negociaciones, que a toda apertura de mercado corresponda una apertura equivalente en otro

101. Declaraciones de Pedro Malán, ministro de Hacienda del Brasil, reproducidas en *La Nación*, Buenos Aires, 23 de febrero y 27 de abril de 1999, y de Arminio Fraga, director del Banco Central del Brasil, en *La Nación*, Buenos Aires, 27 de febrero de 1999.

102. En tal sentido se expresaron los profesores Giorgio Basevi y Massimo Ricottilli en la Reunión organizada por la Universidad de Bologna —Sede Buenos Aires— el 26 de agosto de 1999, sobre "Integración Económica Regional y Moneda".

mercado —reciprocidad efectiva en la apertura de mercado; si no, ha dicho Brasil, no habrá ALCA.¹⁰³

En Estados Unidos, Alan Greenspan desestimó la idea de dolarizar por parte de la Argentina, sosteniendo que "no podemos ser el Banco Central de Estados Unidos y el de otros países".¹⁰⁴ En igual sentido pero con más énfasis se expresó Larry Summers, subsecretario del Tesoro norteamericano.¹⁰⁵ También David Lipton.¹⁰⁶ En Estados Unidos la inclinación general es dejar hacer, que los otros países, si así lo desean, adopten el dólar en sus sistemas financieros, pero no fomentar la dolarización y no aceptar ningún costo financiero que la medida pudiera acarrear.

El debate académico y político sobre la dolarización ha sido intenso y lo han cubierto los principales economistas del país e internacionales y dirigentes del sistema financiero mundial; es de esperar que el mismo sea aprovechado por las nuevas autoridades del país.

103. Arnaud, Vicente Guillermo: "Estrategia para el ALCA; equilibrio y reciprocidad", en La Nación, Buenos Aires, 10 de febrero de 1998, sección Comercio Exterior, y "El Alca se pone en marcha", en La Nación, Buenos Aires, 1 de septiembre de 1998, sección Comercio Exterior.

104. La Nación, Buenos Aires, 24 y 25 de febrero de 1999.

105. La Nación, Buenos Aires, 9 y 15 de marzo y 23 de abril de 1999.

106. La Nación, Buenos Aires, 28 de junio de 1999.



Si bien pensando en eliminar el riesgo de una devaluación ha habido algunos pocos economistas en favor de una asociación monetaria con Estados Unidos,¹⁰⁷ existe una amplia mayoría de criterio de que la dolarización no es conveniente para la Argentina.¹⁰⁸

Debe evitarse y considero que no hay peligro de devaluación, que dada nuestra experiencia nos llevaría a un proceso inflacionario y a la fuga de capitales.¹⁰⁹ Contamos con el respaldo del sistema bancario argentino, suficientes reservas internacionales y los acuerdos financieros internacionales. La falta de confianza en nuestra moneda seguirá existiendo, pues en realidad es la desconfianza inseguridad ante las posibles medidas y políticas gubernamentales que se funda en muchas malas experiencias

107. Broda, Miguel A.: "Lo crucial es recuperar la credibilidad", en *La Nación*, Buenos Aires, 25 de julio de 1999, y en *Carta Económica*, Buenos Aires, 6 de octubre de 1999, pág. 104. También Neumeyer, Pablo Andrés: "La adopción del dólar aseguraría la estabilidad", en *La Nación*, Buenos Aires, 14 de febrero de 1999, Sección 2, pág. 5. Asimismo: Rubinstein, Gabriel: "Crece el riesgo de devaluación del peso", en *In Nación*, Buenos Aires, 4 de julio de 1999.

108. Redrado, Martín: "Después de la dolarización", en *La Nación*, Buenos Aires, 3 de mayo de 1999. También: Ferrer, Aldo: "La dolarización es injustificable", en *Clarín*, Buenos Aires, 29 de enero de 1999. Asimismo: Larraín Bascuñán, Felipe: "Con la dolarización es mejor no encandilarse", en *La Nación*, Buenos Aires, 30 de mayo de 1999.

109. Mantilla, Enrique: "La devaluación se refleja como un espejismo", en *La Nación*, Buenos Aires, 1 de junio de 1999.

ocurridas. Existe sí el riesgo-país y el problema de la insolvencia, los cuales no se resuelven con la dolarización.

La propuesta de dolarización ha sido imprudente, pues ha afectado nuestras relaciones con Brasil, constituyendo un elemento más de seria fricción política en el Mercosur, al igual que una distracción a las necesarias tareas de consolidación estratégica de ese bloque, que debiera ser nuestra prioridad política y económica frente a un mundo que avanza y no nos espera.

La dolarización no es la solución para nuestros problemas. 110 Sí lo es la eliminación del déficit fiscal y la imposición de una disciplina fiscal; un sistema impositivo justo, transparente, que promueva el desarrollo y desaliente la evasión; un régimen efectivo de control de bancos que ofrezca garantías al capital del inversor y del ahorrista; seguridad jurídica; austeridad en la representación. Un proceso de racionalización y eficiencia del gasto público, aunque, según el criterio de Alan Blinder, la austeridad no pase de impedir los déficits presupuestarios pues puede afectar el desarrollo de la economía.

Es fundamental una política agresiva conjunta del Estado, productores y empresarios de promoción de las

110. Orsi, Vittorio: "A la búsqueda del rostro humano - Davos 99", Buenos Aires, 1999, pág. 105. Orsi afirma que la dolarización no es la solución de nuestros problemas y sugiere pasar de la convertibilidad a una gradual "convergencia". Que "es necesario estar preparados a la rotura (forzada desde el exterior) de la rigidez de nuestra moneda que representa una gruesa vulnerabilidad".



exportaciones, que no es gasto sino inversión productiva, ya que una balanza comercial favorable es la indispensable fuente de recursos para nuestro desarrollo y el cumplimiento de la deuda externa, que se puede y debe renegociar. Ello evitará o minimizará la dependencia de las necesidades de recursos externos.

Finalmente:

1) Estamos bajo un régimen estricto de convertibilidad que es una garantía de no emisión, que es la función de la caja de conversión. Ello nos ha dado estabilidad, pero la rigidez del sistema representa una gran vulnerabilidad.

2) Se ha propuesto nuestra dolarización, con orientación a una dolarización continental. Un ejercicio académico que ha otorgado protagonismo internacional, costo político, y que no es solución a nuestros problemas de insolvencia y riesgo-país.

3) Tiene sentido y existe acuerdo sobre una moneda regional común, aplicable para el Mercosur, pero oportunamente, dadas las condiciones, como culminación del proceso de integración.

4) Existe una opinión mayoritaria de que, ante una crisis y exigencia del mercado, fuga de capitales, etc., podría corresponder devaluar y pasar a un régimen de flotación de la moneda.

Moneda regional común

Si bien nos manifestamos contrarios a una dolarización, en cambio consideramos viable, eventualmente, una moneda regional común.

La idea no es nueva.

Fue Juan Bautista Alberdi, inspirándose en el Zollverein (unión aduanera) alemán de 1834, quien por primera vez en su "Memoria"¹¹¹ de 1844 propone una comunidad económica de los países hispanoamericanos con "un papel moneda americano y general" y que por ese medio "se echarían cimientos a la creación de un banco y de un crédito público continentales".

También Mariano Pelliza, reconociendo las ideas de Alberdi, en 1885 menciona¹¹² la "unidad monetaria" para un proyecto de Federación Hispano-Americana.

En oportunidad de que los Estados Unidos convocara a los gobiernos de América a lo que fue la Primera Conferencia Internacional Panamericana, llevada a cabo en Washington, del 2 de octubre de 1889 al 19 de abril de 1890, la agenda de la reunión, sin duda inspirada en la "Memoria" de Alberdi de 1844 pero aplicada en esta ocasión a todos los países de América, a más de perseguir en su punto 2 la "formación de una unión aduanera americana", en su punto 6 proponía la "adopción de una moneda común de plata"¹¹³ Es importante tener en cuenta este antecedente en las negociaciones para la

111. Alberdi, Juan Bautista: "Memoria sobre la conveniencia y objetos de un Congreso General Americano", fechada en Santiago de Chile el 12 de noviembre de 1844, en Obras escogidas - Derecho internacional y labor diplomática, Ed. Luz del Día, Buenos Aires, 1954, pág. 37.

112. Pelliza, Mariano A.: Federación social americana, Buenos Aires, 1885, págs. 7-12, 14-15, 30, 42 y 44.



eventual constitución del "Área de Libre Comercio de las Américas" —ALCA—, propuesta por el presidente Bill Clinton en la Reunión Cumbre de Presidentes de América, celebrada los días

10 y 11 de diciembre de 1994, continuadora de la "Iniciativa para las Américas", dada a conocer por el presidente George Bush el 27 de junio de 1990, dado que la misma es un intento de acción de los Estados Unidos para revivir, sin mencionarlo, el proyecto de la Conferencia de 1889-90.

En un discurso pronunciado en Mendoza, el 14 de enero de 1954, el presidente Perón, decidido partidario de la integración regional y continental, se manifestó prudente sobre la complementación económica señalando: "¿Podríamos, por ejemplo, hablar de problemas aduaneros o monetarios sin medir previamente las consecuencias sociales de las soluciones que se proponen?",

En 1987 el entonces ministro de Industria y Comercio Exterior de la Argentina, doctor Roberto Lavagna, presentó en Brasil un proyecto de moneda común, no única, para el Brasil y la Argentina. Si bien el mismo no tuvo vigencia, quedó documentado en Viedma, el 17 de julio de 1987,

113. Arnaud, Vicente Guillermo: Mercosur, Unión Europea, NAFTA y los procesos de integración regional, Ed. Abeledo-Perrot, segunda edición, 789 págs., Buenos Aires, 1999, pág. 58.

mediante el "Protocolo N^o 20: Moneda", por el cual los gobiernos de la Argentina y del Brasil decidieron en sus párrafos 1 y 2:

- “1. Crear una unidad monetaria común, denominada "Gaucho", expresando su valor en los términos que de común acuerdo determinen los bancos centrales de los dos países, a ser emitida y respaldada por un fondo de reserva.
2. Crear con tal fin un fondo de reserva Argentina-Brasil, administrado por los respectivos bancos centrales”.

Este proyecto fue recordado hace pocos días por José Sarney, ex presidente del Brasil.¹¹⁴

La moneda "Gaucho" no pasó de una idea, y para una futura moneda común del Mercosur habría que pensar en otro nombre, ya que Gaucho se identifica con el sur del Brasil y la región norte y nordeste de ese país resiente lo que considera una discriminación regional.

En julio último, el presidente Menem recordó¹¹⁵ que en el "*World Economic Forum*" de Davos, en enero de 1997, por primera vez propició, para el Mercosur, "a imagen y semejanza de la Unión Europea, una moneda común que consiga la estabilidad de la región y que avente definitivamente los problemas que surgen cada vez que hay una crisis en cualquier parte del mundo, como devaluaciones

114. Sarney, José: 'Mercosur: Iguazú, el pasado', en *La Nación*, Buenos Aires, 15 de octubre de 1999.

115. Menem, Carlos: exposición en la Asociación de Bancos de la Argentina —ABA—, Buenos Aires, 5 de julio de 1999.



u otras medidas que pueden rozar lo demagógico o populista". Afirmando que la moneda más fuerte en el mundo es el dólar, agregó: "Algún economista dijo hace pocos días que la moneda común o única para esta región podría ser el real. Y me pregunto: ¿por qué no el peso argentino, que está a la par del dólar?".

En el encuentro de los presidentes de la Argentina y el Brasil, en Río de Janeiro, en abril de 1997, Menem dijo: "tenemos que empezar a pensar en una moneda común", a lo que Fernando Henrique Cardoso contestó: "llegará el momento, más adelante, para una moneda común y la convergencia de políticas macroeconómicas".

Menem, en ocasión de la XIII Reunión del Consejo del Mercosur, en Montevideo, los días 14 y 15 de diciembre de 1997, en conferencia de prensa al final de la misma, mencionó entre los temas que deseaba impulsar como presidente pro tempore del Mercosur el de una moneda única convertible "a imagen y semejanza de la Unión Europea".

Aunque lanzada a principios de año su propuesta de dolarización, Menem, en su discurso en Parque Norte, el 25 de febrero, retomó su idea de crear una moneda única para el Mercosur.

En la reunión Menem-Cardoso, en Brasilia, el 14 de octubre, Menem insistió en su idea de impulsar una moneda común del Mercosur.⁴³

En numerosas ocasiones los impulsores de una moneda regional única en el Mercosur señalan como modelo la creación del euro en la Unión Europea. El proyecto de

integración europea de postguerra, con el estímulo, ayuda y "bendición" de los Estados Unidos, comienza en 1950. El Tratado de la Comunidad Económica Europea se firma el 25 de marzo de 1957 y es sólo en 1969 que se le encarga a P. Werner, primer ministro de Luxemburgo, que prepare un informe para la realización de la unión económica y monetaria, lo que hace en 1970. En 1979 fue instaurado el Sistema Monetario Europeo y se crea el ECU, unidad de cuenta europea. El 7 de febrero de 1992 se firma en Maastricht el Tratado de Unión Europea, que persigue la integración total, con unidad monetaria y económica y política exterior común. En Maastricht se acordó un proceso de convergencia económica para participar en la moneda única, que el 16 de diciembre de 1995 se decidió que se llamara euro, fijándose cuatro condiciones:

1) los Estados deben evitar los déficits públicos excesivos, que se definen con respecto a dos valores de referencia: el 3% del PIB para el déficit anual y el 60% del PIB para la deuda pública;

2) la inflación no debe superar en más de 1,5 puntos porcentuales la de los tres Estados miembros que hayan obtenido mejores resultados en el año transcurrido en lo que respecta a la estabilidad de los precios;

3) la moneda del país debe haberse mantenido dentro de los márgenes normales de fluctuación (desde el 1-8-93 al 15%) del Sistema Monetario Europeo durante, al menos, dos años;



4) los tipos de interés a largo plazo no deben superar en más de 2 puntos porcentuales la media de los tres Estados que registren la tasa de inflación más baja de la Unión Europea.

Se creó un Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales se transformarán en bancos provinciales.

El 17 de junio de 1997 se acordó el marco jurídico definitivo para la utilización del euro, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el régimen a suceder al Sistema Monetario Europeo. El euro entró en vigor como moneda única el 1 de enero de 1999 y a partir del 1 de enero del 2002 comenzarán a circular billetes y monedas euros, y las monedas locales serán sustituidas desde el 1 de julio del 2002.¹¹⁶ La moneda única de la Unión Europea es la culminación de un trabajoso proceso de 50 años, de características propias, con sus etapas y demoras, de la cual hoy participan once de los quince Estados miembros de la organización, experimentando las alternativas de la crisis financiera-económico-social internacional.

El euro, su gestación y desenvolvimiento, nos sirve como experiencia a observar. Debe tenerse en cuenta que la experiencia europea es "*sui generis*". El euro es parte de un proyecto mayor de integración política que no es fácil

116. Arnaud, Vicente Guillermo: "Unión Europea - El euro: orígenes y perspectivas", en La Revista Diplomática Placet, Buenos Aires, NO 88, noviembre-diciembre 1998, págs. 11 y 12, y NO 89, febrero-marzo 1999, págs. 8, 10 y 42.

reproducir.¹¹⁷ Existen antiguos proyectos de constituir los Estados Unidos de Europa.¹¹⁸

117. Minton Beddoes, Zanny: "From EMU to AMU?" en *Foreign Affairs*, New York, julio-agosto 1999, pág. 12.

118. Arnaud, Vicente Guillermo: *Mercosur, Unión Europea, NAFTA y los procesos de integración regional*, op. cit., págs. 341-345.

¿AUTORIDAD MONETARIA, NORMA MONETARIA O MONEDA DE MERCADO?¹

Dr. Alberto Benegas Lynch (h)

Cuando se discuten temas monetarios es importante precisar que la moneda originalmente fue un instrumento que surgió en forma espontánea en el mercado debido a que sus participantes percibieron las ventajas del cambio indirecto respecto del cambio directo o trueque² Una de las ventajas fundamentales que reporta la utilización de las monedas-mercancías respecto del cambio directo consiste en que permiten el cálculo económico. Sólo los precios expresados en un medio común de intercambio hacen posibles las operaciones contables y la evaluación de proyectos para permitir la asignación económica de recursos en el campo mercantil.³ La función primordial del sistema de precios

-
1. Traducción del trabajo presentado por el autor en la reunión anual de la Mont Pelerin Society celebrada en Sídney, Australia, durante el mes de agosto de 2010.
 2. Me refiero a las diversas etapas de la historia monetaria en la octava edición corregida de mi Fundamentos de análisis económico, Abeledo-Perrot, 1984, pp. 308 y ss.
 3. Aludimos al campo mercantil, puesto que la economía no se circunscribe a lo material, sino que trata de la acción humana en cuanto al proceso de elección (o intercambio de valores) entre medios para el logro de fines. En toda acción están presentes el costo, el precio, la ganancia y la pérdida, todo lo cual está referido en términos monetarios en la parte de la economía que estudia los fenómenos de mercado; véase mi “Algunos aspectos



consiste en hacer de guías para la estructura productiva. Dadas las circunstancias imperantes, las interacciones de las valoraciones subjetivas van estableciendo aquellas guías, lo cual constituye el aspecto medular del proceso de mercado que requiere como *conditio sine qua non* la vigencia de la propiedad privada, puesto que sólo el uso y la disposición de lo propio hacen posible que se conozca el precio como expresión de aquellas interacciones de las valorizaciones individuales. Entonces, los sujetos actuantes en el mercado van modificando la estructura relativa de precios según se modifiquen las antes mencionadas valorizaciones individuales. A su vez, estos cambios en los precios relativos van guiando los siempre escasos factores productivos hacia aquellos renglones que los consumidores consideran prioritarios.

Sin embargo, cuando se trata de dinero gubernamental, es decir, cuando los gobiernos deciden acerca de la cuantía monetaria, los precios relativos están influidos por las decisiones políticas: por lo tanto, aquellas guías o indicadores están falseados, lo cual malguiará la asignación de recursos. Los precios relativos resultan distorsionados o falseados puesto que, como queda dicho, no responden a sucesos que nacen y se desarrollan en el seno del mercado (endógenos al

epistemológicos en la obra de Ludwig von Mises, “Moneda y crédito”, Madrid, N° 166.



mercado) sino a fenómenos políticos o extramercado (exógenos al mercado).

Se ha dicho que “la inflación es el aumento general de precios”. Esta definición contiene dos defectos importantes. El primero consiste en que la inflación *no es el aumento de precios*: la inflación, como hemos visto, es la expansión monetaria por causas exógenas al mercado. La definición apunta a señalar los efectos por las causas. Esto hace que las “luchas antiinflacionarias” que emprenden los gobiernos (como si se tratara de un fenómeno que viene de otro lado) se concretan en el control de precios en lugar de combatir la causa. Por esto es que se ha dicho con razón que los controles de precios “rompen el termómetro” en lugar de “combatir la infección” que es la causa del mal. En segundo lugar, debemos señalar que incluso los efectos están mal descriptos, puesto que la inflación no produce un aumento general de precios. Si fuera un aumento generalizado, la inflación no causaría los trastornos que causa. El problema, en este caso, se circunscribiría a tener billeteras más abultadas y algunos problemas como la falta de columnas en los libros de contabilidad y dígitos en las máquinas de calcular. Si todos los precios aumentaran de modo general y uniforme no se produciría la distorsión antes apuntada y, por ende, no se malgajaría la producción y tampoco derivaría en empobrecimiento (como no fueran los gastos administrativos y de papel). En este caso todos los precios aumentarían proporcionalmente en términos absolutos, lo cual mantendría las posiciones relativas. Sin embargo, precisamente, el



problema de la inflación es que *distorsiona los precios relativos*.

La referida definición transmite la idea de que todos los precios aumentan al son de cierta tasa, la cual está expresada por la evolución de los precios de determinada canasta seleccionada por determinados gobernantes, siguiendo determinados procedimientos estadísticos. Este índice no refleja la inflación. Como hemos dicho, la inflación es el *incremento en la cantidad de moneda por causas exógenas*. En verdad, si todos los precios (y el salario es un precio) aumentaran al son de aquel índice no habría problema con la inflación: por ejemplo, en este caso, si los ingresos aumentaran en un cinco por ciento los precios del resto de los bienes lo harían en la misma proporción. A los efectos prácticos, siempre en ese caso, no importaría que la inflación fuera del cinco mil por ciento en lugar del cinco por ciento (descontando los gastos y problemas secundarios antes mencionados).

Se ha dicho que la causa de la inflación es el gasto público: sin embargo, debe destacarse que ésa es la que puede denominarse *la causa política* o el origen por el que a los gobernantes se les ocurre la idea de inflar. Pero la *causa económica* de la inflación es la expansión exógena. Inflación *no es el gasto público*, es la expansión monetaria que producen los gobiernos. Decir que la inflación es consecuencia del gasto público constituye un *non sequitur*: el gasto público puede financiarse con impuestos y empréstitos.

También se ha dicho que la inflación es consecuencia del incremento de costos, del exceso de demanda, que se debe al



aumento en el precio del petróleo o que es un fenómeno importado. La llamada inflación de costos, *cost-push* o presión inflacionaria, parece desconocer el hecho de que, en este contexto, los costos son precios y, *ceteris paribus*, los precios de todos los bienes sólo pueden aumentar si se incrementa la expansión monetaria. Por su parte la “inflación de demanda” pasa por alto el hecho de que, también en este contexto, los ingresos son precios y si no se expande la moneda (también manteniendo los demás factores constantes) la demanda no puede incrementarse. A su turno, el aumento en el precio del petróleo (o de cualquier otro bien) hará que se contraiga su demanda o que se restrinja el consumo de otros bienes y, por último, sólo puede “importarse” inflación si se establece un tipo de cambio fijo en el precio de las divisas y la banca central ofrece soporte a ese “precio”.

La inflación, entonces, es *la emisión monetaria por causas exógenas* y la deflación es *la contracción monetaria por causas exógenas*. Si el gobierno decide mantener constante el volumen de la moneda, esta política se traducirá en deflación o inflación, según sea la cantidad de moneda que hubiera requerido el mercado de no haber mediado la intervención gubernamental. Si el mercado hubiera requerido mayor cantidad de moneda, el mantenimiento del volumen dinerario por la autoridad política implicaría deflación. Por el contrario, habría inflación si el volumen requerido por el mercado hubiera sido menor que la cantidad de moneda que la autoridad mantiene constante. Puede tal vez decirse que si la calidad y cantidad de moneda que provee el gobierno es la misma que hubiera requerido el mercado no habría inflación



ni deflación. La respuesta a esto es, en primer término, señalar que si el gobierno hace lo mismo que hubiera hecho el mercado no hay justificativo para su entrometimiento, pero el problema radica en que *nunca se sabrá qué es lo que desea el mercado si no se lo deja operar.*

Se ha sostenido que si la moneda en el mercado es, por ejemplo, el oro y se descubren yacimientos auríferos, esto, se dice, producirá inflación. Sin embargo, si el descubrimiento tiene lugar en cantidades que el mercado considera “excesivas” la utilidad marginal del oro bajará y, eventualmente, esta moneda será sustituida por otra. Es importante reservar el término inflación para las anteriormente señaladas causas exógenas, es decir, para aquellas que adulteran los precios. El aumento de la producción aurífera (en el caso de que el oro sea la mercancía que el mercado prefiera) es un fenómeno que tiene lugar en el seno del mercado. Pongámoslo de otra manera: supongamos que en cierto lugar se utiliza la plata como moneda y los sujetos en el mercado desean un volumen de dinero mayor. Esto se pondrá de manifiesto a través del aumento en la utilidad marginal de la plata, lo cual hará que se eleve el poder adquisitivo de este metal (es decir, su precio en términos de otros bienes que no son dinero); esto, a su turno, incentivará a los productores de plata para que incrementen su producción, incluso convirtiendo algunos yacimientos antieconómicos en económicos debido, precisamente, al aumento en el precio del metal. En realidad, como veremos más adelante, el dinero no se diferencia del resto de las mercancías que no son dinero. Si conviniéramos en llamar “inflación” a la mayor producción



aurífera de nuestro ejemplo anterior, deberíamos referirnos a ésta como “inflación buena”, puesto que surge del mercado, y recurrir a la expresión “inflación mala” para la que desarticula los precios relativos como consecuencia de causas extrañas o exógenas al mercado. Esta última clasificación contribuiría a confundir en lugar de aclarar los conceptos de inflación y deflación.

Más aun -y esto sólo aparentemente complica las cosas-, si un país usa como moneda el platino y el gobierno de otro país, por ejemplo, retiene el platino o vende a precios inferiores a los de mercado esto no debe considerarse como causas exógenas sino, a estos efectos, debe tomarse como un operador más en el mercado que, a su vez, provocará diversas reacciones que pueden incluso consistir, en nuestro ejemplo, en el abandono del platino como moneda. Del mismo modo, no suele decirse que hay precios controlados en el mercado internacional del trigo debido a que algún gobierno (*o para el caso alguna empresa*) retenga el cereal. En última instancia, si no hay *curso forzoso* las expresiones inflación y deflación pierden gran parte de su significado, puesto que el eventual dinero gubernamental sería abandonado para reemplazarlo por otro cuya calidad y cantidad responda a los requerimientos del mercado cualesquiera que fueran éstos.⁴

4. Véase la sólida fundamentación de F. A. Hayek para que el mercado elija su moneda en *Denationalisation of Money*, The Institute of Economic Affairs, 1976. Dicho trabajo es una elaboración de dos presentaciones anteriores del autor: *International Money*. Geneva Gold and Monetary Conference,



La inflación es falsificación legal. El falsificador legal adquiere bienes con el dinero producido, *apoderándose ilegítimamente de riqueza*. El nuevo dinero, a medida que se va irrigando por el mercado, distorsiona los precios, lo cual se traduce en una *disminución en el poder adquisitivo de la gente*.⁵ Los gobiernos proceden de igual manera que el falsificador ilegal, pero en cambio cuentan con el apoyo de la ley para su cometido. El falsificador ilegal sin duda sale beneficiado con su falsificación hasta que es descubierto y castigado, pero el falsificador legal pueda falsificar impunemente y, además, intenta convencer a la gente de que las resultantes distorsiones en los precios son consecuencia de la “voracidad” y el “acaparamiento” de los comerciantes a los cuales se debe “combatir” estableciendo precios máximos.

Además de beneficiarse al falsificador (sea gobierno o particular) debido a la mayor riqueza de la que se apodera ilegítimamente, en un primer momento se benefician los deudores a expensas de los acreedores. Pero, como la inflación obstaculiza el cálculo económico y, como veremos más adelante, provoca ciclos económicos, salvo los

1975, y Choice in Currency; a Way to Stop Inflation, The Institute of Economic Affairs, 1976.

5. El falsificador ilegal también produce inflación, pero en todos los regímenes es castigado y reprimido. Por esto último es que el causante principal y generalmente único de la inflación es el falsificador legal, es decir el gobierno



falsificadores, toda la comunidad se perjudica en última instancia debido al empobrecimiento y el eventual caos que le sigue.

VALOR DEL DINERO Y AUTORIDAD MONETARIA

El valor del dinero está determinado del mismo modo que el resto de los bienes. En el mercado el dinero tiene valor, primero por sus usos no monetarios y luego por su uso como moneda. En todos los casos, respecto al valor monetario, el dinero es aceptado porque tiene cierto poder adquisitivo y, a su vez, ese poder adquisitivo es consecuencia de que la gente acepta y demanda dinero. *Prima facie* puede parecer que este razonamiento opera en un círculo vicioso. Sin embargo, L. von Mises⁶ explicó el origen del valor dinerario en su *teorema de la regresión monetaria*. Los deseos de la gente por tener efectivo están condicionados por el poder adquisitivo del dinero, el cual, a su turno, está determinado por el poder adquisitivo anterior, y así sucesivamente hasta que nos ubiquemos en el “primer momento” en que se recurrió al bien como dinero, *en el cual su poder adquisitivo estaba determinado por el uso no monetario del bien*.⁷

B. M. Anderson ha explicado el valor de la moneda:

6. The Theory of Money and Credit, Liberty Classics, 1980, p, 122 y ss.

7. Para ampliar este tema véase M. N. Rothbard, Man, Economy and State, Nash Pub., 1970, pp. 232-237, y H. Sennholz, Age of inflation, Western Islands, 1979, p, 14.



“Algunas veces se sostiene que el dinero tiene características únicas respecto del resto de los bienes, puesto que no tiene poder para satisfacer los deseos humanos, sino que sirve para *adquirir* las cosas que poseen ese poder. Esta afirmación proviene del profesor Fisher [...] quien no recurre a la utilidad marginal en su explicación del valor del dinero [...]. Por otra parte, los escritores de la *commodity school* atribuyen el origen del valor de la moneda al metal con que está hecha. Esos escritores aplican la teoría de la utilidad de la moneda haciendo que dicho valor dependa de la utilidad del oro o el metal de que se trate. No conciben que algo que no tiene utilidad sea considerado como dinero. La moneda debe tener valor en sí misma o representar valor. El valor de la moneda deriva del valor del bien que se usa como dinero; así el valor del dinero se explica por la utilidad marginal igual que el valor de cualquier otra cosa.

[...] Para los autores que atribuyen el valor de la moneda solamente a su aplicación monetaria y que ven que la moneda *qua* moneda no provee a la satisfacción directa de las necesidades del hombre (como la visión del profesor Fisher) la moneda no tiene utilidad, y por ello la consideran única respecto del resto de los bienes. Dicha visión, en la superficie, parece justificada. Pero sólo en la superficie. En realidad, la moneda no es única respecto del resto de los bienes, en el sentido de que se demanda por lo que



puede adquirirse con ella. El trigo, el maíz, los títulos y todo lo demás que está sujeto a especulación es demandado por los especuladores solamente como un medio para obtener un beneficio [...] en este sentido, la moneda no se diferencia del resto de los otros bienes instrumentales. Como regla general, no provee directamente de servicios. Tampoco lo hace una máquina, una hectárea de tierra o los bienes que están en el *stock* de una tienda [...]. La moneda [...] sin duda tiene sus peculiaridades; una de ellas es que debe tener valor proveniente de usos no monetarios antes de que pueda funcionar como moneda, lo cual hace que se incremente su valor. En mi opinión [...] no hay nada que justifique el tratamiento de la moneda en forma distinta de otras cosas o que justifique la idea de que la utilidad marginal no se aplica al valor del dinero [...]”.⁸

El valor del dinero en el mercado no es *estable*, del mismo modo que no lo es el valor del resto de los bienes y servicios. La variación de los precios (en el caso del dinero, el poder adquisitivo) dependerá de las valorizaciones de los sujetos actuantes en el mercado. De la idea de la estabilización del valor de la moneda surge la búsqueda de un “*standard* monetario” que, según se dice, el gobierno debería adoptar para manipularlo a los efectos de mantener estable su

8. The value of money, R. R. Smith, 1936, pp. 81-83.



poder adquisitivo.⁹ Se denomina *autoridad monetaria* la función política que asume el gobierno cuando se constituye en administrador del dinero gubernamental. Ahora bien, dicha autoridad monetaria (habitualmente denominada banca central) sólo puede decidir entre tres posibilidades: a qué tasa deberá crecer el volumen de moneda, a qué tasa deberá contraerse o si deberá dejarse inalterado su volumen físico. Cualesquiera que sean la metodología y las estimaciones a que recurra la autoridad monetaria, en definitiva, siempre deberá decidir entre estas tres posibilidades, y *cualquiera que sea su decisión habrá alterado los precios relativos*.

Emparentado con la idea de la estabilización del poder adquisitivo se ha propuesto el *patrón-producción*. Según esta teoría la autoridad monetaria debe emitir a una tasa igual al “crecimiento real de la economía” (PBN). Dejando de lado los problemas estadísticos involucrados, se hace necesario reiterar que frente a la mayor producción de bienes, *ceteris paribus*, los precios hubieran tendido a bajar y, por ejemplo, las exportaciones se hubieran estimulado, se hubieran contraído las importaciones, etc., lo cual no sucederá si esta tendencia bajista en los precios es anulada por la referida emisión. El patrón producción se ha propuesto argumentando la necesidad de financiar los nuevos negocios que aparecen como consecuencia del aumento en la producción, cosa que, erróneamente se supone, la “escasez” de dinero no permitiría.

9. Véase L, von Mises, “Stable value of money”, en *On the manipulation of money and credit*, Free Market Books, 1978, p. 67 y ss.



Sin embargo, la relación bienes-dinero y bienes que no son dinero se reajusta, a través de los precios. Por ejemplo, *mutatis mutandis*, si hay diez gramos de oro para comprar cinco televisores cada televisor tendrá un precio de dos gramos. Si en lugar de existir diez gramos de oro hay diez toneladas del meta], el precio de cada televisor será de dos toneladas. En otros términos, a los efectos de financiar el volumen de los negocios es irrelevante el quantum dinerario. La cantidad de dinero, como se ha dicho antes, dependerá a su vez de la utilidad marginal de éste, lo cual transmitirá las respectivas señales en el mercado para proceder en consecuencia. También, como se ha visto antes, estas y otras ideas emparentadas con la estabilidad del poder adquisitivo constituyen la base de definiciones de inflación tales como la de M. Friedman: “Un incremento excesivo en la cantidad de moneda es la única causa importante de la inflación; por tanto, una reducción en la tasa de crecimiento monetario es la única cura para la inflación”.¹⁰

NORMA MONETARIA

M. Friedman propone una *norma legal* que establezca un aumento anual en la cantidad de la moneda “en un x por ciento, donde x es algún número entre 3 y 5”.¹¹ Friedman se opone a la existencia de una autoridad monetaria. y considera

10. M. y R. Friedman, *Free to Choose*, Harcourt Brace Jovanovich, 1950, p. 270. (La cursiva es mía.)

11. “Should there be an independent monetary authority?”, en *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, 1962, p. 242: comp. L. B. Yeager 11 *Ibídem*, p. 224 y ss.



irrelevante que sea “independiente”, por las mismas razones a que hemos apuntado.¹¹ Más aun, Friedman afirma que “llego a la conclusión de que la única arañera de abstenerse de emplear la inflación como método impositivo es *no tener banco central*. Una vez que se crea un banco central está lista la máquina para que empiece la inflación”.¹² Asimismo, considera Friedman que debe establecerse un sistema de encaje total para evitar la producción secundaria de dinero.¹³ Respecto del patrón oro Friedman sostiene que:

“El patrón oro real es perfectamente compatible con los principios liberales y yo, en este caso, estoy completamente a favor de medidas que puedan promover su desarrollo [...]. Pero para ello el gobierno debe renunciar a todo lo que hoy llamamos política monetaria [...]. La limitación del poder gubernamental es precisamente lo que hace recomendable a los ojos de los liberales un patrón oro real [...]. La clase de patrón oro que hemos estado describiendo no es la clase de patrón oro que tuvimos desde por lo menos 1913 [...]”.¹⁴

Sin embargo, Friedman considera que, por una parte, el patrón oro “[H]istóricamente ha probado que no es posible. Siempre tiende a un sistema mixto que contiene medios

12. Moneda y desarrollo económico, El Ateneo, 1979, p. 55. (La cursiva es mía.)

13. “Una propuesta monetaria y fiscal de estabilidad económica”, en Ensayos sobre economía positiva, Ed. Gredos, 1962, p. 131

14. Dólares y déficit, Emecé, 1968, pp. 292 y 307.



fiduciarios tales como billetes bancarios, depósitos bancarios o billetes del gobierno, además del dinero-mercancía. Y una vez que aquellos elementos fiduciarios se introducen, está probado que es difícil evitar el control gubernamental [...]”.¹⁵ Por otra parte dice Friedman que además implica “altos costos debidos a los recursos que hay que utilizar para la producción de ese dinero-mercancía”.¹⁶

El rechazo del patrón oro debido a que en la práctica se introdujeron elementos que implicaron el abandono del sistema, nos parece similar al rechazo de los precios libres a causa de que, históricamente, desde 2.000 a.C. distintos gobiernos han establecido, en forma reiterada, precios políticos. Por otra parte, el hecho de que el patrón oro implique mayores costos de producción respecto del papel moneda es, precisamente, el reaseguro del sistema para evitar los inmensos costos resultantes de la manipulación gubernamental de la moneda. Del mismo modo puede decirse que las cerraduras y sistemas de alarma implican costos, pero se recurre a ellos para evitar los “mayores costos” del robo.

Es cierto que el patrón oro significó gran estabilidad de precios. J. M. Keynes, que no era precisamente un admirador del oro (“vetusta reliquia”, según sus palabras), escribía que:

“Lo más destacado de este largo período fue la relativa *estabilidad* en el nivel de precios. Aproximadamente el mismo nivel de precios tuvo

15. “Should there”..., op. cit., p. 222.

16. *Ibíd*em, pp. 223-224.



lugar en los años 1826, 1841, 1855, 1862, 1867, 1871 y 1915. Los precios también estaban en el mismo nivel en los años 1844, 1881, 1914. Si esto lo referimos a números índices y hacemos la base 100 en uno de estos años encontraremos que aproximadamente durante un siglo, desde 1826 hasta el comienzo de la guerra, la máxima fluctuación en cualquier dirección fue de 30 puntos [...]. No sorprende entonces que hayamos creído en la estabilidad de los contratos monetarios para largos períodos”.¹⁷

Pero, en último análisis, la discusión de este aspecto de la cuestión monetaria debe llevarse a cabo entre la “estabilidad” que impondría. una norma en la que se estipule el crecimiento monetario constante y la eliminación del curso forzoso y el establecimiento por parte del mercado de la moneda que considere conveniente. El crecimiento constante de la moneda a razón del 3 % anual (o de cualquier otro porcentaje) debido a una. Disposición política, afecta los precios relativos *como consecuencia de esa decisión política*. El crecimiento, la contracción o el mantenimiento de la cantidad de moneda debe ser decidido por las valorizaciones de los sujetos actuantes en el mercado, del mismo modo que se lleva a cabo con otros bienes y servicios. Esto se logró, en gran medida, por el patrón oro tal como se lo concibió antes de la Primera

17. A tract on monetary reform, Harcourt Brace & Co., 1923, pp, 11-12. Como es sabido, el período en que durante más tiempo se adoptó el patrón oro clásico fue desde el Congreso de Viena hasta la Primera Guerra Mundial.



Guerra Mundial, pero *no hay razón para que deba imponerse al mercado el oro como moneda*. Por esto F. A. Hayek afirma: “Sigo creyendo que *mientras el dinero esté en manos del gobierno* el patrón oro con todas sus imperfecciones es el único sistema tolerable y seguro. Pero, ciertamente, podemos hacer algo mejor que eso, aunque no a través del gobierno”.¹⁸

J. Buchanan establece una diferencia importante entre la estabilización del valor de la moneda y la *predictibilidad* de su valor.¹⁹ Pero también en este caso debemos señalar que si la predictibilidad surge de decisiones de política monetaria esto implica distorsionar los precios relativos. Si el mercado desea una moneda “estable” o “predecible”, la de mayor éxito será la que reúna esas condiciones; o puede reunir otras y los contratos se basarían en precios referidos a índices “estables” o “predecibles”. En otros términos, las propuestas de Friedman, Buchanan e incluso aquellos partidarios del patrón oro como Mises, Rothbard, Sennholz, Rueff, Hazlitt y Kemp deberían competir con sus propuestas en el mercado, pero no imponer preferencias por la vía política.

LEY DE GRESHAM Y SISTEMAS BANCARIOS

Se suele decir que no es posible concebir la moneda de mercado puesto que, según la ley de Gresham, “la moneda mala desplaza a la buena” y se continúa diciendo que, por lo tanto, la calidad de la moneda sería cada vez peor. Sin

18. Denationalization..., op. cit., p. 99

19. “Predictibility: the criterion on monetary constitution”, en In search. . . , op. cit., pp, 155 y ss.



embargo, esta visión del problema es consecuencia de una incorrecta interpretación de la ley de Gresham, la cual significa que *la moneda mala desplaza a la buena cuando hay tipo de cambio fijo establecido por la autoridad gubernamental*. Así, por ejemplo, durante el bimetalismo si la relación oro-plata era de 1:16 y el gobierno la establecía por decreto en 1:10, la gente tendía a cancelar sus obligaciones en plata y el oro se retenía o fluía a otros países donde tal control no existía. En este caso “la moneda mala (natural y lógicamente) desplaza a la buena”. W. S. Jevons²⁰ muestra el desarrollo de monedas paralelas pero afirma que éstas deben ser establecidas por el gobierno debido a la malinterpretación de la ley de Gresham a que nos hemos referido. Incluso H. Spencer, en su propuesta²¹ de que se permita a los privados la producción, acuñación y convertibilidad del oro y la plata, aconsejaba que el gobierno autorizara *sólo* esas monedas *además* de las producidas por el gobierno y *a una ratio fija entre estas últimas y las primeras*, lo cual, otra vez, haría operar la ley de Gresham.

En el trabajo de Hayek que hemos mencionado, se cita a C. Bresciani-Turroni:²²”En condiciones monetarias caracterizadas por gran desconfianza en la moneda nacional, el principio de la ley de Gresham se revierte y *la moneda buena desplaza a la mala* al tiempo que el valor de esta última se

20. Money and the mechanism of exchange, Kegan Paul, 1907, pp. 88 y ss.

21. Social statics, R. Schalkenbach, 1954, cap. VI.

22. Ibídem, p. 36, de The economics of inflation, Allen and Unwin, 1937.



deprecia constantemente”. Pero, como queda dicho, no es que se revierta la ley de Gresham; esta situación descrita por Bresciani-Turroni *siempre* se presenta a menos que se establezcan tipos de cambios fijos, en cuyo caso tiene lugar la ley de Gresham donde la moneda mala desplaza a la buena.

Para exponer la tesis de este trabajo respecto de la autoridad monetaria, la norma monetaria y el dinero de mercado se hace necesario aludir a los sistemas bancarios: la reserva parcial, la reserva total y el dinero de mercado. El sistema bancario de reserva parcial es aquel en que *la autoridad monetaria establece* un efectivo mínimo, encaje o reserva fraccional. Supongamos que la autoridad monetaria establece un encaje del 50 %; esto quiere decir que, por ejemplo, si el depositante *A* deposita \$ 100 en el banco *B*, éste retendrá el encaje del 50% (\$ 50) y prestará los otros \$ 50 a *C*, quien a su vez los puede depositar en el banco *D* y así sucesivamente. A través de este procedimiento se crea dinero que se denomina producción secundaria, el cual consiste en anotaciones contables (para distinguirlas de la producción primaria, que está constituida por la producción física de dinero). En nuestro ejemplo observamos que, teóricamente, *A* puede girar contra el banco *B* por \$ 100 mientras que *C* lo puede hacer por \$ 50 contra el mismo banco. Esto quiere decir que con un depósito original de \$ 100 existe una oferta monetaria de \$ 150. Si agregamos la producción secundaria creada por el banco *D*... tendremos la totalidad del efecto multiplicador en la creación de dinero. Es importante a esta altura subrayar que esta producción secundaria de dinero es exógena, es decir, proviene de la *manipulación política del*



encaje, lo cual distorsiona los precios relativos y genera el ciclo económico a que nos referiremos más adelante. En este sistema de reserva parcial, habitualmente la autoridad monetaria respalda a los bancos frente a las corridas, pero el problema fundamental estriba en la inflación que el sistema provoca (o deflación si los encajes se elevan).

El segundo sistema bancario es el de reserva total, que en este contexto también se ha denominado patrón-mercancía puro²³ o encaje del 100%. Este sistema elimina la producción secundaria de dinero, pero esta eliminación *constituye un elemento exógeno*, puesto que se impone por decisión política.

El tercer sistema es el de la *moneda de mercado*, el cual implica que el encaje y toda disposición vinculada con la moneda surgen como consecuencia de las decisiones contractuales que las partes establezcan; *esto incluye la posibilidad de que los clientes exijan al banco con el que operan el 100% de encaje*. Pero si hay individuos (a cambio de menores comisiones por sus depósitos o a causa de cualquier otra consideración) que no establecen tal exigencia y acceden a que el banco opere con encaje fraccional, el dinero así creado ex producción secundaria proveniente de causas endógenas.

23. Se utiliza la expresión mercancía para indicar que puede ser cualquier bien, para distinguir el sistema del patrón oro puro en el que la moneda se circunscribe al oro, y se emplea la expresión puro para diferenciarla del patrón oro clásico (donde el sistema bancario era en algunos períodos de reserva parcial y en otros de free banking, en el sentido que ahora explicaremos).



Es frecuente que a este último sistema se lo denomine *free banking*, pero esta expresión induce a error puesto que se lo confunde con un sistema que básicamente sólo tiene de *free* el hecho de que pueden entrar nuevas instituciones bancarias en el mercado sin autorización gubernamental. Por ejemplo V. C. Smith²⁴ le atribuye este último significado al *free banking*. Por tanto, resulta más claro hacer referencia al dinero de mercado, como hemos explicado. La ambigüedad de la expresión *free banking* es señalada incluso por L. H. White, quien ha presentado uno de los estudios más completos sobre la experiencia de la moneda de mercado en Escocia (1716 a 1844): “La apreciación del éxito y la estabilidad del sistema bancario libre en Escocia resulta de especial importancia a la luz de la conocida experiencia del siglo XIX en Estados Unidos, donde los bancos operaban bajo regulaciones especiales; esto, de modo inconducente, *comúnmente se denomina ‘free banking’*”.²⁵

Debe comprenderse que la moneda de mercado necesariamente implica libertad contractual en el terreno bancario, de lo contrario la moneda *no es propiamente de mercado*. Por otra parte, puede tenerse un sistema bancario libre de regulaciones y no contar con moneda de mercado (lo cual, en última instancia, implicaría una regulación o limitación a la actividad bancaria). De todos modos, el hecho

24. The rationale of central banking, P. S. King, 1936, pp. 44 y ss.

25. Free banking in Britain, Cambridge University Press, 1984, p, 139. También señala el mismo punto M. N. Rothbard, The mystery of banking, Richardson and Sinder, 1988, pp. 215-216.



de que se considere cierto que puede disponerse de un sistema bancario libre de regulaciones y no contar con moneda de mercado no modifica el aserto de que la moneda de mercado implica un sistema bancario libre de regulaciones.

El sistema bancario libre de regulaciones, inherente al sistema de la moneda de mercado, implica desde luego que los bancos deben cumplir con sus obligaciones del mismo modo que debe hacerlo el resto de los comerciantes en una sociedad libre. Dicho sistema bancario cuenta con cinco limitaciones que el mercado establece en cuanto á la producción secundaria de dinero.

La primera limitación estriba en la *confianza* que debe despertar el banco. Se necesita gran solvencia moral y material para que un banco sea reconocido como tal y una sólida trayectoria de buen manejo de los negocios financieros para mantenerse operando en el mercado libre. Nadie aceptaría los recibos (billetes) de un banco que *no ofrece garantía de convertibilidad*. La segunda limitación obedece al grado en que el mercado desee usar recibos y no recurrir directamente a la mercancía-dinero. La tercera limitación se refiere a los *cambios en el grado de confiabilidad*. Así, un banco puede gozar de reputación en un momento dado pero, en otro, puede *perder* la confianza de su clientela; por tanto, se lleva a cabo una corrida bancaria contra esa institución, lo cual, eventualmente, conduce a su liquidación (además de liquidar a los directivos como administradores de bancos en el futuro). La cuarta limitación está dada por *cambios en la demanda de dinero* (no por razones de confianza), lo cual también pone un tope a la posibilidad de producción



secundaria de dinero (o medios fiduciarios). La quinta limitación ex tal vez la más importante y consiste en el *clearing*. Cuando el cliente de un banco gasta dinero pagando a un cliente de otro banco, este último reclamará los fondos al primero a los efectos de disponerlos para cuando su cliente los reclame y/o poder, a su vez, aumentar la producción secundaria de dinero sobre la base de reservas incrementadas. Si el primer banco no dispone de liquidez se le declarará la bancarota. Por otro lado, si se tratara de un solo banco o si se hace un cartel de bancos con la intención de obviar esta quinta limitación, los negocios de los que operan atraerán a otros (o, eventualmente, a algunos de los socios del cartel) para conquistar clientela mediante el ofrecimiento de mayor solidez. Además, los clientes de bancos del exterior actuarían también como limitantes en la producción secundaria de dinero.

M. N. Rothbard, partidario de la reserva total,²⁶ explica esta quinta limitación:

“Supongamos [...] que el Banco Rothbard tiene u\$s 50.000 en oro o que tiene ese monto en papel moneda del gobierno y procede a emitir u\$s 80.000 más de recibos falsos prestándoselos a Smith. El Banco Rothbard, por tanto, ha incrementado la oferta monetaria de u\$s 50.000 a u\$s 130.000 y su reserva ha bajado del 100 % al 5/13. Pero lo importante es hacer notar que el proceso *no para aquí*. ¿Qué hace Smith con los u\$s 80.000 de nuevo

26. Principalmente, en “The case for 100 percent gold standard”, en: In search..., op. cit., pp. 94 y. ss.



dinero? [...] lo gasta [...Supongamos] que Smith compra un nuevo equipo fabricado por Jones y que Jones es también un cliente del Banco Rothbard; en este caso, por el momento, no habrá presión sobre el Banco Rothbard [...] más aun, lo único que habrá sucedido, desde el punto de vista del Banco Rothbard, es que sus depósitos han cambiado de unas manos a otras [...] pero supongamos que Jones *no es* cliente del Banco Rothbard. Después de todo, cuando Smith pide prestado dinero al banco no tiene interés en promover a los clientes de ese banco. Quiere invertir o gastar su dinero de la manera que le resulte más rentable [... en este caso] Smith le dará un cheque o un billete a Jones por la compra del equipo por valor de u\$s 80.000. Como Jones no es cliente del Banco Rothbard su banco demandará los fondos al Banco Rothbard. Como el Banco Rothbard no tiene el dinero, dado que sólo tiene u\$s 50.000, le faltan u\$s 30.000 y, por ende, el Banco Rothbard quiebra.

Lo interesante de esta restricción es que no depende de la Pérdida de confianza en el banco. Smith, Jones y todos los demás ignoran lo que sucede [...]. Jones demanda los fondos al Banco Rothbard no porque no le tenga confianza, sino simplemente porque es cliente de otro banco y quiere tener los fondos disponibles en su cuenta [...]. Incluso cuando la reserva fraccional es considerada legal y no es castigada como un fraude ésta escasamente permitirá que exista la inflación que puede generar la propia reserva fraccional [... El sistema] lejos de conducir al



caos inflacionario establecerá prácticamente un sistema tan sólido y no inflacionario como el encaje del 100 %.²⁷

Desde luego que Jones puede rechazar el cheque de Smith y pedirle efectivo, lo usual será que el propio Smith demande los fondos de su banco [...]. Cuanto más demore el banco de Jones en demandar el dinero al Banco Rothbard mayores serán sus pérdidas. Por el contrario, cuanto antes obtenga el oro podrá lucrar con la producción secundaria de dinero. Por tanto, los bancos tienen todo que perder y nada que ganar si demoran la referida demanda de dinero [...].

Finalmente veamos el caso lícito de un solo banco en donde asumimos que por alguna razón todos en ese país son clientes de ese banco, digamos el Banco de los Estados Unidos. En este caso, este límite desaparece debido a que todos los pagos tienen lugar entre clientes del mismo banco [...] claro que en este caso estamos haciendo abstracción de la existencia de otros países.

27.

[...] Veamos qué pasa cuando un país, digamos Francia, tiene un monopolio sobre su sistema bancario y comienza a expandir la producción

27. Debido a la posición de Rothbard, este último párrafo llama la atención.



secundaria de dinero. Supongamos que el resto de los países se encuentran en el sistema de patrón oro [...] a medida que los francos en circulación aumentan y la inflación francesa continúa los precios aumentarán y los franceses comprarán más fuera de su país. Pero esto significa que habrá mayor demanda para obtener el dinero del Banco de Francia [...] esto significa que el oro saldrá de Francia e irá a otros países y la presión sobre el Banco de Francia continuará [...]. Debe hacerse notar que el oro sale y el dinero de franceses y extranjeros contra el Banco de Francia es la respuesta natural de la inflación del franco [...] eventualmente, la referida presión forzará a que el Banco de Francia contraiga “sus préstamos y depósitos y comenzará un proceso de deflación en la economía francesa [...]”.

Supongamos un cartel de bancos [...]. Un cartel inflacionario inducirá a que los bancos sólidos que tengan 100 % de reserva entren con más fuerza en el negocio eliminando a sus competidores a través [del clearing]”.²⁸

Rothbard fundamenta la reserva total sobre la base de que considera fraudulenta toda reserva fraccional (toda producción secundaria de dinero). Pensamos, sin embargo, que mal puede calificarse de fraudulento un arreglo contractual libre y voluntario entre partes, cualquiera que sea su naturaleza (salvo los “contratos contrarios al orden

28. The mystery of..., op. cit. pp. 114-124.



público” que se celebran para lesionar derechos, como el homicidio, etc.). Además, a la luz de los partidarios de la moneda de mercado el oro constituye un mero ejemplo y, tal vez, la moneda que probablemente elija el mercado, pero esto no significa que el metal amarillo *necesariamente* deba constituirse en moneda. Rothbard dice que “[...] la moneda se adquiere en el mercado produciendo bienes y servicios y luego se compra moneda a cambio de aquellos bienes. Pero hay otra manera de obtener moneda: creándola uno mismo sin que medie la producción, es decir, falsificándola”.²⁹ Rothbard incluye en esta falsificación toda producción secundaria de dinero y de allí es que afirma: “Defino la inflación como la creación de dinero, es decir, un incremento de sustitutos monetarios que no están respaldados 100 % en moneda-mercancía”.³⁰ Recordemos, sin embargo, que si el intercambio de valores se lleva a cabo en el mercado y *si las partes consideran la producción secundaria de dinero como un valor*, no hay fundamento alguno en la sociedad libre que permita prohibir tal transacción y, por ende, no puede considerarse dinero proveniente de causas exógenas.

Respecto del fraude, Rothbard explica: “Desde mi punto de vista, emitir recibos en exceso a la mercancía de que se dispone es siempre un fraude y así debe considerarse en el sistema legal. Este fraude consiste en emitir recibos falsos, por ejemplo, por gramos de oro que no existen [...] en resumen, creo que el sistema bancario fraccional es desastroso

29. The case..., op.cit., p. 109 en nota al pie.

30. *Ibíd.*, p. 109.



para la moral y las bases fundamentales de la economía de mercado”³¹ y continúa diciendo que el problema fundamental no es la corrida bancaria sino permitir al banquero hacer negocios basados en “recibos falsos”, de igual manera que “el que roba dinero de una empresa en la que trabaja y lo invierte en sus propios negocios. Como el banquero, ve la oportunidad de inversión con activos ajenos. El ladrón sabe que, por ejemplo, el auditor hará un arqueo de caja el 12 de junio y, por ende, se decide a reponer el dinero antes de esa fecha [...]. Sostengo que el mal —el robo— ha ocurrido en el momento en que el ladrón se apoderó de lo ajeno y no cuando se lo descubre”.³²

De acuerdo con lo que hemos dicho anteriormente no resulta propio referirse a fraude y robo si ha habido acuerdo entre el depositante y el banco por medio del cual éste opera con encaje fraccional comprometiéndose a entregar la suma que se requiera a la vista. El sistema del dinero de mercado, como vimos, incluye la posibilidad de que la clientela exija el cien por ciento de encaje.

Debemos aquí señalar que los sistemas bancarios se diferencian en cuanto a la reserva o encaje. que mantienen respecto de los depósitos a la vista o en cuenta corriente (y también de los depósitos en caja de ahorro que operan como cuentas corrientes). Los depósitos a plazo fijo en todos los casos se represtan a los efectos de sacar partido entre las tasas

31. *Ibíd.*, p. 114.

32. *Ibíd.*, pp. 114-115.



activas y pasivas y en ningún caso generan producción secundaria de dinero.

C. H. Carroll comparte el punto de vista de Rothbard³³ afirmando que la producción secundaria de dinero en el mercado “es dinero creado [...] convertible sólo porque su convertibilidad no se demanda [debido al encaje técnico...]. mientras que el dinero bancario no exceda la mercancía de reserva es sólo una deuda [...] y no significa ni capital ni valor [...]. Esta moneda ficticia, interfiere [...], l’con el valor del dinero del mismo modo que lo hace el falsificador [...] y cuando esto sea comprendido por los dirigentes de este país será eliminado [...] puesto que significa [...] un depósito de moneda no depositada por un valor Que nunca fue creado [...] es moneda *creada* de la nada pero con el mismo poder adquisitivo que el oro [...]. Así el banco convierte una deuda en moneda y provoca el aumento de precios [...] esta moneda no tiene sustento igual que una fábrica de visiones, porque daña a la comunidad, ahuyentando capital y creando precios falsos [...]”³⁴. Curiosamente, Mises en su tratado de economía suscribe un sistema bancario libre de regulaciones³⁵ pero en el

33. Por su parte, H. C. Simons, “Rules versus authority in monetary Policy”, en *Economic policy for a free society*, The University of Chicago Press, 1948. p. 163, sugiere la reserva total debido a las mismas razones que invoca M. Friedman (véase ut supra), es decir, para el cabal cumplimiento de la norma monetaria de crecimiento constante.

34. *Organization of debt into currency*, Van Nostrand, 1964, pp. 204-205.

35. *Tratado de Economía*. “La acción humana”, Unión Editorial, 1980.



agregado que introdujo en 1952 a su obra escrita en 1912, al sugerir una reforma monetaria y bancaria, dice que “no debe permitirse a ningún banco que expanda sus depósitos sujetos a cheques o sobre el balance de ningún cliente individual, sea éste un ciudadano privado o el Tesoro de los Estados Unidos, a menos que se reciban depósitos en efectivo o cheques pagaderos en bancos sujetos a las mismas limitaciones. Esto quiere decir *un rígido sistema del cien por ciento de reserva* para todos los futuros depósitos, esto es, todos los depósitos que no estén realizados al primer día de la reforma”.³⁶

Como hemos dicho, la versión contemporánea de la³³ autoridad monetaria es la banca central. El primer caso del establecimiento de un banco central ha sido el del Banco de Inglaterra³⁷ fundado en 1693 a propuesta de W. Paterson como un banco “privado” basado en privilegios para financiar el déficit fiscal de la corona. Tres años antes, en Massachusetts, por primera vez en la época moderna se

36 The theory..., op, cit., p. 491': (La cursiva es mia.) También concuerdan en esta materia, entre otros, H. Házlitt, *The inflation crisis and how to resolve it*, Arlington House Publ., 1979, pp. 194 y ss., y J. T. Salerno, “The 100 percent gold standard: a proposal for monetary reform”, en *SupplV-sirte eanomics: a critical appraisal*, comp. R. H. Fink, University Publications of America, 1982, pp. 454 y ss.

37 Véase J. Clapham, *The Bank vi England*, Cambridze University Preso, 1958, C. Rist. *Historia de las doctrinas relativas al crédito V a la moneda*, Bosch Ed., 1945, p. 240 y ss., y M. N. Rothbard, *The mistery....*, op. ciL, pp. 179 y ss.



emitió papel moneda gubernamental, ³⁸y en 1802 apareció la primera fundamentación teórica de la banca central realizada por G. Thornton.³⁹ En vista de que el gobierno inglés no tenía compradores para los títulos públicos, de que se consideraba a los impuestos como ya muy- gravosos y del” aumento de los gastos gubernamentales, Paterson ideó y propuso al Parlamento Británico la constitución del mencionado Banco de Inglaterra, que adquiriría los referidos títulos públicos a cambio de ciertas dádivas. Teniendo en cuenta lo promisorio del negocio, la corona adquirió acciones del Banco de Inglaterra al año siguiente de su creación. Dichas dádivas fueron otorgándose a través del tiempo, y consistieron en contar con todos los depósitos del gobierno (1693), en la posibilidad de suspender pagos en metálico (1696 por primera vez), en el monopolio de la emisión de billetes-reserva y en el monopolio de préstamos a menos de seis meses (1708), en el curso forzoso (1812, aunque de facto el curso forzoso se implantó un siglo antes) ; cuando en 1826 se adoptaron algunas medidas liberalizadoras, en parte influidas por el Bullion Report de 1810, se mantuvieron los privilegios para el Banco de Inglaterra en un radio de 65 millas de Londres y siguió vigente la prohibición de exportar oro amonedado. En 1844 el primer ministro R. Peel, influido por la Currency School de los neorricardianos, estableció el 100% de encaje

38. La primera vez que el gobierno utilizó papel moneda fue en China en 1168; véase J. F. Smith, *The coming currency collapse*, Books in Focus, 1980, pp. 168 y SS.

39. Investigación sobre la naturaleza y efectos del papel de crédito en Gran Bretaña, cit. en C. Rist, *op. cit.*, p, 140.



para los billetes, pero se excluyó al crédito, con lo cual los bancos operaban con un sistema de reserva parcial.⁴⁰

Por último, en esta sección debemos señalar que en una sociedad libre no habría tal cosa como garantía de los depósitos por parte de la autoridad monetaria (en realidad la garantía es coactivamente impuesta al resto de la comunidad) puesto que, como queda dicho, ésta no existiría, lo cual no quiere decir que no puedan garantizarse depósitos en compañías de seguros. Las primas respectivas indicarían los riesgos de cada institución bancaria (del mismo modo los propios bancos pueden, a su vez, asegurarse).

Ciclos económicos e indexación

Como ha quedado consignado, las modificaciones en las valorizaciones de la gente se traducen en cambios en los precios relativos y, consecuentemente, en la asignación de recursos. Estas modificaciones, junto con las producidas por accidentes climáticos y otras que no derivan de la esfera política, generan fluctuaciones económicas en el mercado. Sin embargo, hay otro fenómeno —el ciclo económico— que produce primero un boom aparente que luego desemboca en crisis; ésta, a diferencia de las de las fluctuaciones, abarca el conjunto de las actividades productivas.⁴¹

40. Véase F. A. Hayek, *Monetary nationalism and international stability*, Kelley, 1971, p. al, y L. von Mises, *The Theory...*, op. cit., p. 408.

41. Para ampliar el estudio del ciclo económico, véase B. M. Anderson, *Economics and tire Publio wellfare*, Van Nostrand, 1964, caps. XI y XII; L. 104 . von Mises, *On tire*



El ciclo económico tiene su origen en la expansión monetaria por causas exógenas, ya se trate de producción primaria o de producción secundaria de dinero. Así es que aparenta más ahorro, lo cual significa que aparentemente se produjo un cambio en la preferencia temporal; esto, a su vez, hará que a corto plazo baje la tasa de interés. Esta tasa de interés artificialmente reducida en el corto plazo permitirá que se sobreinvierta en proyectos (en realidad antieconómicos) de mayor período de espera, es decir, en bienes de orden superior en donde el proceso de producción demanda mayor tiempo. Esto significa una ampliación longitudinal ⁴² en el proceso productivo pero como, en verdad, no existe mayor ahorro y, por tanto, la preferencia temporal no se modificó, la acción de los individuos en el mercado tenderá a restablecer las relaciones que correspondan a la estructura de capital. Esto último forzará a los que sobreinvertieron en áreas antieconómicas a expensas de las económicas, a que liquiden

manipulation..., op. cit., pp. 205 y ss.; L. von Mises, La acción..., op. cit., cap. XX ; F. A. Hayek, Monetary theory and the trade cycle, Kelley, 1975; F. A. Hayek, Money, capital and fluctuations, Routledge & Kegan Paul, 1984, pp. 136 y s.s.; M. N. Rothbard, America's great depression, Van Nostrand, 1963, Primera Parte; M. N. Rothbard, Man, economy..., op. cit., pp. 854 y ss.; L. Robbins, The great depression, Clark Ed., 1934, y G. Haberler, Prosperidad y depresión, Fondo de Cultura Económica, 1961, esp, pp. 254 y ss.

42. Por oposición a la ampliación lateral, que es la mayor producción en los bienes del mismo orden.



su stock. La primera etapa, la de malinversión, es la que produce el boom aparente; la segunda es la de reajuste o período recesivo Rothbard argumenta que:

“La situación es análoga a la de un constructor que ha sido equivocadamente guiado a pensar que tiene más material de construcción que lo que en realidad tiene y, por tanto, lo usa todo para cierta etapa de la construcción, lo cual lo deja sin material para completar la casa [...]. Un punto debe enfatizarse: la fase de depresión es en realidad la etapa de recuperación. Mucha gente preferiría mantener el periodo de boom, en el cual la inflación oculta las pérdidas. Esta euforia oculta el consumo de capital que la inflación produce a través de ganancias ilusorias. La etapa en que la gente se queja es la de crisis y depresión. Pero debe resultar claro que este período no es el causante del problema. El problema se origina durante el boom, donde la malinversión y las distorsiones aparecen: la fase de crisis depresión es el periodo curativo donde algunos están forzados a reorganizar las malinversiones en las que incurrieron. Por tanto, el periodo de depresión es uno de necesaria recuperación; es el momento en el cual las inversiones erróneas son liquidadas y los empresarios errados deben dejar el mercado, es el momento en el cual la soberanía del consumidor y el mercado libre se imponen y establecen un sistema económico en el que nuevamente cada participante puede beneficiarse de la mayor forma posible”⁴³

43. Man, economy . . . , op. cit., pp., 857 y 860. Debemos reiterar que Rothbard, al ser partidario del cien por ciento de encaje, considera inflacionaria toda producción secundaria de dinero.



De más está decir que el periodo de ajuste o saneamiento se obstaculiza y se complica si se introducen medidas tales como subsidios a empresas quebradas, inflexibilidad en los salarios o ulteriores injerencias en la tasa de interés o en el sistema bancario y financiero en general.⁴⁴

Se ha sostenido que en la fase inflacionaria “expansiva” aumenta la velocidad de circulación del dinero, lo cual, se dice, disminuye el poder adquisitivo de éste. No es siempre apropiado recurrir al empleo metafórico de términos que, como el de “circulación”, son tomados de la física, puesto que el dinero no “circula” sino que se encuentra siempre en manos de un individuo específico. Ahora bien, si la “velocidad” de las transacciones aumenta, debe tenerse en cuenta que éstas tienen dos lados y, en el mercado, un lado está constituido por la moneda y el otro por los bienes que no son moneda. Del hecho de que se produzcan mayores transacciones por unidad de tiempo no se desprende una disminución (o aumento) en el poder adquisitivo del dinero ni una disminución (o aumento) en el valor de los bienes que no son dinero. Hemos explicado que el valor de los bienes (sean o no dinero) depende de la utilidad marginal y no de “circulación” alguna.

44. La inflación y las crisis recurrentes que produce son más o menos graves según sea el grado de desorden monetario. Los ejemplos más extremos son los “asignados” en la Francia del siglo xvii y la inflación alemana de 1923. Para estudiar estos dos casos véanse respectivamente A. D. White, *Fiat money in France*, The Foundation for Economic Education, 1969, y W. Gnttman y P. Mechan, *The great inflation*, Gordon & Cremonesi, 1976.



Curiosamente se ha dicho que durante la primera etapa del ciclo se produce “ahorro forzoso”; sin embargo, ha quedado en evidencia que en este periodo no se produce ahorro de ninguna naturaleza. Más aun, la expresión ahorro forzoso es una contradicción en términos. Ahorro es abstención de consumo y su destino es la inversión, lo cual se lleva a cabo porque se estima que el valor futuro es mayor que el valor presente. Si el ahorro es forzoso, esto es, si se debe recurrir a la violencia para lograr la abstención de consumo, quiere decir que no se estima mayor valor en el futuro que en el presente y, por ende, se trata de despilfarro y no de ahorro.

Se ha pretendido atenuar, a través de la indexación o de disposiciones legales respecto de revalúos contables, los desajustes cíclicos que produce la inflación y el consecuente consumo de capital debido a las distorsiones que genera. No incluimos en la noción de indexar los acuerdos libres y voluntarios entre partes para ajustar contratos. Entendemos por indexación el ajuste que impone el gobierno en los precios con la pretensión de mitigar el efecto inflacionario. Así entendida la indexación, puede aplicársela de modo uniforme o discriminatorio. En el primer caso, los gobiernos indexan sobre la base del espejismo que crean los índices de precios al consumidor (costo de vida) que, cómo ya vimos, inducen a creer que la inflación se traduce en ese aumento general de precios (más bien creen que la inflación es ese aumento). Así, al aplicar una indexación uniforme a todos los precios (recordemos que los salarios son un precio) ésta resultará inocua puesto que sólo se habrá elevado el valor absoluto de cada precio manteniendo las distorsiones



subyacentes en 108 precios relativos. Si, en cambio, la indexación es discriminatoria se introducirá un elemento perturbador adicional en el mercado agregándose a la distorsión que ya había creado la inflación en la estructura relativa de precios. Se ha afirmado que, como la riqueza de un país depende del grado de capitalización y éste, a su turno, depende del volumen de ahorro, en procesos de inflación ---se dice--- debería indexarse el ahorro a los efectos de preservarlo del deterioro monetario. Ahora bien., de llevarse a la práctica esta idea, el depositante percibiría una tasa de interés mayor pero, a su vez, la institución financiera de que se trate aumentaría la tasa al tomador de dinero quien sería, digamos, una empresa constituida por accionistas, es decir ahorristas, que deberían sufragar los gastos de la tasa más elevada, En otros términos este procedimiento implica una transferencia artificial de ahorros de un sector a otro, lo cual se traduce en una malasignación de recursos adicional a la ya provocada por la inflación monetaria. Reflexión parecida a la que hemos formulado respecto de la indexación puede hacerse en relación con el revalúo, puesto que es este procedimiento se parte del supuesto de que se pueden actualizar balances sobre la base de índices generales, también como consecuencia del encandilamiento que produce la ambigua noción del “nivel de precios”.⁴⁵ Si en un proceso

45. “Nivel” de precios es otra metáfora inconducente tomada de la física. No hay tal cosa como “nivel” de precios y si se pudiera construir sería irrelevante, ya que lo importante es la estructura relativa de precios; véase Introducción de S. R. Shenoy (comp. trabajos de F. A. Hayek), *A tiger bV tire tail*, The’ Institute of Economic Affairs, 1978, pp. 8-10.



inflacionario las empresas amortizan sus activos según los valores de origen, cuando deseen reponer el bien obsoleto percibirán que el valor de reposición es superior al fondo de amortizaciones. Dichas amortizaciones afectan el cuadro de ganancias y pérdidas mostrando una ganancia superior a lo real y, eventualmente, según sea el sistema tributario, pagarán impuestos sobre utilidades ficticias. El revalúo intenta mitigar aquel efecto pero adolece de las fallas antes apuntadas, que sólo pueden obviarse eliminando la inflación.

El dinero de mercado

La propuesta está, básicamente, fundamentada en la de Hayek, ⁴⁶que consiste en eliminar el curso forzoso, lo que significa que otras instituciones pueden acuñar, emitir, convertir las monedas que el mercado acepte. La concepción hayekiana de la moneda de mercado desde luego incluye su

46. Denationalization..., op. cit. Me he referido a este problema y a posibilidades de establecer un dinero gubernamental de transición en Argentine Inflation, "The Freeman", 1972, vol. XII, Reforma monetaria V bancaria para una nación libre y soberana, "Progreso", Londres, diciembre de 1975, En torno a la propuesta de Hayek (apéndice de la versión española de Denationalization..., Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1978). Proyecto de reforma monetaria y bancaria (conferencia pronunciada en el departamento de economía de Claremont's College de California, junio de 1981), Una nueva reforma monetaria y bancaria, "La Nación", 2 de agosto de 1981, Situación económica actual y un programa para el futuro argentino, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, noviembre de 1981, Recapitulación de una Propuesta monetaria y bancaria para erradicar la inflación, Fundación Banco Comercial del Norte, 1982, y Fundamentos..., op. cit., pp. 318 y ss.



desnacionalización, desvinculándola por completo de la idea de soberanía, adoptando o rechazando como dinero el bien o los bienes que el mercado considera apropiados. Del mismo modo que cuando se comercia la papa no se alude a la “papa nacional”, el dinero de mercado queda separado de la noción de “lo nacional”⁴⁷.

Esta disposición fundamental debería acompañarse con la abrogación de todas las reglamentaciones respecto del encaje y la forma en que cada institución encara sus negocios. Por nuestra parte, pensamos además que no sólo debe eliminarse el monopolio del dinero gubernamental, sino que el gobierno debe retirarse completamente del manejo monetario. Para esto sugerimos una medida de transición que consiste en la transformación del banco central en un banco de conversión.⁴⁸ Parte del pasivo que recibirá esta nueva institución estará constituida por los billetes en circulación,

47. Eventualmente puede decirse que determinadas papas provienen de determinado país, pero no son de ese país en el sentido de simbolizar soberanía. Esto mismo ocurriría con el dinero en un mundo de moneda de mercado. En realidad, en nombre de la soberanía, las denominaciones especiales de las “monedas nacionales” resultan inconvenientes, puesto que aparecen como entidad independiente de la moneda genuina. De más está decir que la adopción de la moneda de mercado por un país para nada implica que ese País dependa del resto del mundo para tal resolución. Las “monedas nacionales”, bajo la máscara de la soberanía, han servido para que los gobiernos tengan el monopolio del dinero en cada país, lo cual, a través del curso forzoso, permite institucionalizar la inflación monetaria.

48. La cual he presentado con algunas variantes en *Recapitulación de una ...*, op. cit., cap. IV. _



contra lo cual tendrá registrado oro, divisas, bonos del gobierno, etc.; todo esto, siempre en esta sugerencia, deberá convertirse a oro al precio del momento. En segundo lugar, puede considerarse la posibilidad de que se convalide la producción secundaria de dinero con producción primaria para que no se produzca deflación en la medida en que el público requiera que las instituciones bancarias operen con encaje mayor que aquel con el cual venían operando. En tercer término, el banco de conversión ofrecerá la posibilidad de que los tenedores de billetes puedan convertirlos en oro según la relación que surja de dividir dichos billetes en circulación por el oro adquirido. Ahora bien, el tipo de cambio o la relación resultante entre la existencia de oro en el banco de conversión y los billetes en circulación se traducirá en una de tres posibilidades. La primera, posible aunque improbable, es que ese precio o relación de cambio coincida con el precio de mercado. La segunda es que el oro se encuentre “subvaluado” con respecto al del mercado y la tercera es que el oro se encuentre “sobrevaluado” respecto al del mercado. En las dos últimas posibilidades el arbitraje ajustará los precios. Así, en la segunda posibilidad se tenderá a adquirir oro en el banco de conversión y venderlo en el mercado con lo que, por una parte, se esterilizarán billetes (cuando se retira el oro) y, por otra, aumentará la oferta de oro en el mercado. *Ceteris paribus*, la contracción de billetes hará que aumente su poder adquisitivo y la mayor oferta de oro tenderá a que baje su precio, todo lo cual unificará las disparidades que aparecían al comienzo. A su vez, en la tercera posibilidad se tenderá a adquirir oro en el mercado y entregarlo al banco de conversión con lo que, por una parte,



aumentará la demanda por oro (al comprarlo) y por otra, aumentará la oferta monetaria. *Ceteris paribus*, la expansión de billetes hará que caiga su poder adquisitivo y la mayor demanda de oro tenderá a que suba su precio, con lo cual también se unificarán las disparidades iniciales. Como ha quedado consignado, el curso forzoso se habrá abolido y, por lo tanto, en el mercado se pondrá de manifiesto si esta moneda será o no reemplazada por otra u otras que eventualmente se considere que reportan ventajas; sin embargo, en última instancia, el objetivo debe ser la venta de este banco de conversión juntamente con la casa de la moneda y la “marca” del dinero gubernamental. El precio de venta de estas instituciones dependerá del volumen del patrimonio neto de estas instituciones y de las estimaciones respecto de negocios futuros con el billete que hasta ese momento emitía el gobierno en recibo por oro depositado. Mantener al gobierno en el negocio del dinero implica riesgos para los competidores y para el mercado en general de la misma naturaleza de aquellos que se suscitan si se elimina el monopolio de una empresa estatal pero ésta no se privatiza. Tarde o temprano los competidores sufrirán las consecuencias de verse obligados a competir con actividades que se llevan a cabo en la órbita política; tarde o temprano también los usuarios percibirán el grave problema que se suscita cuando el gobierno es juez y parte. Si no se reduce el gasto público, el impuesto inflacionario se convertirá en impuesto propiamente dicho, con lo cual, en última instancia, la participación directa del estado en la renta nacional se mantendrá igual pero los precios reflejarán la situación real; esto, a su turno, permitirá un mejor aprovechamiento de los escasos recursos. Desde



luego que la idea no es circunscribir la modificación a una reforma monetaria, sino que apunta a limitar la acción gubernamental a sus funciones específicas, con lo cual se podrá reducir la presión tributaria.

En lo que se refiere a la moneda, estaremos en una sociedad genuinamente libre cuando comprendamos que nuestras ideas personales respecto de cómo debiera ser el dinero podemos ofrecerlas en el mercado y competir con otras ideas, pero no podemos imponérselas a los demás, del mismo modo que sucede con otros bienes y servicios en la sociedad libre.

En resumen, en el campo monetario, fundamentalmente, pueden establecerse tres cursos de acción: contar con una autoridad monetaria, establecer una norma monetaria o adoptar un sistema monetario de mercado. La autoridad monetaria implica que se establecerá por decisión política a qué ritmo se expandirá el volumen de moneda, a qué ritmo se contraerá o si se deja inalterado el quantum monetario. Como hemos dicho, cualquiera que sea la decisión de la autoridad monetaria, se estará alterando los precios relativos como consecuencia de esa decisión política. Asimismo, como también queda dicho, el establecimiento de una norma monetaria (eventualmente inserta en la Constitución) también afectará los precios relativos como resultado de la aplicación de la referida norma. Es cierto que esta posibilidad evitará oscilaciones erráticas en el volumen de la moneda y, en este sentido, la independizará de los vaivenes políticos, pero la naturaleza del problema subsiste. Sólo resulta posible erradicar el problema de las inflaciones y deflaciones



adoptando la decisión política de no adoptar las decisiones políticas en el campo monetario. En otros términos, esta última postura implica que el dinero sea considerado, del mismo modo que el resto de los bienes y servicios objeto de transacciones en el mercado.

Ahora bien, es posible concebir la adopción de un dinero gubernamental vinculado al mercado a través de una mercancía cuyo volumen de producción dependa de las condiciones del mercado, como era el caso del patrón oro clásico con anterioridad a la Primera Guerra. Si además, este dinero gubernamental no es de curso forzoso, se abren las posibilidades para monedas alternativas seleccionadas por el mercado. Sin embargo, como hemos dicho, para compatibilizar la concepción monetaria con los postulados de la, sociedad libre es menester no sólo eliminar el curso forzoso (es decir, el monopolio gubernamental del dinero) sino que el gobierno se retire del negocio del dinero debido a los riesgos anteriormente señalados.

ÍNDICE

PRESENTACIÓN DE LAS SEPARATAS TEMÁTICAS

Dra. Damasia Becú de Villalobos 1
Académica Sitial Germán Burmeister
Presidente de la ANCBA

PRÓLOGO

Dr. José Braunstein..... 5
Académico Sitial Florentino Ameghino
Director de Anales

LA CONVERTIBILIDAD EN EL SIGLO XIX

Dr. Elías Salama 9

LAS RAZONES DEL FRACASO DEL GOLD STANDARD EN ARGENTINA 1867-1899

Dr. Roberto Cortés Conde 35

INFLACIÓN MONETARIA: LA TRAMPA DE LA BANCA CENTRAL

Dr. Alberto Benegas Lynch (h) 67
Académico Sitial Carlos Pellegrini

DOLARIZACIÓN, CAJAS DE CONVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Dr. Alfredo J. Canevase..... 73

DÉFICIT FISCAL Y EQUILIBRIO MONETARIO

Dr. Juan C. Cachanosky 89

DOLARIZACIÓN

Dr. Pedro Pou 127



<i>FACTORES PSICOLÓGICOS EN LA CONVERTIBILIDAD Y LA DOLARIZACIÓN</i>	
Dr. Amílcar Emilio Argüelles	139
<i>LA DOLARIZACIÓN</i>	
Dr. Roberto Alemann	147
<i>DOLARIZACIÓN</i>	
Lic. Vicente G. Arnaud	161
<i>¿AUTORIDAD MONETARIA, NORMA MONETARIA O MONEDA DE MERCADO?</i>	
Dr. Alberto Benegas Lynch (h)	193
Académico Sitial Carlos Pellegrini	

